

Store variasjoner i børsselskapenes lønnsomhet

De børsnoterte lakseselskapene har nå lagt frem årsresultatene for 2008. Det er, kanskje ikke uventet, betydelige forskjeller i resultatene. Salmar fremstår, igjen, som et svært lønnsomt og veldrevet selskap, mens Grieg Seafood og Marine Harvest rapporterer betydelige negative resultat. Det har alltid vært stor variasjon i lønnsomheten til forskjellige oppdrettselskap, og det finnes mange årsaker til dette. I tillegg er ikke tallene direkte sammenlignbare, fordi selskapene i forskjellig grad driver med foredling, andre arter og fôrproduksjon. Noen refleksjoner rundt resultatene kan imidlertid være interessant.



FAST SPALTIST
Frank Asche,
 professor ved
 Universitetet
 i Stavanger

Fra et markedspektiv var 2008 på mange måter et normalår. Prisen og markedsveksten var helt grei. Finanskrisen gjorde seg først gjeldende i siste kvartal, og hadde tilsynelatende liten innvirkning i laksemarkedet. Det var heller ingen betydelige problemer i forhold til markedsadgang eller negativ medieeksponering. Rammvilkårene for næringen i markedet var følgelig rimelig gode i 2008, og en burde kunne forvente greie resultat. Variasjonen i resultat mellom selskapene var imidlertid stor, og denne må da i all hovedsak skyldes forskjeller i produksjonen.

Det er et problem at resultatene til de store børsnoterte selskapene er så variable, og at flere av selskapene igjen må forklare seg og gjøre avskrivninger for spesielle forhold. Når dette over tid er blitt det vanlige ved resultatfremleggelsene, så har flere av selskapene reelle utfordringer.



Det er her også verd å påpeke at det heller ikke er store forskjeller i hva selskapene betaler for sine innsatsfaktorer. I flere av resultatkommentarene vektlegges svakere marginer på grunn av høye råvarekostnader. Selv om det var relativt høye forpriser i 2008, så kan dette i liten grad forklare forskjellene mellom selskapene. I alle selskapene var det også regioner hvor lønnsomheten i lakseproduksjonen var god, noe som også er en indikasjon på at høye råvarekostnader ikke var blant hovedutfordringene.

Svært forskjellige selskap

Selskapene som er børsnotert i Norge (Cermaq, Grieg Seafood, Lerøy, Lighthouse Caledonia, Marine Farms, Marine Harvest og Salmar) varierer betydelig i størrelse, hvilke regioner i Norge de har lokaliteter, i hvilken grad de produserer i andre land, og i så fall hvilke land og i hvilken grad de produserer andre arter. De varierer også betydelig i andre forhold relatert til driften, som finansiering og videreføring. Dette gjør at selskapene er eksponert for forskjellige typer risiko. Selv om forskjellene gjør at resultatene ikke er direkte sammenlignbare, så er laksevirksomheten så viktig for alle selskapene at det er rimelig å forvente fellestrekk. Med unntak av Marine Farms, synes det også som det i hovedsak er forskjeller i laksevirksomheten som er årsaken forskjellene i lønnsomhet mellom selskapene.

Sykdom

Sykdom fremstår som den viktigste risikofaktoren. Selskapene med stor eksponering i Chile, Marine Harvest og Cermaq, har begge betydelige tap på grunn av sykdomssituasjonen her. Dessverre er det få tegn til bedring, og når mange analytikere forventer en halvering av produksjonen i Chile i 2009, og gjerne enda lenger, så er dette et vedvarende problem. Selv om en må betale for dårlig kapasitetsutnyttelse er det likevel lov å håpe at kostnadene relatert til sykdomssituasjonen reduseres med lavere utsett av atlantisk laks og en økning i produksjonen av coho og ørret.

Sykdom har imidlertid vært et problem også andre steder. Grieg Seafoods resultat i Norge var svakt, med PD i Rogaland som en viktig årsak til at den norske virksomheten ikke bidrar positivt til resultatet. Hvis en regner lakselus som sykdom, er dette også en hovedårsak til at Griegs virksomhet i Skottland hadde problemer. Lakselus rammet også Lighthouse Caledonia sterkt.

Sykdom er også et tema for andre oppdrettere, men effekten har vært mindre. Risikoen er imidlertid klart tilstede, selv om både ILA og PD i Norge og Skottland synes å være under rimelig kontroll. Gitt de betydelige kostnads-konsekvensene av lakselus i Skottland, kan det også bli svært utfordrende med multiresistent lus i Norge.

Valutatap

Den klareste effekten av finanskrisen for lakse-næringen er knyttet til valuta. Kronen og pundet har svekket seg sterkt mot euro og dollar, og i hovedsak ledet til bedre lønnsomhet, selv om det påvirker kostnadene negativt. To av selskapene, Marine Harvest og Grieg Seafood, har i imidlertid vært uheldig med sine valutaposisjoner og dermed pådratt seg en tilleggsutfordring. Jeg kjenner ikke årsaken til disse forholdene, men det er klart uheldig at selskapene, i tillegg til alle de risikoene en ikke kan unngå når en driver fiskeoppdrett, også eksponerer seg for valutarisiko.

Regional diversifisering

Et hovedargument for multinasjonale selskaper, og også for å ha lokaliteter på flere steder i Norge er at en sprer risiko. Tallene for både Norge og Skottland viser imidlertid at begge regionene er store nok til at en ikke behøver å bli internasjonal for å spre sykdomsrisiko. Grieg gjør det svakt i Norge i begge regionene de er eksponert i. Andre selskaper som er eksponert i Finmark har også problemer med lønnsomheten der, mens de andre norske virksomhetene ser ut til å gå rimelig bra. I Skottland har Grieg problemer (på Shetland), og også Lighthouse Caledonia har hatt betydelige luseproblemer, mens de andre selskapenes virksomhet i Skottland har bidratt positivt.

Canada ser ut som det mest positive produksjonslandet, da alle selskapene som er eksponert der får betydelige positive bidrag fra virksomheten. Det er ikke mulig fra kommentarene å fange opp noen forskjeller mellom øst- og vestkyst, men ingen nyheter er her mest sannsynlig gode nyheter.

På grunn av sykdomsproblemene peker Chile seg igjen svært negativt ut. Utfra en diversifiseringtankegang er det imidlertid svært bekymringsfullt at problemene er så store at driftsmarginen blir negativ for den totale laksevirksomheten for Cermaq.

Produktdiversifisering

Å produsere andre arter eller andre produkter (fôr, videreføring) er en annen måte å spre risiko. For Cermaq ser dette ut til å ha bidratt positivt, da et godt Ewos resultat gjør at selskapets totalresultat går i null. For Marine Harvest og Lerøy bidrar foredling og salg positivt. Slikt sett synes produktdiversifisering å fungere. Samtidig så vil resultatet i laksevirksomheten være det som varierer klart mest, og en kan stille spørsmål ved hvor mye sikring (og synergier) lavmarginområder som salg og foredling gir.

Marine Farms er det eneste av selskapene som har en betydelig eksponering mot andre arter, og det bidrar ikke positivt i 2008. Sea bass og sea bream er nær et null resultat, noe som må sies å være bra gitt den vanskelige markedssituasjonen for sea bream. Store kost-

nader i oppbyggingen av kobiavirksomheten drar imidlertid resultatet sterkt ned. Da dette er en investering og ikke et underskudd på drift kan en likevel ikke konkludere med at det er negativt for virksomheten selv om det gir et negativt regnskapsresultat.

I hovedsak ser det følgelig ut som om andre virksomheter bidrar positivt for selskapene, og dermed fungerer som diversifisering av risiko. Et faglig spørsmål her likevel hvorvidt dette er fornuftig. Innenfor finans er den rådene holdning at investorer gjør det bedre ved å selv bestemme porteføljen sin og hvordan de vil spre risiko. Et resultat er man kan dokumentere en betydelig konglomeratrabatt for selskap som selv forsøker å spre risiko.

Ikke-børsnoterte selskap

Vi vet i øyeblikket lite om resultatene til de mange små og mellomstore selskapene i Norge. I hovedsak kjennetegnes de imidlertid ved kostnadseffektiv drift. Få av selskapene er eksponert i Rogaland, og gitt at driften i alle regionene bortsett fra helt i nord for de børsnoterte selskapene har vært bra, så vil 2008 mest sannsynlig bli et brukbart år for de fleste ikke-børsnoterte selskapene. Dette er i tråd med det en vil forvente i et år hvor markedet har vært rimelig bra, selv om noen nok har fått marginen redusert av PD. En konsekvens av dett er at når fiskeridirektoratet legger frem sine tall til høsten, vil en med stor sannsynlighet igjen se at de store børsnoterte selskapene som gruppe ikke er noen lokomotiv i forhold til lønnsomhet.

Hvorfor være stor...

Hvis de store børsnoterte selskapene ikke er mer lønnsom enn andre oppdrettsselskaper, hvorfor skal en da være stor? Hvorfor materialiserer ikke stordriftsfordeler og synergier seg i regnskapene? Resultatene for ett enkelt år gir selvfølgelig ikke noe godt grunnlag for å svare på disse problemstillingene. En vanskelig kapitalsituasjon som gjorde det vanskelig for tidligere eiere å drive videre, er i tillegg en viktig årsak til at mange enheter nå er en del av de store børsnoterte selskapene. Slik sett kan man si at et viktig argument for å være stor, er bedre tilgang til kapital, fordi det også er en måte å håndtere risiko på. For selskapene som er eksponert i Chile, er også 2008 alt annet enn et normalår, og det sykdomsscenarioet en ser der, forventer en ikke på lengre sikt.

Det er imidlertid et problem at resultatene til de store børsnoterte selskapene er så variable, og at flere av selskapene igjen må forklare seg og gjøre avskrivninger for spesielle forhold. Når dette over tid er blitt det vanlige ved resultatfremleggelsene, så har flere av selskapene reelle utfordringer.