
Konsolidering av norsk oppdrettsnæring

- *En analyse av fremtidsutsiktene for små
lakseoppdrettsselskaper i Norge*

av

Christoffer Marøy

Veileder: Førsteamanuensis Per Ivar Gjærum

Masterutredning i fordypningsområdet: Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Bakgrunnen for mitt valg av tema til utredningen henger sammen med min interesse for lakseoppdrettsnæringen. Det er en næring som både interesserer og fascinerer meg og som jeg har god kjennskap til. Som født og oppvokst i en av de eldste oppdrettsfamiliene på vestlandet var det for meg helt naturlig å velge et tema innen denne sektoren.

Når valget falt på konsolideringen i næringen er bakgrunnen for det todelt. På den ene siden er det et tema som åpner for å kunne anvende mange av de teoretiske verktøyene og modellene som jeg har fått kjennskap til under studiene. Utredningen gir meg anledning til å komme inn på både strategisk analyse, regnskapsanalyse, lønnsomhetsanalyse og verdsettelse. Temaet åpner også for en noe annerledes tilnærming til disse verktøyene enn en tradisjonell verdsettelsesoppgave.

Den andre grunnen til valget er knyttet til temaets aktualitet. I en tid med høye lakse- og konsesjonspriser står mange oppdrettsfamilier overfor nettopp dette temaet. Det gjaldt også for min egen familie. Selskapet Marøy Salmon AS ble solgt høsten 2010, og nettopp denne prosessen bidro også til mitt valg.

I løpet av skriveprosessen oppstod mange utfordringer. Et eksempel er hvordan jeg skulle kunne benytte kunnskapen fra den aktuelle salgsprosessen til å si noe mer generelt om konsolideringstrenden i næringen, uten å gå inn på konfidensielle detaljer. Objektivitet er også en utfordring jeg har måttet ta stilling til.

Jeg vil også benytte anledningen til å takke Ronald Marøy tidligere daglig leder i Marøy Salmon AS, Øyvind Blom daglig leder i Blom Fiskeoppdrett AS og Torbjørn Gjelsvik fra Advokatfirmaet Schjødt AS for gode kommentarer og innspill. Sist men ikke minst vil jeg også takke veilederen min, førsteamanuensis og tidligere rektor Per Ivar Gjærum, for god veiledning og raske tilbakemeldinger.

Christoffer Marøy

Bergen, våren 2011

Sammendrag

I denne utredningen har jeg sett på konsolideringstrenden i norsk lakseoppdrett. Fremgangsmåten har vært rettet mot å se hvorvidt trenden kan forklares av økonomiske forhold som fører til at en større aktør kan drive bedre og mer lønnsomt enn en liten aktør i bransjen. Jeg har gjennomført en strategisk analyse av næringen og analysert både økonomiske og andre forhold som kan antas å skille store og små oppdrettsselskaper. Jeg fant tegn til skalafordeler på enkelte områder, samt at små oppdrettere må forvente å bli stilt overfor et høyere avkastningskrav. Jeg fant det også sannsynlig at konsekvensene av Gullestad-utvalgets rapport vil slå hardere ut for de minste oppdrettsselskapene.

Videre har jeg benyttet funnene fra analysen som grunnlag for å gjennomføre en verdsettelse av et lite oppdrettsselskap, Marøy Salmon AS. Jeg har gjennomført verdsettelsen ved bruk av kontantstrømsanalyse under forutsetning av videre drift som liten aktør, og deretter under forutsetning av oppkjøp og integrering i et større oppdrettsselskap. Hensikten var å belyse hvilke utslag forskjellene jeg fant og analyserte ville kunne få i et verdsettelsesestimat. Da estimatene i stor grad er basert på generelle tall for hhv små og store oppdrettsselskaper er de dermed ikke å anse som et estimat på det aktuelle selskapets markedsverdi. Likevel kan resultatet i tillegg til å være et argument i forhold til konsolideringstrenden være et godt utgangspunkt også for andre små oppdrettsselskaper.

Jeg fant et estimat på verdien av egenkapitalen i Marøy Salmon AS på 107 millioner kr under forutsetning om videre drift som liten aktør, og på 174 millioner kr under forutsetningen om oppkjøp av en større aktør. Dette gav et avvik på 67 millioner kr. Videre har jeg sett på robustheten i både avviket og de separate verdiestimatene for endringer i sentrale forutsetninger. Avslutningsvis har jeg også analysert årsakene til avviket og de ulike forutsetningenes betydning for avviket.

100 % av aksjene i Marøy Salmon AS ble høsten 2010 solgt til Blom Fiskeoppdrett AS. Salgsprisen forblir konfidensiell, men mitt generelle inntrykk er at både kjøper og selger er godt fornøyde med prosessen. Blom Fiskeoppdrett AS er i utgangspunktet også et lite oppdrettsselskap, og tok gjennom oppkjøpet av Marøy Salmon AS et viktig strategisk grep for å ta opp kampen med de store selskapene i tiden fremover.

Innhold

1	Innledning	7
1.1	Problemstilling(er)	7
1.2	Struktur	9
1.3	Begreper og definisjoner	9
2	Presentasjon av oppdrettsbransjen	12
2.1	Historie og utvikling	12
2.2	Dagens situasjon	19
2.3	Produksjonskjeden og laksens livssyklus	23
2.4	Om konsesjoner, lokaliteter og prising av disse	24
3	Strategisk analyse	29
3.1	Analyse av makroforhold	29
3.1.1	Politiske forhold	30
3.1.2	Økonomiske forhold	31
3.1.3	Miljømessige forhold	32
3.1.4	Teknologiske forhold	35
3.1.5	Juridiske forhold	36
3.1.6	Oppsummering makroanalyse	37
3.2	Analyse av bransjeforhold	38
3.2.1	Rivalisering	39
3.2.2	Substitutter	40
3.2.3	Kundens forhandlingsmakt	42
3.2.4	Leverandørens forhandlingsmakt	43
3.2.5	Nyetableringer	45
3.2.6	Oppsummering bransjeanalyse	46
4	Analyse av forskjeller mellom små og store oppdrettsselskaper	47
4.1	Stordriftsfordeler	49
4.2	Risiko og avkastningskrav	57
4.3	Kapasitetsutnyttelse	61
4.4	Håndtering av byråkrati og media	68
4.5	Gullestad-rapporten	69
4.5.1	Oppretting av produksjonsområder og utsettssoner	70

4.5.2	Flytting av akvakulturanlegg	73
4.5.3	Handlingsregler for nivåer av lakselus, rømt oppdrettslaks og dødelighet	74
4.6	Andre forhold	77
4.7	Oppsummering kapittel 4	78
5	Verdsettelse	80
5.1	Presentasjon av teori: Verdsettelsesmodeller	80
5.1.1	Fundamental verdsettelse	81
5.1.2	Komparativ verdsettelse	82
5.1.3	Opsjonsbasert verdsettelse	83
5.2	Valg av verdsettelsesmodell	84
5.3	Kontantstrømanalyse	85
5.3.1	Utvikling i laksepris	86
5.3.2	Produksjonskostnader	87
5.3.3	Produksjonsvolum	88
5.3.4	Avkastningskrav	89
5.3.5	Kapitalkostnader	90
5.3.6	Arbeidskapital	90
5.3.7	Effektiv skatt	91
5.3.8	Resultater fra kontantstrømsanalyse, perspektiv liten aktør	92
5.3.9	Resultater fra kontantstrømsanalyse, perspektiv stor aktør	93
5.4	Gjennomgang av resultater	94
5.4.1	Sensitivitetsanalyse	94
5.4.2	Avviksanalyse	97
5.4.3	Nåverdiprofil	99
5.4.4	Selger og kjøpers verdivurderinger i forbindelse med salgsprosessen	100
6	Oppsummering og konklusjon	102
7	Forslag til videre forskning	103
8	Kildehenvisning	104
9	Vedlegg	108

Figurliste

Figur 1:Slaktet laksefisk i tonn og forbruk av antibiotika til fisk i kg aktivt stoff.....	15
Figur 2: Historiske data for laksepris, produksjonskostnad og driftsmargin.....	17
Figur 3: Laks og ørret sin andel av norsk sjømateksport.....	19
Figur 4: Andeler av total produksjon av atlantisk laks	20
Figur 5: Ukentlige spotpriser fra 2010 til april 2011.....	21
Figur 6: Forwardpriser frem til april 2012	21
Figur 7. Laksens livssyklus. Egen oppstilling	23
Figur 8: Utvikling i produksjonsvolum i forhold til konsesjoner, lokaliteter og ant. selskaper.....	24
Figur 9: Oversikt over de viktigste markedene for atlantisk laks.....	31
Figur 10: Antall kg spiselig kjøtt per 100 kg fôr.....	33
Figur 11: Karbonfotavtrykk.....	33
Figur 12. Porter, 2008.....	38
Figur 13: Fordeling av matfiskkonsesjoner.....	39
Figur 14: Norsk eksport av atlantisk laks fordelt på produkt	41
Figur 15: Produksjonskostnad store vs små oppdrettsselskaper	51
Figur 16: Salgspris per kg store vs små selskaper.....	53
Figur 17: Produksjon per konsesjon for store vs små selskaper.....	54
Figur 18: Gjennomsnittlig bokført totalkapital per konsesjon for store vs små selskaper.....	55
Figur 19: Bokført kapital per kg produsert for store vs små selskaper.....	55
Figur 20: Totalkapitalrentabilitet for store vs små selskaper.....	56
Figur 21: Egenkapitalandel for store vs små selskaper.....	56
Figur 22. Prod.syklus ved maks kap.utnyttelse gitt én konsesjon, én lokalitet og ett smoltutsett.....	64
Figur 23. Teoretisk prod.syklus gitt fire konsesjoner, lokaliteter og smoltutsett	66
Figur 24: Utkast til soneinndeling for produksjonsområdet Nordhordland.....	72
Figur 25: Rømt oppdrettslaks per 31.12.2010.....	76
Figur 26: Sensitivitetsanalyse av verdiestimatet	94
Figur 27: Sensitivitetsanalyse av verdiavviket (relative endringer).....	95
Figur 28: Nåverdiprofiler	99

Tabelliste

Tabell 1: Produksjonskostnader store vs små selskaper fordelt på kostnadsgruppe	51
Tabell 2: Smoltprodusentenes kostnader fordelt på kostnadsgruppe.....	52
Tabell 3: Forutsetninger om forskjeller mellom perspektiv som liten og stor.....	86
Tabell 4: Verd drivere for hhv liten og stor	86
Tabell 5: Utdrag fra verdsettelsesmodell, perspektiv liten aktør.....	92
Tabell 6: Utdrag fra verdsettelsesmodell, perspektiv stor aktør	93
Tabell 7: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i årlig økning i prod.kost).....	96
Tabell 8: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i salgsprispåslag).....	96
Tabell 9: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i wacc).....	96
Tabell 10: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i maxsvolum)	97
Tabell 11: Avviket mellom verdiestimatene.....	97
Tabell 12: Avviksanalyse av verdiavviket mellom perspektivene	98

1 Innledning

Oppdrettsnæringen har gått fra å være et distriktpolitisk virkemiddel som produserte et nisjeprodukt, til å bli en av Norges største eksportnæringer drevet frem av store kapitalsterke børsløkomotiver. I takt med utviklingen har fokuset fra politisk hold gradvis skiftet fra å være rettet mot sysselsetting i distriktene, til å være rettet mot effektivitet og lønnsomhet, bærekraft og miljø.

I denne prosessen har det blitt stilt stadig strengere krav til oppdretterne, og et av resultatene er færre og større oppdrettsselskap. Konsolideringsprosessen startet tidlig på 90-tallet og kommer stadig i fokus når næringen opplever svært gode, eller for så vidt også svært dårlige tider. I dag er lakseprisen igjen på rekordhøye nivåer, og problemstillingen er mer aktuell enn på lenge for de gjenværende av de minste oppdretterne. Skal de selge seg ut eller skal de drive videre?

1.1 Problemstilling(er)

- i. Hva kan forklare den kraftige konsolideringen vi ser i oppdrettsnæringen?*
- ii. Er det grunn til å forvente at konsolideringen vil fortsette også i tiden fremover?*
- iii. Hvordan vil forslagene fra Gullestad-utvalget¹ ventes å påvirke næringen, og vil det ha betydning for konsolideringsprosessen?*

Økonomisk teori tilsier at et selskap bør selges dersom det finnes andre selskaper som kan drive selskapet bedre og mer lønnsomt. Her oppstår det kanskje viktigste spørsmålet jeg vil se på for å forsøke å besvare problemstilling i og ii. Kan selskapet være mer verdt for en stor aktør enn for en liten? Som jeg også vil komme inn på er imidlertid ikke mennesker alltid rasjonelle, og det kan også finnes forhold som ikke kan knyttes til selskapets fremtidige inntjening som kan være av vesentlig betydning for oppdretterens beslutning om salg eller videre drift som liten aktør.

Kan et stort selskap drive mer kostnadseffektivt? Kan de oppnå høyere marginer og salgspriser gjennom å ha kontroll over store deler av verdikjeden? Vil stadig strengere krav

¹ 04. Februar 2011 ble rapporten "Effektiv og bærekraftig arealbruk i havbruksnæringen" offentliggjort. Rapporten er utarbeidet av det såkalte Gullestad-utvalget, et ekspertutvalg oppnevnt av Fiskeri- og Kystdepartementet. Rapporten er på høring frem til august 2011.

fra regulerende myndigheter gjøre det vanskeligere å være liten aktør? Eller er det kanskje større risiko knyttet til å investere i et lite oppdrettsselskap?

Et annet viktig moment som ventes å spille en rolle er rapporten som nylig ble lagt frem av Gullestad-utvalget. Denne tar sikte på å endre eksisterende reguleringer knyttet til oppdrett, med det som mål å fremme en mer effektiv og bærekraftig utnyttelse av kystarealet. En del av utvalgets forslag ser imidlertid ut til å slå ulikt ut for store og små selskaper, og de ser først og fremst ut til å tale til fordel for større og færre oppdrettsselskaper. Etter hvert som høringsfristen går mot slutten og det blir klarere hva utfallet vil bli vil også disse forholdene i større grad kunne påvirke konsolideringstrenden og prisingen av oppdrettsselskapene. Jeg vil imidlertid i min utredning argumentere for at særlig forslaget til soneinndeling² allerede nå har en klar effekt.

Det finnes selvsagt andre rapporter og forslag til reguleringer som vil kunne få effekt både på verdsettelse av oppdrettsselskaper og på konsolideringstrenden. Jeg velger likevel å inkludere nettopp Gullestad-rapporten fordi jeg anser den som veldig dagsaktuell. Særlig forslaget til soneinndeling er etter min oppfatning svært viktig for mange oppdrettere og er derfor naturlig å inkludere i utredningen.

Hensikten med utredningen er å finne ut om disse forholdene kan bidra til å forklare den sterke konsolideringen vi har sett og om forholdene kan si noe om fremtidsutsiktene for de minste oppdrettsselskapene og den videre konsolideringen.

I denne sammenhengen blir et nøkkelspørsmål som nevnt hvorvidt et lite oppdrettsselskap er verdt mer for en stor aktør enn for de eksisterende eierne. Her vil jeg også komme inn på faktiske verdsettelsesteknikker. Jeg vil gjennomføre en verdsettelse av et lite oppdrettsselskap basert på min analyse av forholdene nevnt over. Jeg vil presentere to ulike verdsettelsesestimater, et under forutsetning om fortsatt drift som liten aktør, og et under forutsetning av oppkjøp av en større aktør. Selskapet som benyttes som utgangspunkt for verdsettelsen er selskapet Marøy Salmon AS. Marøy Salmon AS har helt siden oppstarten i 1964 (da ved navnet Sunnfisk) og frem til høsten 2010 vært et 100 % familieeid selskap.

² Et av de mest omfattende og kontroversielle forslagene i rapporten omhandler en oppdeling av arealet langs kysten i produksjonsområder og utsettssoner. Hva dette innebærer og mulige konsekvenser drøftes i detalj i avsnitt 4.5

Selskapet har to matfiskkonsesjoner og fem lokaliteter i Nordhordland og har hatt en stabil og lønnsom drift. Selskapet ble høsten 2010 kjøpt opp av Blom Fiskeoppdrett AS.

Verdsettelsesestimaterne som presenteres i denne utredningen har til hensikt å avdekke og analysere forskjeller i bruksverdi for eier av et lite oppdrettsselskap (her: verdi av egenkapitalen forutsatt videre drift som liten aktør) og bruksverdi for kjøper (her: forutsatt at selskapet kjøpes av en større aktør). Verdiestimaterne som presenteres i oppgaven er således ikke ment som et estimat på markedsverdien av aksjene i selskapet.

1.2 Struktur

Utredningen vil starte med å presentere bransjens historie og utvikling, samt sentrale reguleringer, begreper og definisjoner. Deretter følger en makro- og bransjeanalyse. I kapittel 4 vil jeg bruke innsikten fra makro- og bransjeanalysen til å gå inn på de faktiske forholdene som kan forventes å bidra til å forklare konsolideringen. Forhold som vil bli analysert her er 1) Stordriftsfordeler, 2) Risiko og avkastningskrav, 3) Kapasitetsutnyttelse, 4) Håndtering av byråkrati og media og 5) Gullestad-rapporten. Til slutt vil jeg også komme innom 6) Andre forhold. Med andre forhold menes her forhold som ikke ventes å gi grunnlag for forskjell i verdiestimaterne, men som likevel vil være av betydning for en oppdretters beslutning om å selge eller ikke.

I kapittel 5 vil jeg bruke disse resultatene som forutsetninger i en verdsettelsesmodell og estimere en verdi på egenkapitalen for de to ulike perspektivene. Jeg vil her også se på robustheten og følsomheten både i de separate verdiestimaterne og på avviket mellom de to. Jeg vil til slutt også kort analysere betydningen av de ulike årsakene til avviket.

1.3 Begreper og definisjoner

Allerede i innledningsdelen av utredningen synes jeg det er viktig å presentere noen av de aller mest sentrale begrepene og uttrykkene som brukes i forbindelse med oppdrettsnæringen. Disse begrepene er helt nødvendig å kjenne til for å kunne forstå næringen og problemstillingene den står ovenfor. Andre begreper og definisjoner vil forklares fortløpende enten i fotnoter eller i teksten.

- MTB

MTB er et mål som benyttes på den totale mengden laks/ørret (i antall tonn) oppdretteren til enhver tid kan ha i sjøen. MTB står for maksimal tillatt biomasse. Biomasse er i denne forbindelse en betegnelse som brukes om vekten av all oppdrettsfisk på et gitt areal eller volum. Det finnes egne grenser for MTB knyttet til konsesjoner og til lokaliteter. Både begrepene MTB og biomasse vil benyttes gjennom hele utredningen.

- Konsesjon/Tillatelse

Dette er kanskje det aller viktigste begrepet. En oppdrettskonsesjon er per definisjon en tillatelse til å drive oppdrett. Det finnes mange ulike typer oppdrettskonsesjoner, blant annet forskningskonsesjoner og visningskonsesjoner, samt konsesjoner for oppdrett av hhv stamfisk, settefisk og matfisk for en rekke ulike fiskeslag. Når man snakker om konsesjoner i forbindelse med fiskeoppdrett menes det imidlertid stort sett alltid matfiskkonsesjoner for oppdrett av laks og ørret da det er disse som er begrenset i antall og som blant annet derfor er mest ettertraktet og har høyest verdi. En slik standard matfiskkonsesjon for laks og ørret er per i dag på 780 tonn MTB jf laksetildelingsforskriften³ § 15 (2004).

For selskaper som disponerer flere konsesjoner vil summen av MTB for tildelte konsesjoner innenfor en av Fiskeridirektoratets regioner utgjøre et biomassetak (akvakulturdriftsforskriften⁴ § 47, 2008). I utredningen min vil jeg bruke begrepet samlet konsesjons-MTB om biomassetaket. Videre kan selskaper tilknyttet samme konsern (jf regnskapsloven⁵ § 1-3, 1998) innvilges et felles biomassetak, også kalt konsern-MTB, som kan disponeres på konsernets lokaliteter i regionen (akvakulturdriftsforskriften § 48, 2008).

I min utredning vil jeg bruke både begrepene konsesjon, matfiskkonsesjon og tillatelse når jeg omtaler matfiskkonsesjoner for oppdrett av laks og ørret.

- Lokalitet

Lokalitet er et annet viktig begrep som benyttes mye. Per definisjon er en lokalitet et geografisk avgrenset område der det søkes om eller er gitt tillatelse til oppdrettsvirksomhet.

³ Forskrift om tildeling, endring og bortfall av konsesjoner og lokaliteter for oppdrett av laks, ørret og regnbueørret av 22. desember 2004 nr. 1798 (laksetildelingsforskriften)

⁴ Forskrift om drift av akvakulturanlegg av 17. juni 2008 nr. 822 (akvakulturdriftsforskriften)

⁵ Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56 (regnskapsloven)

Lokaliteten er altså det fysiske stedet der oppdrettet foregår, og det er nødvendig både med konsesjon og lokaliteter for å drive oppdrettsvirksomhet. Lokalitetene har egne grenser i forhold til MTB som må overholdes sammen med MTB-grensen i konsesjonen. Denne grensen fastsettes basert på miljøforhold ved lokaliteten og helt uavhengig av MTB-begrensingen i konsesjonsdokumentet.

I forbindelse med MTB-grensene som er gitt gjennom konsesjonsdokumenter og tildeling av lokaliteter er det viktig å påpeke at MTB ikke er en spesifikk regulering av hvor mye som faktisk kan produseres per konsesjon. Den faktiske produksjonen på de enkelte lokalitetene og per konsesjon avhenger av vekst som igjen avhenger av mange faktorer som for eksempel fôrtype, sjøtemperatur og tetthet i merdene. Produksjonen per konsesjon har økt kraftig i tråd med den teknologiske utviklingen, men dette kommer jeg tilbake til i avsnitt 4.1.

- Ulike laksearter

Både i media og ellers snakker man stort sett bare om laks i forbindelse med fiskeoppdrett. Da menes det i de fleste tilfeller atlantisk laks, som også er den arten nordmenn flest forbinder med både oppdrettslaks og villaks. Atlantisk laks er for øvrig også den arten det produseres desidert mest av, både i Norge og på verdensbasis.

Også på verdensbasis er produksjonen dominert av atlantisk laks og regnbueørret, men i tillegg produseres det relativt store mengder stillehavslaks. De to mest vanlige artene av stillehavslaks er coho og chinook og disse produseres i hovedsak i Chile og Canada.

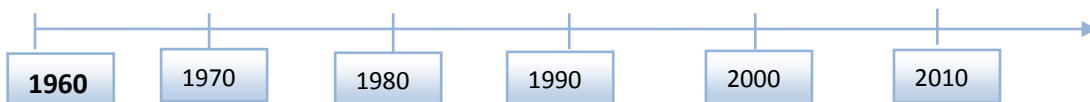
I Norge kan de samme konsesjonene som anvendes til produksjon av atlantisk laks også anvendes til produksjon av regnbueørret (i utredningen bare omtalt som ørret). Derfor er det når man snakker om laks ofte uklart om data som presenteres også inkluderer ørretproduksjonen. Også i min utredning vil jeg i de fleste tilfeller bare bruke begrepet laks, men i de tilfeller jeg anser skillet mellom atlantisk laks og regnbueørret som relevant vil jeg skille klart mellom disse. Et eksempel kan være når jeg ser på laksepriser. Tilgjengelige oversikter over laksepriser gjelder stort sett atlantisk laks, og selv om ørretprisene normalt følger lakseprisen er avviket mellom prisen på atlantisk laks og ørret til tider vesentlig. For min analyse kan derfor begge prisene være relevante, da oppdretterne kan velge å skifte fra produksjon av laks til produksjon av ørret.

2 Presentasjon av oppdrettsbransjen

Hensikten med dette kapittelet er først og fremst å gi en oversikt over fiskeoppdrettsbransjen og dens historie og utvikling. Jeg vil også gå litt nærmere inn på produksjonsprosessen og laksens livssyklus samt kort presentere en oversikt over konsesjonsordningen.

2.1 Historie og utvikling

En innsikt i norsk fiskeoppdretts historie er viktig for å forstå utfordringene både i bransjen i dag og også i forhold til denne utredningen. Historien og utviklingen blir særlig viktig siden næringen fortsatt er svært ung og i stadig endring. Fra å være en hobby og et eksperiment for noen få optimistiske fiskerbønder langs kysten har den i løpet av de siste fire tiårene vokst til å bli en av våre aller viktigste næringer.



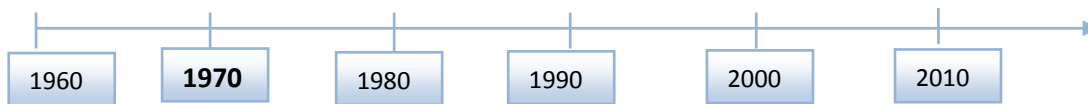
De første spede forsøkene på oppdrett av laks og ørret så dagens lys så sent som på 1960-tallet da noen optimistiske sjeler rundt om kystdistriktene begynte å tro på at det måtte være mulig å føre fisk på sjøen, på samme måte som man gjorde det på land med gris og storfe. Min bestefar, Mons Marøy, var selv en av disse pionerene. Han startet opp allerede i 1964 i Radøy Kommune nord for Bergen. Det var få tidligere erfaringer å støtte seg til, og nedturene stod i kø. Historiene fra pionerdagene er mange. Fra å bruke rekeskall og konditorfarge for å få riktig rødfarge på kjøttet, til hvitløk som middel mot lakselus.



Bilde 1: Oppdrett i avstengt sund i 1964, Mons Marøy og Reidar Marøy satte ut fisk i hver sin del.
Foto: Arthur Marøy

Rekeskall var for øvrig en av tingene som viste seg å ha god effekt. Rekeskallet inneholdt fargestoffet astaxanthin, som er det samme naturlige fargestoffet som laksen får i seg i naturen. Astaxanthin brukes den dag i dag som tilsetning i laksefôr.

I denne startfasen skjedde de første oppdrettsforsøkene i avstengte sund som på bildet, og fisken som ble satt ut var for det meste regnbueørret.



På 1970-tallet var næringen fortsatt helt i oppstartfasen og mange sentrale utfordringer gjenstod. Man visste lite om hvilke forhold laksen trengte med hensyn til strømforhold, oksygennivå og vanntemperatur. Det fantes heller ingen kunnskap om laksesykdommer, lakselus eller optimal sammensetning av fôr. Det hører med til historien at også Blom Fiskeoppdrett AS er et av de få selskapene som har overlevd helt siden næringens begynnelse. Blom Fiskeoppdrett ble stiftet av oppdrettspioneren Andreas Blom i 1971.

Fra myndighetenes side var det nødvendig å se på hva slags type reguleringer som ville være hensiktsmessig. Utgangspunktet var at man ønsket å etablere den voksende næringen som en distriktsnæring og at det var nødvendig å regulere bruken av sjøareal langs kysten. Myndighetene satte derfor i 1972 ned Lysø-utvalget, et utvalg som skulle utrede hvilke reguleringer som burde bli vedtatt. På bakgrunn av utvalgets arbeid ble det derfor tidlig klart at man måtte ha en konsesjon for å kunne drive oppdrett, og alminnelig konsesjonsplikt ble vedtatt i 1973 med hjemmel i midlertidig lov⁶.

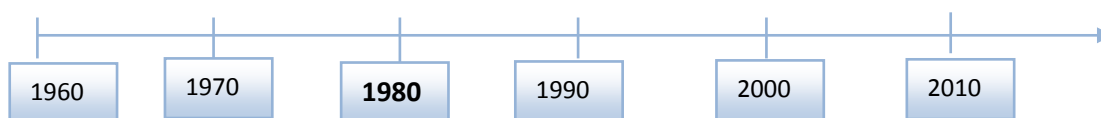
Det ble også vedtatt at konsesjoner bare skulle gis til lokale eiere og at hvert selskap kunne eie maksimalt én konsesjon. Konsesjonene var tilknyttet én lokalitet, og merdene var begrenset til et volum på maks 5000 m³ med inntil 6 meters dybde. Lokalitetene som ble brukt var i hovedsak grunne og fjordnære viker og bukter. Anleggene var hjemmelagde med isopor som flyteelement. Muligheten for at lakselus eller rømming av laks kunne utgjøre noen trussel for villaksen ble for øvrig ikke nevnt.

⁶ Midlertidig lov om bygging, innredning, etablering og utvidelse av anlegg for klekking av rogn og for oppdrett av fisk av 8. Juni 1973



Bilde 2: Oppdrett i hjemmelagde merder på 70-tallet. Foto: Ronald Marøy

I 1977 leverte Lysø-utvalget en NOU (Fiskeridepartementet, 1977) om mulighetene for å videreutvikle oppdrett av fisk til en levedyktig næringsvei i Norge. De naturgitte forholdene langs norskekysten ble fremhevet som et komparativt fortrinn for norsk oppdrettsnæring. Utvalgets arbeid ble fulgt opp i Stortingsmelding nr.71 1979 (Fiskeridepartementet, 1979) som resulterte i den første permanente oppdrettsloven i 1981⁷. I Stortingsmeldingen ble det også argumentert for at videre vekst skulle skje gjennom landsomfattende tildelingsrunder der det skulle tas hensyn til distriktspolitiske målsettinger. I 1978 ble og Fiskeoppdretternes Salgslag (FOS) stiftet. Salgslaget hadde enerett på all førstehåndsomsetning av laks og ørret, en ordning tilsvarende den som fantes for mange andre fiskearter som for eksempel omsetning av sild.

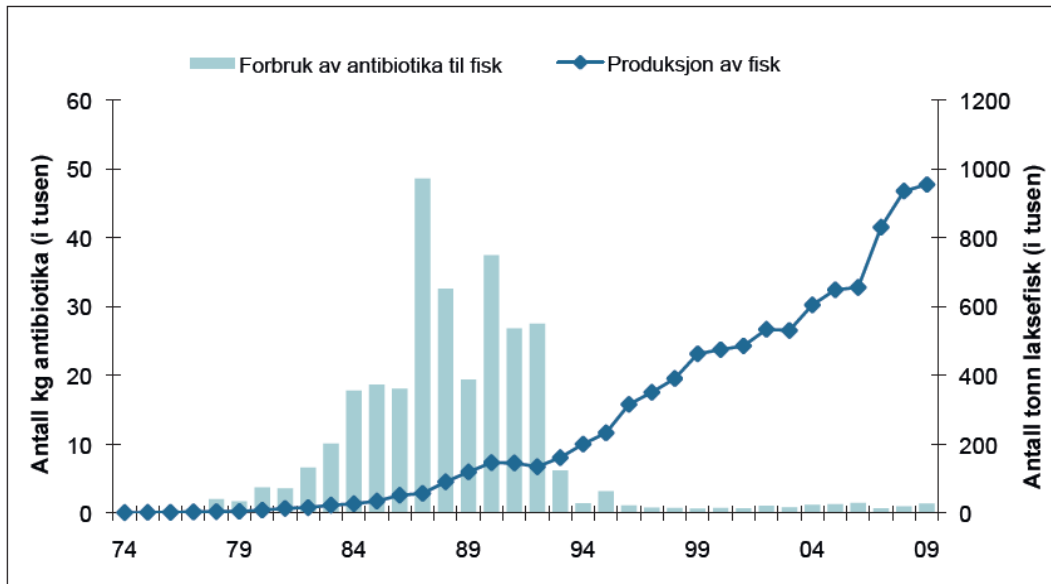


I løpet av 1980-tallet begynte produksjonsvolumet virkelig å skyte fart og det ble delt ut svært mange nye konsesjoner, bare i 1985 ble det delt ut hele 150 nye konsesjoner. I 1988 ble i tillegg alle eksisterende konsesjoner gitt anledning til å øke volumet til 12 000 m³ (Til sammenligning har det totalt bare blitt delt ut 155 konsesjoner fra 1988 og frem til i dag, 40 i 2002, 50 i 2003 og 65 i 2009). Den hurtige utviklingen resulterte i en ny oppdrettslov fra 1985⁸, bare fire år etter at den forrige ble innført.

⁷ Lov om oppdrett av fisk, skalldyr m.v av 15. mai 1981 nr. 19 (Oppdrettsloven)

⁸ Lov om oppdrett av fisk, skalldyr m.v av 14. juni 1985 nr. 68 (Oppdrettsloven)

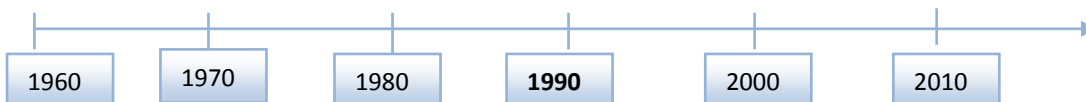
Den kraftige veksten kombinert med liten kunnskap om oppdrett førte til hyppige og alvorlige sykdomsutbrudd, noe som gradvis førte til økt fokus på behovet for forskning, medisiner og vaksinasjonsprogrammer. En av konsekvensene ble også et høyt forbruk av antibiotika for å bekjempe sykdomsutbruddene.



Figur 1: Slaktet laksefisk i tonn og forbruk av antibiotika til fisk i kg aktivt stoff i perioden 1974 til 2009. Kilde: Fiskeridirektoratet og Nasjonalt folkehelseinstitutt.

I tillegg opplevde de norske oppdretterne i denne perioden en økt internasjonal konkurranse som bidro til å presse ned prisene på laks. Etter hvert som vellykkede vaksinasjonsprogrammer ble iverksatt gikk bruken av antibiotika raskt nedover, men samtidig økte produksjonen raskt og prisene ble presset ytterligere ned.

Dette førte til noen av de mørkeste og vanskeligste årene for norsk oppdrett. På mange måter minner situasjonen litt om den man har i oppdrettsvirksomheten i Chile i dag. Mange nye aktører kom inn, med lite kunnskap og med svake statlige reguleringer.



Som en konsekvens av den negative utviklingen på slutten av 80-tallet med lave priser fremmet USA anklager om subsidiering og prisdumping. Dette førte til at USA-markedet brått ble borte som følge av innføring av straffetoll på norsk laks. Salgslaget (FOS) hadde som oppgave å håndtere utfordringene og startet en storstilt ordning der man kunne fryse inn laks som ikke ble solgt.

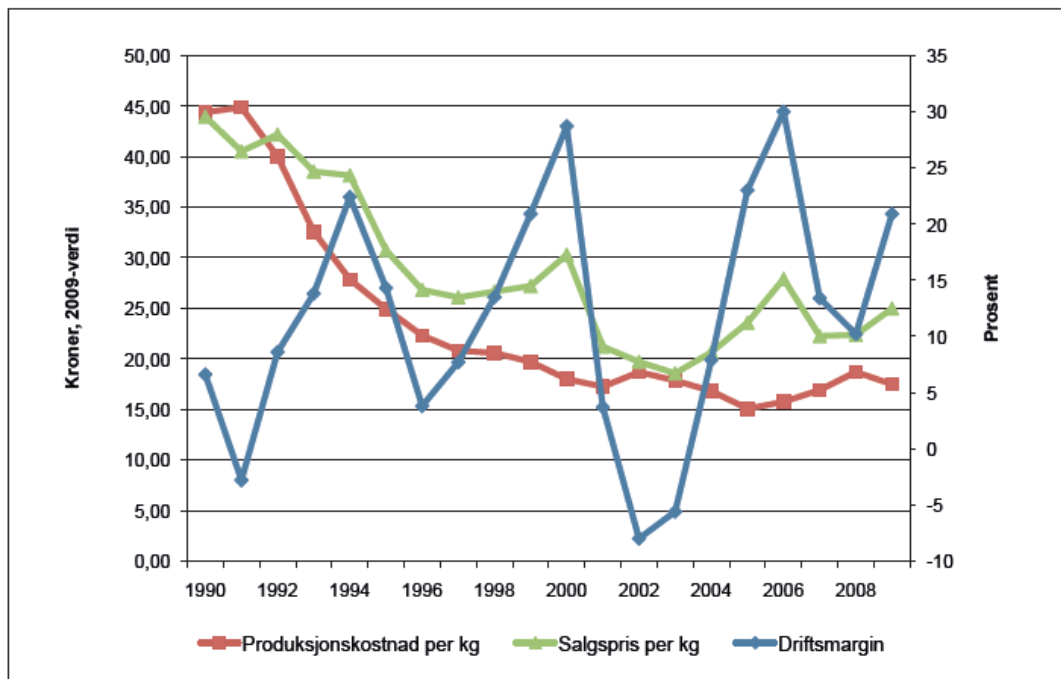
Tanken var at prisfallet var midlertidig og at man innen kort tid skulle få solgt laksen videre. Mengden frossen laks på lager hos FOS økte imidlertid raskt og i 1991 hadde de over 10 000 tonn frossen laks på lager (Sele, 1998). Dette førte til store økonomiske problemer i FOS og i november 1991 var salgslaget konkurs. Resultatet var en tragedie for næringen og det er anslått at oppdretterne tapte rundt 600 mill kr (Sele, 1998). I kjølvannet av FOS-konkursen gikk en rekke små oppdrettsselskaper langs kysten konkurs. Oppryddingen som fulgte resulterte i en liberalisering av oppdretsloven i 1991, der bestemmelsene om maks én konsesjon, én lokalitet og lokalt eierskap ble fjernet. Dette markerte på mange måter starten på konsolideringsbølgen.

Etter denne omleggingen gikk bransjen inn i et tiår med kraftig vekst og konsolidering. I 1990 stod de ti største produsentene for bare 8 % av produksjonen, mens i 2001 hadde denne andelen steget til hele 43 % (Jakobsen, Berge, & Aarset, 2003) og myndighetene så seg nødt til å begrense antall tillatelser som kunne eies av samme selskap. Det ble vedtatt gjennom forskrift om eierkontroll⁹ (2001) at ingen selskaper kunne kontrollere mer en 20 % av produksjonen, eller 50 % innen samme region.



Bilde 3: Stålanlegg av denne typen var vanlige rundt 1990. Foto: Ronald Marøy

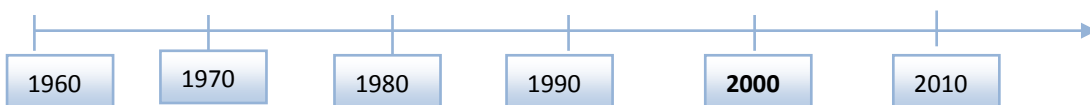
⁹ Forskrift om kontroll med eiermessige endringer i selskap som innehar tillatelse til oppdrett av laks og ørret i sjø av 16. februar 2001 nr. 158



Figur 2: Historiske data for laksepris, produksjonskostnad og driftsmargin. Kilde: Fiskeridirektoratet

Andre halvdel av 1990-tallet var også preget av markedsutfordringer. Anklager fra EU om prisdumping førte til at norske myndigheter påla oppdretterne førkvoter fra 1996. Førkvoteregimet var gjeldende frem til det ble erstattet av MTB-ordningen i 2004.

1990-tallet ble likevel også et tiår med store forbedringer på mange områder. Nye og effektive fôrtyper og vaksiner gjorde at produksjonskostnadene raste nedover samtidig som produksjonen økte. Lakseprisen og lønnsomheten svingte fortsatt, men sett bort fra de store problemene rundt 1991 ble 90-tallet totalt sett et godt tiår.



Inngangen til det nye årtusenet ble preget av fallende laksepriser og dårlig lønnsomhet (Figur 2). I 2002 hadde prisen falt fra over 30 kr til godt under 20 kr per kg. Konsolideringen fortsatte, og i 2004 ble eierskapsbegrensningen hevet fra maks 20 % til maks 25 % (forskrift om eierkontroll i matfiskoppdrett¹⁰, 2004). Andelen av produksjonen som ble kontrollert av de ti største hadde i 2009 økt til 55 % av den totale produksjonen (Kontali Analyse, 2010). Dette har skjedd til tross for at myndighetene historisk gjennom årene har forsøkt å ta

¹⁰ Forskrift om eierkontroll i matfiskoppdrett av 22. Desember 2004 nr. 1800

hensyn til de minste oppdretterne gjennom distriktpolitiske hensyn f.eks. ved utdeling av nye tillatelser.

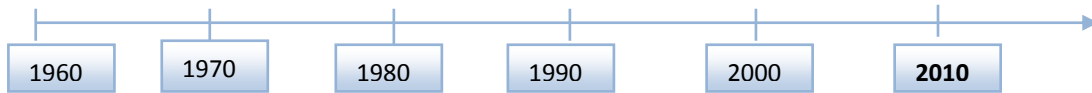
De lave lakseprisene i 2002-2003 førte til at dumpinganklagene fra EU blusset opp på nytt. Press fra skotske og irske oppdrettere førte til at det i 2005 ble innført en midlertidig straffetoll på norsk laks til EU-markedet. Senere samme år ble imidlertid straffetollen erstattet av en minstepris. Også det russiske markedet har vært preget av handelspolitiske utfordringer.

På 2000-tallet har vi også sett at stadig flere oppdrettsselskaper har funnet veien til Oslo Børs. I dag er Oslo Børs blitt verdens ledende børs innen sjømatelskaper, med selskaper som blant annet Marine Harvest, Cermaq og Lerøy Seafood. Flere av de norske selskapene har også etablert seg tungt i andre lakseregioner som Chile og Canada.



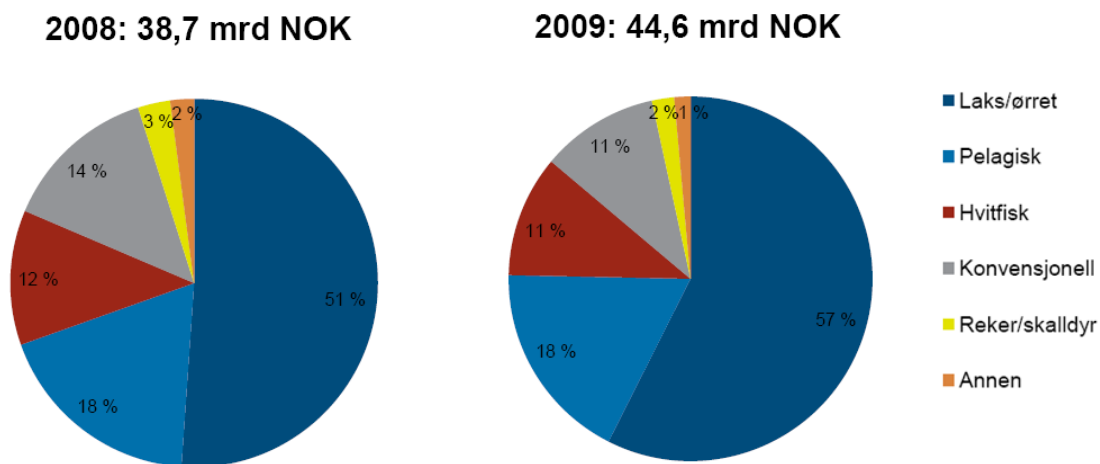
Bilde 4: Moderne stålanlegg i Austfjorden Foto: Christoffer Marøy

2.2 Dagens situasjon



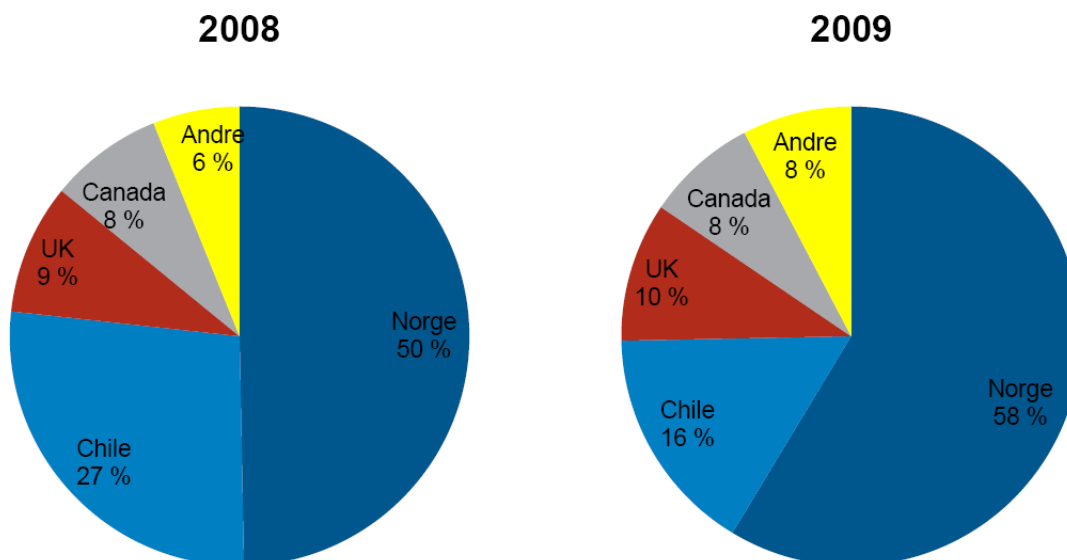
Ifølge tall fra Eksportutvalget for fisk (EFF) ble norsk laks i 2009 eksportert til 96 forskjellige land. Veksten i oppdrettsnæringen gjør at norsk laks utgjør en stadig større andel av norsk sjømateksport. Totalt ble det i 2009 eksportert laks fra Norge for 23,6 mrd kroner, eller 57 % av all norsk sjømateksport som det fremgår av Figur 3.

EU er og har tradisjonelt alltid vært det viktigste markedet, etterfulgt av USA og Japan. Det er imidlertid i de nye, fremvoksende økonomiene som Kina, Russland og Brasil at veksten har vært størst de siste årene (en oversikt over de viktigste markedene for atlantisk laks vises i Figur 9 på side 31). Siden utdelingen av Nobels fredspris har imidlertid eksporten til Kina falt med over 50 % (Eksportutvalget for fisk, 2011). I en tid der norsk lakseeksport nettopp har satt eksportrekord for 32. måned på rad og øker i alle andre markeder er det naturlig å anta at dette har en sammenheng med utdelingen av fredsprisen.



Figur 3: Laks og ørret sin andel av norsk sjømateksport. Kilde: EFF, SSB

Oppdrett av atlantisk laks krever stabile og lave vanntemperaturer (ideelt 10 – 15 grader) og god vanngjennomstrømming for at laksen skal vokse og trives. Derfor er det til tross for god lønnsomhet fortsatt bare noen få steder i verden at det drives oppdrett av atlantisk laks. Sammen med Norge er det Chile, Storbritannia, Canada og USA som står for det meste av produksjonen på verdensbasis. Chile har i mange år hatt en eventyrlig vekst i sin markedsandel. En vekst som i stor grad var drevet av store investeringer blant annet fra de

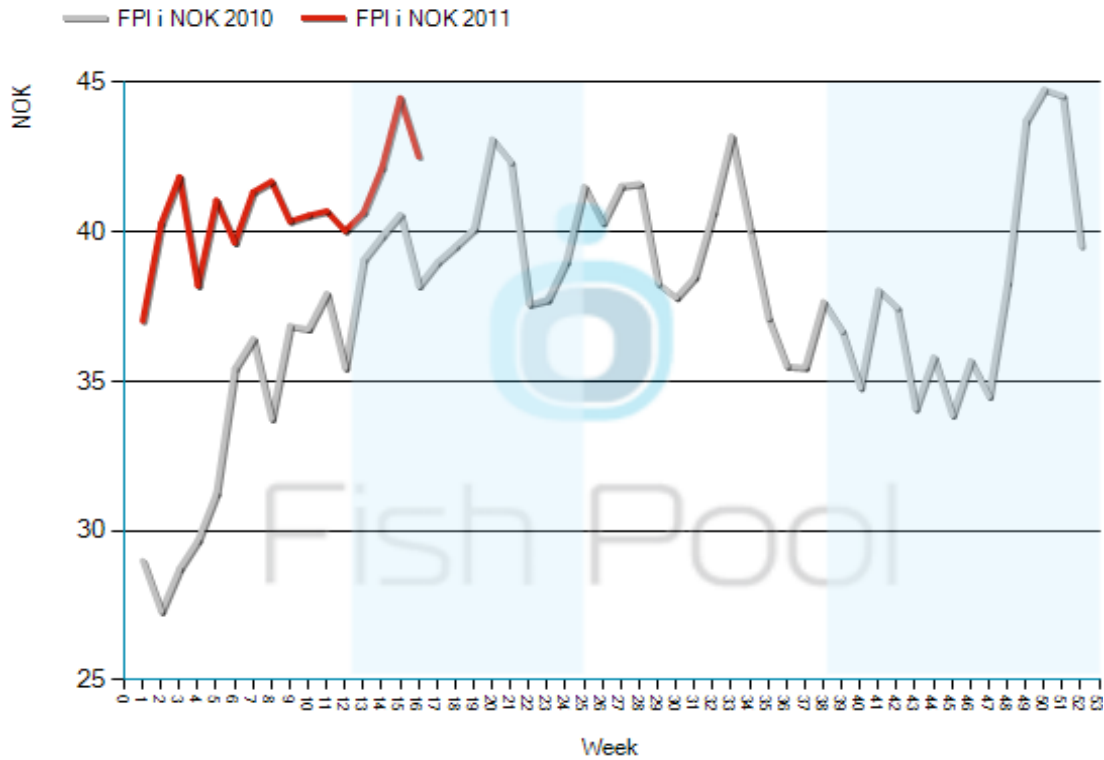


Figur 4: Andeler av total produksjon av atlantisk laks. Kilde: EFF, Kontali Analyse

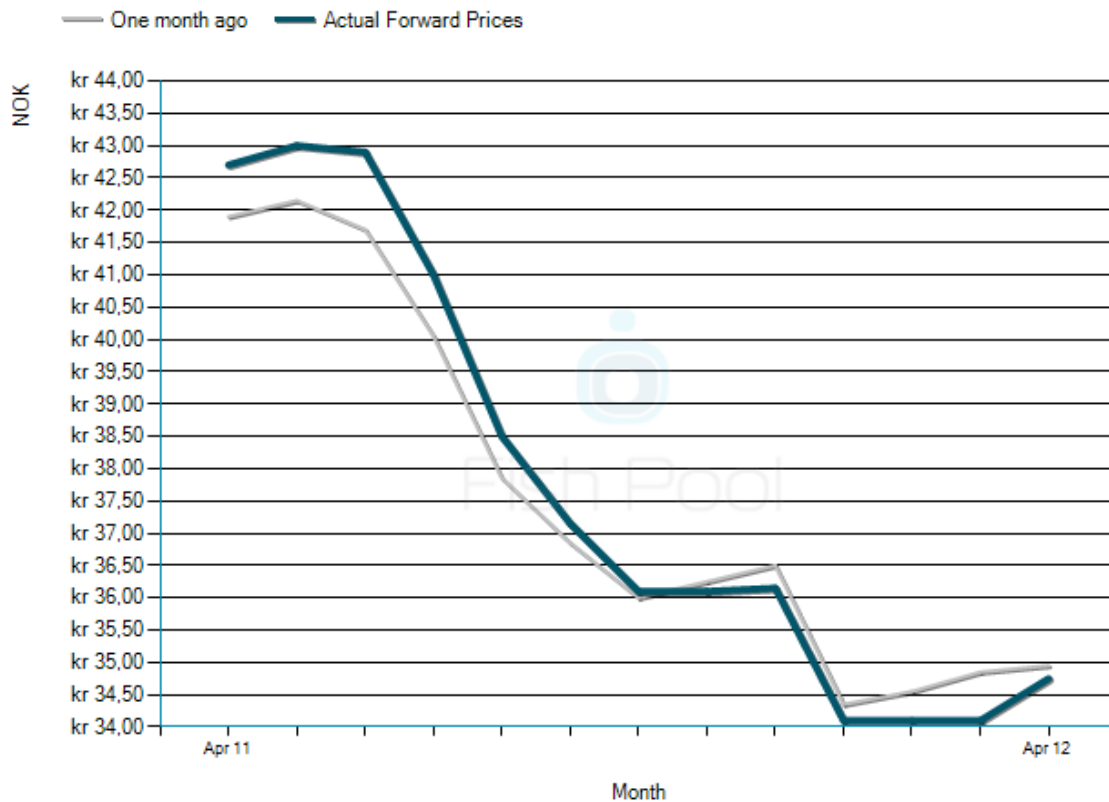
store norske oppdrettsselskapene Marine Harvest ASA og Cermaq ASA. Den voldsomme veksten i Chile, kombinert med svake statlige reguleringer førte til fullstendig kollaps og nedslakting på grunn av sykdomsutbrudd blant annet knyttet til laksesykdommen ILA (Infeksiøs Lakseanemi). Som vi ser av Figur 4 har dette ført til en kraftig reduksjon i eksportvolumet fra Chile. Dette er også hovedgrunnen til økningen i Norges markedsandel. Det totale verdenstilbudet av atlantisk laks var for øvrig på ca 1,5 millioner tonn i 2009 (Kontali Analyse, 2010). Av dette produserte Norge 855 000 tonn, eller 58 % jf Figur 4.

Kollapsen i Chile vedvarer fortsatt selv om forholdene nå er bedre og produksjonen økende. Chilensk produksjon ventes uansett ikke å kunne nå gamle høyder før tidligst i 2013. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til den biologiske situasjonen i Chile. Konsernsjef i Marine Harvest, Alf-Helge Aarskog, uttalte nylig at de ser negativt på utviklingen og frykter en gjentakelse av kollapsen (Hvamstad, 2011a). Konsernsjef Geir Isaksen i Cermaq har derimot et mer positivt syn på utviklingen i Chile (Hvamstad, 2011a).

Situasjonen i Chile har uansett bidratt til at tilbudet av laks på verdensbasis ble noe lavere i 2010 enn i 2009 (Kontali Analyse, 2010), til tross for både sterk etterspørsel og høye priser. Resultatet er at vi nå ser rekordpriser på laks og 2010 kommer til å gå inn i historiebøkene som kanskje det beste året noensinne for norske oppdrettere. 2011 ser per i dag minst like lyst ut, med forwardpriser opp mot 40 kr per kilo frem mot 2012 (Fishpool AS, 2011). Figur 5 viser laksepriser i spotmarkedet fra 2010 frem til april 2011, mens Figur 6 viser forwardpriser for kontrakter frem til april 2012.



Figur 5: Ukentlige spotpriser fra 2010 til april 2011. Kilde: www.fishpool.no (Hentet 26.04.11)



Figur 6: Forwardpriser frem til april 2012. Kilde: www.fishpool.no (Hentet 26.04.11)

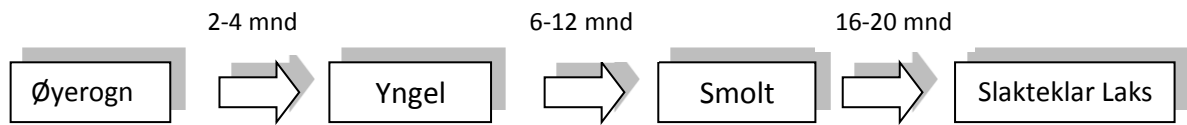
Situasjonen ser med andre ord lys ut. Til tross for både rekordpriser, rekordetterspørsel og rekordlønnsomhet har imidlertid 2010 vært et av de mest turbulente årene i norsk oppdrettsnæring på lenge. Og enda flere mørke skyer truer i horisonten.

Hjemme angripes næringen fra mange hold, og kritiske røster har fått nærmest fritt spillerom i media uten at sentrale aktører i næringen ser ut til å bry seg altfor mye.

Likevel er det grunn til ettertanke når Kurt Oddekalv erklærer "full krig mot oppdrettsnæringen" (Bentzen, 2010). Anklager om at norsk laks er kreftfremkallende og full av medisiner tilbakevises av alle overvåkende myndigheter. Beskrivelser som at aktørene er cowboyer og en mafia ser heller ikke ut til å legge noen demper på etterspørselen. Mange av anklagene kan virke grunnløse og i beste fall tvilsomme. I april (11.04.11) kunne man for eksempel høre i Dagsrevyen på NRK at fôrrester under oppdrettsanleggene sprer antibiotika til andre fiskearter. Som vi så av Figur 1 (side 15) har det i Norge ikke vært brukt antibiotika til laks i nevneverdig grad siden tidlig 90-tallet. Oddekalv var for øvrig eneste kilde i innslaget.

Kanskje burde næringen likevel ta oppstyret mer alvorlig. For det er viktig å ha støtte og et godt omdømme, både i lokalsamfunnet, men ikke minst også fra politisk hold. For det er politikerne som setter rammebetingelsene, og negativ medieomtale legger massivt press på de utøvende myndigheter. "Lakselus og rømt laks ødelegger villaksbestandene, utslipp fra anlegg forurenses fjordene og villfisk fiskes for å lage fôr til oppdrettslaksen". Dette er noen av påstandene som for tiden skaper hodebry for politikerne og som igjen kan få store konsekvenser for næringen. Særlig utfordringen rundt håndtering av det høye antallet lakselus er i høyeste grad reell og vil være svært viktig å følge tett fremover.

2.3 Produksjonskjeden og laksens livssyklus



Figur 7. Laksens livssyklus. Egen oppstilling

Produksjon av en slakteklar laks er en lang og omfattende prosess hvor mange ulike aktører er involvert i prosessen. Prosessen starter med blanding av rogn og melke fra nøye utvalgte stamfisk. De befruktede lakseeeggene (øyerogn) klekkes deretter i ferskvann. Når eggene er klekket lever den videre i ferskvann som yngel frem til den er klar til å settes ut i saltvann. Når yngelen er klar til å settes i saltvann kalles den smolt, eller settefisk. Tiden det tar å produsere smolten avhenger av blant annet fiskens størrelse og vanntemperatur. Smolt settes ut i saltvann enten om høsten som en 0-årig smolt med en størrelse fra 50 til 100 gram, eller om våren som en 1-årig smolt. Vårsmolten har da gått et halvt år lenger i settefiskanlegget og er normalt noe større enn høstsmolten, typisk 100 til 150 gram.

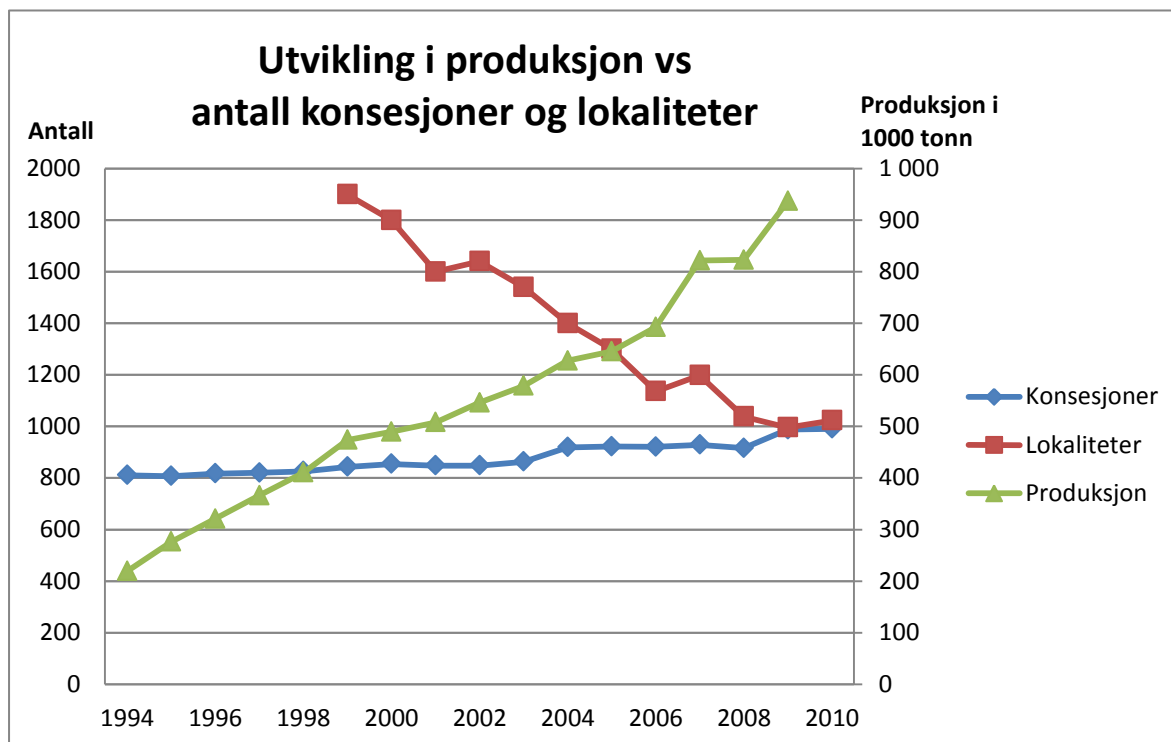
Etter at smolten er satt ut i merder på sjøen lever den der i ca 16-20 måneder frem til den har en gjennomsnittlig vekt på fire til fem kg. Laksen er da klar til å sendes til slakting og videreforedling før den eksporteres. Samlet sett går det altså opp mot tre år fra stamfisken strykes og til man har slakteklar laks.

Dette innebærer at det bindes store mengder arbeidskapital til produksjonen gjennom disse årene. I tillegg medfører det at tilbudet av laks de nærmeste årene allerede er satt, det avhenger av hvor mye rogn som ble klekket i fjor og hvor mye yngel og smolt som lever i settefiskanleggene i dag. Det betyr at tilbudssiden ikke klarer å tilpasse seg etterspørselen på kort og mellomlang sikt. Dette fører igjen til store, sykliske svingninger på pris og lønnsomhet for oppdretterne, til tross for en historisk fallende produksjonskostnad på grunn av effektivisering (Figur 2, side 17). Når prisen er høy har ingen mulighet til å trylle frem ekstra fisk, men de produserer store mengder smolt i håp om at prisen skal holde seg høy fremover. Når all smolten så vokser opp økes tilbudet voldsomt og prisen faller igjen. I disse periodene har det jevnlig dukket opp påstander om dumping, og importrestriksjoner har blitt innført i flere markeder. De siste årene har oppdretterne imidlertid fått anledning til å selge laks i derivatmarkedet gjennom fiskebørsen FishPool. Dette gjør det mulig for oppdretterne å sikre seg mot kortsiktige svingninger i lakseprisen.

2.4 Om konsesjoner, lokaliteter og prising av disse

For å kunne forstå den norske oppdrettsnæringen er det nødvendig med god innsikt i reguleringene og markedet knyttet til matfiskkonsesjoner og lokaliteter. Jeg vil her gi en kort oversikt over temaet. Skillet mellom konsesjoner og lokaliteter og reguleringen av disse kan være forvirrende og mange ulike begreper brukes i media. Som jeg nevnte innledningsvis er det imidlertid viktig med en viss forståelse av dette.

En standard matfiskkonsesjon gir en tillatelse til å ha 780 tonn levende laks eller ørret stående i merder på sjøen til enhver tid (780 tonn MTB). Den faktiske produksjonen per konsesjon har økt årlig i takt med den teknologiske utviklingen. Dette kommer også frem av Figur 8. Antall aktive konsesjoner har ikke økt nevneverdig siden 80-tallet og på denne tiden har produksjonen på de samme konsesjonene blitt mangedoblet. Det gjør at slike konsesjoner er svært ettertraktede og har en høy verdi. Lokaliteter har derimot på papiret ingen verdi, da disse tildeles vederlagsfritt fra fylkeskommunen. Siden Norge som den største produsenten av laks ikke ser ut til å legge opp til utdeling av flere konsesjoner de kommende årene vil trolig verdien av de eksisterende konsesjonene stige ytterligere, en trend man har sett tegn til den siste tiden.



Figur 8: Utvikling i produksjonsvolum i forhold til konsesjoner, lokaliteter og ant. selskaper. Antall konsesjoner og lokaliteter på venstre akse, produksjonsvolum på høyre akse. Kilde: Fiskeridirektoratet

Jeg vil imidlertid presisere at det er rom for videre vekst i næringen også innenfor den samlede tilgjengelige MTB knyttet til de aktive konsesjonene næringen har i dag. Dette kommer jeg tilbake til i avsnitt 4.3 om kapasitetsutnyttelse.

Av de rundt 1000 matfiskkonsesjonene som finnes i dag ble om lag 500 registrert før konsesjonsordningen ble innført i 1973. Videre ble ca 300 konsesjoner tildelt vederlagsfritt etter landsomfattende tildelingsrunder på 1980-tallet. Etter dette var det fullstendig stopp i tildelingene over en periode på 15 år før neste tildelingsrunde ble gjennomført i 2002. Denne gangen var første gang det ble betalt vederlag for konsesjonene og totalt 90 konsesjoner ble delt ut i 2002 og 2003, mot et vederlag på 5 mill kr per stykk (laksetildelingsforskriften, 2004). Konsesjoner i Finnmark ble tildelt mot et vederlag på 4 mill kr per stykk.

I 2009 ble den foreløpig siste tildelingsrunden gjennomført og totalt 65 konsesjoner ble delt ut. Denne gangen var vederlaget satt til 8 mill kr, med unntak av Finnmark der vederlaget var satt til 3 mill kr (Forskrift om løyve til havbruk med matfisk i 2009¹¹, 2009).

I regnskapssammenheng er konsesjonen ansett som en immateriell eiendel som ikke avskrives, og som bokføres etter historisk kost prinsippet. Det innebærer at for de eldre oppdrettsselskapene som ikke har vært involvert i oppkjøpsprosesser er konsesjonene verdsatt i regnskapene til kroner null, mens konsesjoner kjøpt gjennom tildelingsrundene er bokført til verdien av vederlaget på hhv 5 eller 8 millioner kroner. Prisen på matfiskkonsesjoner omsatt i annenhåndsmarkedet økte kraftig fra kriseåret 1991 og frem mot årtusenskiftet. Sommeren 2001 kjøpte Pan Fish opp selskapene Salmonor AS og Gjøllaks AS med hhv ni og tre matfiskkonsesjoner. Konsesjonene alene ble verdsatt til 35 millioner kroner per stk (Øyehaug, 2003). Like etter kollapset lakseprisen, (se Figur 2, side 17) og konsesjonsprisene fulgte etter. I 2003 kjøper Lerøy Seafood Group ASA opp Midnor AS og deres 26 konsesjoner for 170 millioner kroner. Prisen per konsesjon ble satt til 6,5 millioner kroner (Øyehaug, 2003).

Det er imidlertid ofte lett å bli forvirret når man leser medieoppslag om kjøp og salg av oppdrettsselskaper og konsesjoner. Ofte tar journalistene salgsprisen for selskapet og deler

¹¹ FOR 2009-03-12 nr 298: Forskrift om tildeling av løyve til havbruk med matfisk av laks, aure og regnbogeaure i sjøvann i 2009

på antall konsesjoner. I forbindelse med Salmar ASA sitt oppkjøp av Bringsvær Laks AS tidligere i år kan man lese at de betalte 70,5 mill kr per konsesjon (Hvamstad, 2011b). Dette er i og for seg riktig, men det er viktig å huske på at et oppdrettsselskap tross alt består av langt mer enn bare konsesjoner. Salgsprisen for selskapet fordelt på antall konsesjoner gir ikke nødvendigvis økt innsikt i verdien av selve konsesjonen.

I forbindelse med oppkjøp antas konsesjonsverdien å være differansen mellom "virkelig verdi" av selskapets aktiva og kjøpesummen, forutsatt at det ikke er vesentlige goodwillverdier i selskapet (Bjørndal & Aaker, 2006). Bjørndal og Aaker (2006) argumenterer for at det ikke er grunnlag for å anta betydelig goodwill hos oppdrettere, da laks er et homogent produkt og det ikke er noen verdi knyttet til merkevarer etc. Dette synet ble også fastslått i høyesterett i 2005¹².

I et verdsettelsesperspektiv gir det imidlertid liten mening å se på konsesjonsverdien som en residual. Konsesjonen har i seg selv bare en verdi dersom den kan knyttes til forventet fremtidig inntjening. Thomesen (2006) verdsetter en gjennomsnittlig norsk laksekonsesjon basert på fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen til 28 mill kr. Selv mener jeg dette er riktig tankegang, men resultatet blir likevel feil og jeg vil hevde at verdien som presenteres i realiteten er gjennomsnittsverdien av et norsk oppdrettsselskap, presentert per konsesjon. Da gjøres samme antagelse som over, man antar at 100 % av meravkastningen kan knyttes til konsesjonen og at lokaliteter, goodwill etc. har null verdi. Det er så vidt meg bekjent ikke gjort noe forskning som skiller disse ulike effektene. Det kunne for så vidt være et interessant tema i en annen utredning.

Én matfiskkonsesjon er bundet til én av fiskeridirektoratets syv regioner og innenfor denne regionen kan tillatelsen fritt knyttes til inntil fire av selskapets tilgjengelige lokaliteter, uavhengig av kommunegrenser (laksetildelingsforskriften § 35, 2004). Et argument for ulike konsesjonspriser er at konsesjoner i ulike regioner har ulik verdi grunnet ulike biologiske forhold som sjøtemperatur, værforhold og infrastruktur i regionen. Jeg har allerede vært inne på at for eksempel konsesjoner i Finnmark antas å ha en lavere verdi. Jeg er enig i at dette til en viss grad kan forklare forskjell i prisingen av matfiskkonsesjoner på tvers av regioner, men jeg mener ikke dette bidrar til å kunne forklare ulike konsesjonspriser

¹² HR-2005-01737-A, (sak nr. 2005/403)

innenfor samme region. Jeg vil argumentere for at konsesjoner med samme tillatte MTB i samme region i prinsippet bør ha samme verdi uansett hvilket selskap de tilhører. Når de likevel ikke har det må dette skyldes at konsesjonen i praksis prises sammen med forhold som egentlig ikke har tilknytning til konsesjonen.

Konsesjonene kan selges separat i andrehåndsmarkedet uten å selge selskap eller lokaliteter og konsesjonen kan fritt tilknyttes tilgjengelige lokaliteter i regionen. Standard matfiskkonsesjoner har også samme kapasitetsgrense, 780 tonn MTB. Hva er det da som gjør at man er villige til å betale mer for enkelte konsesjoner i forhold til andre?

Det kan for eksempel tenkes at en mulig årsak er at selskapet har levert gode og solide resultater over lang tid, ikke har rømmingshistorikk på anleggene, har lave lusetall og lite sykdom. Men dette er i så fall strengt tatt ikke forhold som kan knyttes til konsesjonene. Disse forholdene kan gjerne knyttes til høy kompetanse blant ansatte, lang erfaring, forebyggende arbeid, gode rutiner og en liten porsjon flaks. Slike trekk bærer tydelige preg av goodwill og bør i så fall regnskapsføres som goodwill og ikke som konsesjonsverdi.

Andre forhold kan være miljømessige forklaringer. Selskaper som oppnår en høy konsesjonspris kan ha hatt lokaliteter med høy vanngjennomstrømning, lite forurensing på havbunnen og høyt oksygeninnhold. Videre kan lokalitetene ligge langt unna inn- og utvandringsområder for villaks, ha værforhold som tilsier en lavere rømmingsrisiko enn på andre lokaliteter og så videre. Det er ingen overraskelse at et selskap med slike forhold får bedre betalt for sine konsesjoner enn andre selskaper. Men disse forholdene har heller ingenting med konsesjonen å gjøre. Disse forholdene er knyttet til lokalitetene og burde således heller ikke inngå i begrepet konsesjonsverdi.

Dersom en konsesjon i et slikt selskap selges separat ved å selge innmat istedenfor å selge selskapet får ikke en kjøper noen av disse forholdene med på kjøpet. Da måtte det kjøpende selskapet benyttet konsesjonen på sine egne lokaliteter. Hva ville da ha vært verdien av konsesjonen? Konsesjonen er fortsatt nøyaktig den samme. Det er imidlertid sjelden at konsesjoner selges som innmat, nettopp av den enkle grunn at det selgende selskapet ikke kan drive videre uten konsesjon og at verdien av konsesjonen reduseres når den ikke også inkluderer lokaliteter. Selv om lokaliteter fortsatt tildeles vederlagsfritt fra fylkeskommunen dersom kravene for å få de tildelt er oppfylt, og all statistikk viser at tallet på lokaliteter i

bruk er synkende, (se Figur 8, side 24) så er det et faktum at *gode* lokaliteter er mangelvare. I mange tilfeller kan mangel på egnede lokaliteter være en vel så viktig flaskehals som mangel på konsesjoner. Lokaliteter er også en immateriell, identifiserbar eiendel på samme måte som konsesjonene er det, men rettigheter til lokaliteter bokføres imidlertid ikke og inngår som nevnt i begrepet konsesjonsverdi.

Det er en likevel klar trend at bevisstheten rundt nettopp lokalitetenes verdi er økende. I 2008 ble kommunene gitt anledning til å innkreve eiendomsskatt på merder i sjøen, og mulighetene for en egen arealavgift debatteres også. Ordføreren i Loppa Kommune Jan Erik Jensen går imidlertid ett hakk lenger og krever at oppdretterne i kommunen bygger ny idrettshall i bytte mot tildeling av nye lokaliteter (Mjøen, 2011).

Mange oppdrettsselskaper fremhever også tilgangen på gode lokaliteter som et konkurransefortrinn. Lerøy Seafood Group ASA skriver blant annet på sine nettsider: *"LSG har gode lokaliteter for oppdrett av laks og ørret i alle våre tre regioner."* Salmar ASA bruker en lignende formulering: *"De naturgitte betingelsene for produksjon av laks er svært gode i dette området, med riktige og gunstige temperaturer hele året på grunn av Golfstrømmen, god utskifting av sjøvann, samt god tilgang på gode lokaliteter."* Det er med andre ord mye som tyder på at gode lokaliteter vil få mer fokus og større verdi fremover.

Jeg har her forsøkt å presentere et vanskelig tema der det finnes lite tilgjengelig forskning å forholde seg til. Hensikten er først og fremst at leseren skal ha fått en bedre forståelse av markedet for konsesjoner og skillet mellom lokaliteter, konsesjoner og begrepet konsesjonsverdi. I tillegg er verdien av konsesjonen den viktigste eiendelen i et oppdrettsselskap og står derfor sentralt i enhver oppkjøpssituasjon.

Verdsettelse av konsesjoner og lokaliteter er imidlertid ikke avgjørende for utfallet av denne utredningen og vil heller ikke bli viet mye mer oppmerksomhet. Det viktigste i forhold til konsolideringstrenden er her de relative forskjellene i bruksverdi knyttet til konsesjonene for hhv store og små selskaper. Den absolutte størrelsen på konsesjonsverdien er da av mindre betydning, men den spiller en rolle i oppdretterens vurdering av salgsprisen gitt at beslutningen ender på at salg av virksomheten er det beste alternativet. Jeg vil likevel komme litt tilbake til problemstillingene i forbindelse med verdsettelsesdelen i kapittel 5.

3 Strategisk analyse

I denne delen av utredningen vil jeg gjennomføre en analyse av oppdrettsbransjen basert hovedsakelig på rammeverket Porters 5 Forces. I tillegg vil jeg innledningsvis også inkludere en kort analyse av de viktigste makroforholdene bransjen har å forholde seg til. Denne delen vil bli basert på PEST-rammeverket. Hensikten med analysen er å opparbeide en forståelse av hvordan konkurransen er i bransjen og i hvilken grad det er grunnlag for at bransjen kan høste en superprofitt i forhold til andre bransjer. Analysen vil til en viss grad bygge på kapittel 2 og de historiske dataene som er blitt presentert der samt utdype særlig avsnitt 2.2 om dagens situasjon i oppdrettsnæringen. Resultatene fra analysen vil danne grunnlaget for kapittel 4 som vil analysere og drøfte hvorvidt den eventuelle superprofitten jeg finner ved bruk av Porters rammeverk vil kunne ventes å variere mellom små og store oppdrettsselskaper.

3.1 Analyse av makroforhold

For på en god måte å kunne analysere forhold av betydning for verdsettelse og lønnsomhet i bransjen er det nødvendig med en innsikt i makroforholdene som selskapene i bransjen daglig må forholde seg til. Et mye brukt analyseverktøy i denne sammenhengen er PEST-rammeverket. Det opprinnelige PEST-rammeverket tar sikte på å analysere politiske forhold (P), økonomiske forhold (E), sosiale forhold (S) og teknologiske forhold (T). Det finnes etter hvert mange ulike versjoner og utgaver som alle tar sikte på å belyse mer eller mindre de samme forholdene.

PEST-rammeverkene er nyttige for å forstå hvilken markedsposisjon en bedriften befinner seg i, hvilket potensial virksomheten innehar, og fremtidsutsiktene slik de ser ut både for virksomheten og bransjen generelt (Kotler, 1998). I min analyse vil jeg ta utgangspunkt i rammeverket som også inkluderer miljømessige (E) og juridiske (L) forhold, PESTEL. Dette velger jeg fordi jeg anser disse to faktorene som viktige i nettopp denne bransjen. Sosiale forhold anser jeg som mindre relevant og disse utelates derfor. I realiteten blir utgangspunktet i min utredning dermed PETEL. Hovedfokus vil være på nasjonale makroforhold for oppdrettsbransjen i Norge, samt viktige internasjonale makrofaktorer.

3.1.1 Politiske forhold

Som alle næringer må også oppdrettsnæringen forholde seg til politiske beslutninger. Siden 70-tallet og næringens spede begynnelse har politiske beslutninger vært med å forme utviklingen av næringen, og det å forholde seg til de til enhver til gjeldende rammevilkårene har til tider vært både utfordrende og krevende.

I forhold til politikk er det mange forhold som kunne blitt nevnt, rammevilkår knyttet til skatter og avgifter, bruk av arbeidskraft og sikkerhetskrav for å nevne noen. I Norge har man heldigvis hatt relativt stabile og forutsigbare rammevilkår på de fleste områder, deriblant skatte- og avgiftsregimet. Oppdrettsnæringen må imidlertid stadig forholde seg til nye reguleringer og forskrifter knyttet til mellom annet miljø og næringens påvirkning på miljøet. Med næringens påvirkning på miljøet forstås både lokal påvirkning slik som mulige effekter lakselus og rømt oppdrettslaks kan ha på villfisk, samt mer generelle miljøhensyn som bærekraftig produksjon av fôr og CO₂-utslipp. På dette området henger dette avsnittet tett sammen med de juridiske og miljømessige forholdene. Slik jeg ser det har den politiske debatten rundt næringen i dag ofte rot i miljøspørsmål, løftet frem i media av miljøvernere og andre. Dette skaper et politisk press som gjerne manifesterer seg gjennom strengere juridiske reguleringer i form av lovendringer eller forskrifter hjemlet i norsk lov.

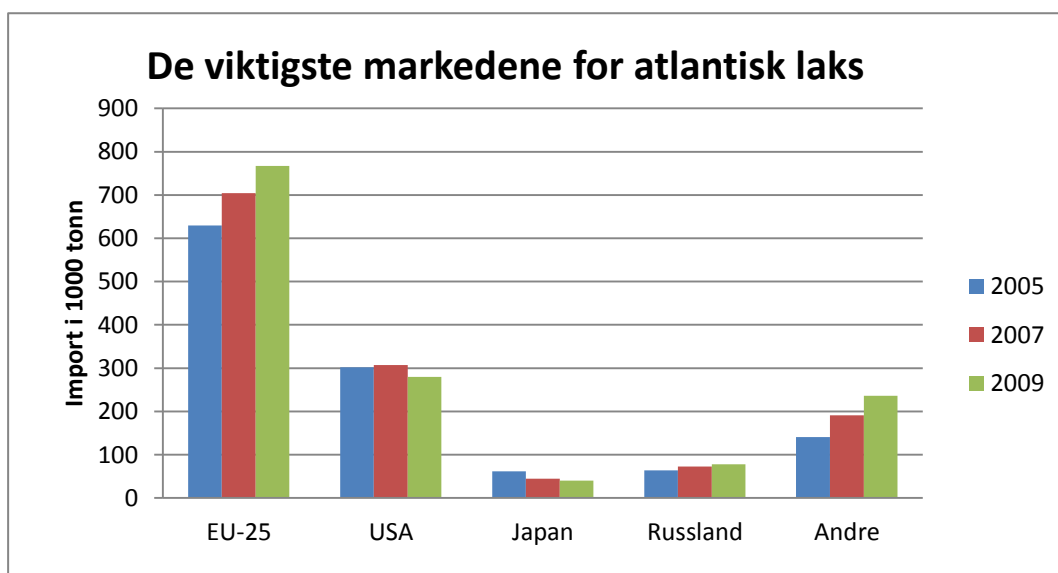
I dag er de viktigste politiske utfordringene knyttet til lakselus og rømming av oppdrettslaks. Disse to utfordringene blir stadig fremhevet som de to viktigste utfordringene for bevaring av villaksstammene i de norske laksevasdragene. Dette er vanskelige og utfordrende problemer og kunne gjerne vært gjenstand for en utredning i seg selv. Jeg vil imidlertid begrense meg til å konstatere at her ligger en viktig utfordring. En utfordring som oppdrettsnæringen må løse for å kunne ha tillit i lokalbefolkningen, et moment som lenge ser ut til å ha blitt noe undervurdert av næringen. Det er imidlertid også viktig at kravene som stilles til næringen ikke blir så strenge at det blir umulig å få til en lønnsom drift.

Et annet viktig moment er handelspolitiske utfordringer. I presentasjonen av bransjens historie og utvikling var jeg inne på utfordringer rundt dumpinganklager fra EU og USA. I tilknytning til EU-markedet har imidlertid fokuset på handelsbarrierer blitt kraftig redusert de siste årene, mye takket være høye laksepriser og god etterspørsel. Historisk er dette likevel en av de største risikoene for en eksportrettet industri som oppdrettsnæringen.

Straffetollen som ble innført på eksport til USA tidlig på 90-tallet gjelder for øvrig fortsatt, 21 år etter at den ble innført. Også i tilknytning til det russiske markedet er det betydelig usikkerhet og uforutsigbarhet knyttet til handelsbarrierer.

3.1.2 Økonomiske forhold

Av økonomiske makroforhold med betydning for laksenæringen i Norge er det særlig kronkursen som er viktig. Siden nesten all norsk laks går til eksport vil en styrking av kronen mot valutaene i de viktigste markedene direkte svekke norsk laks sin konkurransekraft i forhold til andre eksportland som Canada, Skottland og Chile. Som vi ser av Figur 9 og også har vært inne på tidligere er det EU og euroen som er den viktigste her. Også kursen mot dollar, rubler og yen vil være av betydning, da vi ser at både Russland, USA og Japan er viktige markeder.



Figur 9: Oversikt over de viktigste markedene for atlantisk laks. Egen fremstilling basert på tall fra Kontali Analyse AS

I kjølvannet av finanskrisen har den norske kronen vært relativt sterk mot særlig Euroen og Pundet. En sterk etterspørsel kombinert med redusert tilbud grunnet en vanskelig situasjon i Chile har derimot bidratt til svært gode laksepriser og god inntjening til tross for dette. En ytterligere styrking av kronen kombinert med at den biologiske situasjonen i Chile bedres vil imidlertid kunne slå negativt ut for inntjeningen til norske oppdrettere. Figur 9 viser for øvrig det totale markedet for atlantisk laks og representerer ikke fordelingen av norsk eksport. Norsk laks har for eksempel slitt særlig i det amerikanske markedet, grunnet straffetollen som jeg har vært inne på. Dette markedet har vært dominert av laks fra Canada og Chile.

Den svake biologiske situasjonen i Chile har imidlertid bidratt til å øke også norsk eksport til USA de siste årene.

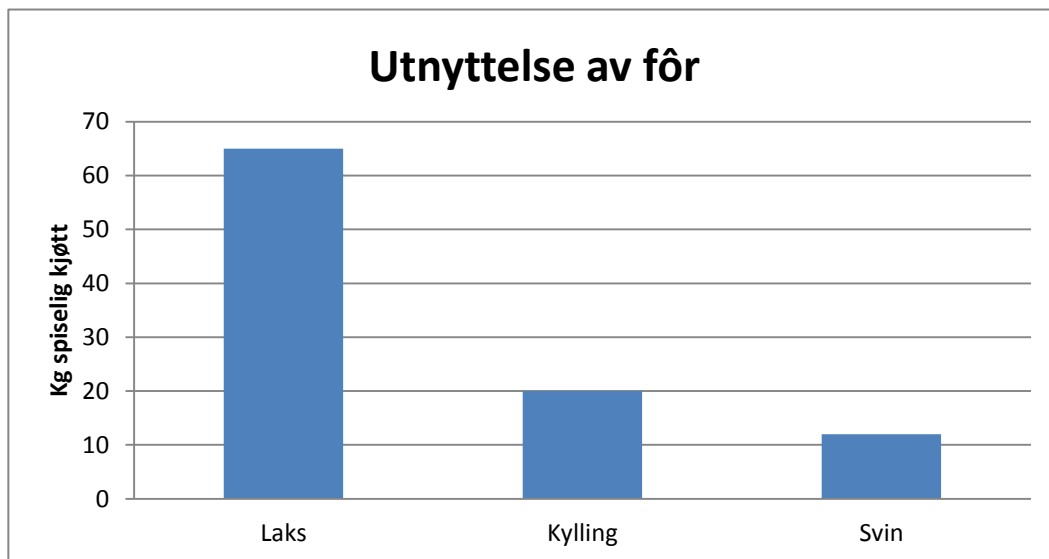
Etter min mening er det ikke så mange andre makrotall som spiller noen vesentlig rolle for oppdretterne. De rammes indirekte av svingninger i råvareprisene på ingredienser som planteolje og fiskemel og -olje som inngår i produksjonen av laksefôr, men denne effekten har ikke like stor innvirkning som valutakursene.

Videre vil rentenivået normalt ha betydning på investeringsnivået i industrien generelt. Også i oppdrettsnæringen kan dette tenkes å være tilfelle, da man har sett store investeringer kombinert med en høy frekvens av oppkjøp det siste tiåret, et tiår som har vært preget av lange perioder med historisk lave renter. Imidlertid har jeg ingen grunnlag for å spekulere om eventuelle sammenhenger mellom disse forholdene. I diskusjonen om hvorvidt konsolideringstrenden vil fortsette i årene fremover vil det også bli sett bort fra at vi nå ser ut til å stå ovenfor en periode med et høyere rentenivå i Norge og at dette kan være med på å senke investeringsnivået i Norge generelt. Forholdet påpekes allikevel.

3.1.3 Miljømessige forhold

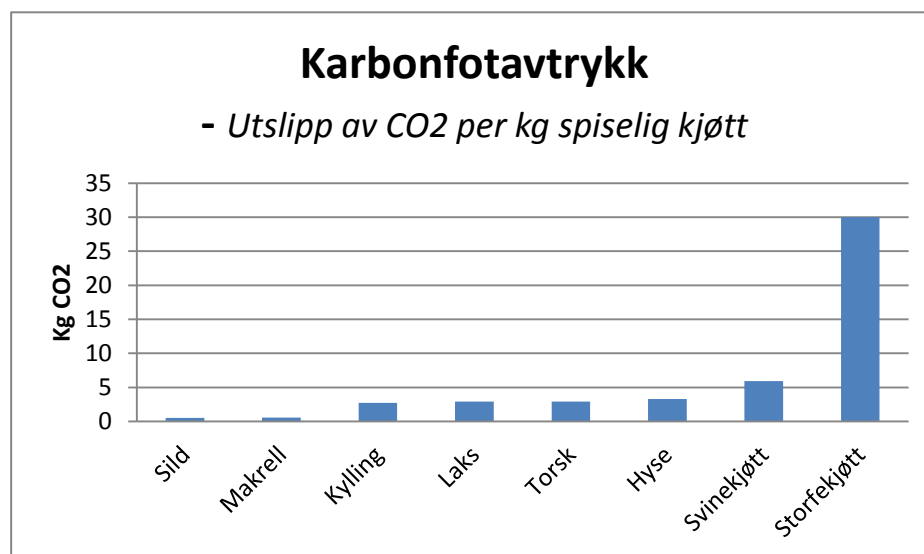
I takt med at verdens befolkning øker trenger vi stadig mer mat, men ressursene vi har å ta av er på ingen måte ubegrensede. I en tid da klimagassutslipp og global oppvarming blir stadig viktigere må vi også tenke stadig mer på ikke bare det å skaffe nok mat, men også hvordan vi gjør det.

I debatten om global matvareproduksjon blir utnyttelse av ressurser og landarealer derfor et viktig argument. Selv om vi selvsagt kan hevde at produksjon av kjøtt uansett type er sløsing med ressurser siden det ved kjøttproduksjon inngår et ekstra ledd i næringskjeden, så er de fleste enige om at vi trenger gode og sunne kilder til proteiner. Og kjøtt er noe vi ønsker å konsumere. I så fall er laksen det mest effektive "husdyret" vi har i forhold til utnyttelse av fôr (Figur 10). Årsakene til dette er i all hovedsak at laks er vekselvarme dyr og dermed ikke behøver energi for å opprettholde en høy kroppstemperatur. I tillegg trenger laksen heller ikke å bruke energi på å motvirke tyngdekraften, da den er vektløs i vannet.



Figur 10: Antall kg spiselig kjøtt per 100 kg fôr. Kilde: FHL, faktaark om fiskefôr 2009

Også i forhold til karbonfotavtrykk¹³ (Figur 11) kommer laksen svært godt ut (Winther et al, 2009). Sett i lys av disse forholdene er det altså flere internasjonale trender som taler for en fortsatt økt etterspørsel etter oppdrettslaks.



Figur 11: Karbonfotavtrykk. Egen oppstilling basert på tall fra SINTEF-studie (Winther et al, 2009)

Av negative elementer har debatten rundt vern av villaksstammer vært nevnt, og dette vil være viktig for næringen å jobbe med fremover, ikke minst med tanke på næringens eget omdømme og legitimitet i lokalsamfunnet.

¹³ Karbonfotavtrykket gir et mål på direkte og indirekte utslipp av klimagasser i forbindelse med produksjonen og er et av de viktigste målene for miljøbelastning. Effektene måles i CO₂-ekvivalenter, en enhet for å sammenligne ulike klimagassers virkning på miljøet

Oppdrettslaks blir også som så mange andre matprodukter fra tid til annen møtt med anklager om at den inneholder helseskadelige stoffer, kan være kreftfremkallende og så videre. Dette har ført til omfattende testing fra mattilsynet og andre institusjoner og alle anklager har blitt tilbakevist. Det er i Norge svært strenge krav til matsikkerhet, dyrevelferd og medisinbruk. Det er likevel viktig at næringen møter seriøse anklager med åpenhet, da fokus på matsikkerhet og miljø stadig blir viktigere.

Et annet viktig moment i forhold til miljø er å sikre bærekraftig beskatning av villfiskstammer som brukes i produksjon av marint råstoff brukt i produksjonen av fiskefôr. Fiskeolje og fiskemel lages i hovedsak av industrifisk som normalt ikke benyttes til humant konsum, som kolmule, tobis, øyepål og lodde. I tillegg nyttes en andel avskjær og utkast fra annen fiskeindustri. Det er likevel viktig å holde bestandene på et bærekraftig nivå og her har de store fôr og oppdrettsselskapene en mulighet til å vise samfunnsansvar. I Norge er alt fiske regulert og kvotebelagt, men norske fôr- og oppdrettsselskaper har en verdensledende posisjon og opererer i mange land der beskatning av villfiskstammer er langt mindre regulert.

Det er viktig å påpeke at fiskemelindustrien er en industri som strekker seg mye lenger tilbake enn oppdrettsnæringen og at fiskemel og fiskeolje er produkter som tradisjonelt har hatt mange anvendelsesområder utover å bli brukt i fôr til fisk. Blant annet kan det nevnes maling, herding av margarin, kosmetiske produkter, biobrensel, omega-3 kapsler samt katte- og hundemat.

Vi har sett fra Figur 10 at laksen gir mest spiselig kjøtt i forhold fôrforbruk. Dilemmaet ligger imidlertid i produksjonen av selve fôret. Ett kilo standard fiskefôr inneholder i dag normalt ca 50 % marint råstoff i form av fiskemel og fiskeolje, og ca 50 % vegetabilsk råstoff i form av planteoljer (FHL, 2009). Det går med i underkant av 1,5 kg marint råstoff for å produsere ett kg fiskefôr. Andelen vil variere noe avhengig av typen råstoff som benyttes, men har blitt redusert kraftig siden 80- og 90-tallet da det gikk med nærmere 4 kg (FHL, 2009). Å redusere denne andelen er en viktig utfordring, men imidlertid ikke en utfordring som er enestående for oppdrett av laks. Hele 34 % av den totale verdensproduksjonen av fiskemel benyttes for eksempel i fôr til kylling, svin og kjæledyr (FHL, 2009). Som vi så av Figur 10 gir en slik bruk av de marine ressursene en langt mindre effektiv matproduksjon.

Oppdrettsnæringen har over lengre tid arbeidet med å redusere mengden marint råstoff brukt i fremstilling av fôr og flere av de største fôrprodusentene har uttalt at de har som mål å bli helt uavhengige av marint råstoff. En naturlig konsekvens av dette er imidlertid at laksen vil inneholde noe mindre av de sunne omega-3 fettsyrene, noe som også har blitt trukket frem i media nylig.

3.1.4 Teknologiske forhold

Som vi kunne se av Figur 2 (side 17) har produksjonskostnadene sunket betydelig. Mye av dette skyldes den teknologiske utviklingen næringen har vært igjennom de siste tiårene. Sammen med økt fokus på forskning har man greid å produsere effektive vaksiner som har bidratt til å redusere dødeligheten og bruken av antibiotika. Man produserer bedre fôr med mindre marint råstoff og man har automatisert de aller fleste prosessene. Alt fra sortering og vaksiner, til fôring og slakting er i dag mer eller mindre mekanisert. Fôringen kan i dag gjøres fra en lenestol foran TV-en ved hjelp av satelittbasert fjernstyring og kameraer i merdene.

Men fortsatt gjenstår flere utfordringer. Fra før har jeg nevnt lakselus og rømming som de to viktigste. I tillegg er høy dødelighet knyttet til Pancreas Disease¹⁴ (PD) en utfordring særlig på vestlandet. Et PD-utbrudd på et sjøanlegg med 500 000 laks medfører et gjennomsnittlig tap på ca 10 millioner kroner (Veterinærinstituttet, 2007).

Ny teknologi og forskning på effektive vaksiner og fôr med forebyggende egenskaper vil være en viktig del av løsningen, selv om mange mener det trengs langt mer drastiske tiltak for å få bukt med særlig nivået på lakselus. Nye materialer for konstruksjon av merder og anlegg vil også kunne være viktig i kampen mot rømming, og hvis utviklingen fortsetter i samme tempo er det vanskelig å spå hvordan oppdrettsanleggene ser ut om 20 år.

Personlig har jeg tro på at vi vil få se stadig flere forsøk på både lukkede anlegg, nedsenkede merder og kanskje til og med landbasert oppdrett fremover. Men til syvende og sist er det de lange fjordene kombinert med optimale vanntemperaturer som er Norges

¹⁴ Pancreas Disease (PD) er en alvorlig, tapsbringende virussykdom som i Norge angriper laks og regnbueørret. Dødelighet, nedsatt tilvekst og dårlig slaktekvalitet kan gi store økonomiske tap ved sykdomsutbrudd.

konkurransefortrinn. Med vårt høye generelle lønns- og kostnadsnivå vil det være viktig å utnytte dette fortrinnet best mulig også i fremtiden.

3.1.5 Juridiske forhold

Oppdrett av matfisk er en av de mest regulerte næringene vi har, og berøres i dag av en rekke lover og tilhørende forskrifter og jeg vil her kort nevne noen av de mest sentrale.

Lov av 17. Juni 2005 nr.79 om akvakultur (akvakulturloven) forvaltes av Fiskeri- og Kystdepartementet og er kanskje den viktigste loven norske oppdrettere har å forholde seg til. Loven skal *"fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten"* jf § 1. Loven stiller også krav om konsesjon for å drive akvakultur, jf § 4. I tillegg gir loven hjemmel for å regulere antall tillatelser som deles ut, samt for å regulere hvor mye biomasse (kg levende fisk) per konsesjon man kan ha stående i sjøen til enhver tid. Lovens § 6 stiller som grunnleggende vilkår for tildeling av tillatelse at *"det er miljømessig forsvarlig"* og bidrar til å fremme fiskehelse, fiskevelferd og arealhensyn.

Fiskehelse og fiskevelferd ivaretas imidlertid gjennom matloven¹⁵ og dyrevelferdsloven¹⁶ som forvaltes av Mattilsynet. Akvakulturloven åpner også for inndragelse av konsesjon dersom vilkåret er brutt. Det er også i denne loven (samt i matloven) at de fleste sentrale forskriftene til næringen har sin hjemmel. Dette gjelder blant annet viktige sentrale forskrifter som akvakulturdriftsforskriften og laksetildelingsforskriften. I tillegg kommer mer kontroversielle forskrifter som har blitt innført i kjølvannet av det økte fokuset på villaks, lakselus og rømming. Et eksempel på dette er luseforskriften¹⁷ fra 2009.

Matloven forvaltes av Mattilsynet og hjemler tiltak for å forebygge og bekjempe sykdom og parasitter på fisk, både i oppdrettsanleggene og på viltlevende organismer i anleggenes omgivelser. Loven pålegger næringen et selvstendig ansvar for å oppfylle alle krav til enhver tid og Mattilsynet fører tilsyn med at kravene er oppfylt.

Dyrevelferdsloven forvaltes også av Mattilsynet. Loven hjemler nødvendige krav til etablering og drift av akvakultur for å fremme fiskens velferd. Eksempler på forhold som er

¹⁵ Lov av 19. desember 2003 nr. 124 om matproduksjon og mattrygghet mv. (matloven)

¹⁶ Lov av 19. juni 2009 nr. 97 om dyrevelferd (dyrevelferdsloven)

¹⁷ FOR 2009-08-18-1095: Forskrift om bekjempelse av lus i akvakulturanlegg (luseforskriften)

av betydning for fiskens velferd er mulighet til å utøve naturlig adferd, frihet fra og mulighet til å unngå ulike farer, fiskens helse og kondisjon, riktig ernæring og god vannkvalitet. Loven regulerer først og fremst forhold knyttet til vannkvalitet, utforming og drift av anlegg.

I tillegg til de nevnte lovene er forurensningsloven¹⁸, havne- og farvannsloven¹⁹, plan- og bygningsloven²⁰, vannressursloven²¹ og naturmangfoldloven²² viktige lover i forbindelse med regulering av oppdrettsnæringen.

Kanskje minst like viktig som de juridiske forholdene her i Norge er betydningen av endringer i juridiske forhold i andre land som også produserer laks. Jeg har ikke forutsetninger for å gå i detalj angående disse forholdene, men kan konstatere at Chile, som også er det landet med kortest oppdrettshistorie, tradisjonelt har hatt minst reguleringer. I dag jobbes det med utarbeiding av nye reguleringsregimer og oppdrettslover i Chile. Utformingen av disse vil være viktig også for norske oppdrettere, da Chile er Norges største og viktigste konkurrent.

3.1.6 Oppsummering makroanalyse

For kort å oppsummere denne delen av utredningen vil jeg gjenta de eksterne faktorene jeg mener er viktigst for oppdrettsnæringen. Jeg vil her trekke frem fem forhold (ikke rangert etter viktighet).

Det første jeg vil trekke frem er utviklingen i Chile, både i forhold til politiske og juridiske forhold, men også i forhold til den biologiske utviklingen da dette antas å ha innvirkning på prisene også for norsk laks. Det andre er kronekursen, og da særlig i forhold til euroen. For det tredje vil jeg peke på internasjonale trender i forhold til bærekraftig og effektiv matvareproduksjon. Det fjerde punktet er handelspolitiske beslutninger i viktige markeder, først og fremst i EU, men også i andre viktige markeder som Russland, Japan og USA. Det siste jeg vil trekke frem er utviklingen i den pågående debatten rundt oppdrettsbransjens påvirkning på villaksen i Norge.

¹⁸ Lov av 13. mars 2003 nr. 6 om vern mot forurensninger og om avfall (forurensningsloven)

¹⁹ Lov av 17. april 2009 nr. 19 om havner og farvann (havne- og farvannsloven)

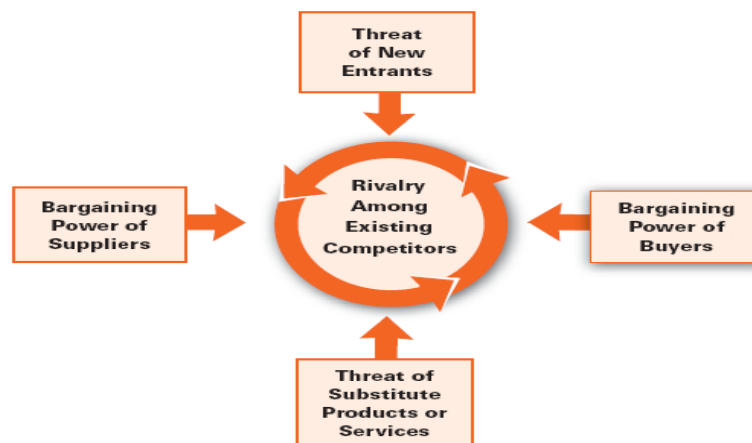
²⁰ Lov av 27. juni 2008 nr. 71 om planlegging og byggesaksbehandling (plan- og bygningsloven)

²¹ Lov av 24. november 2000 nr. 82 om vassdrag og grunnvann (vannressursloven)

²² Lov av 19. juni 2009 nr. 100 om forvaltning av naturens mangfold (naturmangfoldloven)

3.2 Analyse av bransjeforhold

I dette avsnittet vil jeg derfor gjennomføre en bransjeanalyse basert på Porters 5 Forces. Det analytiske rammeverket om de fem mest sentrale kreftene en bedrift står overfor ble utarbeidet av Michael Porter og har siden den ble lansert på 80-tallet hatt stor betydning for hvordan både forskere og bedriftsledere verden over ser på strategi. Porters fem krefter er; 1) Rivalisering, 2) Substitutter, 3) Kunders forhandlingsmakt, 4) Leverandørers forhandlingsmakt og 5) Nyetableringer.



Figur 12. Kilde: Porter, 2008

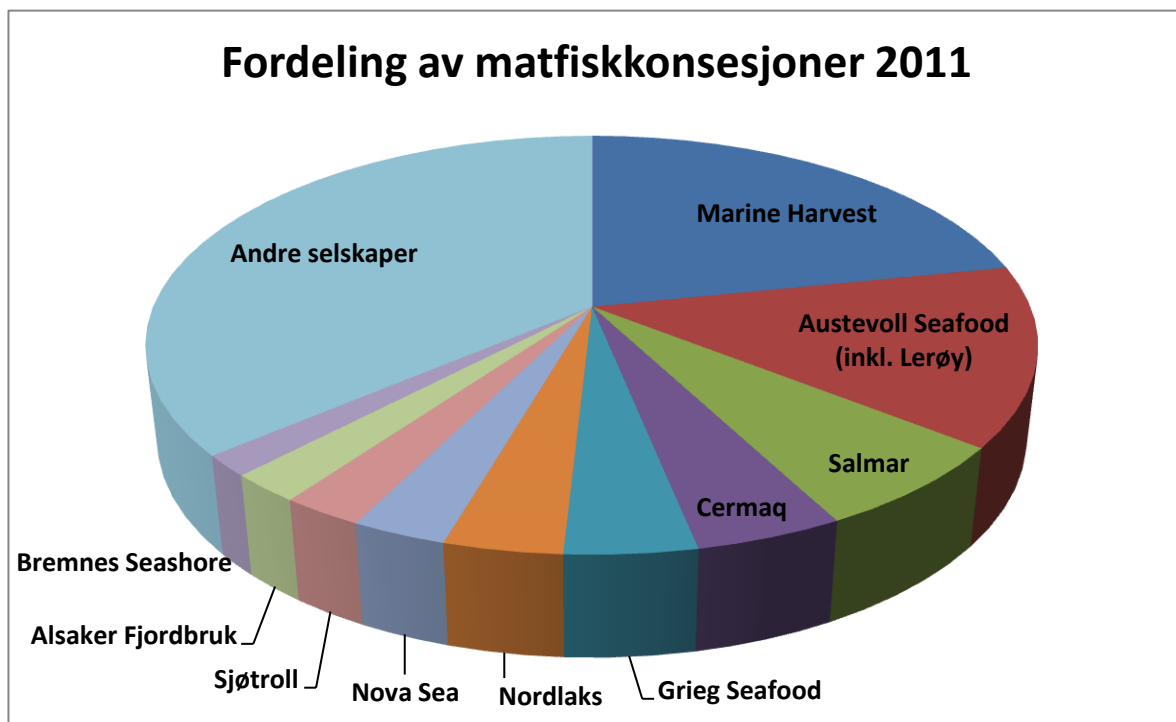
De fem kreftene kan være trusler eller muligheter, alt avhengig av hvilken situasjon virksomheten og industrien befinner seg i. Hensikten ved å bruke analyseverktøyet er først og fremst på en systematisk og oversiktlig måte kunne analysere hvordan en virksomhet kan kapre en størst mulig andel av det bedriftsøkonomiske overskuddet i bransjen. Analysen kan også gi innsikt i muligheter for å øke det totale overskuddet ved for eksempel å tilføre produktene merverdi gjennom produkt differensiering. Porters fem krefter er en av de mest utbredte analysemetodene når det kommer til ekstern analyse av bransjeforhold og konkurransen i bransjen, særlig innen akademiske oppgaver. Likevel finnes det også en del kritikk rettet mot modellen. Grundy (2006) hevder for eksempel at metoden er noe abstrakt og analytisk, og bærer preg av å være en slavisk oppskrift uten fleksibilitet. Modellen har også fått kritikk for å anse som en avgrenset enhet, noe som ofte kan være misvisende i dagens samfunn.

3.2.1 Rivalisering

Sterk rivalisering mellom konkurrenter i en bransje kan være en alvorlig trussel mot lønnsomhet i hvilken som helst bransje. Trusselen fra rivaliseringen bestemmes i hovedsak av bransjens konkurransestruktur, etterspørselsforhold og størrelsen på eventuelle utgangsbarrierer.

Konkurransen i oppdrettsbransjen domineres i Norge av en håndfull store aktører og ca 160 mindre selskaper. De største norske selskapene er imidlertid også de største på verdensbasis, med Marine Harvest som den desidert største både i Norge og i verden for øvrig. Basert på tall fra selskapenes nettsider og årsrapporter har jeg lagd en oppstilling (Figur 13) for situasjonen i 2011 basert på selskapenes andel av tilgjengelige konsesjoner per 31.12.2010.

Oppstillingen viser at bransjen er relativt konsolidert, men har fortsatt tilstrekkelig mange aktører til å sikre god konkurranse. Dette forsterkes ytterligere ved at laks i utgangspunktet er et homogent produkt og det er i liten grad fokus på differensiering og merkevarebygging. I den grad det forekommer er det i de fleste tilfeller snakk om merkevaren "norsk laks" i forhold til laks fra andre land.



Figur 13: Fordeling av matfiskkonsesjoner. Egen oppstilling basert på tall fra selskapenes nettsider og årsrapporter.

Noen selskaper har imidlertid forsøkt å bygge egne merkevarer og differensierte produkter. Et eksempel er Lerøy Seafood Group ASA. Lerøy har i en årrekke fokusert på sin merkevare og har greid å skape et kjent merkevarenavn innen mange av de store markedene. Et annet eksempel er Salma, som selger laks i Norge med et klart fokus på å levere et produkt med merkbart høyere kvalitet og dermed også til en høyere pris. De minste oppdrettsselskapene har derimot sjelden anledning til dette, da de i hovedsak selger levende laks til eksportselskaper, i dag ofte integrert og kontrollert av et av de større oppdrettsselskapene. Deretter slaktes, pakkes og selges laksen under eksportselskapets merkevarenavn.

Noe av grunnen til at det har vært såpass lite fokus på differensiering kan nok også skyldes den rollen norsk laks tradisjonelt har hatt som merkevare, en merkevare som allerede er godt etablert og som det er fritt for alle å benytte seg av. De siste årene har i tillegg gode etterspørselsforhold og marginer sikret at alle har fått solgt sin produksjon til gode priser uten å true de andres markedsandeler. På mellomlang sikt ventes det imidlertid en kraftig økning i produksjonen av atlantisk laks i Chile. Chile er verdens nest største lakseprodusent, men ble som tidligere nevnt satt kraftig tilbake grunnet sykdomsutbrudd.

Alle de vesentlige eiendelene (i hovedsak anlegg, fisk og konsesjoner) i et oppdrettsselskap er relativt lett omsettelige og selskapene som helhet er også attraktive oppkjøpskandidater. Dermed er det ingen grunn til å anta at der finnes utgangsbarrierer av vesentlig betydning.

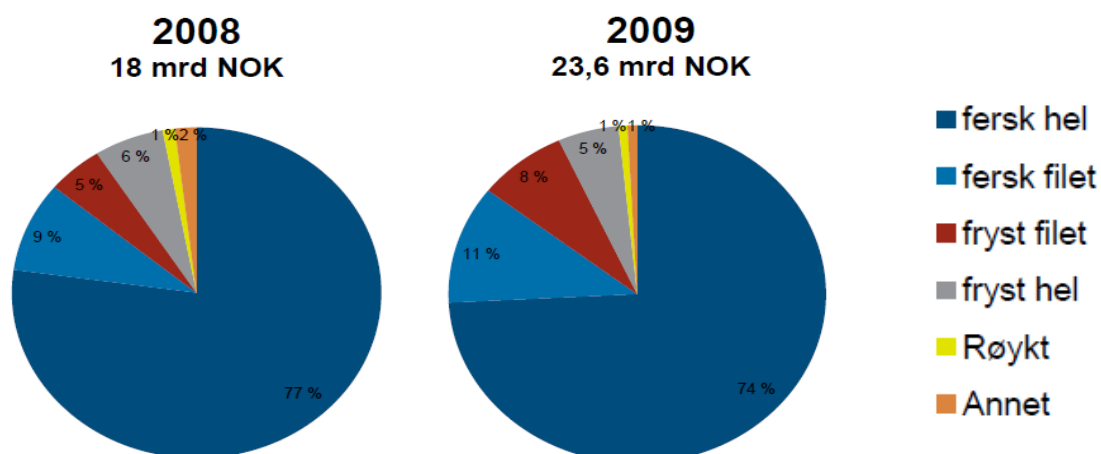
Per i dag vil jeg derfor anta lav til moderat trussel fra rivalisering. Høy etterspørsel, høye priser og lave utgangsbarrierer trekker i retning av lav trussel, men dette kan endres når produksjonen i Chile tar seg opp igjen, dersom det fører til at lakseprisene presses ned. Dette kan igjen også føre til et økt fokus på produktdifferensiering. Dersom de store aktørene og eksportselskapene lykkes med å etablere merkevarenavn som er betydelig bedre enn "norsk laks" vil det også kunne utgjøre en betydelig trussel for de minste.

3.2.2 Substitutter

Trusselen fra substitutter omhandler produkter som kan dekke kundens behov på samme måte som det aktuelle produktet. Dersom det finnes mange nære substitutter til produktet bransjen leverer kan dette legge press på lønnsomheten.

For å kunne si noe om hvilke produkter næringen konkurrerer med er det viktig å definere hva som er produktet og hva som er markedet. Her vil jeg definere produktet som norsk, atlantisk laks og regnbueørret. Det er naturlig å inkludere ørret, da ørret i Norge produseres av de samme produsentene som produserer laks og begge artene kan produseres under samme konsesjon og i samme anlegg. Videre vil jeg se på hele verdensmarkedet. Med en slik definisjon blir de næreste substituttene atlantisk laks og ørret fra andre land, samt andre oppdrettede laksearter som stillehavslaksen coho og chinook. I noen markeder er også villfanget laks nære substitutter. I neste omgang kommer konkurranse med andre fiskearter, samt andre typer magert kjøtt som kylling og svinekjøtt.

Når jeg i oppgaven har presentert tall for eksport av laks inkluderer dette både hel fersk laks, frossen laks og filet. Dette er imidlertid ulike produkter og i diskusjonen om substitutter blir det nødvendig å utdype disse. Fra Figur 14 ser vi at ca 75 % av norsk lakseeksport er fersk, hel laks (atlantisk laks). Resten av eksporten består av fersk filet, frossen hel, frossen filet og en mindre andel røykt. For ørret er andelen frossen fisk langt høyere, og ca 60 % av produksjonen eksporteres til Russland. Ørret blir imidlertid som en nisje å regne sammenlignet med laks og tillegges derfor ikke særlig vekt i denne diskusjonen. På det europeiske markedet for fersk atlantisk laks konkurrerer norsk laks i dag direkte med fersk laks fra i hovedsak Skottland og Færøyene. Grunnet store avstander og høye transportkostnader konkurrerer ikke fersk laks fra de andre store oppdrettsnasjonene som Chile og Canada direkte med fersk, norsk laks her. De fremstår imidlertid som en nær substitutt til fersk laks ved at de kan levere frossen laks til EU-markedet, og gjennom denne effekten har produksjonen av i hovedsak chilensk laks en indirekte innvirkning på prisen på norsk laks.



Figur 14: Norsk eksport av atlantisk laks fordelt på produkt. Kilde: EFF

I de andre markedene der norsk laks omsettes er laksen i mer direkte konkurranse med laks fra andre land med både fersk og frossen laks. I det amerikanske markedet konkurrerer norsk laks direkte med laks fra både Chile, Canada og USA. I det japanske markedet konkurrerer den norske laksen i hovedsak med andre fiskearter, både oppdrettsfisk og villfanget fisk. Til det russiske markedet eksporteres det i hovedsak ørret.

Trusselen fra substitutter i form av annen laks antar jeg å være lav til moderat. Det kan ikke forventes store endringer av tilbudet av atlantisk laks fra andre produsenter, og det faktum at norske selskaper kontrollerer en stor andel av produksjonen også i de andre landene som produserer laks forsterker dette. Det er imidlertid med et lite forbehold knyttet til at en kraftig økning av den chilenske produksjonen vil kunne bidra til økt tilbud av frossen laks på det europeiske markedet. Økt tilgang på billig frossen laks kan føre til at en del kunder velger frossen chilensk laks istedenfor fersk norsk laks, og det kan presse lakseprisen ned.

I forhold til kylling og svinekjøtt som substitutt taler også de fleste forhold i favør av laksen. Under analysen av miljømessige makroforhold så vi at effektiv utnyttelse av fôr (Figur 10, side 33) og lavt karbonfotavtrykk (Figur 11, side 33) er blant forholdene som taler for liten trussel også fra disse produktene.

Det er dog viktig å huske på at ukjente forhold alltid kan inntreffe og vri etterspørselen bort fra et produkt. Vi har tidligere sett tilfeller som e.coli i kjøttdeig, svineinfluensa og fugleinfluensa. Disse hadde alle innvirkninger på etterspørselen av disse produktene og selv om effektene var midlertidige og ikke så alvorlige er det viktig å være klar over at det kan oppstå lignende situasjoner også knyttet til laks. Det har tidligere blant annet kommet anklager om at laks har inneholdt for høye nivåer av visse miljøgifter, uten at dette har blitt bekreftet eller fått store konsekvenser for etterspørselen.

Trusselen fra substitutter vurderes dermed totalt sett som lav.

3.2.3 Kundens forhandlingsmakt

Trusselen fra kunders potensielle forhandlingsmakt bestemmes av forhold som kundekonsentrasjon, kundens byttekostnader og mulig vertikal integrasjon fra kundens side.

Denne trusselen vil ikke bli viet vesentlig oppmerksomhet i denne utredningen. Grunnen er rett og slett at kundene slik jeg ser det har liten eller ingen forhandlingsmakt. Laks selges

over hele verden, og til et tusentalls ulike kunder. De store oppdrettsgigantene er som regel vertikalt integrerte og kontrollerer gjerne egne eksportselskaper, mens de mindre oppdretterne selger sin laks videre til et eksportselskap. Det finnes gode og lett tilgjengelige markedspriser som offentliggjøres ukentlig, og det meste av laksen selges i spotmarkedet. Dette sikrer effektiv konkurranse og all superprofitt tilfaller i utgangspunktet oppdretter.

Dette blir ofte synlig i perioder med svært høye laksepriser da oppdretterne oppnår svært god lønnsomhet, mens videreforedlingselskaper gjerne har problemer med å skyve sine økte innkjøpskostnader over på forbrukerne.

Likevel er det verdt å nevne at det også finnes enkelte store kunder i tilknytning til de største dagligvarekjedene i Europa. Disse kan tenkes å ha en hvis grad av forhandlingsmakt.

Trusselen relatert til kundens forhandlingsmakt antas likevel å være lav.

3.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørers forhandlingsmakt bestemmes av leverandørkonsentrasjon, i hvilken grad leverandørens produkt kan differensieres og bransjens betydning for leverandørgruppen.

I oppdrettsbransjen er det flere viktige leverandørgrupper og jeg vil nevne fire av disse; produsenter av settefisk (smolt), fôrprodusenter, leverandører av utstyr og leverandører av transporttjenester.

Når det gjelder smoltleverandører så finnes det svært mange små leverandører, denne bransjen har ikke sett samme konsolideringstrend som oppdrettsselskapene. De siste årene har man likevel sett tegn til at de store oppdrettsselskapene har kjøpt opp smoltselskaper som et ledd i en vertikal integrasjonsstrategi for å sikre tilgangen på smolt.

På samme måte som tilbudet av laks på kort sikt er bestemt av mengden levende laks i sjøen og antall smolt i settefiskanleggene er tilbudet av smolt på kort sikt gitt av tilgjengelig yngel og rogn. Det gjør at smoltleverandørenes forhandlingsmakt også blir noe syklisk. I perioder med høye laksepriser ønsker mange oppdrettere å sette ut mye smolt, da kan smoltleverandørene ta en høyere pris grunnet at tilbudet er like fleksibelt på kort sikt. Smoltleverandører som over tid har levert svært god smolt og kan vise til lav dødelighet etc.

vil også ha mulighet til å kunne hente en meravkastning, tilsvarende en differensiering på kvalitet.

Når det gjelder fôrleverandører er dette en bransje preget av oligopolistisk konkurranse. Det er tre store leverandører som kontrollerer nesten hele markedet, disse er Skretting, Ewos og Biomar. Fôr importeres og eksporteres i svært liten grad, delvis grunnet høye transportkostnader. Derimot er fôrprodusentene avhengige av import av råvarer til fôrproduksjonen. Fôrprodusentene står imidlertid fritt til å tilpasse fôrresepten til råvareprisene gjennom for eksempel å øke eller redusere andelen fiskemel i fôret i tråd med endringer i prisen på råvaren. Dette trekker i retning av at fôrprodusentene har høy makt og burde kunne levere god avkastning. Fiskefôr er imidlertid også et homogent produkt og ingen av de tre har hittil klart å differensiere sine produkter vesentlig fra konkurrentens. Dette medfører at det også her er lave byttekostnader for oppdretterne. Forholdet mellom fôrleverandør og oppdretter er også preget av gjensidig avhengighet. Laksefôret har ingen andre mulige anvendelser, og oppdretterne har ikke andre leverandører som kan dekke deres behov.

De store oppdretterne forhandler ofte langsiktige avtaler med store volumer av fiskefôr og får således gode betingelser. Også de små oppdrettsselskapene forhandler ofte fôravtaler sentralt gjennom ulike nettverksmodeller i samarbeid med andre små selskaper for å kunne oppnå tilsvarende priser som de større aktørene. Likevel må det kunne antas at førselskapene har en viss forhandlingsmakt.

Leverandører av transporttjenester som brønnbåter har en viss makt i den grad det i perioder er knapphet på brønnbåter. Også utstyrsleverandører, som i utgangspunktet ikke har egenskaper som tilsier at de burde ha vesentlig forhandlingsmakt, ser ut til å bli flinkere til å kapre sin andel av profitten som tradisjonelt har tilfalt oppdretterne. Konsolidering og vertikal og horisontal integrasjon blir stadig mer vanlig i alle ledd i næringen. Dette kan imidlertid like gjerne sees på som oppdretternes respons for å sikre at ikke leverandørene skal få for mye makt.

Samlet vurderes leverandørenes forhandlingsmakt som moderat.

3.2.5 Nyetableringer

Trusselen fra potensielle nyetableringer bestemmes av nivået på inngangsbarrierene til bransjen. Disse bestemmes igjen av merkeloyalitet, kostnadsfordeler knyttet til for eksempel skala eller knowhow, kapitalkostnader og statlige reguleringer.

Merkeloyalitet er per i dag ingen stor inngangsbarriere, hos de fleste produsentene er det lite fokus på produktdifferensiering og norsk laks selges som et homogent produkt. For kunden er det dermed lave byttekostnader forbundet med å bytte til en potensiell nyetablert produsent.

Det er videre sannsynlig at det vil oppstå kostnadsfordeler i form av lang erfaring, knowhow og et godt utbygd kontaktnettverk for de eksisterende aktørene. Dette er tilfelle i de aller fleste kunnskapsintensive bransjer. Det er likevel ikke sannsynlig at dette utgjør noen stor inngangsbarriere da dette er kunnskap som kan kjøpes.

Også skalafordeler vil til en viss grad eksistere, men det er ikke påvist at store selskaper gjør det markant bedre enn små selskaper. Imidlertid er det liten tvil om at det krever en viss størrelse for å kunne oppnå en effektiv drift. Det er også liten tvil om at selskapene som er fullstendig integrert gjennom hele verdikjeden og slik har sikker tilgang på for eksempel smolt og slaktekapasitet vil kunne ha en fordel i forhold til potensielle nyetableringer. Eventuelle skalafordeler vil imidlertid drøftes i detalj i avsnitt 4.1.

For å starte opp et oppdrettsselskap så krever statlige reguleringer 1) at man har tilgang på en konsesjon og 2) tilgang på lokalitet(er) som er godkjent for akvakulturdrift.

Når det gjelder konsesjoner har vi sett at det sjelden tildeles nye tillatelser, faktisk bare tre ganger siden 80-tallet. I de siste tildelingsrundene har ingen nye aktører blitt tildelt standard matfiskkonsesjoner for laks og ørret. Lokaliteter er lettere å anskaffe, gitt at man har konsesjon. Gitt at en eventuell nykommer får tildelt konsesjon og lokaliteter kreves det i tillegg store investeringer i anlegg og utstyr for å kunne bygge opp en effektiv produksjon. I tillegg krever laksens produksjonssyklus at store mengder arbeidskapital bindes i produksjonen frem til fisken kan slaktes. I verdsettelsesdelen (kapittel 5) kommer jeg til å anta at denne er på 22 kr per kg. I praksis brukes gjerne smoltpris per stk pluss variable

kostnader per kg. Med en biomasse på 780 tonn (en konsesjon) og 22 kr per kg vil det utgjøre ca 17 mill kr bare i arbeidskapital per konsesjon.

Til tross for lav merkeloyalitet og moderate kostnadsfordeler bidrar høye kapitalkostnader og statlige reguleringer til å gjøre trusselen fra nyetableringer i Norge svært lave. Det vil imidlertid kunne være en viss trussel knyttet til nyetableringer i andre lakseeksporterende land, i hovedsak Chile.

3.2.6 Oppsummering bransjeanalyse

Samlet sett har jeg dermed vurdert trusselen fra substitutter, kunder og nyetableringer som lav, mens trusselen fra intern rivalisering i bransjen er vurdert som lav til moderat og trusselen fra leverandører er vurdert som moderat. Totalt vil trusselnivået dermed være lavt til moderat.

Dette innebærer at vi forventer at oppdrettsbransjen kan høste en meravkastning, altså en superprofitt utover avkastningskravet som stilles til denne bransjen. Det må videre også forventes at denne meravkastningen vil kunne vedvare både på kort og mellomlang sikt.

At oppdrettsnæringen stort sett har gode marginer kommer imidlertid ikke som noen overraskelse, og som vi kunne se av Figur 2 på side 17 har bransjen stort sett hatt høye driftsmarginer. På lengre sikt er det derimot tenkelig at leverandører vil få en større del av gevinsten og at økt produksjon i Chile vil legge press på lakseprisen. Dette vil igjen kunne føre til økt fokus på differensiering og merkevarebygging, noe som kan få konsekvenser for mange av aktørene. Merkevarebygging må imidlertid også sees på som en mulighet til å øke den totale verdiskapingen, og ikke bare som en trussel.

4 Analyse av forskjeller mellom små og store oppdrettsselskaper

Hittil har jeg sett på bransjens utvikling og historie, viktige makroforhold, samt en bransjeanalyse gjennom bruk av Porters (1985) rammeverk. Jeg har forklart hvorfor bransjen opplever en meravkastning i forhold til investorenes avkastningskrav og hvorfor dette trolig vil vedvare fremover. I den neste delen av analysen vil jeg gå et steg videre og se på hva som skiller de ulike oppdrettsselskapene. Fokus i analysen vil være forhold som skiller små og store oppdrettsselskaper og hvordan disse forholdene ventes å påvirke oppdretternes beslutninger. I neste kapittel (kapittel 5) vil jeg bruke disse resultatene til å estimere hvordan disse ulike forholdene vil slå ut på verdsettelsen av et lite oppdrettsselskap.

I motsetning til tradisjonelle interne ressursbaserte analyser der man ser på et spesifikt selskaps ressurser vil hovedfokus her være å forsøke å sammenligne forhold ved små oppdrettsselskaper med forhold ved store selskaper. For strukturen og oppbygningens del vil jeg likevel til en viss grad anvende rammeverk ment for intern ressursbasert analyse. Rammeverket som vil benyttes i så måte er SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001). SVIMA fokuserer på hvorvidt en ressurs er Sjelden, Viktig, Imiterbar, Mobilisert og Appropriert.

Allerede i definisjonen av kriteriene blir det da klart at dette rammeverket ikke fullt ut lar seg anvende til dette forholdet. Årsaken til det er først og fremst kriteriet sjelden. For å benytte rammeverket til å sammenligne store og små vil jeg måtte generalisere og trekke frem ressurser som store selskaper kan forventes å besitte og ikke små selskaper, og motsatt. Da vi vet at det finnes mange store og enda flere små selskaper, blir det da klart at ingen av ressursene som trekkes frem er direkte sjeldne. Sjeldne ressurser som kan tenkes å eksistere i noen få av selskapene vil derfor ikke bli diskutert. De resterende fire kriteriene vil utgjøre utgangspunktet for utvelgelsen av hvilke forhold som vil bli analysert videre. Kriteriet viktig er åpenbart, forhold som ikke er viktige kan ikke bidra til å forklare verken forskjeller eller konsolideringstrenden. Forhold som er svært enkle å imitere for den andre gruppen er det også vanskelig å se for seg at kan bidra til å forklare forskjeller.

I forhold til mobilisering handler dette om hvorvidt ressursen er utnyttet i virksomheten og dermed genererer lønnsomhet. Jakobsen & Lien (2001) presiserer også at i forbindelse med

for eksempel ekspansjon må dette kriteriet sees på som et mål på ressursens overførbarhet. Slik jeg ser det i forhold til min anvendelse er det mindre viktig hvorvidt ressursen genererer lønnsomhet i dag. Dersom en ressurs er ventet å generere lønnsomhet i fremtiden vil den uansett bli tatt hensyn til i en verdsettelse basert på fremtidig inntjening, forutsatt at ressursen lar seg overføre. Et eksempel kan være om vi tenker oss at de små selskapene har tilgang på bedre lokaliteter enn de store. Selv om lokalitetene ikke er tatt i bruk enda og således ikke genererer lønnsomhet lar det seg gjøre å verdsette de, og lokalitetene er lett overførbare til en eventuell kjøper. Et annet eksempel kan være dersom vi finner at de minste selskapene har et bedre omdømme i lokalsamfunnet og til lokalpolitikere. Dette kan være viktig og vanskelig å imitere for de store og lar seg heller ikke umiddelbart overføre ved et oppkjøp.

Kriteriet approprierbar dreier seg om skillet mellom ressurser bedriften eier og ressurser bedriften leier (Jakobsen & Lien, 2001). Skillet er viktig forbi det avgjør hvorvidt de økonomiske fordelene knyttet til ressursen tilfaller bedriften eller ikke. Et naturlig eksempel her er igjen selskapenes lokaliteter. Selv om de økonomiske fordelene her historisk har tilfalt oppdrettsselskapet er det ikke gitt at det skal være slik. Sjøarealet eies ikke på samme måte som landareal. Hvorvidt kommunene kan kreve vederlag eller leie for lokalitetene er et tema som ser ut til å bli stadig mer sentralt. I 2008 ble det for eksempel gitt anledning til innkreving av eiendomsskatt på merder i sjøen.

Et annet sentralt spørsmål knyttet til å benytte SVIMA-rammeverket på en slik måte som beskrevet er selve definisjonen av ressurs. I forhold til de mer generelle definisjonene på ressurser er imidlertid dette ikke et stort problem. Wernerfelt (1984), og Barney (1991) referert i Jakobsen & Lien (2001) definerer ressurser som henholdsvis; hva som helst som utgjør en styrke eller en svakhet for bedriften, og hva som helst som utgjør en styrke for bedriften. For mitt formål vil de to definisjonene være likestilte da det som regnes som en styrke for store selskaper nødvendigvis må være en svakhet for de små relativt til de store og motsatt. Jeg vil likevel benytte Barney sin definisjon og fokusere på styrker og heller veksle perspektiv fra store til små avhengig av hvem av de som har styrken. Mot slutten av kapittelet vil jeg forsøke å oppsummere de ulike forholdene og hvilken gruppe som ser ut til å komme best ut.

Gjennom personlige samtaler med Ronald Marøy, tidligere daglig leder i Marøy Salmon AS, har jeg fått kjennskap til hvilke forhold han mener er av betydning for en liten oppdretters beslutning om salg av virksomheten eller videre drift. Jeg vil videre i kapittelet dele analysen av disse forholdene i to kategorier. Den første er forhold som kan knyttes til forskjeller i verdsettelse mellom små og store selskaper og den andre kategorien er andre forhold som kan bidra til å forklare konsolideringstrenden, men ikke ventes å forårsake forskjeller i verdsettelse. Det er viktig å ha et klart skille mellom disse to da det ikke er noen selvfølge at konsolideringen skyldes nettopp forskjeller i forventet lønnsomhet mellom små og store selskaper. Dette kapittelet vil imidlertid først og fremst fokusere på å analysere forholdene av den første typen. Jeg vil imidlertid bare se på forholdene som jeg også anser at oppfyller SVIMA-kriteriene; Viktig, Imiterbar, Appropriert og Mobiliserbar.

Forholdene jeg vil se på blir da; Stordriftsfordeler (4.1), Risiko og avkastningskrav (4.2), Kapasitetsutnyttelse (4.3), Håndtering av byråkrati og media (4.4) og Gullestad-rapporten (4.5). Mot slutten av kapittelet vil jeg også se på Andre forhold (4.6) som ikke ventes å gjenspeiles i en forskjell i verdsettelse.

4.1 Stordriftsfordeler

Det kanskje aller mest opplagte spørsmålet som dukker opp i forbindelse med konsolideringstrender er hvorvidt det finnes stordriftsfordeler av betydning. For å kunne gi et bedre svar på dette vil jeg ta utgangspunkt i datamaterialet som publiseres fra Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse (2009). Utvalget inkluderer i utgangspunktet alle oppdrettere i Norge, men en andel er ekskludert på grunn av en for høy andel andre inntekter, og en andel har ikke svart på undersøkelsen. Selskapene som inngår representerer likevel over 70 % av produksjonen i Norge og jeg antar derfor at utvalget er representativt for bransjen som helhet.

Et annet viktig moment i forhold til tallene er at verdien av de bokførte eiendelene frem til 2009 har blitt vurdert ut ifra fiskeridirektoratets egne kriterier og metoder. Fra og med 2009 er imidlertid verdiene oppgitt i selskapenes egne regnskaper lagt til grunn, og undersøkelsen skifter med dette fra et samfunnsøkonomisk til et bedriftsøkonomisk perspektiv. Tallene frem til og med 2008 er dermed ikke direkte sammenlignbare med 2009-tallene for poster der bokførte verdier inngår. Jeg inkluderer likevel 2009-tallene da fokus her er

sammenligningen mellom små og store heller enn utviklingen fra 2008 til 2009. Mer informasjon om undersøkelsen og utvalget kan finnes på fiskeridirektoratets hjemmesider.

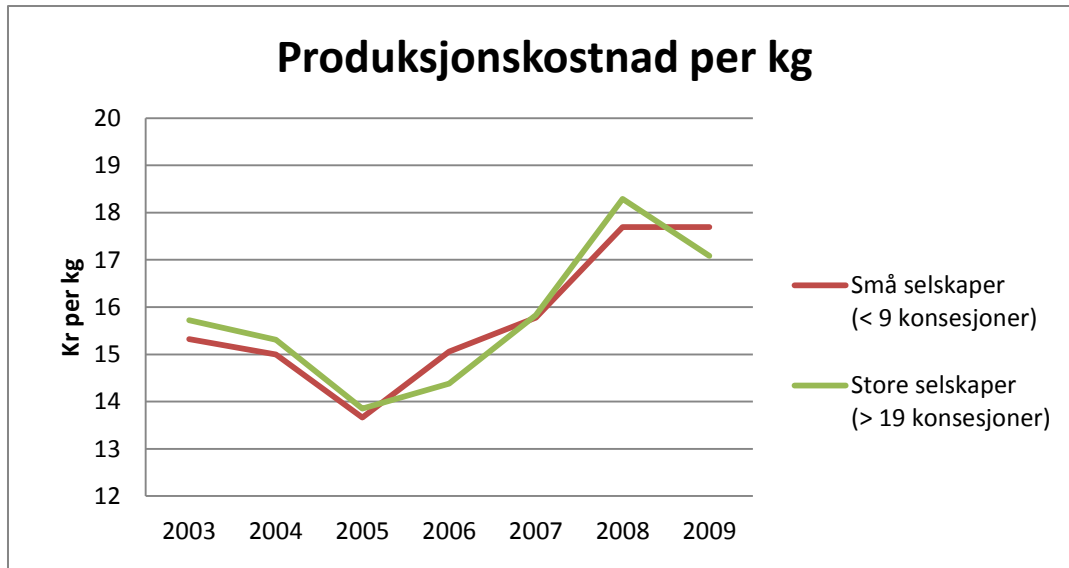
Datasettet skiller videre mellom små oppdrettsselskaper (1-9 konsesjoner), mellomstore oppdrettsselskaper (10-19 konsesjoner) og store oppdrettsselskaper (mer enn 20 konsesjoner). For hver gruppe rapporteres en rekke tall deriblant gjennomsnittlig regnskapsresultat og balanseverdier, produksjonskostnader, salgspriser og kapasitetsutnyttelse samt en rekke finansielle nøkkeltall. I tillegg vil jeg med utgangspunkt i disse tallene beregne noen egne forholdstall for å kunne sammenligne produksjonsnivå og kapitalbruk.

I dette avsnittet vil jeg presentere en sammenligning mellom små og store selskaper for et utvalg av disse variablene for å kunne si noe om hvorvidt det finnes stordriftsfordeler av betydning. Jeg velger å ekskludere gruppen med mellomstore oppdrettsselskaper (10-19 konsesjoner). Dette velger jeg av to årsaker; for det første forbi dette er en liten gruppe som representerer få selskaper og observasjoner, og for det andre fordi jeg anser det som mer hensiktsmessig å fokusere på de to andre gruppene, både med hensyn til utredningens struktur og formålet med selve utredningen.

Forholdene jeg vil se på i dette avsnittet er; 1) produksjonskostnad, 2) salgspriser, 3) produksjon og kapitalbinding, 4) rentabilitet og soliditet.

1) Produksjonskostnad:

Som man ser av Figur 15 er det svært små forskjeller i produksjonskostnadene for de små versus de store selskapene. Imidlertid kan vi merke oss at de små ligger lavest for alle årene unntatt to år, dette er de to toppårene med hensyn til laksepris (se evt. Figur 16, side 53) om salgspris). Det er også i disse årene forskjellene mellom de store og små er størst. Jeg skal ikke spekulere så mye i årsakene til dette, men det er naturlig å spørre seg om tallene kan være gjenstand for en viss grad av earnings management. Når lakseprisen er høy og marginene gode kan det være fristende å forsøke å ta litt ekstra kostnader for å glatte ut svingningene noe. Dette kan det i så fall være lettere å oppnå som lite unotert selskap.



Figur 15: Produksjonskostnad store vs små oppdrettsselskaper. Egen fremstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

Tabell 1 viser hva som inngår i begrepet produksjonskostnad og fordelingen mellom store og små selskaper for årene 2008 og 2009. Tabellen inneholder mye informasjon, men en ting vi kan legge merke til er at det kan se ut som om det er grunnlag for å påstå at det til en viss grad finnes skalafordeler på innkjøp av fôr og forsikring. Her kommer de store best ut begge årene og det virker også logisk at her kan være visse stordriftsfordeler. Hvorvidt forskjellene som blir trukket frem her er statistisk signifikante eller ikke vil ikke bli vurdert, men kunne for så vidt vært et interessant tema i en annen utredning. Jeg vil nøye meg med å kommentere trender og mulige årsakssammenhenger. Både på lønn, avskrivninger og andre driftskostnader kommer imidlertid de små selskapene klart best ut. Her er det naturlig å se på eventuelle stordriftsulemper. Store organisasjoner krever flere ansatte i administrasjon og store anlegg krever dyrt teknologisk utstyr.

BEREGNEDE KOSTNADER PER KG PRODUSERT FISK	2009		2008	
	Små	Store	Små	Store
Fôrkostnad per kilo	kr 10.16	9.41	9.85	9.64
Forsikringskostnad per kilo	kr 0.15	0.13	0.16	0.14
Lønnskostnad per kilo	kr 1.24	1.36	1.21	1.98
Avskrivninger per kilo	kr 0.76	1.14	0.75	1.27
Annen driftskostnad per kilo	kr 2.46	3.09	2.56	2.93
Smoltkostnad per kilo	kr 2.64	1.40	2.62	1.68
Netto finanskostnad per kilo	kr 0.30	0.56	0.66	0.27
Produksjonskostnad per kilo	kr 17.70	17.08	17.80	17.91
Slaktekostnad per kilo	kr 2.55	2.19	2.33	2.34
Sum kostnad per kilo	kr 20.25	19.27	20.13	20.25

Tabell 1: Produksjonskostnader store vs små selskaper fordelt på kostnadsgruppe. Kilde: Fiskeridirektoratet

Den største og mest interessante forskjellen synes jeg imidlertid er forskjellen i smoltkostnad per kilo produsert laks. I 2009 var denne forskjellen på hele 1,24 kr per kilo, over 7 % av produksjonskostnaden. Årsaken er logisk, vertikal integrasjon har gjort at de store oppdrettskonsernene har kjøpt opp og integrert egne settefiskprodusenter for å sikre tilgang på smolt til en fornuftig pris. De små oppdretterne kjøper smolt i markedet til markedspris. Det er imidlertid verdt å se litt nærmere på denne posten.

Når gjennomsnittlig smoltkostnad er 1,40 kr per kilo betyr det basert på en firekilos laks en smoltpris på $1,40 \times 4 \text{ kg} = 5,60 \text{ kr}$ per smolt. Tabellen nedenfor viser produksjonskostnader for settefiskprodusentene per stk solgt smolt. Smoltkostnaden rapportert for de små oppdrettsselskapene utgjør i 2009 basert på en firekilos laks: $2,64 \text{ kr per kg} \times 4 \text{ kg} = 10,56 \text{ kr}$.

Dette tallet stemmer langt bedre overens med settefiskprodusentenes kostnader. 5,60 kr per smolt vil derimot innebære at oppdrettsdelen hos de store subsidieres på bekostning av settefiskanleggene. Siden smolt og yngel fritt omsettes i et åpent marked er det ingenting i veien for at settefiskanleggene som inngår i de store oppdrettskonsernene kunne solgt smolt til andre oppdrettere for 10,56 kr istedenfor å levere den videre internt til 5,60 kr.

Slik jeg ser det er det opplagt en fordel at de store er sikret tilgang på smolt, men siden smolten kunne vært solgt eksternt til markedspris er ikke denne forskjellen relevant i en diskusjon om stordriftsfordeler og smoltkostnaden burde reflektert smoltens reelle verdi. Dersom jeg hadde justert for denne forskjellen ville de små kommet betydelig bedre ut.

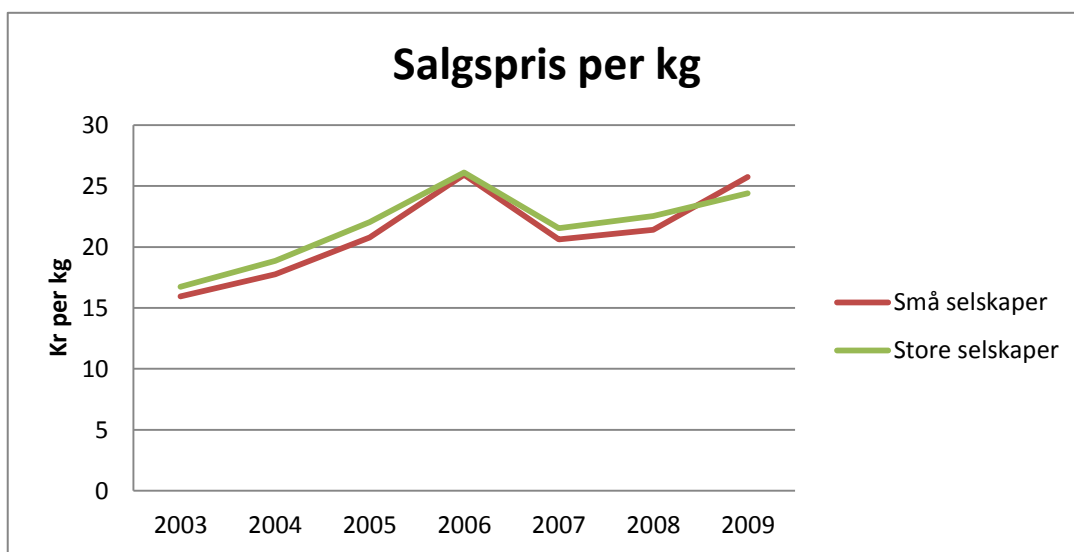
BEREGNEDE KOSTNADER PER STK SOLGT SMOLT

		2008	2009
Rogn og yngelkostnad per stk	kr	1.53	1.37
Fôrkostnad per stk	kr	0.92	0.99
Forsikringskostnad per stk	kr	0.12	0.12
Vaksinasjonskostnad per stk	kr	1.26	1.31
Lønnskostnad per stk	kr	1.59	1.73
Avskrivninger per stk	kr	0.61	0.76
Elektrisitetskostnad per stk	kr	0.43	0.44
Annen driftskostnad per stk	kr	1.93	1.79
Netto finanskostnad per stk	kr	0.34	0.40
PRODUKSJONSKOSTNAD PER STK	kr	8.73	8.92

Tabell 2: Smoltprodusentenes kostnader fordelt på kostnadsgruppe. Kilde: Fiskeridirektoratet

Den siste posten er slaktekostnad. Her er utgangspunktet ganske likt som for smolt. Vertikal integrasjon for å sikre seg kontroll over verdikjeden og tilstrekkelig slaktekapasitet har gjort at mange av de største oppdrettsselskapene har egne slakterier. Igjen er det slik at disse slakteriene også kan levere slakteritjenester til andre oppdrettsselskaper til observerbare markedspriser, men jeg vil likevel hevde at denne fordelten er mer reell. De store slakter større kvantum og mer regelmessig, og det er derfor naturlig at de vil kunne oppnå en noe lavere slaktekostnad på sikt.

2) Salgspriser



Figur 16: Salgspris per kg store vs små selskaper. Egen oppstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

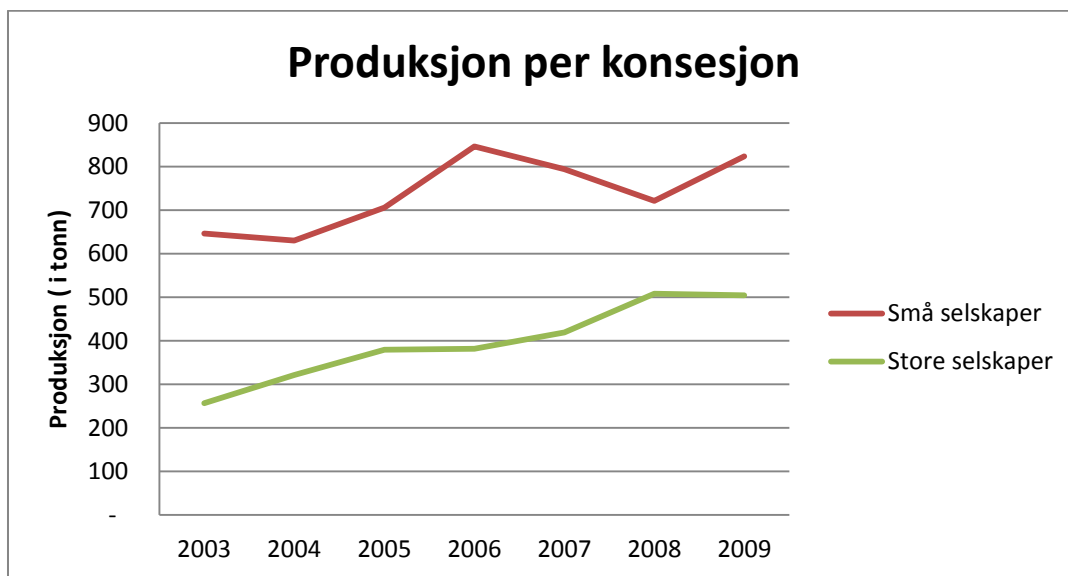
I forbindelse med oppnådd salgspris per kilo ser vi at de store oppdretterne stort sett oppnår marginalt bedre priser. Dette kan ha mange naturlige forklaringer. Det kan være en stordriftsfordel i form av at de slakter store volumer og slik bedrer sin forhandlingsposisjon opp mot eksportselskapene og kundene. De minste har ofte en mer ujevn produksjon med lengre perioder uten slakting, noe som er ugunstig for slakteriene som ønsker forutsigbarhet og god utnyttelse av sin slaktekapasitet.

Et annet moment er at store selskaper som leverer store volum regelmessig oftere inngår langsiktige kontrakter om levering. Dette underbygges ved kurvens form ved at salgsprisene for de store svinger mindre. Jevn slakting gjennom året gjør at de ukentlige prissvingningene blir mindre. Salg på futurekontrakter reduserer svingningene ytterligere. Vi ser også av grafen at de små oppnår like god eller bedre salgspris enn de store i perioder med svært høy laksepris (2006 og 2009). I disse periodene lønner det seg å selge spot da etterspørselen er

høy og eksportselskapene ikke får dekket sitt behov av de store selskapene. Når prisen er lav er også prisen de små oppnår i forhold til de store på sitt laveste.

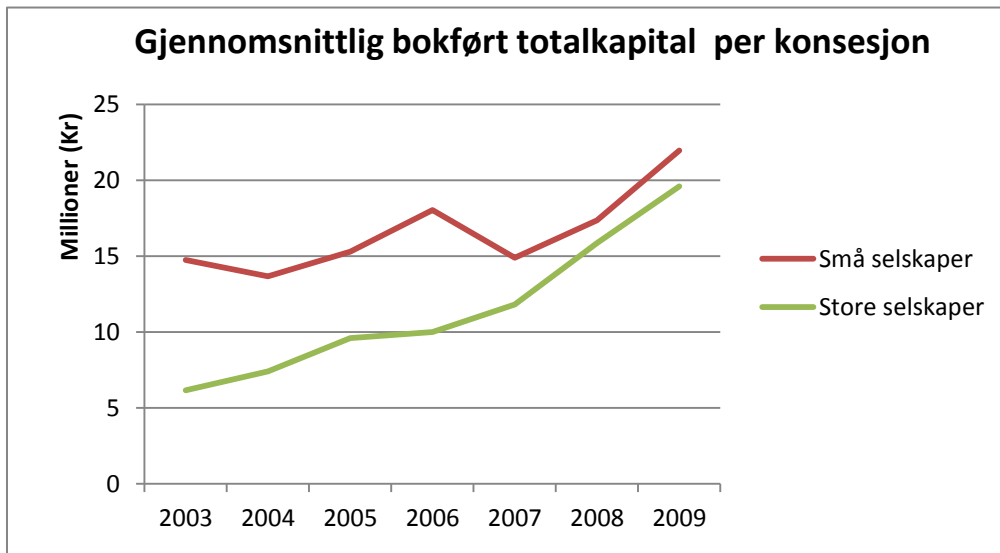
Et siste moment blir igjen vertikal integrering. De som har tilgang på egne slakterier og eksportavdelinger slipper et ekstra mellomledd og det kan tenkes at dette bidrar til å rettferdiggjøre en noe høyere oppnådd salgpris for de store oppdretterne.

3) Produksjon og kapitalbinding



Figur 17: Produksjon per konsesjon for store vs små selskaper. Egen oppstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

I forhold til historiske data ser vi at de minste selskapene har hatt en mye bedre utnyttelse av konsesjonsvolumet enn de store, selv om avstanden ser ut til å avta noe. Årsakene til dette avviket og dets betydning for antagelser om fremtidig inntjening vil bli diskutert i detalj i avsnitt 4.3 om kapasitetsutnyttelse. Det er også viktig å påpeke at i forhold til disse tallene utnytter verken de store eller de små konsesjonene optimalt, men dette kommer jeg som sagt tilbake til under avsnitt 4.3. Resultatet er også konsekvent med Figur 18, som viser bokført kapital per konsesjon. Det følger at de som produserer mest per konsesjon også vil trenge mest kapital per konsesjon. I takt med at de store har økt sin konsesjonsutnyttelse ser vi imidlertid at trenden er at denne forskjellen blir mindre. Skiftet vi ser i Figur 18 fra 2008 til 2009 skyldes for begge grupper i stor grad den nevnte omleggingen fra samfunnsøkonomisk til bedriftsøkonomisk perspektiv. Den største forskjellen skyldes at i 2009-tallene inkluderes de bokførte immaterielle eiendelene (konsesjonsverdi), noe som øker verdien av bokførte eiendeler for begge grupper.

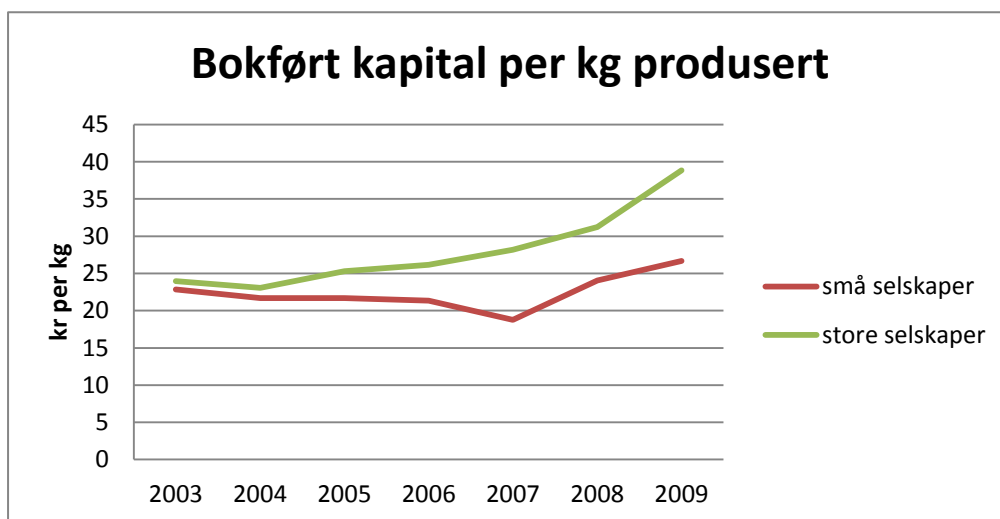


Figur 18: Gjennomsnittlig bokført total kapital per konsesjon for store vs små selskaper. Egen oppstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

I Figur 19 har jeg justert for effekten av konsesjonsutnyttelsen og viser bokført kapital per kilo laks produsert. Fra å ligge ganske likt rundt 2003-2004 ser vi at de største nå bruker en betydelig høyere andel kapital per kilo laks enn de minste.

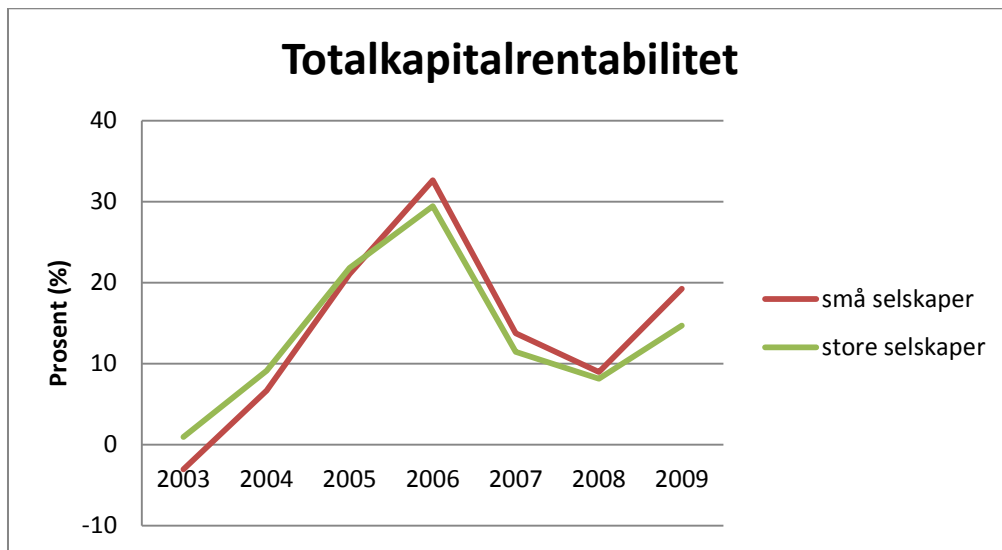
Økningen fra 2008-2009 for de store kan imidlertid delvis skyldes forhold knyttet til forskjeller i regnskapsføring heller enn at de er blitt mindre effektive. Norske ikke-børsnoterte selskaper rapporterer fortsatt etter norske regnskapsstandarder, mens de børsnoterte og internasjonale selskapene må levere regnskaper i tråd med IFRS og IAS 41 om vurdering av levende fisk til virkelig verdi.

Forskjeller i regnskapsføringsprinsipper kan imidlertid ikke forklare forskjellene i årene før 2009, da alle i denne perioden ble vurdert etter samme kriterier.



Figur 19: Bokført kapital per kg produsert for store vs små selskaper. Egen oppstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

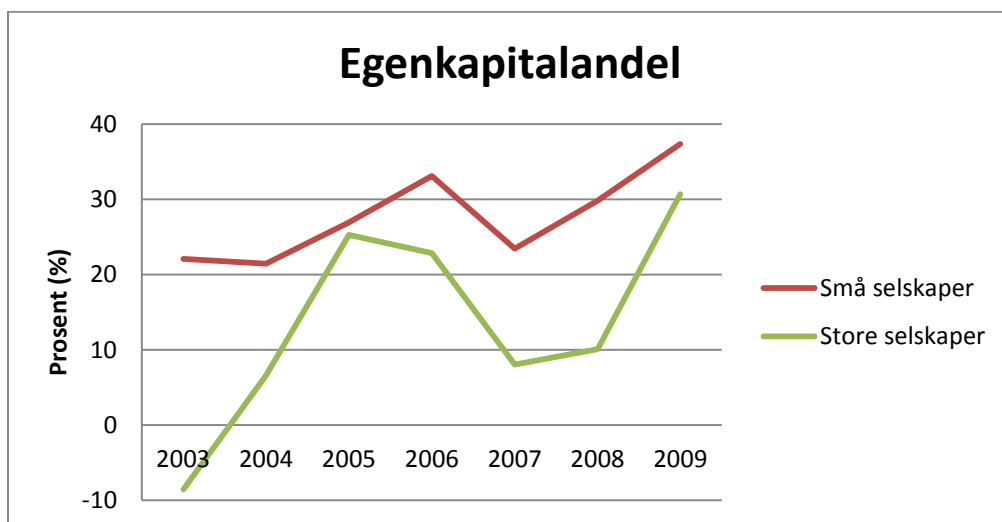
4) Rentabilitet og soliditet



Figur 20: Totalkapitalrentabilitet for store vs små selskaper. Egen oppstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

At de minste oppdretterne ser ut til å ha noe høyere lønnsomhet i form av avkastning på totalkapitalen virker ikke urimelig med tanke på at de også bruker minst kapital per kilo og jeg ikke fant store forskjeller i kostnadsnivå og oppnådd salgspris.

Til slutt ser vi at de minste selskapene konsekvent har en høyere egenkapitalandel enn de store og dermed fremstår som mer solide. I motsatt retning trekker imidlertid nettopp det faktum at de er små. I en lengre periode med lavere priser vil de store kunne hente inn mer egenkapital for eksempel på børsen, mens de små ikke har denne muligheten og derfor kanskje behøver en større buffer enn de største.



Figur 21: Egenkapitalandel for store vs små selskaper. Egen oppstilling basert på tall fra fiskeridirektoratet

Samlet kan jeg oppsummere med at det er små forskjeller i produksjonskostnader. De små vinner på lønnskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader (jf Tabell 1, side 51), mens de store kommer best ut på fôrkostnader, forsikringskostnader og slaktekostnader.

Dersom jeg videre justerer smoltkostnaden til de store selskaperes alternativkostnad (markedspris da de kunne solgt den eksternt) vil imidlertid de små oppdretterne komme best ut samlet sett med en kostnadsfordel på hhv 1,10 og 0,25 kr per kg for årene 2008 og 2009. Denne fordelingen oppveies imidlertid delvis ved at jeg fant fra Figur 16 at de store i snitt oppnådde noe høyere salgspris per kg.

Videre fant jeg at de små oppdretterne benytter mindre kapital per kg produsert. Dette støttes av at jeg fant lavere avskrivingskostnader for de små og er en fordel i favør av de små. Det samme gjelder det faktum at jeg fant historisk bedre utnyttelse av konsesjonsvolumet samt en marginalt høyere total kapitalrentabilitet. Forskjeller i egenkapitalandel antas i utgangspunktet ikke å ha vesentlig betydning jf Modigliani & Millers teorem om kapitalstruktur.

4.2 Risiko og avkastningskrav

Risiko er et annet forhold som vil kunne være ulikt for de store og de små selskapene. I dette avsnittet vil jeg først presentere de viktigste risikoene forbundet med fiskeoppdrett og hvordan disse kan tenkes å variere mellom store og små selskaper. Det vesentlige her er om underliggende risikoforskjeller kan antyde at en investor vil kreve et høyere avkastningskrav for å investere i et lite oppdrettsselskap i forhold til å investere i et stort selskap.

- Ulike risikofaktorer

Det er liten tvil om at fiskeoppdrett er en bransje med høy risiko. En viktig risiko som jeg har vært inne på er risiko knyttet til laksepris og valutakurser. Vi så fra figurene i avsnitt 4.1 at kurvene svingte noe mer for de små enn for de store for eksempel når det gjaldt pris (Figur 16 side 53). Prisisiko og valutarisiko særlig i forhold til euroen er forhold som kan angå store og små i ulik grad. Likevel har både de store og små samme muligheter til å sikre seg mot for eksempel prisisiko ved å selge laks på termin gjennom FishPool. Også valutarisiko kan man sikre seg mot. Jeg antar derfor ingen forskjeller her.

I forbindelse med fiskeoppdrett er den viktigste risikoen den biologiske, operasjonelle risikoen. Risikoen for at laksen dør på grunn av sykdom eller andre forhold. Denne risikoen vil avhenge av mange faktorer, som vannkvalitet, miljøforhold, mengde lakselus etc. I snitt vil man imidlertid ikke forvente noen forskjell mellom små og store på de enkelte anleggene. Forskjell blir det imidlertid når man ser på selskapene som helhet. For mens de minste gjerne har all sin produksjon i samme region er de store spredt over langt større geografiske områder. Konsekvensene blir derfor svært ulike ved sykdomsutbrudd. Sykdom smitter raskt gjennom vannet og et sykdomsutbrudd vil for en liten lokal oppdretter kunne få enorme konsekvenser og i verste fall føre til konkurs. Dette er imidlertid usystematisk risiko, og jeg kommer tilbake til hvordan disse forskjellene vil bli behandlet.

Videre er det naturlig å anta at det er en høyere likvitetsrisiko knyttet til å investere i et lite selskap relativt til det å kjøpe aksjer i et stort selskap. Aksjer i unoterte selskaper omsettes i langt mindre grad enn børsnoterte aksjer og dersom man trenger å innløse aksjene raskt er det sannsynlig at man må ta et tap ved illikvide investeringer. Også blant de store oppdrettsselskapene er det imidlertid mange unoterte selskaper, og selv blant de børsnoterte er det mange som må karakteriseres som relativt lite likvide. Et unntak er giganten Marine Harvest.

Den siste risikofaktoren jeg vil nevne er politisk risiko. Dette kan være risiko knyttet til usikkerhet rundt fremtidige rammevilkår. Jeg har vært inne på noen av de mest aktuelle politiske problemstillingene som lakselus og rømming tidligere i utredningen. I tillegg kommer risikoen knyttet til handelspolitiske barrierer i viktige markeder. I utgangspunktet er den politiske risikoen den samme for alle aktørene, men i en del tilfeller som for eksempel i spesielle regioner nær viktige villaksstammer vil den politiske risikoen være større. Et eksempel på dette er Hardangerfjorden. Et annet viktig moment i forhold til politisk risiko er utfallene som ventes å komme i forbindelse med Gullestad-rapporten. Denne drøftes separat senere i dette kapitlet under avsnitt 4.5.

Et annet viktig moment å avklare dukker opp om vi begynner å se på hvem som er investorer i de ulike selskapene. De minste oppdrettsselskapene er stort sett små familiebedrifter og familiemedlemmene har ofte en stor andel av sin formue plassert i selskapet. De største

oppdrettsselskapene er derimot børsnoterte og har mange veldiversifiserte investorer som aksjeeiere.

At investorene i de minste selskapene ikke er veldiversifiserte gjør at de utsetter sin kapital for en unødvendig usystematisk risiko som kunne vært diversifisert bort. Derfor vil normalt ikke markedet ventes å betale for denne typen risiko. Et eksempel på dette er den høye biologiske risikoen. Dette er usystematisk risiko som er uavhengig av markedssvingninger. Usystematisk risiko av denne typen finnes i både store og små selskaper. Jeg argumenterte ovenfor for at de små selskapene har en høyere usystematisk risiko i form av operasjonell risiko, men for en veldiversifisert investor er ikke denne risikoen relevant. For de store selskapene vil jeg under antagelsen om veldiversifiserte eiere se bort fra denne usystematiske risikoen og beregne avkastningskrav basert på kapitalverdimodellen.

Som sagt vil ikke markedet kompensere for den usystematiske risikoen, men for investoren i det lille selskapet er ikke alltid diversifisering en mulighet. En oppdretters ønske om å diversifisere kan derimot oppnås nettopp ved salg av virksomheten. Så lenge investorene i de små selskapene driver videre som ikke diversifiserte eiere må de dermed ta hensyn til denne risikoen. Resultatet blir et vesentlig påslag i de små selskaperes avkastningskrav. Dersom avkastningen ikke står i forhold til den høye ekstrarisikoen vil det kunne føre til konklusjonen om at det ble for risikabelt å ha alle eggene i en kurv og slik trekke i retning av salg og konsolidering.

- **Avkastningskrav**

For de store børsnoterte selskapene vil jeg som sagt estimere selskapets avkastningskrav ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen predikerer avkastningskrav til egenkapitalen for en veldiversifisert investor basert på risikofri rente, markedets risikopremie og selskapets betaverdi (svingninger i forhold til markedet). Som jeg tidligere har påpekt er hensikten å vise til eventuelle forskjeller i avkastningskrav, og ikke den absolutte størrelsen på avkastningskravet. Det viktige her blir derfor at like forutsetninger legges til grunn. For enkelhets skyld vil jeg derfor anta en risikofri rente på 4 %. Videre vil jeg basert på forelesningsnotater i faget FIE402 - Corporate finance (Johnsen, 2010) anta at markedets risikopremie er på 5 %. Fra Dagens Næringsliv kan vi finne tolv måneders betaverdier. 15.04.11 fant jeg disse betaverdiene for oppdrettsselskapene notert på Oslo Børs:

Selskap	Austevoll Seafood	Cermaq	Grieg Seafood	Lerøy Seafood	Morpol	Salmar	Marine Harvest	Bakkafrost	Norway Royal Salmon
Ticker	AUSS	CEQ	GSF	LSG	MORPOL	SALM	MHG	BAKKA	NRS
Beta	1,37	0,82	0,72	1,04	0,18	1,32	1,16	0,66	-0,60

Morpol og NRS skiller seg også ut ved å ha blitt børsnotert kort tid før disse dataene ble samlet inn, NRS senest i mars 2011. Dersom jeg trekker ut Morpol og NRS gir dette en gjennomsnittlig tolv måneders beta på:

$$\text{Gjennomsnittlig beta} = (1,37+0,82+0,72+1,04+1,32+1,16+0,66) / 7 = 1,01$$

Det er ingen selvfølge at selskapene bør vektes likt i et gjennomsnitt, da vi allerede vet at for eksempel Marine Harvest er langt større enn de andre selskapene og således kanskje kunne vært tillagt ekstra vekt. Jeg velger likevel å vekte selskapene likt.

Disse selskapene driver alle med oppdrett av laks, men mange av selskapene har i tillegg flere andre store virksomhetsområder. Austevoll Seafood har for eksempel lite oppdrettsvirksomhet utover sitt eierskap i Lerøy Seafood og Cermaq representerer også næringens nest største fôrleverandør, Ewos. Forskjellene i betaverdier mellom selskapene skyldes delvis slike forhold, og delvis forskjeller i egenkapitalandel. Etter min mening er de selskapene som best representerer et rendyrket stort norsk oppdrettsselskap Salmar, Marine Harvest og Lerøy Seafood. Jeg vil derfor ta utgangspunkt i disse tre.

Disse tre selskapene har ifølge selskapenes egne årsrapporter egenkapitalandeler på hhv 42 %, 56 % og 53 %. Om jeg bruker vektstangprinsippet under antagelse om gjeldsbeta lik null gir dette en gjennomsnittlig driftsbeta på 0,58.

$$\frac{(0,42 \times 1,32) + (0,56 \times 1,16) + (0,53 \times 1,04)}{3} = 0,58$$

Om jeg antar konstant driftsbeta i tråd med Modigliani & Millers teorem kan jeg regne tilbake for å finne en estimert egenkapitalbeta. Jeg setter egenkapitalandelen til 50 %, og det gir en gjennomsnittlig egenkapitalbeta for de tre selskapene på 1,17, jeg runder av oppover til 1,2. I tillegg vil jeg i beregningen av avkastningskravet legge til en likviditetspremie på 1 % for de store selskapene.

Ved å benytte CAPM gir dette følgende avkastningskrav til egenkapitalen for store oppdrettsselskaper:

$$Ekk_{stor} = \text{Risikofri rente} + (\text{Markedets risikopremie} \times \text{Betaverdi}) + \text{Likviditetspremie}$$

$$Ekk_{stor} = 0,04 + (0,05 \times 1,2) + 1\% = 11\%$$

Det er vanskelig å anslå noe nøyaktig betaverdi for de små unoterte oppdrettsselskapene, men et godt utgangspunkt vil være å sette den lik betaverdien for de store selskapene. Forskjellene jeg avdekket i forrige avsnitt knyttes i hovedsak til likvititetsrisiko og usystematisk risiko. Jeg anslår derfor avkastningskravet til egenkapitalen for de små selskapene til å være lik kravet jeg fant for en veldiversifisert investor i et stort selskap pluss et ekstra tillegg for likviditetsrisiko på 1 % (i tillegg til likviditetspremien allerede inkludert i kravet for en stor aktør, altså totalt 2 %) og et tillegg for usystematisk risiko på 3 %.

Egenkapitalkravet for de små selskapene blir da:

$$Ekk_{iten} = 11\% + 1\% + 3\% = 15\%$$

Jeg går ikke nærmere inn på forskjeller i gjeldskrav og veid avkastningskrav (WACC) her, det kommer jeg tilbake til i verdsettelsesdelen i kapittel 5 når jeg anvender resultatene herfra på et konkret oppdrettsselskap, Marøy Salmon AS.

4.3 Kapasitetsutnyttelse

Dette avsnittet vil se på forskjeller i utnyttelse av produksjonskapasiteten hos hhv små og store selskaper. Jeg vil starte med å se på hva som er den faktiske kapasitetsbegrensningen i et oppdrettsselskap.

Jeg har allerede nevnt MTB knyttet til konsesjon og MTB knyttet til lokalitet som to viktige begrensninger og dette vil være utgangspunktet for dette avsnittet. Jeg var også inne på at dette er begrensninger som skal oppfylles på ethvert tidspunkt, men ikke omtaler maksimal produksjon i perioden. I dette avsnittet skal jeg med utgangspunkt i disse begrensningene beregne en teoretisk og praktisk maksimal produksjon per konsesjon. Videre vil jeg se på hvordan produksjonskapasiteten per konsesjon varierer med antall konsesjoner og lokaliteter. Et viktig poeng i dette avsnittet blir å se dette kapittelet i forhold til Figur 17 (side 54) som viste historisk produksjon per konsesjon for små og store selskaper. Denne figuren

viste at historisk sett så har de minste selskapene i snitt hatt en høyere produksjon per konsesjon enn de store.

- Faktisk produksjon per konsesjon

Ifølge Figur 17 hadde de små selskapene i utvalget en produksjon på i overkant av 800 tonn per konsesjon i 2009, mot ca 500 tonn for de største. De mellomstore hadde for øvrig i 2009 en gjennomsnittlig produksjon på hele 1022 tonn per konsesjon, men disse ble av ulike årsaker ekskludert fra utvalget (se avsnitt 4.1 om stordriftsfordeler). Dette tyder ved første øyekast på at de minste er mer effektive, men faktum er at begge tallene er relativt lave.

Den totale produksjonen i Norge var i 2009 på 936 000 tonn (Kontali Analyse, 2010). Inklusive konsesjoner for stamfisk, forsknings- og visningsformål er det totalt 1064 konsesjoner som bidrar til denne produksjonen (Fiskeridirektoratet, 2010). Et enkelt regnestykke viser da at gjennomsnittlig produksjon per konsesjon burde være $936\ 000 / 1064 = 880$ tonn. Altså en god del over både 500 tonn og 800 tonn som vi har fra Figur 17. En årsak som forklarer deler av avviket er at jeg som nevnt ekskluderte de mellomstore oppdretterne.

- Teoretisk og praktisk kapasitet

For å illustrere teoretisk produksjonskapasitet vil jeg ta utgangspunkt i en 100 grams vårmolt og anta at denne vil nå slakteklar størrelse på fire kilo etter 18 måneder i sjøen. Dette er i tråd med det jeg presenterte under avsnittet om laksens livssyklus og representerer en normal produksjonstid. Den gjennomsnittlige daglige tilveksten kan da finnes ved å løse ligningen $4000\text{ gram} = 100\text{ gram} \times (1 + \text{tilvekst})^t$ der t er antall dager i sjøen. Løser vi ligningen i eksempelet gir det en gjennomsnittlig daglig tilvekst på 0,685 %. Et selskap med 100 % utnyttelse av konsesjonsvolumet på 780 tonn vil altså maksimalt kunne produsere: $780 \times 0,685 \times 365 = 1950$ tonn årlig per konsesjon. Dette representerer den teoretiske årlige produksjonskapasiteten for én fullt utnyttet matfiskkonsesjon ved normale vekstforhold.

I praksis er det imidlertid flere forhold som gjør at praktisk kapasitet blir en del lavere enn den teoretiske kapasiteten jeg har beregnet. Nedetider i forbindelse med avlusing, prøvetaking og slakting er et eksempel. I tillegg kommer forhold som dødelighet og svinn,

samt det faktum at tilvekst kan være vanskelig å predikere da det avhenger av forhold som sjøtemperatur. Justert for disse forholdene vil jeg anta en praktisk kapasitet på 1500 tonn per konsesjon per år.

Det kan fint forsvares å operere med en noe lavere kapasitet, det kan for eksempel være ønskelig med en viss sikkerhetsmargin. Dersom man overstiger MTB-grensene kan det nemlig straffes med høye bøter. Et annet argument kan være at man ønsker en buffer mot plutselige fall i lakseprisen. Med noe ledig MTB kan man utsette slaktig i noen uker og håpe på prisøkning igjen uten å overstige grensene. Uforutsett driftsstans som følge av tekniske problemer vil også kunne redusere den faktiske produksjonen noe. Uansett strategi så ligger likevel den reelle produksjonskapasiteten per konsesjon over tallene som fremkommer av Figur 17.

Norway Royal Salmon (NRS) skriver for eksempel i sin årsrapport (2010) at de har som mål å øke sin årlige produksjon per konsesjon til 1200 tonn årlig innen 2013. Etter min mening et oppnåelig og slett ikke urimelig mål, men likevel i sterk kontrast til tallene vi hittil har sett på.

Når det gjelder årsakene til avviket mellom store (500 t) og små (800 t) fra Figur 17 så kan dette skyldes mange ting. Etter min mening skyldes avviket i hovedsak at det tar svært lang tid å vokse organisk. Fra et stort selskap beslutter å starte produksjon ved en ny lokalitet til lokaliteten faktisk bidrar med produksjon tar det flere år. Man skal søke om tillatelse, skaffe oppdrettsanlegg og gjøre miljøundersøkelser. Alt dette tar tid og er kostbart. I tillegg kommer produksjonstiden på 18 måneder fra smoltutsett.

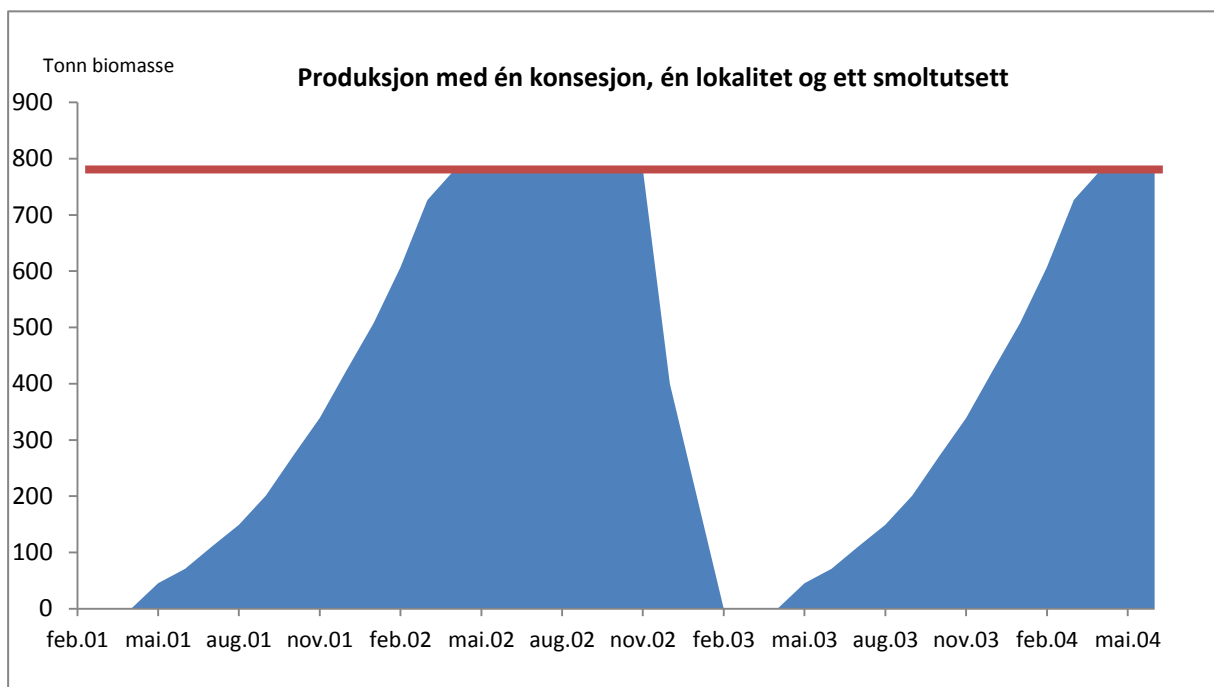
Gitt at konsesjonene er riktig (eller lavt) priset kan det derfor være fristende å vokse gjennom oppkjøp fremfor å øke produksjonen tilknyttet egne konsesjoner. For de aller minste oppdretterne er dette derimot svært vanskelig. Et oppkjøp vil for et lite selskap representere en langt større investering, og jeg mener dette er mye av årsaken til at de små selskapene historisk har hatt større fokus på intern vekst gjennom utnyttelse av eget konsesjonsvolum.

- Eksempel 1: Én konsesjon og én lokalitet

For å illustrere forskjell i produksjonskapasitet mellom store og små selskaper vil jeg ta utgangspunkt i den praktiske kapasiteten jeg har beregnet til 1500 tonn per konsesjon. Som

nevnt vil dette forutsette mulighet for full utnyttelse av MTB-grensen på 780 tonn. La oss videre anta at vi har en liten oppdretter som bare har én konsesjon og én lokalitet slik det var vanlig før konsolideringsbølgen trådte i kraft.

I dag kan man ikke blande smolt fra ulike generasjoner i samme anlegg. I praksis vil det si at man ikke kan sette ut smolt som ble klekket under et senere rogninnlegg enn den smolten som allerede er satt ut i anlegget. Det vil si at dersom oppdretteren i eksempelet satte ut smolt i et anlegg våren 2010 kan han ikke sette ut mer smolt i dette anlegget før all denne fisken er slaktet og anlegget deretter har lagt brakk (her: tomt anlegg uten produksjon) i minst to måneder. Dersom han satte ut 0-årig smolt høsten 2009 har han i teorien mulighet til å sette ut 1-årig smolt ved samme anlegg også våren 2010 da dette er samme generasjon som bare har gått i settefiskanlegget gjennom vinteren. I forbindelse med utarbeidelsen av forskrift til soneinndeling vil imidlertid også denne muligheten trolig falle bort, men det kommer jeg tilbake til i avsnitt 4.5 når jeg ser på Gullestad-rapporten. For oppdretteren i eksempel 1 medfører disse reguleringene lange perioder med lav MTB. Det følger av en lav MTB store deler av året at også den totale maksproduksjonen må bli lavere i et slikt tilfelle.



Figur 22. Produksjonssyklus ved maks kapasitetsutnyttelse gitt én konsesjon, én lokalitet og ett smoltutsett. Eget estimat og fremstilling

Figur 22 viser oppdretterens produksjonssyklus ved utsett av 1-årig smolt (vårsmolt) i år 1 og deretter nytt utsett våren år 3. Figuren viser månedlig MTB og er basert på egne, forenklede vekstestimer for et utsett på 250 000 smolt a 100 gram.

I praksis vil man forsøke å sette ut smolt av ulik størrelse, for eksempel en tredel a 50 gram, en tredel a 100 gram og resten 150 gram. Da vil den største smolten være slakteklar når produksjonen når MTB-taket (fra Figur 22 rundt februar i år 2) og oppdretteren må starte slaktingen. I eksempelet antas MTB-begrensningen (rød linje) på lokaliteten å være den samme som for konsesjonen, 780 tonn MTB. Når taket nås vil oppdretteren slakte deler av den største fisken for å holde seg under MTB-grensen og deretter forsøke å holde seg så tett oppunder MTB-grensen som mulig for å oppnå optimal produksjon. I teorien bør oppdretteren holde biomassen tett oppunder 780 tonn MTB helt frem til brakkleggingen må starte (fra Figur 22 i februar år 3). Figuren har likevel en knekk, da det i praksis er umulig å slakte all laksen samtidig på grunn av blant annet tilgang på brønnbåter og slaktekapasitet ved slakteriet.

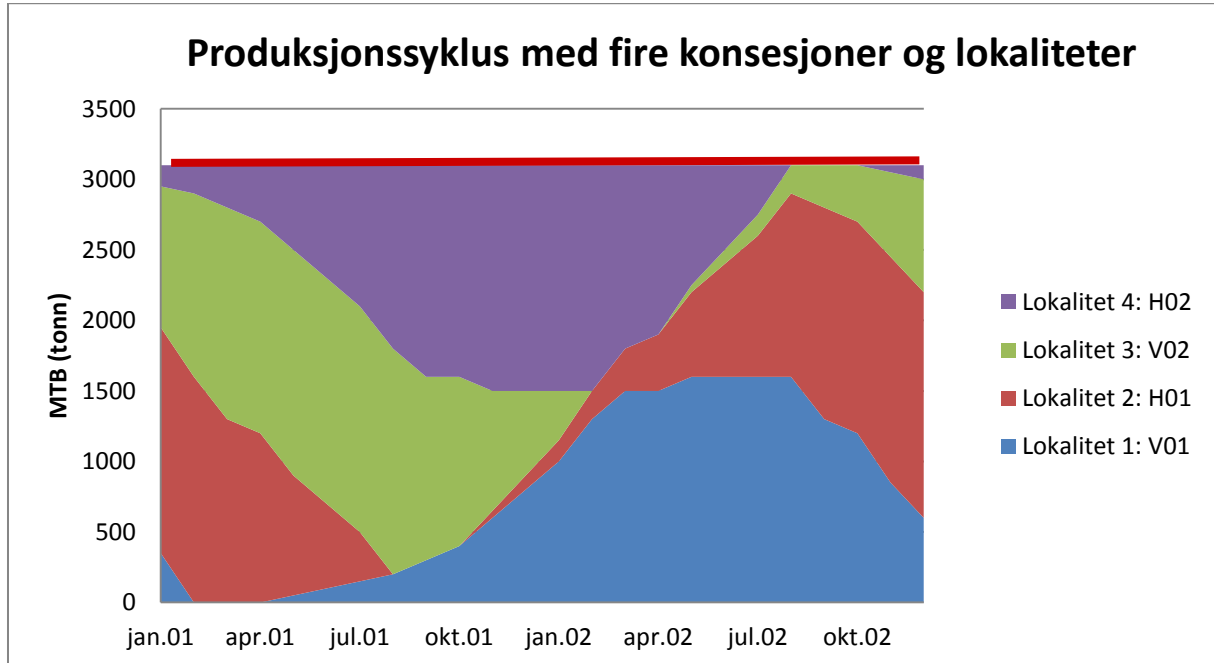
Vekstkurven vil i praksis avhenge av en rekke forhold som størrelse på utsatt smolt, tidspunkt for utsett, sjøtemperatur, fôrtype etc. Normalt varierer den daglige tilveksten fra 0,5 % til 1,5 % av fiskens biomasse. Tilveksten er høyest for den minste fisken og ved sjøtemperaturer rundt 12-15 grader. Produksjonssyklusen i Figur 22 tilsvarer en gjennomsnittlig MTB-utnyttelse på rundt 400 tonn. For denne oppdretteren blir da den teoretiske årlige produksjonskapasiteten da $400 \times 365 \times 0,685 = 1000$ tonn. Med samme forhold mellom teoretisk og praktisk kapasitet som jeg beregnet innledningsvis gir dette en praktisk produksjonskapasitet på 770 tonn per konsesjon, en betydelig reduksjon fra den forrige utregningen da jeg antok at man kunne utnytte MTB-grensen fullt ut.

Oppdretteren i eksempelet vil altså ved en slik produksjon har mye ubenyttet kapasitet både på konsesjons- og lokalitetsnivå. Et selskap med tilgang på flere lokaliteter og konsesjoner vil kunne komme nærmere den teoretiske og praktiske kapasiteten jeg beregnet innledningsvis i avsnittet og vil dermed ha en høyere bruksverdi knyttet til konsesjonen. Det er imidlertid ingenting som hindrer et selskap med én konsesjon å sette ut smolt på flere lokaliteter. Dersom selskapet i eksempelet over for eksempel også disponerte en lokalitet der de kunne sette ut smolt i år 2 ville de selv kunne øke sin kapasitetsutnyttelse.

Det blir imidlertid alltid en økonomisk avveining hvor mange lokaliteter man bør bruke, da det er forbundet store kostnader knyttet til å etablere produksjon på en ny lokalitet. Det optimale antall lokaliteter og produksjonsvolum vil avhenge av prisen på laks. Flere

lokaliteter på samme antall konsesjoner vil kunne øke produksjonen, men vil også kunne øke produksjonskostnaden per kilo laks.

- Eksempel 2: Fire konsesjoner og fire lokaliteter



Figur 23. Teoretisk produksjonssyklus ved maks kapasitetsutnyttelse gitt fire konsesjoner, fire lokaliteter og smoltutsett hver høst/vår. Eget estimat og fremstilling

Dette eksempelet tar utgangspunkt i en oppdretter med fire konsesjoner på 780 tonn MTB og fire lokaliteter godkjent for 1580 tonn MTB. Hensikten med eksempelet er først og fremst å vise hvordan praktisk kapasitet øker med antall lokaliteter og konsesjoner. Dette vil kunne være et moment som taler til fordel for større og færre selskaper, men som eksempelet vil vise er det likevel ikke nødvendig å være veldig stor for å kunne utnytte kapasiteten maksimalt.

Figur 23 viser gjennomsnittlig MTB for et selskap med fire konsesjoner og utsett på fire ulike lokaliteter. 1-årig vårsolt (V) år 01 og 02, og 0-årig høstsmolt (H) år 01 og 02. Samlet konsesjons-MTB blir da $780 \text{ tonn} \times 4 \text{ konsesjoner} = 3120 \text{ tonn MTB}$ (rød linje i figuren). I eksempelet utnyttet konsesjonene maksimalt og produksjonen på figuren tilsvarer den teoretiske kapasiteten jeg beregnet til 1950 tonn per konsesjon. Siden dette er et teoretisk eksempel vil denne produksjonen som jeg har vært inne på være vanskelig å oppnå og produksjon i tråd med dette eksempelet forutsettes å være lik den praktiske kapasiteten jeg beregnet til 1500 tonn per konsesjon.

Resonnementet og eksemplene over bidrar til å forklare hvorfor vi i dag ikke har så mange av de aller minste selskapene igjen. Én konsesjon og én lokalitet er ikke nok til å opprettholde en effektiv kapasitetsutnyttelse. Gjennom drift etter modellen i eksempel 2 kreves det utsett hvert halvår på til sammen minst fire ulike lokaliteter. Eksempelet viser at fire konsesjoner og fire lokaliteter er tilstrekkelig til å oppnå god kapasitetsutnyttelse. I følge Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelse (2009) var fire konsesjoner den gjennomsnittlige størrelsen på de små selskapene (1-9 konsesjoner).

For å oppsummere dette avsnittet vil jeg peke på at i gjennomsnitt har verken de små eller store historisk greid å være i nærheten av praktisk kapasitet på 1500 tonn per konsesjon. Bare de mellomstore har i gjennomsnitt greid å oppnå en produksjon over 1000 tonn per konsesjon. I et verdsettelsesperspektiv må man imidlertid anta at det faktiske vekstpotensialet og den praktiske kapasiteten tillegges stor vekt. Her har vi sett at de aller minste, de med mindre enn fire konsesjoner, har en ulempe i forhold til resten. Størrelsen på ulempen vil variere med størrelsen på selskapet. Ytterpunktet blir selskapet i eksempel 1 med 770 tonn praktisk kapasitet. Herfra vil ulempen gradvis reduseres til man når størrelsen på selskapet i eksempel 2 og man kan nå praktisk kapasitet på 1500 tonn. Dermed vil dette være et moment som trekker i retning av konsolidering, selv om mange av de små selskapene etter fiskeridirektoratets definisjon er store nok til å kunne opprettholde en like effektiv produksjon som de store.

Selv om denne konklusjonen ved første øyekast virker som en motsetning i forhold til den historiske produksjonen per konsesjon fra Figur 17, så er det etter min mening ikke tilfelle. Jeg har argumentert for at lave konsesjonspriser og lang produksjonstid har gjort det attraktivt for de store å vokse gjennom oppkjøp. Videre mener jeg at det er den faktiske produksjonskapasiteten heller enn den historiske produksjonen som bør tillegges mest vekt i verdsettelsessammenhenger. Etter min mening vil også de høye lakse- og konsesjonsprisene vi har sett den siste tiden bidra til at de store selskapene med mye ledig kapasitet kommer til å fokusere mer på organisk vekst og mindre på oppkjøp. Dette vil bidra til å heve den gjennomsnittlige produksjonen per konsesjon for de store selskapene. Isolert sett fører selvsagt mindre fokus på oppkjøp til mindre konsolidering, men selskapene uten store muligheter for intern vekst vil fortsatt ha svært høy betalingsvilje for oppdrettskonsesjoner, og høye konsesjonspriser vil bidra til å øke tilbudet.

Et viktig forhold som kan endre denne konklusjonen knyttes til forslaget til soneinndeling fremsatt av Gullestad-utvalget. Forslaget går ut på å dele kysten inn i utsettssoner slik at alle lokaliteter innenfor samme sone må sette ut smolt på samme tid. I teorien vil selskapet i eksempel 2 kunne tvinges over til en produksjonssyklus lik den for selskapet i eksempel 1 dersom selskapets lokaliteter ligger innenfor samme utsettssone. I praksis vil dette forslaget øke antallet selskaper som får en ulempe i forhold til praktisk produksjonskapasitet. Forslaget til soneinndeling drøftes i detalj i avsnitt 4.5.

4.4 Håndtering av byråkrati og media

Et annet forhold som kom frem gjennom samtaler med aktører i bransjen var knyttet til håndtering av et raskt voksende byråkrati og det som til tider fremstår som et konstant negativt mediefokus. Dette trekkes frem både som et punkt der de største har et klart fortrinn i form av skalafordeler, men også i form av at belastningen i seg selv er et argument som taler til fordel for å selge seg ut av næringen og slik bidra til konsolideringstrenden.

Antall skjemaer, prosedyrer, forskrifter og offentlige etater oppdrettere har å forholde seg til har vokst i rekordtempo de siste årene. Jeg trakk frem noen av disse i avsnitt 3.1.5 om juridiske forhold. Det svulmende skjemaveldet nevnes både som en stor utfordring og et stadig irritasjonsmoment for særlig de minste oppdretterne. Disse selskapene har normalt ikke folk med bred økonomisk, administrativ eller politisk utdanning og papirflytting opptar en stadig større andel av tiden til de ansatte. Et lite selskap med få konsesjoner og anlegg må forholde seg til like mange skjemaer og forskrifter som de største, så her er det åpenbart en viss fordel i favør av de store.

I en artikkel publisert på nettstedet Intrafish (2011a) diskuteres denne utfordringen. Her kommer det frem at svært mange av de minste oppdretterne nå har gått til det skrittet å ansette egne fulltidsbyråkrater for å unngå at selskapet ubevisst går på svært kostbare regelbrudd. Bent Eriksen fra Pundslett Laks sier blant annet til Intrafish:

”Jeg tør ikke annet. Den største utfordringen for et relativt lite selskap som vårt er å klare å holde oversikten over alle lover og regler som skal overholdes, og vi blir hele tiden truet med bøter og fengselsstraff dersom noe skulle gå galt”

Med dagens laksepriser har imidlertid også de minste råd til å ansette eget byråkrati, men det spørs om byråkratiet forsvinner igjen like raskt som det oppstod når lakseprisene en dag faller.

Det stadige negative mediefokusert nevnes også som en bekymring. Selskaper som har vært utsatt for rømming, politianmeldes og stemples som miljøkriminelle i media uavhengig av årsak og skyldspørsmål. I februar 2011 rømte 175 000 laks fra et av Salmar ASA sine anlegg. To dager senere var selskapet anmeldt av Norges Jeger- og Fiskerforbund. Forbundets leder Espen Farstad kommenterte til NRK at dette var en rutinemessig anmeldelse (Ramfjord & Andersen, 2011). For øvrig skjedde rømmingen i forbindelse med avlusing i tråd med en omstridt endring av luseforskriften (2009) innført 01.01.2011. Forskriften stiller krav til at avlusing skal skje i lukket enhet, (som f.eks brønnbåt) og er omstridt blant svært mange oppdrettere blant annet på grunn av økt risiko for dødelighet og nettopp rømming.

I tillegg til det økonomiske tapet forbundet med en rømming og eventuelle bøter kommer den psykiske belastningen forbundet med media og straffeforfølgningen på toppen. Ledere i små bedrifter har sjelden utdanning eller erfaring med håndtering av presse på linje med de større selskapene. Det er derfor naturlig å anta at denne belastningen blir noe større i de små selskapene.

4.5 Gullestad-rapporten

Vinteren 2011 ble utredningen om "Effektiv og bærekraftig arealbruk i havbruksnæringen" (Fiskeri- og Kystdepartementet, 2011) offentliggjort. Rapporten er utarbeidet av det såkalte Gullestad-utvalget, et ekspertutvalg oppnevnt av Fiskeri- og Kystdepartementet. Konklusjonene fra denne rapporten kan få store og gjennomgripende konsekvenser for hvordan norsk oppdrettsnæring skal drives i årene som kommer.

Forslagene til tiltak er mange, og jeg vil presentere noen av de viktigste her. Totalt presenterer utvalget 25 konkrete tiltak. De fleste av disse er lite kontroversielle og uten store økonomiske konsekvenser eller vridningseffekter med hensyn til næringsstrukturen. Blant tiltakene er for eksempel oppretting av strømkatalog for norskekysten, kartlegging av kystsonen, krav om å gjøre hydrografiske undersøkelser og krav til å rapportere hvor settefisken kommer fra (Fiskeri- og Kystdepartementet, 2011). Videre går utvalget også inn

for å fjerne krav om konsesjon for oppdrett i lukkede anlegg, både i sjø og på land, for å motivere til forskning og investeringer på dette området.

Enkelte av tiltakene er derimot svært kontroversielle og kan få konsekvenser det er vanskelig å spå omfanget av. Jeg vil presentere noen av de mest sentrale og hvilke implikasjoner disse vil kunne få for konsolideringstrenden.

Det mest omfattende og kanskje også mest kontroversielle er forslaget om oppretting av produksjonsområder og utsettssoner (4.5.1). Mange små oppdrettere frykter konsekvensene av den forestående soneinndelingen og dette er også det tiltaket som vil bli viet mest oppmerksomhet i denne utredningen. Andre forslag omhandler flytting av akvakulturanlegg (4.5.2) og oppretting av handlingsregler for nivåer på lakselus, rømt oppdrettslaks og dødelighet (4.5.3).

Rapporten er nå ute på høring, og dersom forslagene som ligger i rapporten blir vedtatt ved forskrift vil dette kunne endre norsk oppdrettsnæring slik vi kjenner den i dag dramatisk.

4.5.1 Oppretting av produksjonsområder og utsettssoner

For effektivt å kunne bekjempe sykdomsutbrudd og høye nivåer av lakselus arbeides det nå med å dele inn kysten i produksjonsområdet og utsettssoner. På nåværende tidspunkt legges det opp til at hvert produksjonsområde i utgangspunktet vil få fire utsettssoner, og det legges dermed opp til drift i en toårssyklus med smoltutsett annethvert år. I avsnittet om kapasitetsutnyttelse kom jeg frem til at utsett på fire lokaliteter ville være tilstrekkelig for å oppnå en effektiv drift. Når forskrift til soneinndeling kommer på plass vil denne antagelsen forutsette at disse fire lokalitetene ligger i fire ulike utsettssoner. For lokale selskaper med produksjon innenfor et begrenset geografisk område vil dette sjelden være tilfelle. Konsekvensene ser dermed ut til særlig å ramme de minste oppdretterne, noe også utvalget later til å være bevisst på. Utvalget skriver blant annet i sin rapport:

Den ideelle fordring om syklisk produksjon i fire utsettssoner innen et produksjonsområde vil i praksis kreve at selskapene har en viss størrelse for å kunne drive kostnadseffektivt. Utvalget har ikke gjort spesifikke beregninger av hvor mange tillatelser et selskap må disponere. En rekke forhold vil påvirke resultatet av slike beregninger. Utvalget antar imidlertid at et

selskap som disponerer fem–ti tillatelser innen et produksjonsområde kan drive kostnadseffektivt i en toårig produksjonssyklus med lokaliteter i fire utsettssoner.

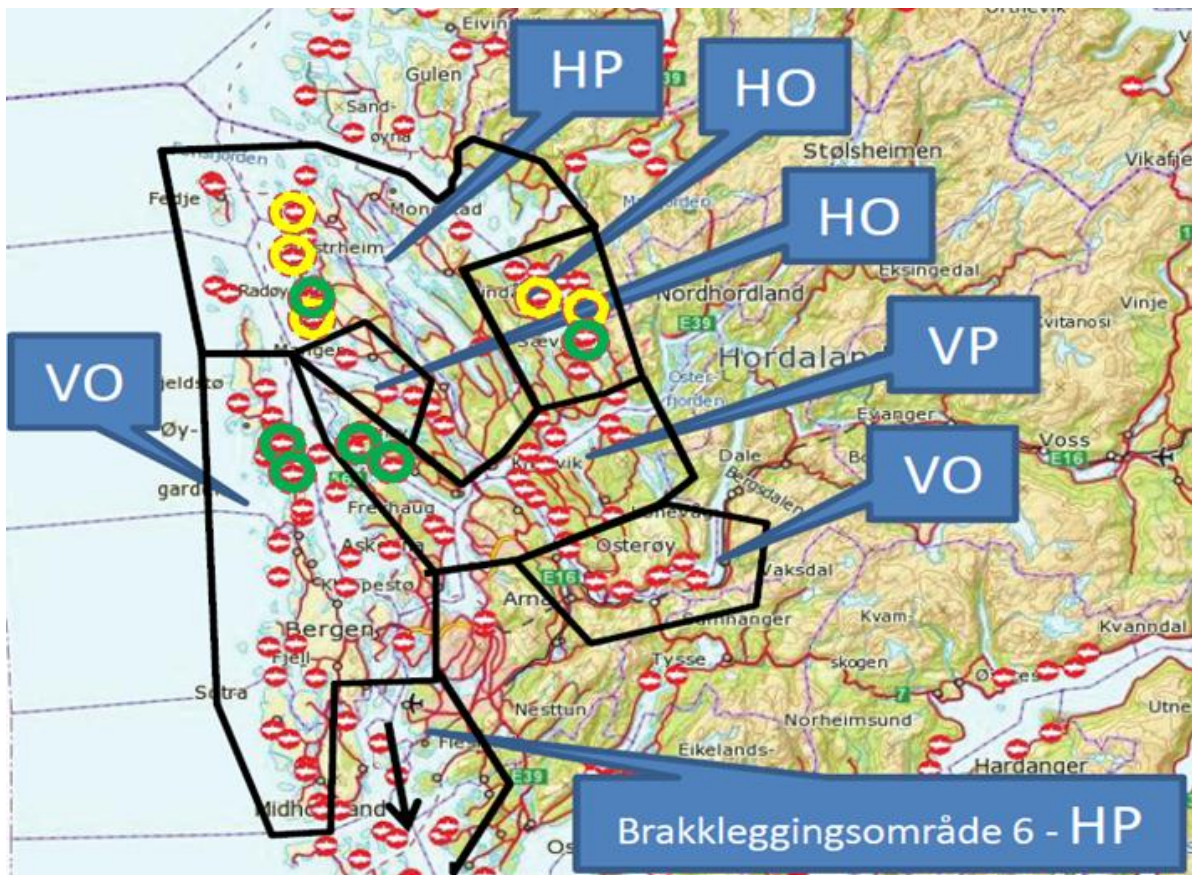
Videre påpeker utvalget at:

”Det vil være en målkonflikt mellom ønske om vekst/høyest mulig bærekraftig produksjon – og et ønske om å legge til rette for småskalaproduksjon.”

Mye tyder derfor på at de distriktpolitiske hensynene som før hadde stor betydning ikke lenger blir tillagt samme vekt. Det kan virke som om dette er oppfatningen de fleste oppdretterne også sitter igjen med. Under FHL sitt årsmøte i april var rapporten det viktigste temaet og reaksjonene var mange. En oppfatning mange delte var at konsekvensen vil bli at de minste enten må kjøpe opp andre små oppdrettere, eller la seg kjøpe opp av de store. Debattleder Thorvald Tande karakteriserte rapporten som et skummelt dokument som vil snu opp ned på forvaltningen av norsk havbruk hvis den blir vedtatt (Intrafish, 2011b). Representantene fra de store selskapene var imidlertid langt mer positive. Cato Lyngøy fra Marine Harvest roser utvalget for sin dristige og visjonære innstilling, mens Geir Isaksen i Cermaq advarer de små oppdretterne mot å fokusere på de negative mulighetene og konsekvensene for deres egen bedrift (Intrafish, 2011b).

For å illustrere konsekvensene av soneinndelingen vil jeg bruke det foreløpige forslaget til soneinndeling i Nordhordland og lokalitetene til Marøy Salmon AS som utgangspunkt. Marøy Salmon AS disponerer fem lokaliteter i Nordhordland, i utgangspunktet tilstrekkelig til en effektiv drift jf eksempelet i avsnitt 4.3 om kapasitetsutnyttelse. Som det fremgår av figuren ligger imidlertid tre av disse innenfor samme utsettssone og samlet vil Marøy Salmon bare ha lokaliteter i to av fire utsettssoner.

Figur 24 viser forslaget til soneinndeling som våren 2011 er på høring hos Mattilsynet. Soner merket H representerer utsett av høstmolt og soner merket V representerer utsett av vårmolt. O/P representerer oddetalls- eller partallsår. Marøy Salmon AS sine lokaliteter er merket med gul ring. Isolert sett vil denne inndelingen som jeg har vært inne på redusere Marøy Salmon AS sin produksjonskapasitet og dermed også verdien av selskapet. Forslaget til soneinndeling er allerede på høring og ventes å bli vedtatt så en eventuell verdireduksjon er allerede nå mulig å beregne.



Figur 24: Utkast til soneinndeling for produksjonsområdet Nordhordland.

Bildet blir imidlertid noe mer nyansert når vi også ser på lokalitetene markert i grønt. Dette er lokalitetene til Blom Fiskeoppdrett AS, selskapet som høsten 2010 kjøpte 100 % av aksjene i Marøy Salmon AS. Som liten aktør ville Marøy Salmon AS havnet i en situasjon der de bare kunne sette ut smolt om høsten. En slik produksjonssyklus vil ha redusert praktisk produksjonskapasitet for selskapet.

I verdsettelsen vil jeg anta at praktisk produksjonskapasitet under forutsetning om videre drift som liten aktør reduseres fra 1500 til 1200 tonn per konsesjon. En annen effekt av en slik produksjon vil være at man eksponerer seg for mer usystematisk risiko. Ved bare å ha høstsmolt kan selskapet for eksempel være mer utsatt som prissvingninger. Blom Fiskeoppdrett AS ville derimot ha havnet i en situasjon der de hadde mest kapasitet i vårsoner. Det er tydelig av figuren at det vil kunne være betydelige synergieffekter på dette punktet.

Svært mange små oppdrettsselskaper vil ved innføringen av soneinndelingen havne i lignende situasjoner som Marøy Salmon. Dette vil medføre en lavere produksjonskapasitet og en betydelig ulempe i forhold til selskaper med lokaliteter i alle fire utsettssoner. Som

nevnt antyder utvalget at man vil komme til å trenge fem til ti tillatelser for å kunne drive kostnadseffektivt. Gullestad-utvalget påpeker at dette til en viss grad kan løses ved samarbeid og samdrift med andre oppdrettere, men man vet lite om hvordan dette skal løses i praksis.

4.5.2 Flytting av akvakulturanlegg

I forbindelse med oppretting av produksjonsområdene ønsker utvalget å innføre oppdrettsfrie soner, eller såkalte branngater, mellom hvert produksjonsområde. Dette gjøres i et forsøk på å hindre spredning av sykdommer og lus på tvers av produksjonsområdene. På sikt er det også et ønske om å begrense all transport av fisk på tvers av produksjonsområder, og som en del av løsningen for å oppnå dette oppfordres det til at hvert område skal være selvforsynt med settefisk og slakterikapitet.

Utvalget foreslår å vedta en paragraf som gir myndighetene hjemmel til å pålegge flytting av akvakulturanlegg i "ugunstige" områder. Med "ugunstig" menes her i førsteomgang lokaliteter som kommer i konflikt med opprettelsen av branngatene mellom produksjonsområdene. I videre forstand oppfattes "ugunstig" også å omfatte områder som er i nærheten av villaksens inn- og utvandring, og områder med store tap som følge av sykdom.

For de minste oppdretterne vil det være både vanskelig og dyrt med en flytting av virksomheten. Flytting av ansatte og familier, bygging av ny infrastruktur og lokaler og etablering på nye lokaliteter. Store selskaper er gjerne allerede etablert i andre områder og har tilgang på både lokaliteter infrastruktur, ansatte etc. Det er da opplagt at en eventuell flytting vil være mindre smertefull for disse selskapene.

I neste omgang legges det også opp til å åpne for søknad om flytting av akvakulturanlegg basert på andre faktorer. Områder med høy dødelighet, nærhet til viktige villaksstammer eller lignende kan være grunnlag for en slik vurdering. Også dette er gjenstand for debatt. En slik flytting vil være frivillig og ønskelig av selskapet som flytter, men det er ingen selvfølge at oppdretterne i området det flyttes til blir like begeistret. I den pågående debatten fremstilles flyttespørsmålet som en flytting av oppdrett fra sør mot nord. Mange mener problemene må løses der de er, og ikke flyttes.

For spørsmålet angående store vs små er imidlertid svaret det samme. Det er de store som har anledning til å flytte og som har et sted å flytte til. De minste kommer til å bli igjen i problemområdet. Hvorvidt flytting er et bra tiltak og i hvilken grad det bør tillates er imidlertid en annen debatt.

4.5.3 Handlingsregler for nivåer av lakselus, rømt oppdrettslaks og dødelighet

Utvalget foreslår å opprette tre handlingsregler som skal bidra til forutsigbare konsekvenser og en mer bærekraftig utvikling. De tre handlingsreglene omhandler hhv tap i produksjonen (som følge av dødelighet), høye lusetall og høy andel rømt laks i viktige lakseelver. Felles for alle handlingsreglene er at både måling og konsekvenser skal knyttes til produksjonsområdet som helhet og ikke til enkeltoppdrettere.

- Handlingsregel for justering av regional MTB og miljøbegrunnet flytting

Utvalget foreslår følgende handlingsregel plassert i laksetildelingsforskriftens § 15 som nytt tredje ledd:

”Dersom gjennomsnittlig tap i et produksjonsområde de to foregående generasjoner er høyere enn a %, reduseres tillatt biomasse for hver enkelt tillatelse til akvakultur som er lokalisert i produksjonsområdet med x % med virkning fra 1. januar året etter. Dersom det gjennomsnittlige tapet i et produksjonsområde er lavere enn b %, kan Fiskeri- og kystdepartementet, dersom hensynene til fiskehelse, fiskevelferd, miljøet, herunder lakselus og rømt fisk samt markedsforholdene tilsier det, øke den samlede tillatte biomasse i produksjonsområdet med y % med virkning fra 1. januar året etter. Dersom det gjennomsnittlige tapet er mellom a og b %, utløses ingen endring i tillatt biomasse. Vurdering og eventuell justering av tillatt biomasse i de enkelte produksjonsområdene skal foretas årlig”

En nedjustering av MTB for hele området vil i praksis si en nedskrivning av verdien på konsesjonene som blir berørt da dette reduserer fremtidig produksjon og inntjening. At også oppdrettere som har lav dødelighet i de aktuelle områdene får sin MTB redusert kan virke demotiverende og ha motsatt effekt.

- Handlingsregel for å redusere lusepress på villaks og sjøørret

Det høye antallet lakselus og problematikken rundt resistens mot de vanligste behandlingsmidlene ansees som både alvorlig og komplisert. Oppretting av utsettssoner og innføring av felles brakklegging er blant de viktigste tiltakene. Det oppmuntres også til økt bruk av leppefisk, forskning på fôr med luseforebyggende egenskaper og nye behandlingsmetoder og vaksiner. I tillegg ønsker utvalget å innføre en handlingsregel basert på trafikklysprinsippet, der lusetall rapporteres inn på lokalitets-, utsettssone- og produksjonsområdenivå. Nivået skal resultere i for eksempel grønt, gult eller rødt nivå.

I forhold til konsekvenser ved høye nivåer trekkes igjen felles ansvar frem som svært viktig, og blant tiltakene nevnes utvidet felles brakklegging og i ytterste konsekvens kraftig, permanent reduksjon av biomassen.

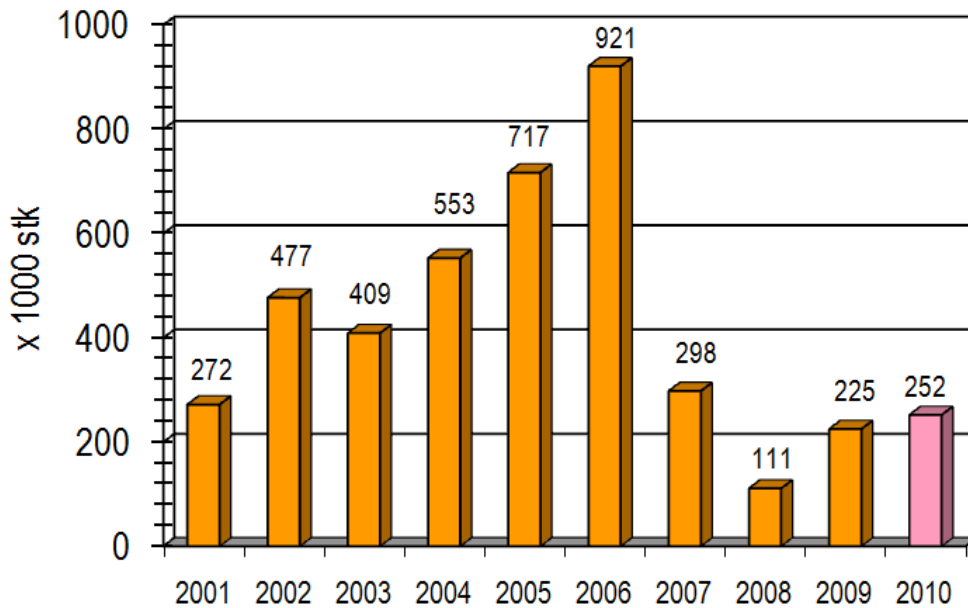
I dag måles lusetall som antall lus per fisk. Det er altså irrelevant i forhold til luseforskriften hvor mange fisk man har. Det blir ofte nevnt i debatten at dette burde være en faktor, siden det er antall fisk på samme sted som øker, og dermed også antall lus. Dette burde være et argument som talte til fordel for oppdrett i mindre skala og for små oppdrettere. De minste oppdretterne har stort sett har mindre merder og mindre lokaliteter enn de største og dermed færre lus totalt. Dette ser det imidlertid ikke ut til å bli tatt hensyn til.

- Handlingsregel for å sikre villaks mot genetisk påvirkning fra rømt laks

Rømming av oppdrettslaks har vært et viktig fokus i flere år og som Figur 25 viser har antall rømminger er kraftig redusert etter at rømmingskommisjonen ble opprettet i 2006. Både næringen, myndigheter og miljøvernere er enige om visjonen; "Visjon: Null Flukt"²³.

Til tross for gode resultater og forebyggende arbeid forekommer det likevel enkelthendelser som er såpass store at det ikke er uproblematisk. Her foreslås det derfor at det etableres en indikator som måler om villaksbestanden i viktige lakseelver er genetisk påvirket utover det nivået bestanden tåler. Igjen trekkes det kollektive ansvaret frem. Årsaken skyldes delvis at det er vanskelig å stille oppdrettere til ansvar for rømming slik systemet er i dag. Ved å innføre kollektiv avstraffelse vil myndighetene dermed slippe denne bevisbyrden.

²³ Visjon som ble fremmet i forbindelse med fiskeridirektoratets tiltaksplan mot rømt oppdrettsfisk (2006)



Figur 25: Rømt oppdrettslaks per 31.12.2010. Kilde: Fiskeridirektoratet

Mitt førsteinntrykk er at dette kan være en farlig retning å gå. Utvalget skriver på side 170 i sin rapport:

”Det vil være helt umulig for myndighetene å identifisere hvem som er ansvarlige og dermed bør betale på annen måte så lenge oppdrettsfisken ikke er merket slik at den kan spores tilbake til anlegget den rømte fra. Utvalget foreslår med andre ord å pålegge alle aktører som driver stamfisk-, settefisk-, matfiskanlegg og slakterier i et produksjonsområde et objektivt ansvar, det vil si uten hensyn til om den enkelte kan holdes ansvarlig for rømmingen.”

Dersom man ikke blir stilt personlig til ansvar, men alltid kan legge skylden på det kollektive, og i tillegg kan bli stilt til ansvar for rømminger man ikke er skyld i vil muligens noe av motivasjonen for forebyggende rømmingsarbeid forsvinne. Ulike lokaliteter er også utsatt for ulik risiko for rømming. Anlegg utsatt for tøffe vær og vindforhold er for eksempel mer utsatt enn andre. Faren for å bli rettsforfulgt, uthengt i media som miljøkriminell og bøtelagt har trolig vært en lite trivelig belastning, men kan være noe av årsaken til nedgangen i rømmingstallene. Nå er selvsagt rømmingen i seg selv en stor økonomisk belastning for de selskapene som rammes, men det kan tvilsomt tenkes å forklare den kraftige reduksjonen vi ser i rømmingstallene.

For å oppsummere har jeg vist at forslaget til soneinndeling vil være en ulempe for de små oppdretterne i forhold til de store. Dette er det viktigste og mest konkrete jeg tar med fra dette avsnittet. Både flytting av anlegg og de aktuelle handlingsreglene vil kunne få store økonomiske konsekvenser, men det er enda for tidlig å si noe konkret om hvorvidt og hvordan de vil slå ulikt ut for små og store selskaper.

4.6 Andre forhold

Som jeg var inne på i starten av dette kapittelet kan konsolideringstrenden forklares av to typer forhold. Jeg har hittil sett på den første typen forhold, forhold som kan knyttes til forskjeller i verdsettelse mellom små og store selskaper. Her vil jeg kort nevne den andre typen, forhold som kan bidra til å forklare konsolideringstrenden, men ikke ventes å forårsake forskjeller i verdsettelse.

I økonomisk teori har man som regel som utgangspunkt at alle aktører handler rasjonelt. Det vil si at dersom konsolidering er det mest lønnsomme uavhengig av perspektiv, så vil vi predikere at det blir konsolidering. Motsatt, dersom de små selskapene konsekvent presterte bedre enn de store, også sett i forhold til risiko og avkastningskrav, ja så ville ingen små oppdrettere selge seg ut.

I virkeligheten er ikke mennesker alltid rasjonelle og det er mange forhold som kan spille inn på beslutningen om hvorvidt en skal selge familiebedriften eller ikke. I mange tilfeller vil disse forholdene kunne veie tyngre enn de rent økonomiske forholdene i forbindelse med oppdretterens valg.

- utfordringer knyttet til gjennomføring av generasjonsskifte i bedriften

Det er lettere å fordele kontanter enn virksomheter og aksjer. Ronald Marøy trekker frem dette som et av argumentene som ble vektlagt i forbindelse med beslutningen om salg av Marøy Salmon AS. Familiestrider knyttet til uenigheter rundt arveoppgjør er noe de fleste av oss har et eller annet forhold til. Hvorvidt det finnes noen i familien som faktisk er interessert i å overta og føre familieselskapet videre er også en del av beslutningsgrunnlaget.

- Smitteeffekt

Et annet forhold som nevnes er effekten av at andre små oppdrettere allerede har valgt å selge seg ut av bransjen. Radøy kommune var tidligere en stor oppdrettskommune med mange lokale aktører i tillegg til slakterier og smoltproduksjon. I 2010 var både smoltproduksjonen og slakteriene borte, og Marøy Salmon var det eneste gjenværende selskapet som ikke hadde solgt sin oppdrettsvirksomhet til et større selskap.

En slik smitteeffekt kan ha stor betydning for en lokal bedrift. Det sosiale fagmiljøet i kommunen vil i stor grad forsvinne. I tillegg blir det fort gjort å tenke at når alle de andre selger så er det vel riktig.

- Byråkrati og media

Som jeg allerede var inne på er disse forholdene også viktige utover den mulige skalafordelen som ligger her. For Ronald Marøy sin del medførte endringene blant annet at han måtte bruke en stadig større del av sin tid på å håndtere byråkrati i form av rapportering etc. Økende byråkrati og mediefokus var også en belastning som til tider kunne påvirke både trivsel og helse.

- Sikre økonomisk fremtid

Det siste forholdet som nevnes her henger sammen med den usystematiske risikoen nevnt i avsnitt 4.2. Oppdrettsnæringen har vært gjennom utallige opp- og nedturer og i en tid med høye lakse- og konsesjonspriser er det fristende å benytte anledningen til å sikre familiens økonomiske fremtid og slik ikke lenger ha alle eggene i samme kurv.

4.7 Oppsummering kapittel 4

I denne delen av utredningen har jeg sett på mange ulike forhold som skiller de store og små selskapene i næringen.

Jeg så først på historiske data fra fiskeridirektoratets lønnsomhetsanalyse. Jeg fant små forskjeller både i produksjonskostnader og salgspriser. Andre nøkkeltall viste også mindre forskjeller, for eksempel på totalkapitalrentabilitet og egenkapitalandel. På produksjon og kapital per konsesjon kom de små selskapene best ut. Basert på de historiske tallene fra fiskeridirektoratets lønnsomhetsanalyse kan jeg dermed ikke hevde at konsolideringen hittil

har vært et resultat av ulikheter i lønnsomhet. Imidlertid har jeg funnet at de små selskapene er forbundet med høy usystematisk risiko kombinert med at aksjene i disse selskapene ventes å ha lavere likviditet. Siden de små selskapene ble antatt å ha udiversifiserte eiere fikk disse samlet et 4 % høyere avkastningskrav til egenkapitalen. Den konsolideringen vi hittil har sett må derfor antas og i stor grad skyldes de andre forholdene nevnt i avsnitt 4.6, kombinert med forskjellen i avkastningskrav.

Videre fant jeg at det er skalafordeler knyttet til håndtering av byråkrati og dette ventes å medføre at kostnadene på dette punktet vil øke noe mer fremover for de små relativt til de store. Jeg viste også at små oppdrettere typisk har lavere praktisk produksjonskapasitet og dermed et lavere vekstpotensiale. Til slutt har jeg også funnet at Gullestad-utvalgets rapport vil få hardere konsekvenser for de minste, særlig på grunn av den kommende inndelingen i utsettssoner og produksjonsområder.

Samlet gjør dette at jeg fremover venter at de store vil ha en bedre utvikling enn de små, noe som gir grunnlag for å tro at konsolideringen vil fortsette.

5 Verdsettelse

I dette kapitlet vil jeg bruke forskjellene jeg fant i kapittel 4 som forutsetninger for å gjøre en verdsettelse av et lite oppdrettsselskap, Marøy Salmon AS. Jeg vil presentere to ulike verdsettelsesestimater basert på to ulike perspektiver. Hensikten er å presentere et estimat på den verdien selskapet vil ha forutsatt at det blir kjøpt opp av et større oppdrettsselskap og deretter sammenligne denne med verdien selskapet vil ha forutsatt at det fortsetter som en liten aktør.

Siden hensikten først og fremst er å avdekke forskjeller mellom perspektivene og ikke å finne en markedsverdi for aksjene i Marøy Salmon AS vil verdsettelsen som nevnt i hovedsak bli basert på resultatene fra analysen i forrige kapittel og ikke på regnskapsanalyse av spesifikke forhold knyttet til Marøy Salmon AS. Da tallene i forrige kapittel er gjennomsnittstall for store og små oppdrettsselskaper generelt vil verdsettelsen i praksis være preg av å være en generell verdsettelse av et lite oppdrettsselskap. Jeg velger allikevel å anvende resultatene på et reelt selskap fordi jeg mener dette vil gjøre verdsettelsen mer konkret og realistisk og også bidra til å gjøre utredningen mer aktuell og interessant. I tillegg var problemstillingene veldig aktuelle for Marøy Salmon AS og jeg vil kunne supplere med kommentarer og vurderinger fra både selger og kjøper i forbindelse med en reell og dagsaktuell oppkjøpssituasjon.

Jeg vil innlede kapitlet med å presentere ulike verdsettelsesmodeller fra økonomisk teori. Deretter vil jeg argumentere for hvilken modell jeg vil legge til grunn i mine verdsettelsesestimater. Deretter følger en gjennomgang av forutsetningene for verdsettelsen, før jeg vil presentere resultatene av selve verdsettelsen samt sensitivitetsanalyse og nåverdiprofil der jeg sammenligner de to perspektivene.

Avslutningsvis vil jeg inkludere selger og kjøpers individuelle syn på verdsettelse i forbindelse med salgsprosessen av Marøy Salmon AS.

5.1 Presentasjon av teori: Verdsettelsesmodeller

Verdsettelse av bedrifter er et komplisert fagområde med mange ukjente variabler. Hensikten med verdsettelsen er å finne frem til et estimat på verdien av selskapets egenkapital. Ofte finnes

det ikke effektive annenhåndsmarkeder for bedriftens eiendeler, og virksomhetens fremtidige inntjening kan være svært usikker og vanskelig å estimere. Det er imidlertid skrevet en mengde faglitteratur som omhandler verdsettelse av bedrifter og ulike metoder og teknikker som benyttes for verdsettelsen.

Penman (2004) deler verdsettelsesmetodene inn i tre hovedkategorier; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. I *Fusjoner og oppkjøp* (Boye og Meyer, 2000) deler man inn verdsettelsesmetodene i to hovedgrupper, balansebaserte og inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder. Andre fremstillinger presenteres i blant annet (Copeland et al, 2000), (Brealy & Myers, 2003) og (Koller, Goedhart, & Wessel, 2010). Jeg vil videre kort presentere de mest sentrale verdsettelsesmetodene basert på Penman (2004) sin fremstilling, og i noen tilfeller bruke (Koller, Goedhart, & Wessel, 2010), samt (Boye & Meyer, 2000) for å supplere.

5.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse bygger på analyse av underliggende økonomiske forhold. Fremgangsmåten krever input av store mengder informasjon og regnskapstall og er derfor best egnet for etablerte bedrifter i stabil drift, da disse har tilgang på historiske regnskapstall. Fremgangsmåten starter med en strategisk analyse av bransjeforhold, etterfulgt av en regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen danner grunnlaget for et fremtidsbudsjett, som igjen er grunnlaget for den faktiske verdsettelsen.

En fundamental verdsettelse finner verdien av egenkapitalen enten direkte gjennom å benytte kontantstrømmer til egenkapitalen og avkastningskrav til egenkapitalen, eller indirekte ved å verdsette bedriftens total kapital for deretter å trekke fra verdien av alle krav mot egenkapitalen. Begge metodene skal i utgangspunktet gi samme verdi dersom man er konsekvent og benytter samme basis for utregning av avkastningskravet.

Under hver av fremgangsmåtene kan man velge å basere estimatet på enten fremtidige kontantstrømmer ved fri kontantstrøm (FCF) eller forventede fremtidige utbytteutbetalinger jf f.eks. Gordon growth-modellen. Alternativt kan man benytte regnskapsmessig inntjening gjennom et estimat over fremtidig residual income.

5.1.2 Komparativ verdsettelse

Som navnet tilsier baserer den komparative verdsettelsen seg på sammenligning med tilsvarende selskaper, eller eiendeler. Av samme grunn er denne metoden derfor både enklere og raskere å gjennomføre, da den tar utgangspunkt i lignende aktiva som allerede er verdsatt. Det er i hovedsak to typer av komparativ verdsettelse.

- Multiplikatormodell

Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i forhold mellom verdiestimer og ulike regnskapsstørrelser for mest mulig sammenlignbare selskaper. Eksempler på multiplikatorer som har vært mye brukt er for eksempel P/E (Price/Earning) og P/B (Pris/Bok). Begge disse tar utgangspunkt i forholdet mellom disse størrelsene for tilsvarende, børsnoterte selskaper. Deretter multipliseres regnskapsstørrelsen for selskapet som skal verdsettes med multiplikatoren. Selv om P/E og P/B er forholdstall som er godt kjent blant mange og også lett tilgjengelige, har de noen svakheter som gjør de mindre egnet til verdsettelse. P/E vil for eksempel påvirkes av kapitalstruktur siden "earnings" rapporteres etter finans og skatt. Videre baseres P/B på balanseførte verdier som etter god regnskapsskikk (GRS) for det meste baseres på historisk-kost. Det kan gjøre det vanskeligere å finne sammenlignbare selskaper. Modne selskaper vil for eksempel ofte ha lave bokførte verdier da mange av eiendelene vil være fullt nedskrevet. Et slikt selskap vil få en høyere pris/bok enn et selskap i en tidligere fase, med større bokførte verdier.

Derfor anbefales det heller å bruke Enterprise Value / EBITA som multiplikator (Koller, Goedhart, & Wessel, 2010) da en slik multiplikator tar hensyn til disse svakhetene. EBITA står for Earnings Before Interest, Taxes and Appreciation. Det vil imidlertid selv med en optimal multiplikator være slik at metoden forutsetter at det er mulig å finne et selskap som man kjenner verdien av som er mest mulig likt selskapet man ønsker å verdsette, både med hensyn til størrelse, vekstutsikter, risiko og teknologi. Dette er ofte vanskelig. Derfor benyttes metoden i hovedsak der man mangler tilgang på gode regnskapsdata, for eksempel i forbindelse med børsnotering av et nytt selskap (Koller, Goedhart, & Wessel, 2010). Metoden blir også offer for subjektive vurderinger i forbindelse med både valg av sammenlignbart selskap, samt ved valg av multiplikator. I tillegg er det en tendens til at

verdsettelsen vil være følsom for markedssvingninger, med for konservative estimater i nedgangstider og for optimistiske i oppgangstider.

- Substansverdimodell

Verdsettelse etter substansverdimetoden går ut på å verdsette en virksomhet ved å bruke markedspriser på eiendeler tilsvarende de som selskapet selv besitter. Det krever dermed at det finnes et effektivt marked for eiendeler tilsvarende de eiendelene selskapet selv besitter, noe som ikke alltid er tilfellet. Hvorvidt det finnes markedspriser vil avhenge av bransje og type eiendeler. Spesialtilpassede produksjonsanlegg i industribedrifter vil det for eksempel være vanskelig å finne markeder for, og investeringer i slike er oftest en irreversibel kostnad. Varelager derimot er typisk langt lettere å finne relevante markedspriser for. Metoden kan være særlig aktuell for virksomheter i oppstartsfasen, eller bedrifter hvor det er fare for konkurs.

5.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Denne metoden baserer seg på teorien om realopsjoner. Robert Merton og Myron Scholes fikk i 1973 Nobelprisen i økonomi for sitt arbeid med å utarbeide en modell for verdsettelse av derivater uten å måtte estimere kontantstrømmer og avkastningskrav. Deres argument var at dersom det finnes en portefølje med fremtidige kontantstrømmer som perfekt matcher den du forsøker å verdsette, så må disse ha samme pris.

Det er blitt gjort flere forsøk på å overføre disse tankene til verdsettelse av selskaper, men siden en virksomhet typisk består av en rekke ulike prosjekter som pågår samtidig er det generelt vanskelig å finne en matchende portefølje (Koller, Goedhart, & Wessel, 2010).

I de tilfeller der opsjonsbasert verdsettelse benyttes er det derfor ofte som et supplement til fundamental verdsettelse og opsjonsteorien benyttes gjerne som et mål på verdien av fleksibilitet, for eksempel en opsjon på utvidelse eller nedleggelse. Verdien av fleksibilitet øker med ledelsens mulighet til å respondere, og sannsynligheten for ny informasjon (Koller, Goedhart, & Wessel, 2010)

5.2 Valg av verdsettelsesmodell

Siden hovedfokus i denne utredningen ikke er selve verdsettelsen og beløpet man kommer frem til, men heller å avdekke forskjeller i estimerer gjort av store og små oppdrettsselskaper, så vil noen av metodene som har blitt presentert ikke være relevante her. For eksempel gir det liten mening å verdsette et lite selskap basert på multipler fra større, børsnoterte selskaper. Å lete etter en "replicate portfolio" for å vurdere selskapet som en realopsjon blir også både vanskelig og lite informativt.

I den økonomiske teorien trekkes verdsettelse basert på fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen frem som den best egnede verdsettelsesmetoden i de fleste tilfeller. Man unngår på den måten problemet med at avkastningskravet endres ved endring av kapitalstrukturen. I tillegg vil den for et lite selskap ofte være bedre enn å bruke fremtidige utbytter, da små, ikke-børsnoterte selskaper ofte ikke har en fast og stabil utbyttepolitikk.

Substansverdimetoden blir ofte forkastet grunnet at det kan være vanskelig å innhente relevante markedspriser for selskapets eiendeler, men når det gjelder oppdrettsselskaper så lar dette seg imidlertid gjøre for de fleste av eiendelene. I tillegg så tilsier regnskapsreglene, både etter IFRS 3 Business Combinations og NRS 9 Fusjon, at slike verdier må fastsettes gjennom en fordeling av vederlaget jf oppkjøpsmetoden. NRS 9, punkt 5.3.2:

Anskaffelseskost tilordnes overtatte identifiserbare eiendeler og forpliktelser til virkelig verdi på oppkjøpstidspunktet, med goodwill som ufordelt differanse. Tilordning av anskaffelseskost skal skje i samsvar med prinsippene i NRS(F) Virksomhetskjøp og konsernregnskap punkt 6.1.4.

Siden det her er snakk om verdsettelse av et selskap der det er aktuelt med salg av 100 % av aksjene vil det dermed oppstå krav om å finne nettopp disse substansverdiene. Dermed er det sannsynlig at først og fremst selger, men også eventuelle kjøpere vil forsøke å estimere nettopp disse, et forhold som gjør at jeg anser metoden som mer relevant. Et oppdrettsselskap har i hovedsak tre typer eiendeler av vesentlig verdi; 1) matfiskkonsesjoner, 2) den levende fisken og 3) oppdrettsanlegg og -utstyr. Oppdrettsanlegg, båter og annet utstyr er flyttbart og har som regel liten grad av spesialtilpasning og kan derfor omsettes uten store kostnader. Den levende fisken kan også

verdsettes basert på tilgjengelige markedspriser og forventet salgspris. Konesjonene er som regel den største utfordringen, men oppdrettskonesjoner omsettes, og det finnes observerte markedspriser. Disse avhenger imidlertid av mange forhold, her viser jeg til diskusjonen i avsnitt 2.4.

I den videre delen av utredningen vil jeg likevel legge til grunn verdsettelse etter modellen basert på fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen. Avslutningsvis vil jeg også komme noe inn på substansverdimodellen i forbindelse med kjøper og selgers vurderinger.

5.3 Kontantstrømanalyse

Kontantstrømmene jeg vil budsjettere er de nominelle kontantstrømmene til totalkapitalen etter skatt. Verdsettelsesåret settes til 2010 da 2009 er de siste tilgjengelige regnskapstall for selskapet og 2010 også er det aktuelle året da salgsprosessen fant sted. Verdsettelsen tar som nevnt utgangspunkt i gjennomsnittlige data for små og store oppdrettselskaper anvendt på selskapets forutsetninger og struktur. I den grad andre forutsetninger benyttes vil disse være basert på selskapets årsregnskap for 2009.

Marøy Salmon AS har fem tilgjengelige lokaliteter, fire av disse godkjent for en MTB på 1560 tonn og én godkjent for 780 tonn. Selskapet har to matfiskkonesjoner, hver med en MTB på 780 tonn. Marøy Salmon AS hadde i 2009 en produksjon på ca 1800 tonn (estimert).

Jeg vil budsjettere laksepris, produksjonsvolum og produksjonskostnader årlig fra 2010 til og med 2019. Dette vil være de mest sentrale driverne i modellen. Frem til 2015 budsjetteres utviklingen i disse separat, mens fra 2015 og frem til 2019 vil jeg anta at kostnadene og lakseprisen vokser i takt med den generelle inflasjonen. Fra og med 2019 vil jeg anta en uendelig årlig kontantstrøm lik den estimert for år 2019. Dette leddet betegnes som terminalverdien.

Under vises de sentrale forutsetningene som skiller mellom perspektivet som hhv liten og stor i modellen. Disse samt andre viktige forutsetninger vil deretter bli gjennomgått separat før jeg presenterer resultatene. I tråd med modell for verdsettelse gjennomgått i faget BUS425 (Kinserdal, 2011) vil jeg ta utgangspunkt i EBITDA og justere for endring i arbeidskapital, kapitalkostnader og effektiv skatt.

Forutsetninger	Liten	Stor
Årlig økning i produksjonskostnader 2010-15 (%)	5,0%	3,0%
Kapasitetsgrense (tonn per år)	2500	3000
WACC (%)	10,0%	8,0%
Produksjonskostnad (2010)	22,00	23,00
Prispåslag (kr per kg)	0,00	0,50

Tabell 3: Forutsetninger om forskjeller mellom perspektiv som liten og stor

Med bakgrunn i disse forutsetningene budsjetterer jeg følgende drivere for hhv liten og stor:

Drivere som liten	2010	2011	2012	2013	2015	2019
Volum (tonn per år)	2000	2200	2400	2500	2500	2500
Laksepris (kr)	kr 36,00	kr 37,00	kr 34,00	kr 34,00	kr 34,00	kr 37,53
Produksjonskostnad per kilo (kr)	kr 22,00	kr 23,10	kr 24,26	kr 25,47	kr 28,08	kr 30,99
Drivere som stor	2010	2011	2012	2013	2015	2019
Volum (tonn per år)	2000	2200	2400	3000	3000	3000
Laksepris (kr)	kr 36,00	kr 37,50	kr 34,50	kr 34,50	kr 34,50	kr 38,08
Produksjonskostnad per kilo (kr)	kr 23,00	kr 23,69	kr 24,40	kr 25,13	kr 26,66	kr 29,43

Tabell 4: Verd drivere for hhv liten og stor (utdrag). For komplett oppsett se vedlegg 1 og 2

5.3.1 Utvikling i laksepris

Den viktigste og vanskeligste driveren å estimere ved verdsettelse av ethvert oppdrettselskap er den fremtidige lakseprisen. Ser vi på de historiske dataene i Figur 2 (side 17) viser disse at lakseprisen historisk har vært utsatt for store svingninger, noe som også gjenspeiles i selskapenes historiske driftsmarginer på samme figur. Fra bransje- og makroanalysen fant jeg imidlertid tegn til at etterspørselen vil holde seg sterk også fremover og forsvare en relativt høy laksepris. For 2010 benyttes tilgjengelige spotpriser og for 2011 benyttes et gjennomsnitt av spot frem til april og forward frem til 31.12.11 basert på oversikten over priser i Figur 5 (side 21). For 2012 legges forwardprisen på 34 kr per kilo for levering i mai 2012 til grunn da dette er den siste tilgjengelige per dags dato. Fra 2012-2015 venter jeg at økt produksjon i Chile vil holde lakseprisen på relativt lave 34 kr. Justert for inflasjon altså en nedgang i reelle termer. Fra 2015 og frem til slutten av budsjetteringsperioden forutsettes lakseprisen som nevnt å stige i takt med inflasjonen (som for øvrig antas å være lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %).

I forhold til de to perspektivene fant jeg i avsnitt 4.1 fra Figur 16 en liten fordel i favør av de store selskapene på oppnådd salgpris. Bransjeanalysen som avdekket vertikal integrasjon i forhold til slakterier og eksportselskaper, samt et økende fokus på produktdifferensiering.

Dette gjør at jeg vil anta at det også fremover vil være en viss fordel i favør av de store her. Som utgangspunkt har jeg lagt til grunn et prispåslag på 50 øre per kilo som stor aktør.

5.3.2 Produksjonskostnader

En annen svært viktig forutsetning for verdsettelsen er utviklingen i produksjonskostnadene. I Figur 2 (side 17) så vi at i et historisk perspektiv har produksjonskostnadene gradvis falt, før de så ut til å ha nådd en bunn rundt 2005. De siste årene har trenden vært at produksjonskostnadene har økt noe. Jeg fant også at en generell prisøkning på råvarer bidrar til å øke kostnaden på fôr.

Både makro- og bransjeanalysen avdekket i tillegg flere faktorer som pekte i retning av at produksjonskostnadene kommer til å øke. Jeg har funnet at både økende krav til miljø og mattrygghet, samt strengere reguleringer og økende byråkrati vil kunne komme til å presse opp kostnadsnivået. Strengere tekniske krav til anlegg, strengere krav til rømmingssikring og fjerning av rømt oppdrettslaks fra lakseelver, strengere krav til nivåer av lakselus samt mulig innføring av arealavgift for lokaliteter var noen av forholdene jeg har vært inne på.

I tillegg kommer kostnadene knyttet til gjennomføringen av forslagene i Gullestad-rapporten. Særlig viktig er innføringen av utsettssoner og produksjonsområder. Her er det vanskelig å anslå hvor stor økningen blir, det avhenger av hvilke tiltak som vedtas. Uansett utfall er det liten tvil om at disse vedtakene vil få økonomiske konsekvenser for oppdretterne.

I forhold til de to perspektivene i verdsettelsen fant jeg i avsnittet om stordriftsfordeler små forskjeller i kostnadsnivå (Figur 15 og Tabell 1, side 51). I den grad jeg kan trekke konklusjoner basert på tallene vil fordelene per i dag (justert for smoltkostnad) være i favør av de minste, men trenden peker i retning av at de store blir stadig bedre og vil kunne passere de små på mellomlang sikt. Dette begrunner jeg blant annet ved at den økende graden av horisontal og vertikal integrering vil bli stadig viktigere. I tillegg ventes utfallet av Gullestad-rapporten å ramme de minste hardest.

Jeg vil derfor anta at Marøy Salmon AS de første årene vil holde noe lavere kostnader som liten enn som stor, basert på blant annet en slankere organisasjon og administrasjon. På sikt

vil jeg derimot anta at det vil bli dyrere å være liten, og at den årlige økningen i produksjonskostnader vil være større enn den ville vært som del av et større konsern.

Basert på diskusjonen og Tabell 1 antar jeg totale produksjonskostnader per kilo som liten til å være lik 22 kr og som stor 23 kr i 2010. Videre antas kostnadene å øke med hhv 5 % årlig som liten og 3 % årlig som stor aktør.

5.3.3 Produksjonsvolum

I forhold til produksjonsvolum har vi sett gjennom historiske data at produksjonen i oppdrettsnæringen har vokst nærmest eksponentielt de siste tiårene (se for eksempel Figur 8, side 24). Vi har også sett i avsnitt 4.3 at historisk har både små og store i snitt ubenyttet produksjonskapasitet i forhold til den teoretiske og praktiske kapasiteten jeg beregnet basert på konsesjonstillatelsene.

Marøy Salmon AS har en relativt god kapasitetsutnyttelse og har det siste året produsert rundt 2000 tonn årlig med to konsesjoner, over snittet for både de minste og de største selskapene. Likevel et godt stykke unna den praktiske kapasiteten som jeg beregnet til 1500 tonn per konsesjon med smoltutsett hvert halvår. For 2011 er produksjonen begrenset av allerede utsatt smolt og vil antas å være den samme uansett eier, men på lengre sikt vil man som et resultat av opprettelsen av produksjonsområder og utsettssoner måtte anta at Marøy Salmon AS som liten vil begrenses av det faktum at selskapet bare disponerer lokaliteter i to av fire utsettssoner. Som liten aktør vil jeg derfor anta at selskapets maksimale årlige produksjon vil være 2400 tonn (1200 tonn per konsesjon). Økningen i biomasse antas å måtte skje gradvis fra dagens nivå med en maksimal økning på 200 tonn per år.

Som del av et større selskap vil jeg kunne legge til grunn utsett hvert halvår i alle fire utsettssonene og jeg vil dermed anta at selskapet kan nå den estimerte praktiske produksjonskapasiteten på 3000 tonn (1500 tonn per konsesjon). Ved et oppkjøp vil Marøy Salmon AS sin konsesjons-MTB på 2 x 780 tonn slås sammen med kjøpers MTB og utgjøre en samlet konsern-MTB som kan flyttes fritt mellom konsernets lokaliteter. I teorien vil det tilsi at dersom kjøper har ledig konsesjons-MTB vil kjøper kunne øke produksjonen på Marøy Salmon sine lokaliteter også utover maks praktisk kapasitet på 3000 tonn så lenge Marøy

Salmon AS har tilgjengelig lokalitets-MTB. Som nevnt disponerer Marøy Salmon AS fem lokaliteter med en samlet MTB på 7020 tonn og har dermed mye ledig lokalitetskapasitet. Produksjonen begrenses derfor i realiteten av antall konsesjoner. I verdsettelsen ser jeg bort fra denne muligheten og setter absolutt maks produksjonskapasitet til 3000 tonn, da jeg mener noe annet bryter med forutsetningen om to konsesjoner. Jeg har heller ikke informasjon om hvorvidt aktuelle kjøpere har ledig konsesjons-MTB eller ikke. Det er likevel et viktig argument for aktuelle kjøpere som mangler tilgang på lokaliteter og dermed kan oppnå viktige synergieffekter. Jeg antar videre at grensen på 3000 tonn kan nås fra og med 2013 under en stor aktørs perspektiv.

5.3.4 Avkastningskrav

Under avsnittet 4.2 om risiko og avkastningskrav argumenterte jeg for at et lite oppdrettsselskap vil bli møtt med et høyere avkastningskrav til egenkapitalen enn et stort oppdrettsselskap. Årsaken var først og fremst udiversifiserte investorer og lav likviditet på aksjene. Jeg beregnet egenkapitalkravet for små selskaper til 15 %, og for store selskaper til 11 %.

I avsnitt 4.2 antok jeg en konstant egenkapitalandel på 50 %. Dette vil jeg også legge til grunn i verdsettelsen. Dette er noe høyt i forhold til den historiske egenkapitalandelen fra Figur 21 (side 56), men noenlunde normalt for oppdrettsselskapene jeg så på fra Oslo Børs. Der er riktignok lavt i forhold til den faktiske egenkapitalandelen i Marøy Salmon AS som i realiteten i 2009 var langt høyere.

Videre antar jeg ingen forskjell i gjeldsrenter mellom stor og liten og jeg budsjetterer med en gjeldsrente på 6 % før skatt. Nominelt veid avkastningskrav (WACC) etter skatt som hhv liten og stor aktør blir da som følger:

$$WACC_{\text{liten}} = 0,50 \times 0,15 + 0,50 \times (0,06 \times (1 - 0,28)) = 9,7 \% \approx 10 \%$$

$$WACC_{\text{stor}} = 0,50 \times 0,11 + 0,50 \times (0,06 \times (1 - 0,28)) = 7,7 \% \approx 8 \%$$

I verdsettelsen vil jeg bruke disse avkastningskravene for alle årene i estimatperioden. Dette er en klar forenkling i forhold til virkelige forhold, da endringer i for eksempel risikofri rente ville ha påvirket avkastningskravet. Når jeg likevel velger å benytte et konstant avkastningskrav er dette fordi jeg mener noe annet først og fremst vil tilføre mer støy og

gjøre det mer komplisert å analysere avviket mellom verdiesimatene. Etter min mening vil heller ikke den relative forskjellen mellom de to avkastningskravene endres betydelig ved å gjennomføre mer omfattende beregninger av avkastningskrav.

5.3.5 Kapitalkostnader

Siden driftsresultatet inkluderer avskrivninger som ikke er en faktisk kontantstrøm må disse trekkes ut for å komme frem til EBITDA som er utgangspunktet for verdsettelsen. Siden beregningen bygger på produksjonskostnadene fra kapittel 4,1 trekkes de samme avskrivningene som der fra driftsresultatet. Fra Tabell 1 (side 51) finner vi for en liten aktør i 2009 avskrivninger på 0,76 kr per kg. Jeg justerer beløpet årlig i takt med utviklingen i produksjonskostnadene. Samme sats trekkes ut uavhengig av perspektiv da en eventuell kjøper vil måtte forholde seg til de faktiske investeringene som er gjort.

Videre vil jeg budsjettere med økte engangsinvesteringer i anleggsmidler alle årene der det legges opp til volumøkning. Investeringene er satt til én million kr per 100 tonn økning i produksjonen. For volumøkninger utover 500 tonn beregnes en tilleggsinvestering på ti millioner kroner knyttet til etablering på en ekstra lokalitet. Tilleggsinvesteringen medfører også økte årlige normalinvesteringer og vedlikeholdskostnader. Disse estimeres basert på en konstant andel av samlet produksjonsvolum og antas å vokse i tråd med kostnadene og økninger i samlede anleggsmidler.

5.3.6 Arbeidskapital

Omløpsmidlene verdsettes i modellen til produksjonskostnader per kg multiplisert med estimert biomasse per 31.12. Ved årsskifte er normalt biomassen høy og tett opp mot MTB-grensen da dette er en periode der ingen anlegg ligger brakk (utsett av smolt skjer høst eller vår). Biomassen 31.12 settes derfor til 780 tonn per konsesjon (maks MTB) uavhengig av om det er en stor eller liten aktør.

Forutsetningen jeg har tatt er mangelfull på to områder. Det første er verdsettelse av omløpsmidler til full produksjonskostnad per kilo. Dette er en forenkling i forhold til hva som er vanlig regnskapspraksis da denne satsen inkluderer blant annet slaktekostnader som ennå ikke er påløppte. Satsen jeg bruker tar heller ikke hensyn til størrelsesfordeling. For eksempel vil 22 kr per kilo være for høyt for en 4 kilos laks, men for lavt for en smolt på 100 gram som

nylig ble kjøpt for kr 10 (påløpt kostnad 100 kr per kilo smolt). For den samlede biomassen antar jeg derfor likevel at produksjonskostnad per kilo er en grei tilnærming.

I tillegg tar jeg heller ikke hensyn til at det er vesentlig sannsynlighet for at en stor aktør vil måtte rapportere etter IFRS-regler. Selskaper som fører regnskap etter norske standarder regnskapsfører all levende laks som et varelager vurdert til påløpte produksjonskostnader, mens selskaper som fører regnskap etter IFRS regnskapsfører laks fra og med fire kilo (slakteklar laks) til fair value (her: markedspris) i tråd med IAS 41. Effekten på verdsettelsen ved å ta hensyn til dette ville vært i form av en økning i utsatt skatt for selskaper som rapporterer etter IFRS. Kontantstrømseffekten ville imidlertid ha vært begrenset til det året en eventuelt la om til å vurdere slakteklar laks til markedspris. For de andre årene ville kontantstrømseffekten gitt mine forutsetninger om lakseprisen vært tilnærmet ubetydelige.

Ikke rentebærende gjeld estimeres som en fast prosentsats av verdien på omløpsmidlene. Prosentsatsen settes lik forholdet mellom avsetninger og omløpsmidler i balansen fra 2009.

5.3.7 Effektiv skatt

Jeg antar normal driftsskattesats på 28 % som er det vanlige for norske selskaper. Et forhold som er viktig ved verdsettelse av oppdrettsselskaper er hvordan den levende fisken (omløpsmidlene) behandles i hhv finansregnskapet og skatteregnskapet. I finansregnskapet behandles levende laks som et varelager (jf avsnitt 5.3.6).

I skatteregnskapene ansees ikke levende fisk som omløpsmidler og hele beløpet kostnadsføres fortløpende. Dette medfører til dels store økninger i utsatt skatt så lenge selskapet er i en fase der enten 1) mengden av levende laks øker, eller 2) verdien av laksen i form av påløpte kostnader og evt. justering til fair value for IFRS-selskaper, øker.

I min modell tar jeg hensyn til dette gjennom å estimere endring i utsatt skatt som 28 % av endring i verdien av omløpsmidlene fra forrige balansetidspunkt. Jeg har som nevnt forutsatt at omløpsmidler vurderes til produksjonskostnad per kilo multiplisert med biomasse, og at produksjonskostnadene vil stige over hele budsjetteringsperioden. Da følger det at vi årlig vil få en økning i utsatt skatt. I årene med volumøkning (frem til kapasitetsgrensen er nådd) vil dette gi en ytterligere økning i utsatt skatt.

Resultatet er at den effektive skattesatsen blir lavere enn 28 %. For de fleste årene er den estimert til 24-27 %. Dette er i tråd med det som er normalt for oppdrettselskaper (Kinserdal, 2011).

5.3.8 Resultater fra kontantstrømsanalyse, perspektiv liten aktør

Drivere	(2009)	2010	2011	2012	2015	2019	
Volum (tonn)	1800	2000	2200	2400	2500	2500	
Laksepris (kr)	28.00	36.00	37.00	34.00	34.00	37.53	
Totalkostnad per kilo (kr)	21.50	22.00	23.10	24.26	28.08	30.99	
Kontantstrømanalyse (tall i mill kr)	(2009)	2010	2011	2012	2015	2019	Terminal
Driftsresultat	11.9	28.0	30.6	23.4	14.8	16.3	
+ Avskrivinger	1.1	1.6	1.8	2.1	2.5	3.1	
= EBITDA	13.0	29.6	32.4	25.5	17.4	19.4	
Endring Anleggsmidler		2.0	2.0	2.0	0.0	0.0	
Normalinvesteringer/Vedlikehold	1.1	2.0	2.3	2.6	3.1	3.8	
- Kapitalutgifter	1.1	4.0	4.3	4.6	3.1	3.8	
Omløpsmidler (IB)	20.7	30.1	31.2	34.0	42.1	46.5	
- Ikke rentebærende gjeld (IB)	3.3	6.5	6.8	7.4	9.1	10.1	
= Arbeidskapital	17.3	23.6	24.4	26.6	33.0	36.4	
- Endring arbeidskapital		6.2	0.8	2.2	1.6	0.9	
Skattekostnad	3.2	7.8	8.6	6.5	4.1	4.6	
Endring utsatt skatt		2.6	0.3	0.8	0.6	0.3	
Effektiv skattesats		19%	27%	25%	24%	26%	
- Betalbar skatt		5.2	8.3	5.8	3.6	4.3	
= Fri kontantstrøm		14.2	19.0	12.9	9.1	10.5	104.8
Diskonteringsfaktor		1.0	0.9	0.8	0.6	0.4	0.4
Diskontert kontantstrøm		14.2	17.3	10.7	5.6	4.4	40.4
= Nåverdi totalkapital		124.7					
- Gjeld (Tall for UB 2009)		17.6					
= Verdiestimat egenkapital		107.1					

Tabell 5: Utdrag fra verdsettelsesmodell, perspektiv liten aktør. For fullstendig modell, se vedlegg 1

5.3.9 Resultater fra kontantstrømsanalyse, perspektiv stor aktør

Drivere	(2009)	2010	2011	2012	2015	2019	
Volum (tonn)	1800	2000	2200	2400	3000	3000	
Laksepris (kr)	28.00	36.00	37.50	34.50	34.50	38.08	
Totalkostnad per kilo (kr)	21.50	23.00	23.69	24.40	26.66	29.43	
Kontantstrømanalyse (tall i mill kr)	(2009)	2010	2011	2012	2015	2019	Terminal
Driftsresultat	11.9	26.0	30.4	24.2	23.5	26.0	
+ Avskrivinger	1.1	1.6	1.8	2.0	2.6	2.8	
= EBITDA	13.0	27.6	32.1	26.2	26.2	28.8	
Endring Anleggsmidler		2.0	2.0	2.0	0.0	0.0	
Normalinvesteringer/Vedlikehold	1.1	2.0	2.3	2.5	4.4	4.8	
- Kapitalutgifter	1.1	4.0	4.3	4.5	4.4	4.8	
Omløpsmidler (IB)	20.7	30.1	32.0	34.2	42.7	47.1	
- Ikke rentebærende gjeld (IB)	3.3	6.5	6.9	7.4	9.2	10.2	
= Arbeidskapital	17.3	23.6	25.1	26.8	33.4	36.9	
- Endring arbeidskapital		6.2	1.5	1.7	1.0	0.9	
Skattekostnad	3.2	7.3	8.5	6.8	6.6	7.3	
Endring utsatt skatt		2.6	0.5	0.6	0.3	0.3	
Effektiv skattesats (%)		18%	26%	25%	27%	27%	
- Betalbar skatt		4.6	8.0	6.2	6.2	6.9	
= Fri kontantstrøm		12.7	18.4	13.8	14.6	16.1	201.5
Diskonteringsfaktor		1.0	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5
Diskontert kontantstrøm		12.7	17.1	11.8	9.9	8.1	93.3
Nåverdi totalkapital		191.5					
- Rentebærende gjeld (Tall for UB)			17.6				
= Verdiestimat egenkapital			173.9				

Tabell 6: Utdrag fra verdsettelsesmodell, perspektiv stor aktør. For fullstendig modell, se vedlegg 2

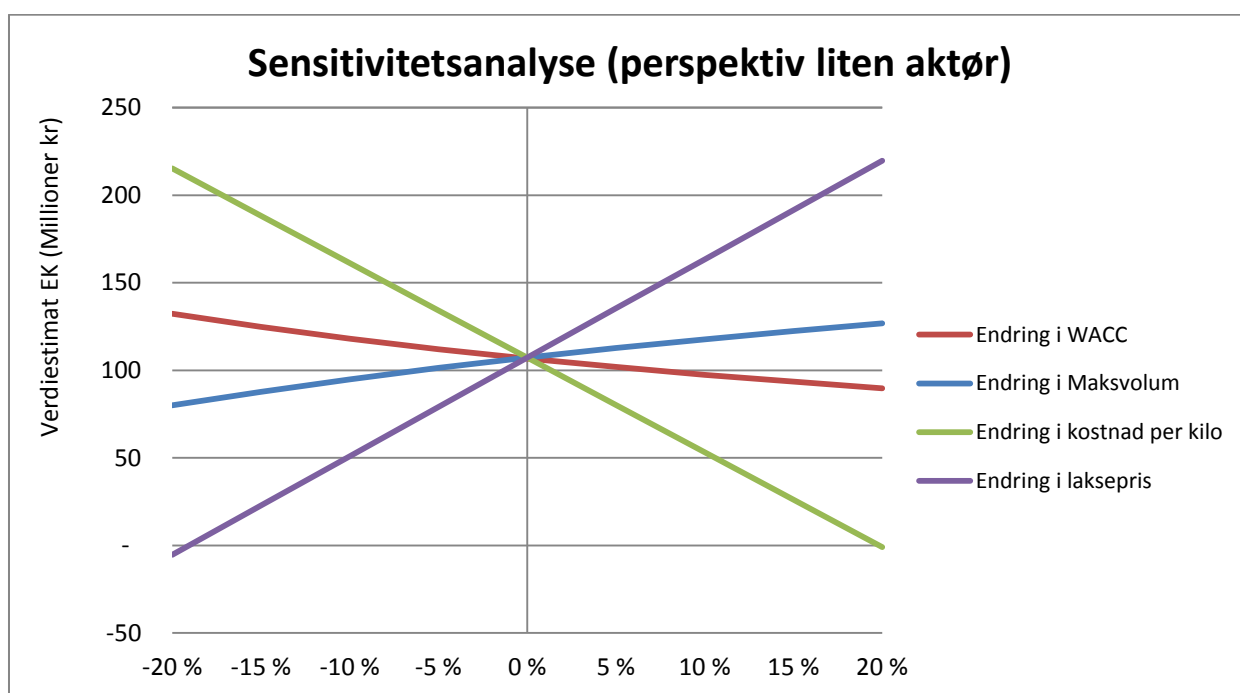
5.4 Gjennomgang av resultater

Verdiestimatet på egenkapitalen ble 107 millioner kroner under forutsetning om videre drift som liten aktør, dette fremkommer av tabell 5. Under forutsetning av oppkjøp og integrering i et større selskap ble verdiestimatet 174 millioner kroner (Tabell 6).

Dette resultatet er således ikke uventet, i lys av både den faktiske konsolideringstrenden og forholdene som har fremkommet i utredningen, særlig i kapittel 4. Avviket mellom de to verdiestimatene er på 67 millioner kroner, noe som må sies å være et svært høyt beløp i forhold til de separate verdiestimatene.

Den siste delen av utredningen vil jeg vie til å se nærmere på nettopp dette avviket. Jeg vil bruke sensitivitetsanalyser for å se på robustheten til både de separate estimatene og på avviket mellom dem. Deretter vil jeg splitte opp avviket basert på de punktene der jeg innledningsvis i dette kapittelet (Tabell 3, side 86) la til grunn forskjeller mellom perspektivene. Til slutt vil jeg se resultatene i forhold til den aktuelle salgsprosessen i Marøy Salmon AS og konsolideringstrenden generelt.

5.4.1 Sensitivitetsanalyse

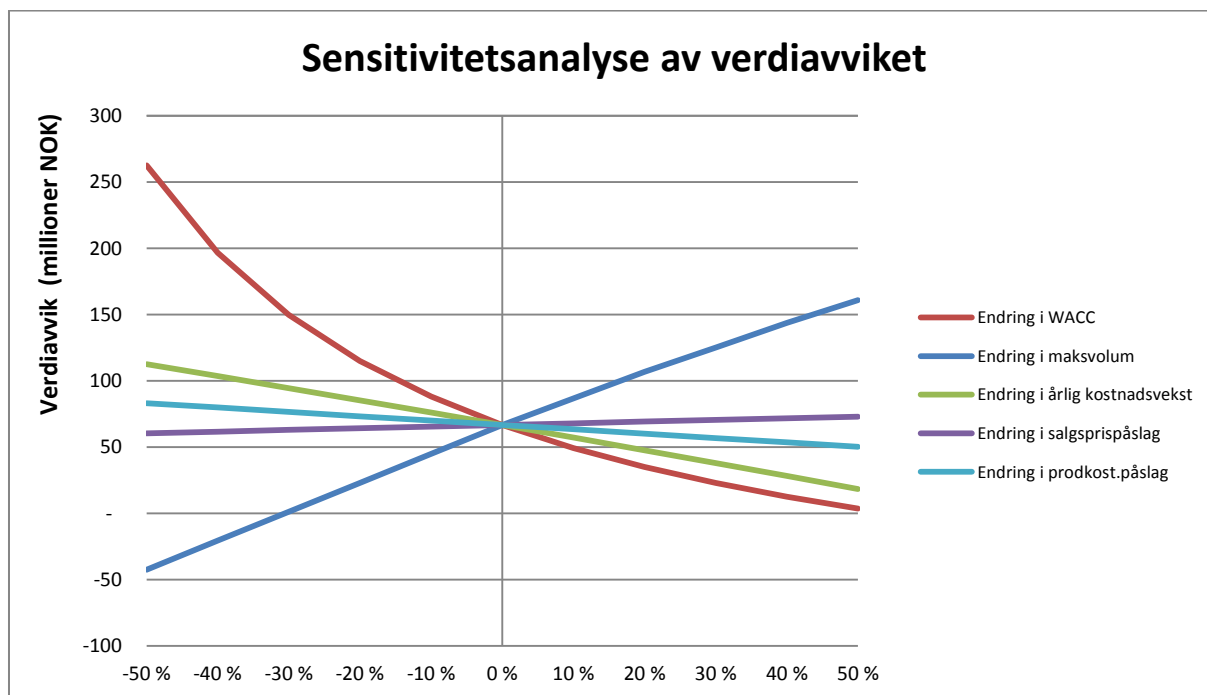


Figur 26: Sensitivitetsanalyse av verdiestimatet

Som nevnt er det analysen av avviket som er mest sentralt, likevel inkluderer jeg også en sensitivitetsanalyse for selve verdiestimatet (Figur 26). Hensikten med denne er først og fremst å få tydelig frem hva som driver verdiestimatet. Figur 26 viser bare sensitivitetsanalysen forutsatt drift som liten aktør, men begge verdiestimatene drives av de samme parametrene og det vil derfor ikke bidra med ekstra innsikt og også inkludere en tilnærmet lik figur for verdiestimatet som stor. Det viktige å ta med seg fra Figur 26 er betydningen av driftsmarginen gitt av laksepris og produksjonskostnad, relativt til betydningen av volum og avkastningskrav.

Figur 27 viser en sensitivitetsanalyse av avviket mellom verdiestimatene og viser hvordan avviket endres ved relative endringer i de sentrale forutsetningene fra Tabell 3 (Figuren forutsetter at estimatet som liten aktør holdes konstant og viser endringer i avviket ved relative endringer i forutsetningene som stor aktør). Ved å følge den mørkeblå kurven mot høyre kan vi for eksempel se at en relativ økning i maxsvolum på 20 % (for stor aktør, altså fra 3000 tonn til 3600 tonn) vil øke verdiavviket fra 67 mill til ca 100 mill kr.

Fra denne figuren blir betydningen av forskjeller i maxsvolum og avkastningskrav langt tydeligere. Likevel ser vi at innenfor en ramme med relative endringer på inntil 50 % er det bare en reduksjon av maxsvolum som kan gi en annen konklusjon (verdiavvik < 0).



Figur 27: Sensitivitetsanalyse av verdiavviket (relative endringer)

Tabellene 7 til 10 viser sensitivitetsanalyse av avviket for absolutte endringer i de samme forutsetningene (igjen holdes estimatet som liten aktør konstant). Her blir det enda tydeligere hvor sensitiv modellen er for enkelte endringer. Tabell 7 viser for eksempel at dersom jeg ved perspektiv som stor aktør hadde lagt til grunn 5 % årlig kostnadsvekst (samme som for liten), så ville avviket mellom modellene vært på bare 2 millioner. Å fjerne salgspåslaget som ligger til grunn som stor aktør ville derimot bare redusert avviket med 19 % (Tabell 8).

Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i årlig økning i prod.kost.)			
	Årlig prod.kost økning	Forskjell verdi (EK)	Endring %
Utgangspunkt	3 %	67	
	1 %	127	91 %
	2 %	98	46 %
	3 %	67	0 %
	4 %	35	48 %
	5 %	2	- 98 %
	6 %	-33	-149 %

Tabell 7: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i årlig økning i prod.kost)

Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i salgspåslag)			
	Salgspåslag	Forskjell verdi (EK)	Endring (%)
Utgangspunkt	0,50	67	
	0,00	54	-19%
	0,50	67	0%
	1,00	79	19%
	1,50	92	38%
	2,00	105	57%

Tabell 8: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i salgspåslag)

Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i wacc)			
	WACC	Forskjell verdi (EK)	Endring (%)
Utgangspunkt	8 %	67	
	6%	131	97%
	8%	67	0%
	10%	29	-57%
	12%	4	-94%

Tabell 9: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i wacc)

Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i maxsvolum)			
	Maksvolum	Forskjell verdi (EK)	Endring %
Utgangspunkt	3 000	67	
	2 000	-6	-109 %
	2 500	30	-55 %
	3 000	67	0 %
	3 500	100	50 %

Tabell 10: Sensitivitetsanalyse estimatavvik (endring i maxsvolum)

5.4.2 Avviksanalyse

Avviket på 67 millioner kan videre splittes opp i avvik innenfor budsjetteringsperioden (2010-2019) og avvik i terminalverdien, altså verdien utenfor budsjetteringsperioden. Dette kan være hensiktsmessig av den grunn at forskjeller så langt frem som etter 2019 vil fremstå som langt mindre håndfaste og dermed også som mer usikre. Det er derfor naturlig å anta at forskjeller innenfor planperioden vil tillegges mer vekt.

Tall i mill NOK	2010-2019				Terminalverdi				Totalt			
	Liten	Stor	Avvik	(%)	Liten	Stor	Avvik	(%)	Liten	Stor	Avvik	(%)
Estimert nåverdi EK	67	81	14	21 %	40	93	53	79 %	107	174	67	100 %

Tabell 11: Avviket mellom verdiestimaterne

Av Tabell 11 ser vi at bare 21 % av avviket på 67 millioner finner sted innenfor perioden 2010-2019, mens hele 79 %, eller 53 millioner skyldes forskjell i terminalverdi. Dette kan antyde at en stor del av avviket vil være lite relevant for kjøper, da terminalverdien i 2020 fremstår som usikker og abstrakt. Avviket på 14 millioner innenfor planperioden er imidlertid uansett et vesentlig avvik og begge avvikene er med og underbygger en antagelse om at konsolideringen kan være knyttet til forskjeller i verdi.

Neste trinn i analysen av disse avvikene vil være å splitte avvikene på de ulike forutsetningene vi har fra tabell 3 (side 86). I tillegg til disse fem inkluderes også effekten av en ekstra engangsinvestering i anleggsmidler ved volumøkninger over 500 tonn (se avsnitt 5.3.5 om kapitalkostnader).

Når jeg skal splitte avviket på de ulike forutsetningene oppstår et problem, nemlig at alle forutsetningene avhenger av hverandre. For eksempel vil effekten av en forskjell i

avkastningskrav avhenge av hvorvidt man også har forskjeller i salgspris, da dette ville ha endret driftsmarginen. Videre vil effekten av en forskjell i WACC økes ytterligere gitt at jeg også legger til grunn forskjell i maksvolum. Totalt gir dette altså et ligningssett med for mange ukjente. I tabell Tabell 12a forutsetter jeg derfor som før at forutsetningene for liten aktør legges til grunn. Deretter endres hver forutsetning separat, gitt at alle de andre er uendrede. Vi får da en antydning på den relative betydningen av de ulike forutsetningene, men uten å ta hensyn til at de også avhenger av hverandre. Totalt summerer avvikene derfor bare til 45 millioner og alle de sekundære effektene er samlet på linjen "andre forskjeller".

	2010-2019	Terminal	Totalt
Produksjonskostnad (2010)	-15	-10	-25
Årlig vekst i prod.kostnad	20	20	40
Maksvolum	11	11	22
Salgsprispåslag	4	4	8
WACC	5	20	25
Investering i AM	-18	-7	-25
(Andre forskjeller)	7	15	22
Samlet avvik	14	53	67

Tabell 12a: Avviksanalyse av verdiavviket mellom perspektivene

I tabell 12b illustrerer jeg effekten av problemet med at forutsetningene avhenger av hverandre. Her summeres avvikene korrekt til 67 millioner, men rekkefølgen vil her ha betydning for fordelingen. Vi ser at den første linjen blir lik, mens forskjell nr 2 beregnes gitt at forskjell 1 eksisterer. Videre vil forskjell 3 være gitt forskjell 1 og 2 og så videre. Jevnt over forklarer alle forskjellene unntatt den første mer av avviket med denne metoden. Særlig er det verdt å merke den økte betydningen forskjellen i WACC har på terminalverdien. Når de andre forskjellene ligger til grunn medfører disse en vesentlig høyere margin i året der terminalverdien settes, dette øker effekten av forskjellen. Vi ser at WACC her forklarer hele 34 av totalt 53 millioner i avvik mellom de to perspektivene.

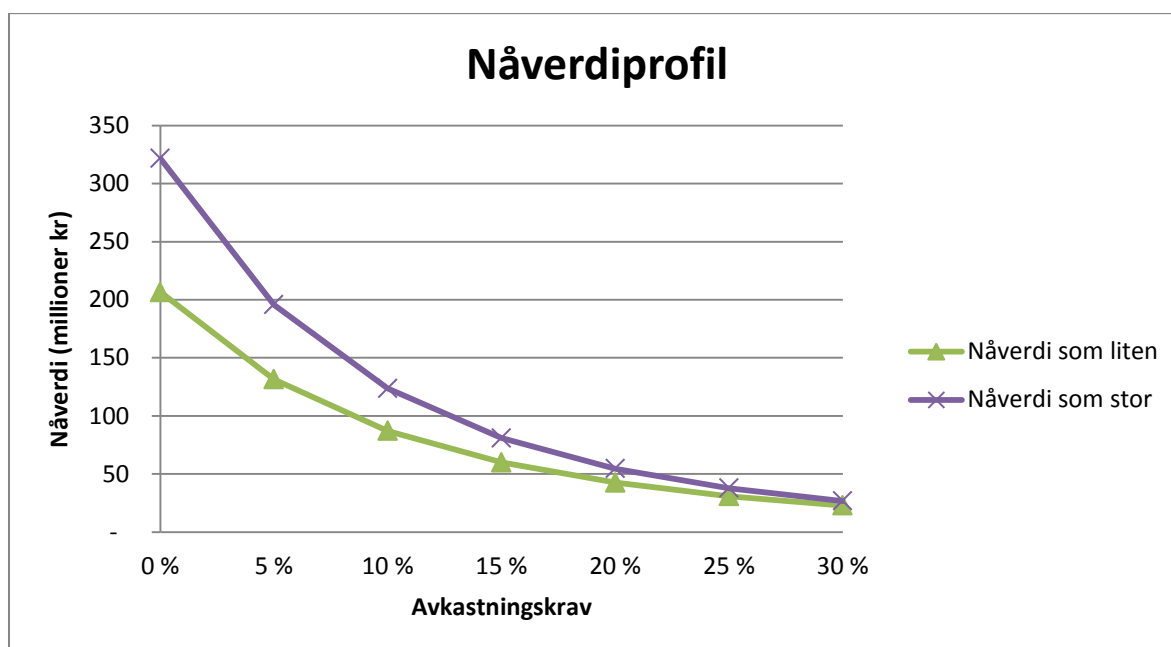
Det er også verdt å merke at uavhengig av hvordan jeg presenterer avvikene (12a eller 12b) så endres ikke rangeringen av avvikene. Innenfor planperioden er det forskjellen i årlig vekst i prod.kostnad (2) som har størst effekt, etterfulgt av forskjell i maksvolum (3), wacc (5) og salgsprispåslag (4). Forskjell i opprinnelig produksjonskostnad (1) og tilleggsinvestering i anleggsmidler (6) taler i favør av drift som liten aktør. For avviket i terminalverdien er det

forskjell i wacc som utgjør den største forskjellen, etterfulgt av veksten i produksjonskostnadene, maxsvolum og salgspåslaget.

	2010-2019	Terminal	Totalt
1. Produksjonskostnad (2010)	-15	-10	-25
2. Årlig vekst i prod.kostnad	21	21	42
3. Maxsvolum	13	13	26
4. Salgspåslag	6	5	11
5. WACC	8	34	42
6. Investering i AM	-19	-10	-29
Samlet avvik	14	53	67

Tabell 12b: Avviksanalyse av verdiavviket mellom perspektivene

5.4.3 Nåverdiprofil



Figur 28: Nåverdiprofiler

Figur 28 viser nåverdiprofilen for de to ulike kontantstrømmene. Denne figuren viser tydelig at et slikt prosjekt (les: selskap) har større verdi for en stor aktør enn for en liten, selv om jeg tar utgangspunkt i at en investor legger samme avkastningskrav til grunn. Dette er et klart argument for at konsolideringstrenden kommer til å fortsette, og også vil være det mest rasjonelle.

Imidlertid er det ingenting som tyder på et være eller ikke være for de små oppdretterne. Også under forutsetning om videre drift som liten aktør viser verdsettelsen store, positive

kontantstrømmer og god inntjening. Selv om konsolidering ser ut til å være det mest rasjonelle valget er det dermed ikke gitt at det blir utfallet. Det forutsetter selvsagt også at det er mulig å finne en kjøper som er villig til å betale riktig pris.

5.4.4 Selger og kjøpers verdivurderinger i forbindelse med salgsprosessen

Som jeg nevnte innledningsvis i utredningen ble Marøy Salmon AS kjøpt opp av Blom Fiskeoppdrett AS høsten 2010. Som representant for selger trekker Ronald Marøy frem særlig frykten for konsekvensene av soneinndelingen, den økende byråkratiseringen og ønsket om å redusere risikoen som viktige forhold i forbindelse ved beslutningen om å selge. I verdsettelsen gjenspeiles disse tre forholdene i forutsetningene om forskjell i hhv maksvolum, kostnadsvekst og WACC (tabell 3, side 86).

Øyvind Blom, daglig leder i kjøpende selskap Blom Fiskeoppdrett AS trekker på sin side også fram nettopp den ventede soneinndelinga som en viktig årsak til oppkjøpet. Uten oppkjøp ville Blom Fiskeoppdrett AS ha risikert å havne i en lignende situasjon som Marøy Salmon AS. Blom Fiskeoppdrett AS er også et relativt lite oppdrettsselskap, men etter oppkjøpet vil konsernet ha tolv lokaliteter, tre i hver sone, slik soneinndelinga ser ut til å bli. Nok til å få til en effektiv og god utnyttelse av konsesjonsvolumet på linje med de store aktørene. I tillegg til å bedre situasjonen i forhold til soneinndelingen trekker Øyvind Blom også frem fordelene av å få konsern-MTB og slik kunne overgå begrensingen på 1580 tonn MTB på lokalitetene i Marøy Salmon AS. Denne effekten forutsetter imidlertid som jeg har nevnt tidligere at kjøper har tilgjengelig ledig konsesjons-MTB. Derfor er verdien av dette forholdet ikke verdsatt, selv om kjøper altså trekker dette frem som en av de viktigste synergieffektene.

Jeg vil også nevne at begge parter opplyser at de ved verdsettelse av selskapet har tatt utgangspunkt i en verdjustert balanse. Dette tilsvarer substansverdimodellen jeg presenterte i avsnitt 5.1. De verdsatte altså selskapets eiendeler. Dette er interessant av flere årsaker. Først og fremst fordi jeg i gjennomgangen av verdsettelsesmodellen kom frem til at dette vanligvis ikke er den beste måten å verdsette et selskap på. Samtidig er det opplagt at verdien av selskapets eiendeler er lang enklere og mer konkret og oversiktlig å presentere for selskapenes eiere og styremedlemmer. De kjenner kanskje ikke til mer avanserte verdsettelsesmetoder og kontantstrømanalyser.

Som jeg var inne på under diskusjonen om konsesjonspriser er det imidlertid vanskelig å sette verdier på de immaterielle eiendelene som konsesjoner, lokaliteter og goodwill. Selv mener jeg at en metode basert på fremtidig inntjening må være det beste også ved en separat verdsettelse av konsesjonen. Ved bruk av substansverdimetoden er man da imidlertid like langt. Hvordan kjøper og selger verdsatte konsesjonen spekulerer jeg imidlertid ikke i her.

6 Oppsummering og konklusjon

Konsolidering har funnet sted i næringen siden det ble åpnet for kjøp og salg av konsesjoner i 1991. Imidlertid fant vi i de historiske tallene få ting som tydet på at de minste var mindre lønnsomme enn de store aktørene.

Basert på bransje og makroanalyser og analyse av stordriftsfordeler fant jeg derimot tegn til at de store selskapene har forbedret seg kraftig de siste årene og at denne trenden ser ut til å ville fortsette. Forhold som vertikal integrering og økende produkt differensiering forsterker inntrykket om at de store vil styrke sin posisjon og sine kostnadsfortrinn på bekostning av de minste aktørene fremover.

Mye usystematisk risiko er et viktig argument for det udiversifiserte familieselskapet for å selge seg ut av oppdrettsnæringen. Likviditetsrisiko og andre risikofaktorer bidro også til at jeg anslo et høyere avkastningskrav for å investere i de minste selskapene. Når dette ikke gjenspeiles i høyere inntjening vil det trekke i retning av konsolidering som den beste løsningen.

Alle aktørene jeg har vært i kontakt med i forbindelse med utredningen trekker også frem Gullestad-rapporten, og særlig forslaget til soneinndeling som en stor utfordring for de minste oppdretterne. Det er bred enighet om at dette vil medføre dårligere kapasitetsutnyttelse for de minste oppdretterne.

Økende byråkrati, negativt mediefokus og utfordringer i forbindelse med generasjonsskifte ble også nevnt som argumenter som trakk i retning av en beslutning om å selge seg ut av oppdrettsnæringen. Dette er forhold som kan være viktige for å forklare konsolideringen, også den historiske konsolideringen tilbake til 90-tallet, men dette kan ikke forklare forskjellen mellom de to verdiestimatene som ble presentert i kapittel 5.

I verdsettelsen så vi at forholdene jeg har analysert og anvendt på et konkret lite oppdrettsselskap viste en forskjell på hele 67 mill kr avhengig av om jeg forutsatte videre drift som liten aktør eller ikke. Jeg har i avsnitt 5.4.2 vist at mesteparten, 53 millioner av avviket, er knyttet til terminalverdien. De viktigste årsakene til avviket var antagelsen om forskjell i årlig kostnadsvekst og avkastningskrav. De individuelle verdiestimatene er utsatt

for stor usikkerhet knyttet til antagelsen om fremtidig laksepris og produksjonskostnader, mens selve konklusjonen om lavest verdi som liten aktør så imidlertid ut til å være relativt robust for endringer i forutsetningene fra Tabell 3 (side 86). Størrelsen på verdiavviket er imidlertid svært følsomt for endringer i forutsetningene om årlig kostnadsvekst og avkastningskrav, og noe mindre følsomt overfor endringer i de resterende forutsetningene.

Altså har jeg vist viktige og vesentlige forskjeller mellom små og store oppdrettsselskaper, og jeg har også vist at disse forskjellene kan føre til store forskjeller i verdsettelsen av selskapene avhengig av perspektivet som legges til grunn. Disse forskjellene trekker tydelig i retning av at konsolideringen vil fortsette.

Likevel fant jeg også flere andre viktige forhold som kan bidra til konsolideringen, men som ikke gir utslag i verdsettelsen. Det er vanskelig å si noe om den relative viktigheten av slike forhold sammenlignet med de forholdene som gjenspeiles i verdsettelsen. Derfor er det vanskelig å trekke noen bastant konklusjon om sammenhengen mellom forskjellen i verdiestimatene og konsolideringstrenden.

7 Forslag til videre forskning

Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelser består av en omfattende database med informasjon og kunne fint ha dannet utgangspunkt for en empirisk oppgave som gikk langt lengre i å se på for eksempel stordriftsfordeler enn det jeg har gjort i denne utredningen.

Trenden og debatten rundt en arealavgift til kommunene knyttet til lokaliteter er også et spennende tema der det så vidt meg bekjent ikke er utført noen form for forskning. Hvor stor bør en eventuell avgift være, og hvilke konsekvenser vil innføringen av en slik avgift få for verdien av konsesjonene, lokalitetene og oppdrettsselskapene?

Til slutt er det naturlig å trekke frem Gullestad-rapporten. Når min utredning skrives (våren 2011) er det enda for tidlig å trekke konklusjoner, men overalt i næringen jobber både økonomer, konsulenter, settefiskprodusenter og oppdrettere med å kartlegge konsekvensene før høringsfristen løper ut. Her vil det være rom for interessante arbeider i tiden fremover.

8 Kildehenvisning

Aaker, H. (2004). *Fiskeoppdrett og verdsettelse. En analyse av resultatjusteringer og modeller for identifisering av slike aktiviteter. (Doktoravhandling)*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Aarset, B., & Jakobsen, S. E. (2004). *On a clear day you can see all the way to Brussels: The transformation of aquaculture regulation in Norway. SNF-working paper nr. 64/04* . Bergen, Institutt for Samfunns- og Næringslivsforskning (SNF): Hentet fra: http://bora.nhh.no/bitstream/2330/302/1/A63_04.pdf.

Akvafakta. (2011). *Markedsstatistikk*. Hentet fra www.akvafakta.no

Akvakulturdriftsforskriften. (2008). *Forskrift om drift av akvakulturanlegg* . Fastsett av Fiskeri- og kystdepartementet 17.06.2008 med hjemmel i lov 17. juni 2005 nr. 79 om akvakultur : Hentet fra: <http://www.lovdato.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20080617-0822.html>.

Akvakulturloven. (2005). *Lov om akvakultur av 17. juni 2005 nr. 79* . Hentet fra: <http://www.lovdato.no/all/nl-20050617-079.html>.

Barney, J. B. (2007). *Gaining and sustaining competitive advantage (3. utgave)*. Pearson Education International.

Bentzen, A. (2010, Februar 02). *Oddekalv erklærer krig mot oppdrettsnæringen*. Hentet fra <http://www.tv2nyhetene.no/innenriks/oddekalv-erklarer-krig-mot-oppdrettsnaeringen-3125367.html>

Bjørndal, T., & Aaker, H. (2006). *Konsesjoner og Konsesjonsverdi i Norsk Oppdrettsnæring - SNF arbeidsnotat nr. 39/06*. Bergen: Samfunns- og Næringslivsforskning AS.

Boye, K., & Meyer, C. B. (2000). *Fusjoner og oppkjøp. 2.opplag*. Cappelen Akademiske Forlag.

Dyrevelferdsloven. (2009). *Lov om dyrevelferd av 19. juni 2009 nr. 97* . Hentet fra: <http://www.lovdato.no/all/nl-20090619-097.html>.

Eksportutvalget for fisk. (2011). *Norsk eksport av sjømat 2009*. Hentet fra www.eff.no

Fishpool AS. (2011). *Oversikt over spot- og forwardpriser for laks*. Hentet April 2011 fra www.fishpool.no

Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening. (2011). Hentet fra www.fhl.no

Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening. (2009). *Faktaark om fiskefôr*. Hentet April 14, 2011 fra http://www.fhl.no/getfile.php/DOKUMENTER/faktaark_fiskefor2009.pdf

Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening. (2008). *Framtidsrettet og bærekraftig vekst for norsk havbruk*. Oslo: Fiskeri- og Havbruksnæringens Landsforening.

Fiskeri- og Kystdepartementet. (2011, Februar 4). *Effektiv og bærekraftig arealbruk i havbruksnæringen*. Oslo: Hentet fra: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fkd/pressesenter/pressemeldinger/2011/rapport-fra-utvalget-for-effektiv-og-bar.html?id=632513>.

Fiskeridepartementet. (1977). *Fiskeoppdrett*. NOU 1977:39. Oslo. Fiskeridepartementet.

Fiskeridepartementet. (1979). *Om offentlig medvirkning til utvikling av fiskeoppdrettsnæringen*. St.meld.nr. 71 (1979-80). Oslo. Fiskeridepartementet.

Fiskeridepartementet. (1985). *Akvakultur i Norge, Status og fremtidsutsikter*. NOU 1985:22. Oslo. Fiskeridepartementet.

Fiskeridirektoratet. (2009, November 05). *Lønnsomhet*. Hentet Februar 02, 2011 fra <http://www.fiskeridir.no/fiskeridir/statistikk/akvakultur/loennsomhet>

Fiskeridirektoratet. (2010, Juli 29). *Nøkkeltall fra Norsk Havbruksnæring*. Hentet Februar 02, 2011 fra <http://www.fiskeridir.no/fiskeridir/statistikk/akvakultur/statistiske-publikasjoner/noekkeltall-fra-norsk-havbruksnaering>

Fiskeridirektoratet. (2011, Januar 14.). *Rømming av laks og ørret*. Hentet Februar 02., 2011 fra www.fiskeridir.no/fiskeridir/statistikk/akvakultur/roemmingsstatistikk

Forskrift om eierkontroll av matfiskoppdrettselskaper. (2001). *Forskrift om kontroll med eiermessige endringer i selskap mv. som innehar tillatelse til oppdrett av matfisk av laks og ørret i sjø*. Fastfatt ved kgl. res. 16. februar 2001 nr 158 med hjemmel i oppdrettsloven av 14. juni 1985 nr. 68: Hentet fra: <http://www.lovdatab.no/cgi-wift/ldles?doc=/for/ff-20010216-0158.html>.

Forskrift om løyve til havbruk av matfisk 2009. (2009). *Forskrift om tildeling av løyve til havbruk med matfisk av laks, aure og regnbogeaure i sjøvatn i 2009*. Fastsett av Fiskeri- og kystdepartementet 12. mars 2009 med heimel i lov 17. juni 2005 nr. 79 om akvakultur § 6, 7, 8 og 26.: Hentet fra: <http://www.lovdatab.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20090312-0298.html>.

Fyllingen, I., Jacobsen, F., Jahnsen, T., & Osland, A. B. (2008). *Fiskeridirektoratets anbefalinger vedrørende områder som anses som mindre aktuelle for økning av oppdrettsvirksomhet*. Fiskeri- og Kystdepartementet.

Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

- Hvamstad, E. (2011a, Mai 12). *Cermaq-sjef uenig i Chile-bekymring*. Hentet fra Hegnar Online: <http://www.hegnar.no/bors/article608210.ece>
- Hvamstad, E. (2011b, Mars 14). *SalMar-sjefen: -Forsvarlig pris*. Hentet fra HegnarOnline: <http://www.hegnar.no/okonomi/article573674.ece>
- Intrafish. (2011a, April 11). *Bedrifter tvinges til å ansette regelryttere*. Hentet april 2011, 11 fra www.intrafish.no: <http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article285836.ece>
- Intrafish. (2011b, April 8). *Gullestad betyr slutten for de små*. Hentet April 11, 2011 fra <http://www.intrafish.no>: <http://www.intrafish.no/norsk/nyheter/article285741.ece?mobile=&lots=nonews>
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon*. Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Jakobsen, S.-E., Berge, D., & Aarset, B. (2003). *"Regionale og distriktspolitiske effekter av statlig havbrukspolitikk," Working paper 16/03, SNF Bergen*. Bergen.: Working paper 16/03, SNF.
- Johnsen, T. (2010). Forelesningsnotater i FIE402. *Corporate Finance*. NHH.
- Kinserdal, F. (2011). Forelesningsnotater i BUS425. *Verdsettelse*. NHH.
- Knivsflå, K. H. (2009). Forelesningsnotater i BUS424. *Strategisk Regnskapsanalyse*. NHH.
- Koller, Goedhart, & Wessel. (2010). *Valuation, 5th ed.* McKinsey & co.
- Kontali Analyse. (2010). *Salmon World 2010*.
- Laksetildelingsforskriften. (2004). *Forskrift om tildeling, endring og bortfall av konsesjoner og lokaliteter for oppdrett av laks, ørret og regnbueørret*. Fastsatt ved kgl. res. 22. desember 2004 nr. 1798 med hjemmel i akvakulturloven av 17. juni 2005 nr. 79: Hentet fra: <http://www.lovdato.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20041222-1798.html>.
- Luseforskriften. (2009). *Forskrift om bekjempelse av lus i akvakulturanlegg*. Fastsatt av Fiskeri- og kystdepartementet 18. august 2009 med hjemmel i lov 19. desember 2003 nr. 124 om matproduksjon og mattrygghet mv. § 7, § 14, § 19 og § 26: Hentet fra: <http://www.lovdato.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20090818-1095.html>.
- Matloven. (2003). *Lov om matproduksjon og mattrygghet mv. av 19. desember 2003 nr 124*. <http://www.lovdato.no/all/hl-20031219-124.html>.
- Mjøen, J. (2011, Februar 08). *Frakfjord i bytte for ny idrettshall*. Hentet fra Altaposten: <http://www.altaposten.no/lokalt/nyheter/article428698.ece>
- Oxford University Press. (2007). *PESTEL analysis of the macro-environment*. Hentet fra: http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199296378/01student/additional/page_12.htm.

- Penman, S. H. (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation, 2nd ed.* New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Porter, M. (2008, Januar). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, ss. 78-93.
- Ramfjord, O.-J., & Andersen, J. H. (2011, Februar 16). *Politianmelder lakserømming*. Hentet fra nrk: http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/nrk_trondelag/1.7509837
- Regnskapsloven. (1998). *Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56*. Hentet fra: <http://www.lovdatab.no/all/nl-19980717-056.html>.
- Salmongroup AS. (2010). *Er der rom for norsk oppdrett?* Hentet Februar 03, 2011 fra <http://salmongroup.no/aktuelt/2010/09/er-der-rom-for-norsk-oppdrett/>
- Sele, K. (1998). *"...og eg fann på dette her"*. Bremnes: Haugesund Bok & Offset AS.
- Statistisk Sentralbyrå. (2010). *Solgt mengde, Beholdning og Ant. tillatelser i drift, Laks (1997-2009)*. Hentet Februar 02, 2011 fra http://www.ssb.no/fiskeri_havbruk/
- Thomesen, R.-Ø. (2006). *Verdisetting av konsesjon for oppdrett av laksefisk (Masteroppgave)*. Norges Fiskerhøgskule, Universitetet i Tromsø. Tromsø.
- Winther, U., Ziegler, F., Skontorp Hognes, E., Emanuelsson, A., Sund, V., & Ellingsen, H. (2009). *Carbon footprint and energy use of Norwegian seafood products*. SINTEF.
- Øyehaug, O. (2003, Oktober 28). *Krakk for konsesjoner*. Hentet fra Bergens Tidende: <http://www.bt.no/na24/Krakk-for-konsesjoner-2434945.html>

9 Vedlegg

Vedlegg 1: Kontantstrømanalyse under forutsetning av fortsatt drift som liten aktør

Vedlegg 2: Kontantstrømanalyse under forutsetning av oppkjøp fra en større aktør.

Vedlegg 1: Kontantstrømanalyse under forutsetning om fortsatt drift som liten aktør

Drive	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Volum (tonn)	1800	2000	2200	2400	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
Laksepris (kr)	28,00	36,00	37,00	34,00	34,00	34,00	34,00	34,85	35,72	36,61	37,53
Totalkostnad per kilo (kr)	21,50	22,00	23,10	24,26	25,47	26,74	28,08	28,78	29,50	30,24	30,99
Kontantstrømanalyse (tall i mill kr)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	11,9	28,0	30,6	23,4	21,3	18,1	14,8	15,2	15,6	15,9	16,3
+ Avskrivninger	1,1	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
= EBITDA	13,0	29,6	32,3	25,4	23,4	20,3	17,0	17,4	17,9	18,3	18,8
Endring Anleggsmidler		2,0	2,0	2,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Normalinvesteringer/Vedlikehold	1,1	2,0	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1
- Kapitalutgifter	1,1	4,0	4,3	4,5	3,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1
Omløpsmidler (lB)	20,7	30,1	31,2	34,0	38,2	40,1	42,1	43,2	44,2	45,4	46,5
- Ikke rentebærende gjeld (lB)	3,3	6,5	6,8	7,4	8,3	8,7	9,1	9,4	9,6	9,8	10,1
= Arbeidskapital	17,3	23,6	24,4	26,6	29,9	31,4	33,0	33,8	34,7	35,5	36,4
- Endring arbeidskapital		6,2	0,8	2,2	3,3	1,5	1,6	0,8	0,8	0,9	0,9
Skattekostnad	3,2	7,8	8,6	6,5	6,0	5,1	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6
Endring utsatt skatt		2,6	0,3	0,8	1,2	0,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Effektiv skattesats	19%	19%	27%	25%	22%	25%	24%	26%	26%	26%	26%
- Betalbar skatt		5,2	8,3	5,8	4,8	4,5	3,6	4,0	4,1	4,2	4,3
= Fri kontantstrøm		14,1	19,0	12,9	11,6	11,5	9,0	9,8	10,0	10,3	10,5
Diskonteringsfaktor		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
Diskontert kontantstrøm		14,1	17,3	10,7	8,8	7,9	5,6	5,5	5,1	4,8	4,5
Nåverdi total kapital		124,8									
- Gjeld (Tall for UB 2009)		17,6									
= Verdiestimat egenkapital		107,2									

Vedlegg 2: Kontantstrømanalyse under forutsetning om oppkjøp av en større aktør.

Drivere	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Volum (tonn)	1800	2000	2200	2400	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
Laksepris (kr)	28,00	36,00	37,50	34,50	34,50	34,50	34,50	35,36	36,25	37,15	38,08
Totalkostnad per kilo (kr)	21,50	23,00	23,69	24,40	25,13	25,89	26,66	27,33	28,01	28,71	29,43
Kontantstrømanalyse (tall i mill kr)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	11,9	26,0	30,4	24,2	28,1	25,8	23,5	24,1	24,7	25,3	26,0
+ Avskrivninger	1,1	1,6	1,8	2,0	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
= EBITDA	13,0	27,6	32,1	26,2	30,6	28,4	26,2	26,8	27,5	28,2	28,8
Endring Anleggsmidler		2,0	2,0	2,0	16,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Normalinvesteringer/Vedlikehold	1,1	2,0	2,3	2,5	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8
- Kapitalutgifter	1,1	4,0	4,3	4,5	20,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8
Omløpsmidler (IB)	20,7	30,1	32,0	34,2	40,2	41,4	42,7	43,7	44,8	45,9	47,1
- Ikke rentebærende gjeld (IB)	3,3	6,5	6,9	7,4	8,7	9,0	9,2	9,5	9,7	10,0	10,2
= Arbeidskapital	17,3	23,6	25,1	26,8	31,5	32,4	33,4	34,3	35,1	36,0	36,9
- Endring arbeidskapital		6,2	1,5	1,7	4,7	0,9	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9
Skattekostnad	3,2	7,3	8,5	6,8	7,9	7,2	6,6	6,7	6,9	7,1	7,3
Endring utsatt skatt		2,6	0,5	0,6	1,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Effektiv skattesats (%)	18 %	26 %	26 %	25 %	22 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
- Betalbar skatt		4,6	8,0	6,2	6,2	6,9	6,2	6,4	6,6	6,8	6,9
= Fri kontantstrøm		12,7	18,4	13,8	-0,5	16,3	14,6	15,0	15,4	15,8	16,1
Diskonteringsfaktor		1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Diskontert kontantstrøm		12,7	17,1	11,8	-0,4	12,0	9,9	9,5	9,0	8,5	8,1
Nåverdi total kapital		191,5									93,3
- Rentebærende gjeld (Tall for UB 2009)		17,6									
= Verdiestimat egenkapital		173,9									