



FAST SPALTIST

Frank Asche, professor ved Universitetet i Stavanger

Sjømat på børs

Om børsnotering er bra for oppdrettsnæringen er ifølge artikkelforfatteren i stor grad avhengig av hvilken næring en ønsker å ha, og da spesielt i hvilken grad en ønsker at en del typer ny teknologi skal implementeres.

De siste ti årene har et større antall sjømat selskaper blitt notert på Oslo Børs. Selskapenes aktivitet spenner over de fleste sektorer i næringen, inkludert pelagisk, hvitfisk, oppdrett, leverandører, og bioteknologi. Oppdrett er likevel den best representerte sektoren, og det er nok ikke tilfeldig. Etter hvert som flere selskaper blir børsnotert er det også et stadig tilbakevendende tema om dette er bra for næringen. Hvorvidt det er bra for næringen er i stor grad avhengig av hvilken næring en ønsker å ha, og da spesielt i hvilken grad en ønsker at en del typer ny teknologi skal implementeres.

Hvorfor skal et selskap noteres på børs?

Gitt at børsnotering langt på vei var en uaktuell problemstilling i sjømatnæringen frem til midten av nittitallet er det grunn til å spørre hva som har gjort børsnotering formålstjenelig for mange selskaper etter dette. Så vidt jeg kan se er det to hovedårsaker.

Den første, men minst viktige årsaken er de endringene som er gjennomført i forvaltningen av norske fiskerier og spesielt oppdrett. Forvaltningssystemet var essensielt for hvordan næringen ble tilført kapital gjennom forskjellige former for garantier og subsidier. Dette gjorde at sjømatnæringen i liten grad hadde behov for det ordinære kapitalmarkedet. I til-

legg var det betydelige eierskapsbegrensninger, slik at de fleste selskapene var små. Etter at tilgangen på offentlig kapital ble redusert fra begynnelsen av nittitallet og fiskerisubsidiene ble avvirket, ble kapitaltilgang en utfordring i flere sektorer. Dette var aller sterkest i lakseoppdrett, hvor eierskapsbegrensningene ble sterkt liberalisert i 1992 for å få tilført næringen mer kapital. Også i fiskeri- og foredlingssektoren har en sett at eierskapsbegrensninger blitt liberalisert de siste ti årene.

Den viktigste årsaken til at selskapene noteres på børs er imidlertid at en trenger kapital for å vokse. I stadig flere segmenter av sjømatmarkedet synes det å være skalafordeler, slik at det er en fordel å være stor. Dette er spesielt tilfelle i markedsføring og logistikk, i foredling og i fôrproduksjon til oppdrett. I noen tilfeller, som til de store supermarkedkjedene, vil en ha problemer med å bli en leverandør uten tilstrekkelig størrelse. Selv om skalafordelene er mindre åpenbare i produksjonen av oppdrettsfisk, viser mange bedrifter at de mener skala også er viktig her.

Kapital er billigere for store selskaper

Hovedargumentet for å notere et selskap på børs er følgelig tilgang på kapital, fordi dette er nødvendig for å kunne vokse. For selskaper som er store nok til å bli notert på børs er dette

den billigste måten å hente inn kapital på, og selv om meglere kan være godt betalt, er de vanligvis billige i forhold til bankenes rentemargin og andre finansinstitusjoners formidlingsgebyr. En kan selvfølgelig heller låne i banken, men dette er alltid dyrere. Det vil også være vanskeligere å hente inn store beløp fordi banken krever sikkerhet, mens investorene vil investere gitt at de mener ideen er god nok. Det er følgelig lettere å vokse med kapital fra investorer enn fra banker og andre mer tradisjonelle finansinstitusjoner.

Å låne i banken er også mer risikabelt for låntager fordi banken ville ha sitt periodiske avdrag uansett, og låntager får problemer hvis sikkerheten ikke er tilstrekkelig god (det var aldri noe problem så lenge staten garanterte). En investor i et børsnotert selskap kan ikke forvente utbytte hvert år, og kan ikke forvente at aksjen stiger hele tiden. Selv om selskapet straffes ved at kursen går ned og kapitalen blir dyrere (om en trenger mer kapital) i dårlige tider, så gir dette likevel en fleksibilitet ved at en har betydelig lavere kapitalkostnader i dårlige tider fordi en da ikke trenger å betale avkastning på den investerte kapitalen.

Børskapitalen har ikke lokal tilknytting

Hovedargumentet mot børsnoterte selskaper synes å være at selskaper med lokalt eierskap

gir bedre og mer ansvarlig drift, hvor bedriften i større grad tar hensyn til lokalsamfunnet hvor den opererer. Det er også mange eksempler på at lokale eiere tar mer hensyn enn finansielle investorer. De har et personlig forhold til arbeidstagerne, de støtter det lokale idrettslaget og de betaler skatt i den aktuelle kommune. Slikt sett finnes det et idealisert bilde av den lokale driftige kapitalisten, som det også finnes mange gode eksempler på. Det finnes også mange bransjer hvor dette synes å være den beste strukturen.

Fiskerinæringen er faktisk et av de beste eksemplene. Internasjonalt har det i flere land vært dannet store trålrederier. De fleste har imidlertid ikke vært en suksess, og lønnsomheten har vært bedre for individuelle familiefiselskaper. Små familieeide selskaper har også vært en måte å spre risiko i en næring, fordi selv om det er trist når et selskap går over ende i dårlige tider, så gjør det ikke så mye for næringen så lenge det fremdeles er mange andre selskaper igjen.

Så lenge det ikke finnes formelle hindringer mot små selskaper, så kan jeg imidlertid ikke se at det skal være et problem om noen selskaper ønsker å vokse, og om ønskelig bli så stor at børsnotering blir aktuelt. I bransjer hvor det er en fordel å være liten, og hvor små selskaper drives bedre enn store selskaper så vil de store selskapene bli utkonkurrert i den grad de i det hele tatt dannes.

Det finnes imidlertid også bransjer hvor størrelse er en fordel og i noen tilfeller en nødvendighet. I denne type bransjer taper små familieeide selskaper i konkurransen med de store, og det trygger lokale arbeidsplasser når lokale selskaper blir slått sammen med eller kjøpt av større selskaper. I mange tilfeller er ikke fortsatt drift av lokale små selskaper et alternativ, og da blir ønsket om lokal tilknytning fort et luftslott. Hvis en i slike situasjoner i tillegg forsøker å beskytte lokalt eierskap gjennom reguleringer, øker en bare sannsynligheten for at bedriftene ikke lenger eksisterer om få år.

Eierskifte og risiko er en utfordring i lokale selskaper

Godt drevne lokale selskaper, som ofte eies i én eller noen få familier får fort en betydelig verdi. Det er selvfølgelig en fordel så lenge eierkonstellasjonen er stabil, men det vil den være bare over et begrenset tidsrom. Jeg kjenner til flere tilfelle hvor overdragelse over generasjoner og arveoppgjør har blitt vanskelig i oppdrettsnæringen av denne grunn. Selv om selskapet sitter på store verdier vil det ofte være vanskelig å realisere disse på en slik måte at selskapets soliditet opprettholdes samtidig som for eksempel søsken blir kjøpt ut.

Det er heller ingen ting som tilsier at barn eller barnebarn av en gründer er like gode drivere som gründeren. Når eierskifte blir uunnværlig, vil ofte et mer spredd eierskap og gjerne



FIGUR 1
Kursutvikling Cermaq, 24.10.05–01.02.08

i en større konstellasjon, kunne gjøre arbeidsplasser og drift tryggere. Igjen er små oppdrettselskaper et interessant eksempel, fordi selv om de regnes som små, så er verdiene som er involvert alt annet enn trivielle.

For de aktuelle lokale familiene er det også en utfordring at en binder opp størstedelen av sin formue i et enkelt selskap. Dette er selvfølgelig ikke noe problem når det går godt, men det er kjedelig at en kan miste alt når det går dårlig. Å selge deler av selskapet reduserer selvfølgelig risikoen betydelig for de lokale eierne.

Er vekst nødvendig?

Tilgang på mer kapital er en problemstilling først og fremst hvis vekst er interessant. Det springende punktet blir da fort om vekst er nødvendig. Det finnes ikke noe klart svar på dette spørsmålet, og det vil variere mellom bransjer. Vanligvis vil vekst være nødvendig i bransjer med stor teknologisk utvikling, fordi ny teknologi i seg selv er kapitalkrevende og fordi den ofte øker hva som er en effektiv skala i produksjonen.

Et fellestrekk for mange (men ikke alle) segmenter i sjømatnæringen er at teknologien har endret seg sterkt de siste årene. Selv om det ikke regnes som et stort selskap, og selv om det er for lite til å bli notert på børs i dag, så er det interessant å påpeke at et mellomstort lakseoppdrettselskap i dag produserer mer fisk enn hele næringen gjorde i 1980. Gitt den lange produksjonstiden for laks, er det klart at kapitalbehovet er betydelig bare for å finansiere smolt, fôr og andre innsatsfaktorer. De mest effektive anleggene i dag setter ut mer enn en million smolt i året, og størrelsen på enkeltanleggene øker fremdeles sterkt. Dette er en indikasjon på at skalafordelene i produksjonen fremdeles ikke er fullt utnyttet.

En av de viktigste endringene i rammevilkårene for sjømatnæringen er fremveksten av

de store supermarkedskjedene. Disse står nå for over 80 prosent av detaljistsalget av sjømat i de fleste europeiske land, og har i stor grad utkonkurrert tradisjonelle fiskehandlere. En hovedårsak til supermarkedskjedenes suksess er effektiv logistikk og distribusjon. For å få dette til krever mange kjeder leverandøravtaler hvor et mindre antall leverandører forplikter seg til å kunne levere et betydelig kvantum uten at kjeden forplikter seg til å kjøpe noe som helst. Leverandører som skal betjene denne type kunder må ha betydelig større kapasitet enn potensialet hos en enkeltkunde, og det drar derfor i retning av store salgsorganisasjoner. Og når noen leverandører velger å tilpasse seg denne etterspørselen blir det ikke noe alternativ å drive på den tradisjonelle måten. Da slutter en å være konkurransedyktig i det aktuelle markedet.

Vekst synes følgelig å være drevet av teknologisk endring, og selv om det alltid vil være plass til nisjeprodusenter, så vil de fleste små bedrifter i en bransje med betydelig teknologisk endring slite med å være konkurransedyktig.

Børs og informasjon

De børsnoterte sjømatselskapene har en blandet historie. Panfish var i to år Oslo Børs' vinneraksje, men var kort tid etter også blant de aksjene hvor noen investorer tapte mest. I figuren viser vi kursutviklingen for Cermaq de siste årene. Selskapet fremstår som godt drevet, og er ikke et av selskapene det har vært mest blest rundt. Likevel har kursen variert sterkt, fra 44.10 den 24.10.05 opp til 127 kroner den 23.03.07 og ned igjen til 54.25 i slutten av januar 2008. Også dette er følgelig en relativt volatil aksje. Det er dessverre også liten tvil om at sjømatselskapene ikke har det beste ryktet når det gjelder informasjon, og Marin Harvest ble spesielt sterkt kritisert høsten 2007. Ana-

lytikerkorpsen har så vidt jeg kan se hovedsakelig bidratt til volatiliteten i sjømataksjene med mange optimistiske analyser når det går godt, og uten å ta innover seg de syklusene sjømatnæringen til stadighet går igjennom. Jeg kan se at det muligens reduserer attraktiviteten og aktiviteten i aksjene på kort sikt å være mer edruelig, men å bruke data for et år eller to for å verdsette et sjømatelskap vil gi stort vekstpotensialet når næringen er i en positiv del av syklusen, og mange investorer med brente fingre i den negative delen av syklusen.

Over tid er det imidlertid all grunn til å tro at de fleste investorene vil lære seg å håndtere syklusene i bransjen, og bransjen er definitivt ikke vanskeligere enn for eksempel shipping. Aksjene vil selvfølgelig fremdeles være forholdvis volatile, men uten en del av de ekstremutslagene vi ser i dag. Oslo Børs' krav til informasjon vil da være positivt for næringen, og spesielt for oppdrettsnæringen, fordi en da lettere kan predikere produksjon, og dermed bidra til stabilitet i næringen.

Selv om spekulanter har et dårlig ord på seg, så er de også positive ved at de frembringer informasjon om selskapene og næringene, og de gir aksjene likviditet. Som eier i et børsnotert selskap er det trivielt å selge sin andel av selskapet når en ønsker det. Det er betydelig vanskeligere i et lite unotert selskap i en fjordarm med stor eierkonsentrasjon.

Rekruttering

Selv om det ikke er et direkte forhold mellom børsnotering og rekruttering, er det en fordel at de store sjømatelskapene evner å rekruttere høykompetent arbeidskraft i mye større grad enn det som har vært vanlig i sjømatnæringen. Det er også svært positivt at en kan rekruttere toppledere med tilsvarende erfaring fra andre bransjer. De store børsnoterte selskapene bidrar derfor til en kompetanseheving i sjømatnæringen. I en verden hvor kompetanse blir stadig viktigere, og hvor også sjømatnæringen blir stadig mer kunnskapsintensiv er dette viktig for næringens utvikling. En kunne selvfølgelig ønske det var annerledes, med det er dessverre ikke veldig lett å få personer med høy kompetanse til å flytte til små kystsamfunn.

Avslutning

Å notere et selskap på børs er frivillig, og bare selskaper som ser seg tjent med det, gitt de rammevilkår de opererer under, vil ønske å bli notert på børs. Slik sett kan det vanskelig være negativt for et enkeltelskap å bli børsnotert. Det er imidlertid ingen tvil om at det kan bidra til at en næring endrer struktur ved at selskapene blir større og den lokale forankringen reduseres.

I noen tilfeller vil større selskaper ha bedre muligheter til å implementere ny teknologi og/eller å tilpasse seg markedet. I slike tilfeller

er det positivt at næringens konkurransevne opprettholdes og forbedres ved å vokse. Under slike forhold vil heller ikke opprettholdelse av små, lokalt eide bedrifter være et alternativ. I andre tilfeller kan små og store selskaper eksistere side om side, mens atter andre strukturer vil gi små selskaper en fordel. Det viktigste for norsk sjømatnæring i en situasjon med sterk internasjonal konkurranse er da at en har anledning til å organisere seg på den mest formålstjenelige måten. Dette er den eneste måten en kan hevde seg i konkurransen på og bidra til arbeidsplasser langs kysten.

Jeg mener det er positivt at flere sjømatelskaper har nådd en størrelse som gjør det interessant å bli notert på børs. Det indikerer at sjømatnæringen er blitt normalisert i forhold til andre næringer, og at det er anledning til å velge den bedriftsstrukturen en finner formålstjenelig. Jeg tror det er positivt for konkurransevnen til flere sektorer i næringen og deres mulighet til å utnytte det verdiskapingspotensialet som finnes i at selskapene kan vokse og ha anledning til å benytte kapitalmarkedet. I noen tilfeller tror jeg også at det er nødvendig for sektorens overlevelse i Norge. Det er imidlertid ikke gitt, og jeg tror ikke at store selskaper er den beste strukturen i alle sektorer. Jeg tror likevel at det er viktig at næringen prøver forskjellige selskapsstrukturer, og i noen tilfeller feiler, for at næringen best mulig skal kunne utnytte kystens konkurransefortrinn.

AKVA GROUP



Nye sjødyktige fôrflåter med innovative løsninger for effektiv stordrift...

AKVA er verdens ledende leverandør av fôrflåter med flere hundre flåter levert! De nye serien med store sjødyktige **WaveCenter Fôrflåter** er modulbasert. Lagringskapasitet fra 240 til 720 tonn sikrer stordriftsfordeler for dagens oppdrettanlegg. Flåtene inkluderer de siste innovasjoner innen effektiv fôrhandtering, lagring, logistikk, komfort og sikkerhet for mannskapet. De leveres nøkkelferdige og selvforsynte med integrert AkvaMarina CCS Føringssystem, diesel generator, kontrollrom, bofasiliteter og spesialtilpasset utstyr som kamera- og sensorsystemer.

WaveCenter Ocean 180
Panorama har nye spennende
interiør løsninger.



www.akvagroup.com

wavemaster™