

Stabil, høj laksepris giver stor indtjeningsvækst hos lakseopdrætterne



2016 har indtil august været en lang jubelfest for lakse-selskaberne på den norske børs med store kursstigninger, men efter et par nedjusteringer af sektoren fra de store børsmæglere og enkelte selskabsspecifikke sygdomsudbrud er toppen af stigningerne rullet tilbage. Nedjusteringerne er også kommet i forventning om faldende laksepriser henover de næste par måneder. Det er helt normale sæsonudsving i lakseprisen, som historisk også har sat sig i aktiekurserne.

Det har skabt en attraktiv mulighed for at positionere sig i sektoren, som selv ved laksepriser ned omkring 50 NOK/kg. kommer til at tjene gode penge fremover.

Selskabsunivers

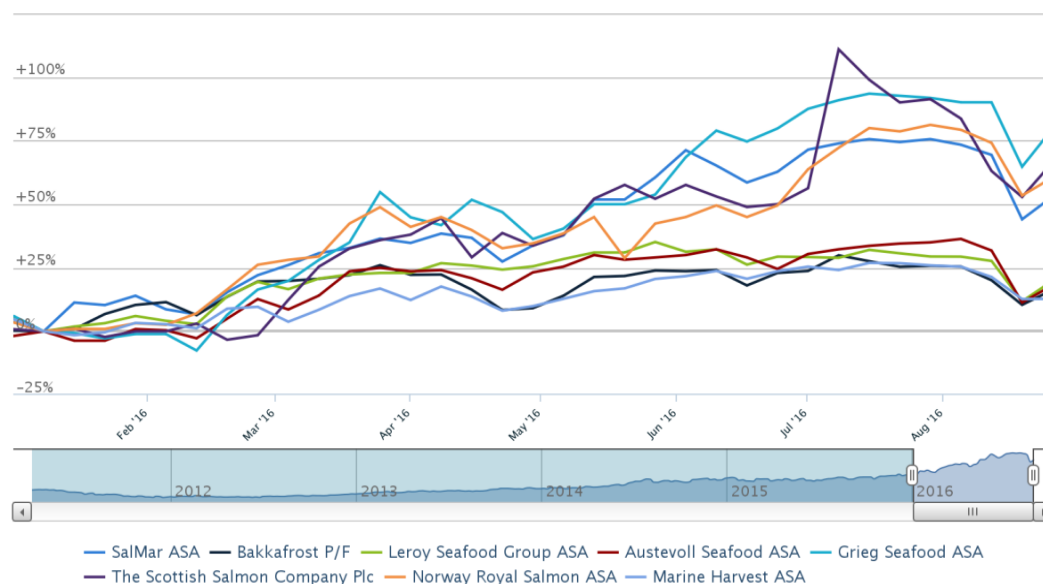
<u>Navn</u>	<u>Symbol</u>
Salmar	SALM
Marine Harvest	MHG
Bakkafrost	BAKKA
The Scottish Salmon Co.	SSC
Lerøy	LSG
Grieg	GSF
Austevoll Seafood	AUSS
Norway Royal Salmon	NRS

- | | |
|---|---------|
| ➤ Lakseindustrien har gyldne tider | side 2 |
| ➤ Norge er markedsleder | side 3 |
| ➤ Lakseprisen stiger | side 5 |
| ➤ De fremtidige udfordringer | side 7 |
| ➤ Rimelig sikker sektor | side 7 |
| ➤ Muligheder & Trusler | side 9 |
| ➤ Selskabsgennemgang | side 10 |
| ➤ Links og ansvarsfraskrivelse/disclaimer | side 27 |

Chartet viser den flotte udvikling alene i 2016-år-til-dato blandt lakseaktierne på Oslo Børs, trods korrektionen i august måned...

...som har bragt de fleste selskabers kurs lidt ned fra 52 week high

Lakseindustrien har gyldne tider



2016 har indtil august måned været en lang jubelfest for lakseselskaberne på den norske børs med store stigninger i aktiekurserne. De har skilt sig ud i 2 grupper, hvoraf den ene groft sagt tæller de store selskaber, mens den anden gruppe tæller de mindre selskaber. Stigningen har været mellem 13-20 procent i Marine Harvest, Bakkafrøst, Lerøy og Austevoll til tæt på 53-79 procent i Salmar, Norway Royal Salmon, The Scottish Salmon Co. og Grieg siden nytår. Den store koncentration af lakserelaterede selskaber på den norske børs har en naturlig forklaring.

Globalt set er den norske laksesektor den absolut største med en produktion på 1,2 millioner ton efterfulgt af Chile med 0,6 millioner ton. Herefter følger Skotland, Nordamerika, Færøerne, Irland og flere med meget mere begrænset produktion.

Verdensmarkedet anslås til omkring 2,3 millioner tons i 2015, hvilket betyder at Norge altså sidder på rundt regnet halvdelen af markedet, mens Chile som den næststørste spiller sidder på ca. 25 %. Det er derfor først og fremmest Norge, som er prissættende i branchen, og stedet hvor aktieinvestorer primært har deres fokus og kan opnå en eksponering mod branchen. Oslo Børs har en række noterede selskaber med relation i større eller mindre grad til lakseindustrien, hvoraf følgende omtales i denne rapport:

Kursdata per 26/8-2016	Kurs	52W Høj	52W Lav
Salmar	228,80	272,20	118,50
Marine Harvest	128,60	148,30	90,70
Bakkafrøst	303,60	356,00	207,50
The Scottish Salmon Co.	7,66	12,55	4,05
Lerøy	375,50	434,00	245,00
Grieg	52,50	59,25	23,60
Austevoll Seafood	65,00	75,50	41,70
Norway Royal Salmon	124,00	145,50	59,80

Norge er den største producent...

...og prisstigningen på laks ses tydeligt i selskabernes omsætning i 2016.

Udbuddet er faldet pga. algeproblemer i Chile...

...lægger et pres på udbuddet på kort sigt.

Norge er markedsleder

Den nyeste tal for 2. kvartal viser at laksesektoren eksporterede for 14,6 mia. NOK i 2. kvartal af "atlantic salmon". Det er en fremgang på 35 % i forhold til 10,8 mia. NOK året før til trods for at den eksporterede volumen faldt med ca. 20.000 tons eller hvad dersvarer til 7 %.

Værditilvæksten fra den højere laksepris er altså tydelig. Samtidig er der også en lille hjælp fra den svage norske krone, som er svækket med 10-15 % overfor EUR de seneste 2 år og omtrent det dobbelte ift. USD.

Omsætningsfremgangen i sektoren slår tydeligt igennem i den forventede omsætningsstigning til de 8 selskaber i 2016:

mio. NOK	Sales-2015	Sales-2016 (E)	Vækst	Markedsværdi
Salmar	7.326	8.789	20,0%	25.653,1
Marine Harvest	27.881	31.618	13,4%	57.880,9
Bakkafrost	3.672	4.132	12,5%	14.741,9
The Scottish Salmon Co.	1.238	1.222	-1,2%	1.482,1
Lerøy	13.450	16.027	19,2%	22.247,6
Grieg	4.638	6.154	32,7%	5.796,6
Austevoll Seafood	15.273	18.301	19,8%	13.064,7
Norway Royal Salmon	3.211	4.101	27,7%	5.394,2

Der er megen data tilgængelig om markedsstørrelse og fordelinger, og der kan findes rigtig meget information i de store selskabers årsrapporter og investorpræsentationer. Tabellen på næste side er hentet fra **Bakkafrosts** årsrapport 2015, og i linkoversigten bagerst i denne rapport kan man f.eks. finde en "Salmon Industry Handbook 2016", som udgives af **Marine Harvest**. Den fungerer som en glimrende introduktion til industrien og dens dynamikker – også i forhold til priser, omkostningsstrukturer, rentabilitet, værdikæde, m.v.

Årsagen til den aktuelle stramning af udbuddet er først og fremmest den giftige algeopblomstring i Chile i marts 2016. Det har slået en meget stor del af de opdrættede laks ihjel i de lokale farme, og det vil begrænse produktionen kraftigt i både 2016 og 2017. Men det er ikke kun problematikken i Chile, der giver branchen udfordringer. Stram lovgivning og regulering af opdrætssektoren i Norge medfører, at væksten i produktionen er meget begrænset, ligesom sygdomsproblemer også dukker op af og til i Norge.

Forventningen er pt. et fald i udbuddet i 2016 på 6-7 procent globalt, heraf 3-4 % fra Norge.

Vi forventer i 2016–2018 at se priser over 50 NOK pr. kilo. Det vil betyde meget stor lønsomhed og indtjening i stort set alle noterede lakseselskaber på den norske børs – set i lyset af, at omkostningerne til at producere laks i dag ligger på et gennemsnit omkring

30 NOK pr. kilo. Kun på Færøerne er produktionsomkostningerne lavere, noget som naturligvis er direkte relaterbar til Bakkafrost, som er største – og nærmest eneste – producent på færøerne.

En af de allerstørste omkostninger er sygdomsforebyggelse og bekæmpelse. Her er det først og fremmest lakselus, som pengene og kræfterne bruges på, men også den smitsomme virus ILA ([infektøs lakseanæmi](#)) er en udbredt sygdom.

Geografisk fordeling af produktionen af "Atlantic" Salmon"

FIG. 30	HARVEST OF ATLANTIC SALMON IN TONNES (TONNES WFE)									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
Norway	598,500	723,300	741,000	855,700	944,600	1,005,600	1,183,100	1,143,600	1,199,000	1,234,200
United Kingdom	127,500	134,900	136,400	144,300	142,900	154,700	159,400	157,800	171,500	171,300
Chile	368,700	356,400	403,500	239,100	129,600	221,000	364,000	468,100	582,900	590,900
Canada	115,000	111,000	122,000	121,900	122,000	119,500	136,500	115,100	101,000	134,600
USA	10,200	12,300	17,000	16,400	18,000	18,300	19,600	20,300	20,400	20,200
Faroe Islands	11,900	19,100	36,900	47,100	41,800	56,300	70,300	72,600	82,700	76,900
Australia	19,400	23,800	25,700	32,200	33,000	36,000	40,000	39,000	39,000	44,000
Ireland	14,500	15,300	11,400	14,800	17,800	16,000	15,600	10,600	12,300	15,700
Others	5,200	2,600	2,100	3,300	5,500	6,000	11,400	14,200	18,100	18,000
Total	1,270,900	1,398,700	1,496,000	1,474,800	1,455,200	1,633,400	1,999,900	2,041,300	2,226,900	2,305,800
Growth rate	2%	10%	7%	-1%	-1%	12%	22%	2%	9%	4%

Source: Kontali Analyse

Lakseprisen pr. kg. er steget pænt det seneste år....

...som det ses i Nasdaq Salmon Index...

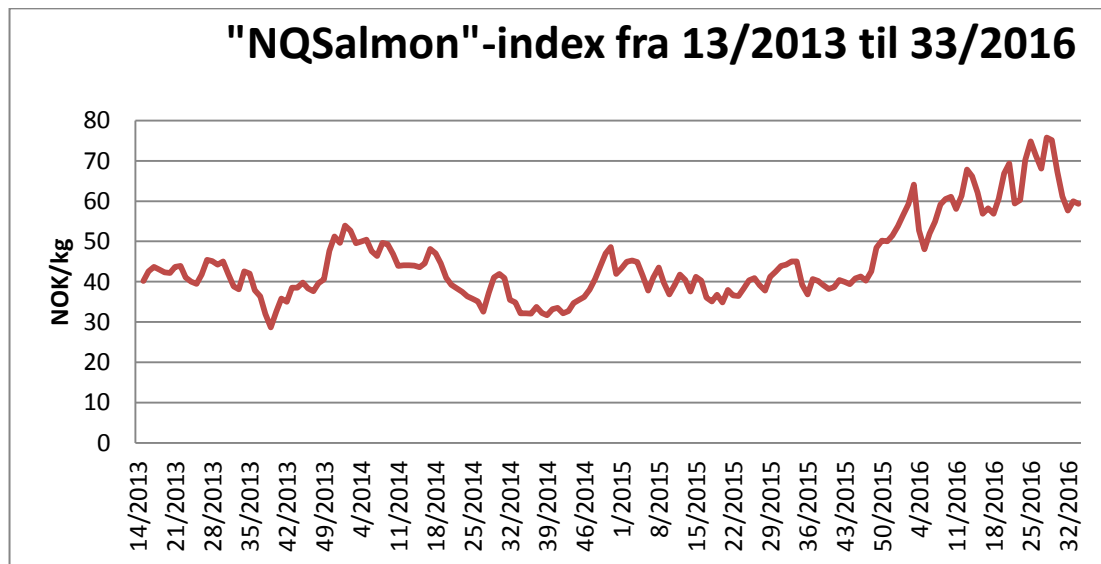
... godt hjulpet på vej af den faldende norske krone overfor både EUR og USD...

... og helt naturligt af udbudssituationen

Lakseprisen stiger

Gennemsnitsprisen i 2. kvartal er opgjort til ca. 64 NOK per kg. I samme kvartal 2015 var prisen 38 NOK/kg, mens den i 1. kvartal i år nåede ca. 59 NOK/kg.

Nedenstående [Nasdaq Salmon Index](#) er et ugentligt index over spot-kg-prisen på slagtede laks, indberettet af et panel af eksportører og producenter med eksportlicens.



Den globale efterspørgsel på laks ser fortsat ud til at stige i de kommende år (se graf på næste side), og udbuddet er blevet meget stramt. Det sikrer høje laksepriser, da det normalt er udbuddet er den faktor med størst indflydelse på prisens udvikling¹.

Efterspørgslen er nemlig ret prisneutral og tilsyneladende støddt stigende. I 2016 er vi i rekordniveau på over 60 NOK pr. kilo. Meget tyder på, at den gunstige situation forsætter i 2017 og 2018, omend de kommende måneder kan blive noget svagere, og prisniveauet som helhed godt kan blive lidt lavere end 2016.

Halvårsregnskaberne er offentliggjort og de fleste rapporterer om et udbud der er faldet med ca. 7 % i Norge ift. samme periode i 2015.

Globalt set var udbuddet 9 % lavere i 2. kvartal 2016. Produktionen var 21.600 tons lavere i Norge, mens produktionen i Chile faldt med 25.000 tons, eller omkring 20 %.

Reduktionen af udbuddet i Chile forventes at fortsætte i 3. kvartal, mens den norske produktion forventes at stige, således at nedgangen ift. 3. kvartal 2015 bliver mindre. De øvrige regioner (USA, UK, Færøerne og øvrige) oplevede kun marginale ændringer i løbet af kvartalet.

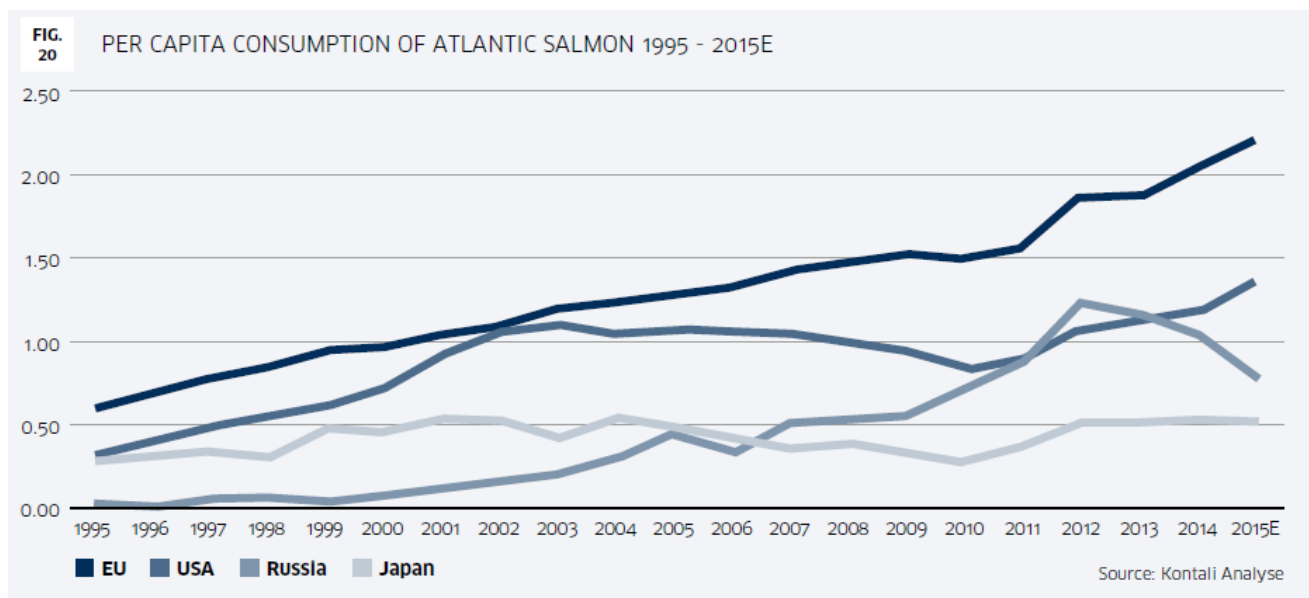
Ved udgangen af 2. kvartal var den norske biomasse (dvs. smolt og "lageret" eller bestanden af laks, som er i vækstfasen på vej mod fangstvækst), ca. 2,5 % højere end i 2015. Niveauet er tilgængeligt 4 % lavere end ved udgangen af 1. kvartal. I Chile er biomassen 29 % lavere end i 2015 – en tydelig indikation på at situationen fortsat er

¹ Marine Harvest citerer f.eks. Kontali Analyse for at udbuddet rent statistisk har kunnet forklare 84 % af prisudviklingen i perioden 2001-2011. "Combining the data gives a linear correlation between change in global supply and change in the Nasdaq price from Norway. This relation had an explanatory power of 84% of the annual price development between 2000 and 2011."

ekstraordinær dårlig. Markedet forventer en produktionsnedgang på 27 % i 3. kvartal og 37 % i 4. kvartal i Chile. Samlet set forventes det, at produktionen i 2016 globalt bliver omkring 6 % lavere end 2015.

Et større udbrud af sygdomme kan betyde store tab for opdrætterne og kan med stor spredning i værste fald føre til konkurser. Det er et fænomen, som Chile oplevede i omkring 2009, og som fuldstændigt lagde industrien ned i flere år. Det ses tydeligt i Chiles tal i tabellen over den geografiske fordeling af den globale produktion af "atlantic salmon" på forrige side. Vi har på det seneste set, at specielt farmene i Midt Norge har stigende problemer med sygdomme, men endnu ikke på noget alarmerende niveau.

På efterspørgselssiden er tendensen en stødt og rolig stigning, selvom den høje laksepris måske vil sætte sit aftryk på væksten på helt kort sigt. I grafen over forbrugsudviklingen herunder ses tendensen tydeligts for EU, men også USA synes at være på vej frem efter et par svage år. Det store fald i det russiske forbrug, som følge af konflikten mellem Rusland og EU viser sig også tydeligt de seneste par år.



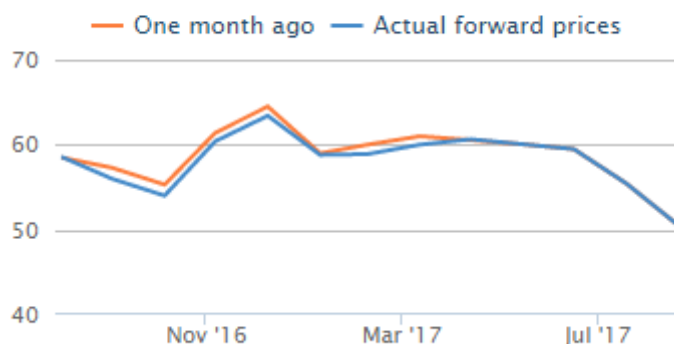
I de tidligere nævnte analyser fra Nordea og ABG er det frygten af efterspørgslen ikke til fulde kan absorbere den vækst i produktionen, der kommer i 2017 ift. 2016, hvis prisniveauet skal fastholdes. Det store spørgsmål er hvor meget det går udover prisudviklingen og hvor hurtigt efterspørgslen stiger, når priserne falder. I de 2 analyser som i udgangspunkt kan betragtes som havende et negativt udgangspunkt i forhold til sektoren (ABG oplyser f.eks. selv at man ligger ca. 20 % under konsensus), operer man som tidligere nævnt med laksepriser på 48 NOK hhv. 53 NOK. Priser som helt afgjort er en tilbagegang i forhold til rekordpriserne i år, men som også stadig er et yderst attraktivt grundlag.

Den seneste forward curve fra medio august fra Fishpool.eu afslører kun marginale ændringer i terminspriserne på laks ift. medio juli.

Forward Prices

Aug - 16 To Aug - 17

Show NOK | EUR



Produktionen skal nytænkes, hvis lakseproduktionen i Norge skal udvides....

... Lakseaktier er ikke længere "råvareaktier" ...

Trods kursfest ser sektoren værdiansættels e pæn ud...

...også ind i 2017, hvor markedet er ved at indarbejde øget udbud og lavere laksepriser...

En lidt større konsoliderings-bølge kan blive næste kursdriver i sektoren.

De fremtidige udfordringer

Lakseproduktionen er siden 2006 vokset med 10 procent om året i Norge. Den vækst i volumen har man ikke mere. Derfor ønsker industrien flere koncessioner i de traditionelle fjordområder, hvilket den norske regering af biologiske årsager er meget forsigtig med at bevilge. Derimod er regeringen meget positiv over for at støtte udviklingskoncessioner ude på havet samt landbaserede anlæg. Det er næste generations opdrætsanlæg, men de nye innovative tiltag vil ikke kunne øge volumenvæksten i de nærmeste par år.

I takt med faldet i olieprisen er den norske krone blevet mindre værd. Det har betydet, at de norske selskaber er blevet mere konkurrencedygtige. Det vil så omvendt betyde, at en stærkere krone umiddelbart vil være til ugunst for erhvervet. Man bør dog også huske på, at opdrætsselskaberne har en hvis naturlig hedging i form af store dollar- og euroudgifter til blandt andet foder og fragt.

Lakseselskaberne har historisk været prissat som råvareaktier. Den opfattelse er i høj grad ved at ændre sig i investorernes bevidsthed. Råvareaktier værdiansættes lavere på grund af ukontrollerbare udsving i priserne, hvad de seneste 1-2 år på råvaremarkedet til fulde har vist. Det er ikke længere tilfældet med laks, for her ser prisen ud til at have nået et højt og stabilt niveau. Der ses endvidere ikke samme spekulative adfærd i markedet, som det er tilfældet i andre råvaremarkeder.

Rimelig sikker sektor

Trods den store kursfest i de senere år – og specielt her i første halvår af 2016 – ses laksesektoren fortsat som en meget fornuftig og rimelig sikker sektor at være investor i på kort sigt og i hvert fald de næste to år. Vi så eksempelvis ingen negativ kursreaktion i selskaberne i forbindelse med det store generelle markedsfald i starten af året og ej heller i kølvandet på Brexit. Læg hertil, at der ikke er udsigt til et større udbud eller faldende efterspørgsel efter gode fede fisk som laks i de kommende år. Dermed ser de helt basale markedsfundamentaler fornuftige ud.

I august måned har vi dog set en større korrektion af aktiekurserne. Den kom ovenpå en faldende kilopris og en større Nordea-analyse, hvis lidt negative overskrifter blev heftigt videreformidlet ukritisk i pressen. En ABG-analyse et par dage efter fortalte historien om sektoren på en lidt anden måde og med langt højere fokus på den naturlige sæsonmæssige nedgang i laksepriserne i efteråret, som også historisk har slået igennem på aktiekurserne. Faldende aktiekurser på kort sigt som en funktion af de forventeligt faldende laksepriser, ser vi som en god købsmulighed mhp. 2017 og 2018, hvor vi (og Nordea og ABG) fortsat forventer laksepriser på et ganske højt og attraktivt niveau, omend det må forventes lavere end 2016-rekorderne.

ABG har sænket deres 2017 estimat fra 51 til 48 NOK/kg og 2018-estimatet fra , mens Nordea trods en nedjustering på 2 NOK forventer en laksepris i 2017 på 53 NOK og 50 NOK i 2018.

Sektoren er forsat rimeligt værdisat med gode udbytter og en lavere gennemsnitsnitlig P/E end f.eks. andre proteinproducenter i markedet. Herudover er der en mulighed for fremtidig konsolidering i branchen, for man kan måske godt argumentere for, at otte børsnoterede lakseselskaber i Norge er i overkanten, foruden alle de øvrige unoterede lakseopdrættere. F.eks. **Cermaq** som japanske Mitsubishi købte af børsen i 2014 efter at man året inden havde sagt nej til at forhandle et købstilbud med **Marine Harvest**. Der har været spæde konsolideringsforsøg, men **Lerøys** overtagelse af **Havfisk** og **Norsk Seafood** primo juni kan for alvor sætte gang i konsolideringen, selvom det principielt primært er en udvidelse af Lerøys aktiviteter indenfor "hvid-fisk" (torsk m.m.). **Austevoll** er i øvrigt majoritetsaktionær i Lerøy.

Selskab	EPS- 2016	EPS- 2017	P/E- 2016	P/E- 2017	Udbytteafkast- 2016	Udbytteafkast- 2017
Salmar	18,87	21,64	12,1	10,6	5,1%	6,4%
Marine Harvest	10,30	12,87	12,5	10,0	7,2%	7,3%
Bakkafrost	21,71	25,49	14,0	11,9	3,6%	4,5%
The Scottish Salmon Co.	0,40	1,03	19,0	7,5	0,0%	4,3%
Lerøy	36,85	44,29	10,2	8,5	4,7%	6,1%
Grieg	6,85	7,70	7,7	6,8	3,8%	4,3%
Austevoll Seafood	6,85	8,57	9,5	7,6	5,5%	6,3%
Norway Royal Salmon	11,07	13,27	11,2	9,3	4,0%	5,7%
Median			11,66	8,91	4,3%	5,9%

En konsolidering vil generelt være positivt for kursniveauerne. Skønnet for den generelle kursudvikling de næste 12 måneder er en upside på minimum 10-15 procent samt udbytter i størrelsesorden 3-5 procent. Det er for øjeblikket svært at finde vindere og tabere i sektoren, da hvert selskab meget groft sagt har karakteristika, som umiddelbart kan forsvare deres relative placering i forhold til de gennemsnitlige nøgletal for sektoren, når det kommer til værdiansættelse.

En flerårig favorit er stadig færøske **Bakkafrost**. Det er en yderst veldrevet virksomhed med egen foderproduktion og stor produktivitet, og så har **Bakkafrost** branchens højeste avance pr. kilo laks. De filetterer, fryser ned og pakker private label på gode lange kontrakter med mange supermarkeds kæder i Europa.

Grieg ser vi også pt. som en attraktivt prissat aktie.

Fordi det kan være svært at finde vindere og tabere, kan en strategi være at købe en mindre portion i flere selskaber. Dette har både fordele og ulemper, men skærmer sig også lidt imod de mere eller mindre tilfældige sygdomsudbrud, som kan få stor effekt på aktiekursen.

Mulighederne på kort sigt ligger klart i den helt basale ubalance og kortsigtede udvikling mellem udbud og efterspørgsel...

...mens de største risici for selskaberne koncentrerer sig om sygdomme og stigning i udbuddet af laks.

Sektorens muligheder og potentiale

- Stigende efterspørgsel
- Udbuddet ser stabilt til faldende ud på helt kort sigt
- Lakseprisen har nået et stabilt, højt niveau som ikke har påvirket forbruget nævneværdigt
- Forfinede og alternative produktionsmetoder
- Øget produktion på "åbent hav" og på land kan øge produktionen
- Stadig rationale i konsolidering i sektoren (Lerøys overtagelse af Havfisk og Norsk Seafood kan være startskuddet)

Sektorens trusler og risici

- Udbrud af lakselus, ILA og andre sygdomme i større stil til skade for hele sektoren eller enkelte selskaber
- Høj indtjening kan lokke nogle til øget priskonkurrence i et forsøg på at erobre markedsandele
- Den høje indtjening har også en tendens til at trække omkostningsniveauet med op, så virksomhederne bliver mindre effektive. En hæmsko når priserne måske igen bliver lave
- En større udvidelse af produktion fra f.eks. åbent hav og landbaserede anlæg
- Chile og andre spillere øger produktion og udbud
- Opdrætsfisk bliver sat i skammekrogen pga. sygdom/forhold (lex buræg), altså en større ændring i forbrugsmønstre
- Ændrede forbrugsmønstre og spisevaner

Selskabsoversigt:

Af de 8 selskaber vurderer vi, at 2 selskaber er særligt attraktive...

...det er Bakkefrost og Grieg Seafood...

På de følgende sider er de otte vigtigste selskaber gennemgået. Hvert selskab har sine fordele og ulemper, hvoraf de fleste er illustreret i nøgletallene og i de korte beskrivelser. Vores råd er klart, at man ikke indskrænker sig til kun et selskab, men minimum vælger et par stykker, for det hvis lakseprisen ikke falder drastisk vil alle selskaberne – alt andet lige - også opleve gode tider fremadrettet. Man skal også huske på at mange selskaber afdækker dele af det forventede salg via kontrakter med mere eller mindre faste priser, hvorfor den store stigning i SPOTprisen først med forsinkelse kommer til at slå igennem i selskabernes omsætning.

Vores favoritter pt. er **Bakkefrost** som den mest omkostningseffektive producent og **Grieg Seafood**, som på nøgletal ser ganske attraktiv ud.

Anbefalingerne og median kursmål er børsmølgernes konsensusdata og skalaen går fra 1 til 5, hvor 5 er **stærkt køb** og 1 er **stærkt sælg**. 3 er **hold**.

Som det er påpeget tidligere, er en af de største trusler et udbrud af lakselus, ILA eller andre sygdomme, som i værste fald kan komme til at koste et enkelt selskab dyrt. Selvom selskaberne i nogen grad selv er herre over deres produktion og styringen af denne er lakselus en af de risici man som selskab aldrig kan gardere sig 100 % mod. derfor kan man som investor minimere denne risiko ved at sprede sig udover mindst et par aktier.

Som det fremgår af forsiden afdækker vi følgende 8 norsk-noterede selskaber i denne rapport, som på det helt overordnede plan har følgende indbyrdes størrelsesforhold:

(NOK)	Kurs	Egenkapital, mio.	Børsværdi, mio.
Salmar	228,80	4.971,3	25.653,1
Marine Harvest	128,60	17.857,4	57.880,9
Bakkefrost	303,60	3.291,3	14.741,9
The Scottish Salmon Co.	7,66	1.120,5	1.482,1
Lerøy	375,50	10.305,0	22.247,6
Grieg	52,50	2.566,0	5.796,6
Austevoll Seafood	65,00	8.281,4	13.064,7
Norway Royal Salmon	124,00	1.343,3	5.394,2

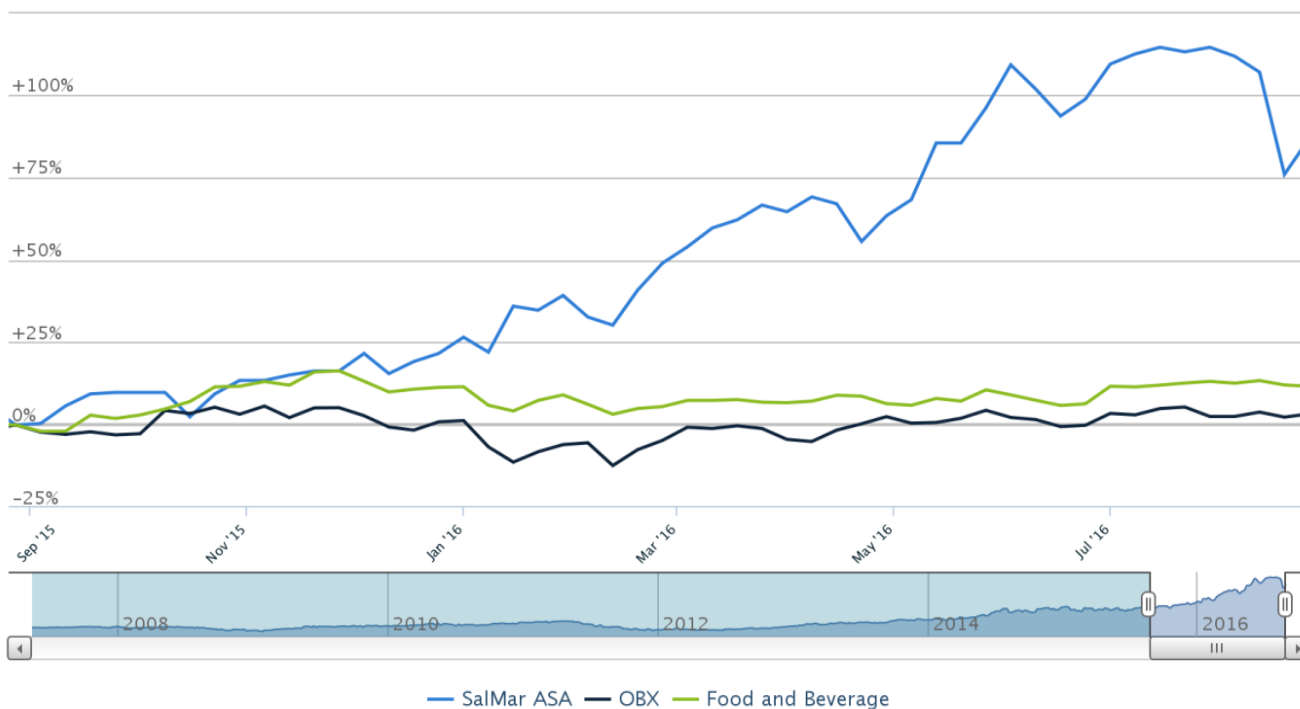
Kursdata er opgjort per 29. august, men nøgletal er baseret på de nyeste estimater på baggrund af selskabernes halvårsrapporter, som er offentliggjort i løbet af august.

Historisk kursudvikling for de 8 selskaber

	1 M	3 M	6 M	1Y	2Y	3Y	5Y
Salmar	-10,93%	-7,72%	28,17%	88,33%	101,48%	286,11%	462,68%
Marine Harvest	-7,06%	-4,66%	6,74%	35,58%	56,29%	129,31%	320,09%
Bakkefrost	-7,86%	-7,13%	-3,11%	19,96%	123,10%	307,14%	681,14%
The Scottish Salmon Co.	-15,93%	5,66%	66,30%	62,08%	47,12%	109,59%	161,09%
Lerøy	-8,91%	-13,07%	1,14%	33,53%	64,25%	145,83%	297,01%
Grieg	-5,45%	11,35%	52,94%	89,09%	100,00%	237,66%	530,30%
Austevoll Seafood	-12,20%	-8,80%	8,82%	34,34%	65,60%	97,41%	152,93%
Norway Royal Salmon	-13,17%	10,41%	26,94%	89,91%	150,31%	351,52%	871,34%

SalMar (SALM)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
228,80	272,2/118,5	25.653,1	112,1



Source: Inffinancials

Verdens største på økologisk laks

Meget stærk kursudvikling..

...sandsynligvis drevet ekstra meget af selskabets økologiske vinkel...

...og aktien er derfor blandt de højest prissatte...

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	7.326	3,5	9,52	24,0	10,00	4,4%
2016 (E)	8.789	2,9	18,87	12,1	11,75	5,1%
2017 (E)	9.036	2,8	21,64	10,6	14,65	6,4%
2018 (E)	9.502	2,7	20,85	11,0	N/A	N/A

SalMar er en af de store producenter af opdrætslaks. Virksomheden ejer 100 licenser til marineproduktion af atlantisk laks i Norge. Heraf er 68 af dem lokaliseret i Midt-Norge, hvor størstedelen af selskabets fangst og hovedaktiviteter foregår (Trøndelag & Nordmøre), mens de sidste 32 licenser er placeret i det nordlige Norge i datterselskabet SalMar Nord A/S. Siden årtusindeskiftet er slagtevolumen steget fra 11.000 ton til 150.000 ton i 2015.

Selskabet har haft stort fokus på opkøb eller delvise opkøb i konkurrerende opdrætsselskaber – senest med 22,91 % af aktierne i islandske Arnarlax Hf, som forventes børsnoteret i 2017.

Median kursmål	252,5
Høj/lav	315/200
Anbefaling	2,5

SalMar er verdens største på økologisk laks, hvilket der er stor efterspørgsel på hos forbrugerne i Europa og USA. En efterspørgsel som må forventes at stige. Lige præcis

denne vinkel på investeringen og forretningen er dog kommet i modvind, da EU har afvist, at Norske producenter kan mærke deres laks som økologiske laks. Stridsspørgsmålet er uoverensstemmelser omkring implementeringen af EU's direktiver for økologisk opdræt ("farming") i det europæiske frihandelsområde (EEA), som Norge er medlem af.

I 2. kvartal – altså før forbuddet – var det dog kun 5 % af de slagtede mængder hos Salmar, som var økologiske. Den stigende laksepris har indtil videre mindsket præmien på øko-laks, og økonomisk set kan det derfor ikke pt. betale sig at producere de dyrere økolaks. Der er dog næppe tvivl om at økologi også er kommet for at blive indenfor lakseindustrien – ligesom i den øvrige fødevarersektor.

SalMars halvårsregnskab viste som ventet en pæn fremgang på bundlinjen. Til gengæld har man sygdomsproblemer i Midt-Norge, hvor man har en stor del af sin produktion. Det er har bl.a. ført til forceret slagting, og det er en stor årsag til at det kniber lidt med effektiviteten i produktionsleddet.

Egenkapital, mio.	4.971,30
Kurs/indre værdi	5,16
EK-afkast, seneste 2år	21,3%
Egenkapital-andel	48%

Endvidere slår lakseprisen igennem i SalMars regnskaber med en hvis forsinkelse, da man kontraktafdækker en større del af produktionen. Konkret betyder det f.eks. at man anslår, at 40 % af produktionen i 2. halvår 2016 er solgt på forhånd til faste kontraktpriser, som ligger under markedsprisen.

SalMars vækst i omsætningen er i den lave ende, og det giver sig også udslag i en lavere vækst på bundlinjen end sektorens gennemsnit. SalMar er kun den fjerdestørste målt på omsætning, mens den på markedsværdi er klart næststørste med en markedsværdi på 29 milliarder NOK.

Målt på P/E har aktien tidligere været den dyreste, men korrektionen i august har været hård ved aktien, og gjort den noget mere spiselig på nøgletallene. Den ligger dog stadig blandt de dyreste aktier med en estimeret P/E for 2016 på 12,1 og 10,6 for 2017. På price/sales-nøgletallet ligger aktien også meget højt med 3,5 for 2015 og 2,92 for 2016. – SalMar er kun overgået af Bakkafrost på dette nøgletal.

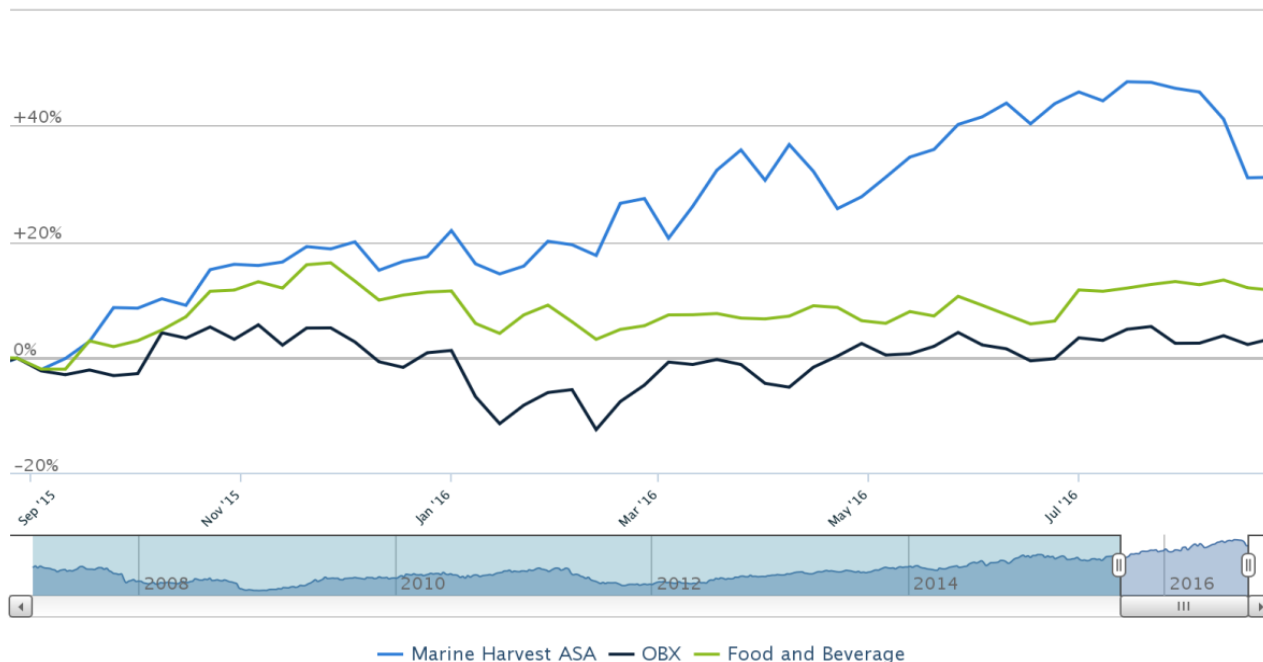
SalMar er dyrt prissat i forhold til branchen, men det synes at være præmien, som investorerne må betale for den økologiske vinkel og førerposition.

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	20,0%	98,3%
2016-17	2,8%	14,7%
2017-18	5,2%	-3,7%

Marine Harvest (MHG)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
128,60	148,3/90,7	57.880,9	450,1

Zoom YTD 1M 3M 6M 1Y 2Y 3Y 5Y 7Y MAX



Source: Infinancials

Den største fisk i branchen

Marine Harvest er klart den største spiller i branchen...

...og slår de nærmeste konkurrenter stort på størrelsen...

...aktien er værdiansat i den dyre ende...

...men det er ikke unormalt med en markedslederpræmie

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	27.881	2,1	4,71	27,3	5,80	4,5%
2016 (E)	31.618	1,8	10,30	12,5	9,24	7,2%
2017 (E)	32.345	1,8	12,87	10,0	9,40	7,3%
2018 (E)	33.384	1,7	12,98	9,9	N/A	N/A

Marine Harvest ASA er verdens største producent af atlantehavslaks og en af de største fiske- og skaldyrvirksomheder i verden. Virksomheden beskæftiger 11.700 mennesker og er repræsenteret i 24 lande. I 2015 havde virksomheden en omsætning på hele 27,8 milliarder NOK og forventningen er en stigning til over 30 mia. NOK i 2016. Marine Harvest er både noteret på Oslo Børs (OSE) og New York Stock Exchange (NYSE), og det er også den klart største og mest likvide blandt lakseaktierne.

Marine Harvest leverer bæredygtigt opdrættede laks og forarbejdet fisk og skaldyr til mere end 70 markeder verden over. Virksomheden er til stede på alle lakseopdrætsområder i verden. I 2015 var opdrættet af laks på 420 000 ton, hvilket svarer til lige godt 1/3 af det samlede opdræt i hele Norge og næsten 20 procent af det globale opdræt. Marine Harvest er i dag

Median kursmål	156,00
Høj/lav	180/125
Anbefaling	3,1

markedsleder i industrien og ønsker fortsat at vækste.

Markedslederrollen og den store likviditet betaler investorerne gerne ekstra for, og heri ligger en delforklaring på at aktien hører til blandt de dyreste lakseaktier. På price/sales og på P/E ligger den over markedsgennemsnittet.

Marine Harvests P/E for 2016 er på 12,5 og 10 for 2017, men har – som det er tilfældet for storaktionær John Frederiksens øvrige selskaber en aggressiv udbyttepolitik. Udbytteprocenten for 2015 var på 4,2, mens den for 2016 og 2017 ligger i niveauet 7 %. Væksten i EPS fra 2015–2017 ligger på niveau med branchemedianen. Som investor får man altså lov til at betale en præmie for aktier i markedslederen, men får på den anden side også et højere udbytte.

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	13,4%	118,7%
2016-17	2,3%	24,9%
2017-18	3,2%	0,9%

Risikoen ved den flotte udbyttepolitik er naturligvis om selskabet er godt nok polstret, når/hvis laksemarkedet kommer i modgang og sætter indtjeningen under pres. Vi vurderer dog, at udbyttepolitikken ikke er alt for langt fra resten af markedet. Det er forventninger og disse kan naturligvis ændre sig og give sig udslag i et ændret udbytte. Tilgængæld ligger selve politikken ret fast, og aktionærerne kan være sikker på at få et pænt udbytte, så længe det er overhovedet er muligt. Marine Harvest har netop udbetalt halvårsudbytte på 3,20 NOK/aktie.

Halvårsregnskabet gav ikke anledning til de store kursudsving, men vi noterer at omkostningsniveauet er på vej frem. Det samme gør selskabet iøvrigt selv: " *farming costs have become unacceptably high and the cost trend is not satisfactory. Compared to the second quarter of 2015, costs are up in all regions*"

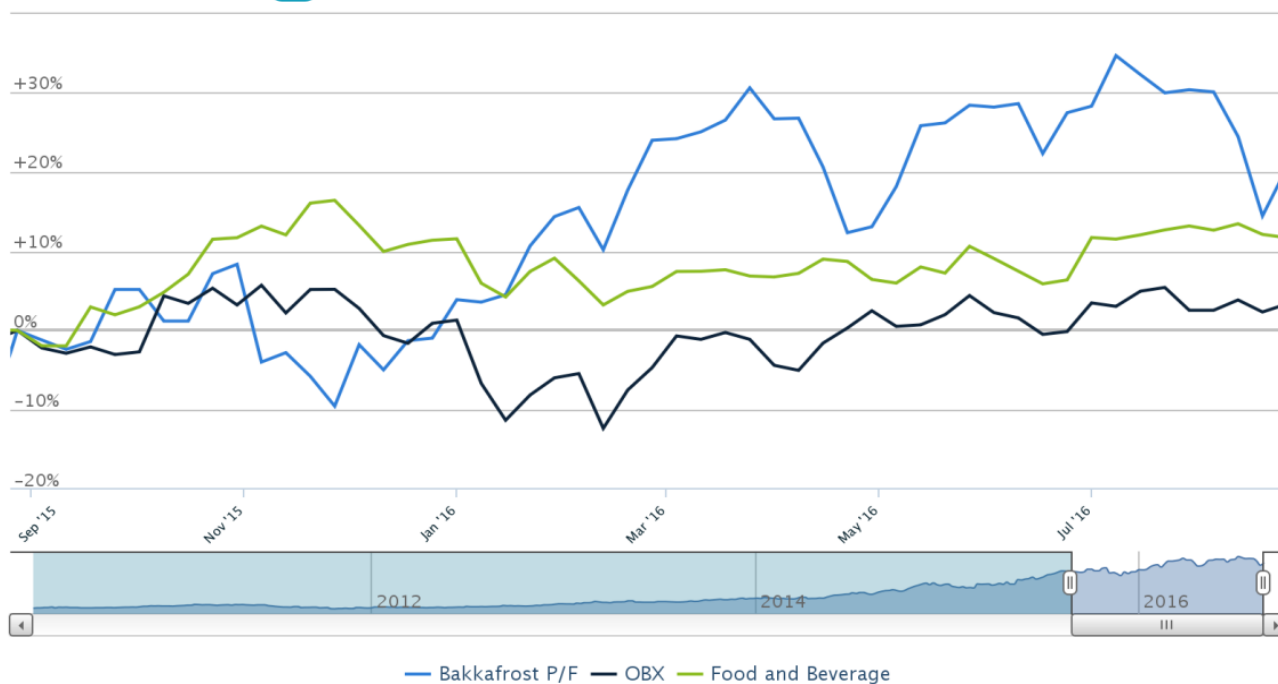
Egenkapital, mio.	17.857,4
Kurs/indre værdi	3,24
EK-afkast, seneste 2år	8,6%
Egenkapital-andel	45%

Senest har man også kastet sig ud i rederivirksomhed og investerer sammen med Deep Sea Supply i Joint Venture, som allerede har bestilt 2 fartøjer til brug for Marine Harvests opdrætsaktiviteter. Marine Harvest er ved tage lidt for meget fedt på i organisationen i de gode tider.

Bakkafrost (BAKKA)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
303,60	356/207,5	14.741,9	48,6

Zoom YTD 1M 3M 6M **1Y** 2Y 3Y 5Y 7Y MAX



Source: Infionals

Velsmurt maskine med kvalitetsprodukter

**Den eneste
noterede
producent på
Færøerne...**

**...har længe
haft en effektiv
produktion
uden sygdom.**

**Aktien er
derfor højt
værdiansat...**

**... men et
udbrud af
lakselus
henover
sommeren har
øget risikoen
lidt i aktien.**

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	3.672	4,0	22,96	13,2	10,37	3,4%
2016 (E)	4.132	3,6	21,71	14,0	10,83	3,6%
2017 (E)	4.320	3,4	25,49	11,9	13,70	4,5%
2018 (E)	4.315	3,4	27,02	11,2	N/A	N/A

Bakkafrost er den ledende producent af laks på Færøerne med en markedsværdi, der svarer til 80 procent af det samlede BNP i landet. Bakkafrost er en erfaren aktør i branchen og leverer et bredt udvalg af deres egne opdrættede laks, som bliver solgt world wide. Produkterne regnes som nogle af de bedste i branchen og Bakkafrost har kontrol på biologien, foderet og slutprodukterne og deltager i en stor del af værdikæden frem til slutbrugeren.

Median kursmål	340,00
Høj/lav	400/275
Anbefaling	2,9

Selskabet virker umiddelbart dyr målt på P/E, som er 14,0 for 2016 og 11,9 for 2017, men investorerne køber sig ind i den velsmurte maskine, der for os virker som det sikre valg på den lange bane. 'Kvalitet koster' synes at være konklusionen for Bakkafrost, som sammen med SalMar er de to klart dyreste aktier målt på pris pr. omsat krone. En meget høj egenkapitalforrentning på 35 procent over de seneste to år på trods af en høj soliditet på 66 procent illustrerer den høje indtjeningsmargin i selskabet – og dermed

også den effektive produktion. P/Sales for Bakkafrost er 4,0 for 2015 og 3,57 for 2016.

Selskabet har længe haft ry for at være en af de mest effektive producenter og qua sin placering på Færøerne er man lidt afsondret fra de norsk-baserede producenter – også i forhold til smitsomme sygdomme. Den 14. juli kunne man dog melde om en indikation af ISA-virus i en myndighedsprøve ved et rutinet jek. Det fik straks aktiekursen til at falde med 10 % i løbet af 3 handelsdage. En tydelig illustration af den latente sygdomsrisiko, som lakseaktierne er udsat for. Efter yderligere undersøgelser blev alarmen afblæst en uge efter, da man ikke kunne bekræfte virussen i 2 omfattende kontroltests. Det har dog ikke fået kursen tilbage til tidligere niveauer, og per rutine er man nu under skærpet tilsyn i en afgrænset tidsperiode.

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	12,5%	-5,4%
2016-17	4,5%	17,4%
2017-18	-0,1%	6,0%

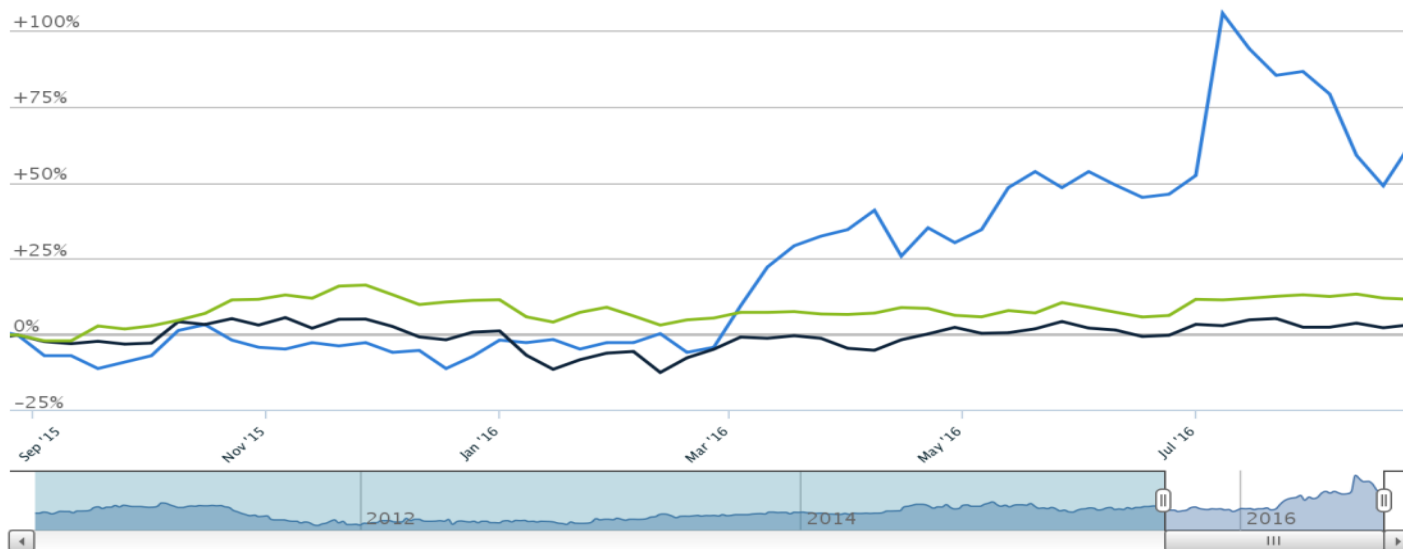
Egenkapital, mio.	3.291,3
Kurs/indre værdi	4,48
EK-afkast, seneste 2år	34,9%
Egenkapital-andel	65,8%

The Scottish Salmon Co. (SSC)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
7,66	12,55/4,05	1.482,1	193,5

Rebased Stock Chart for The Scottish Salmon Company Plc, OBX and Food and Beverage (weekly)

Zoom YTD 1M 3M 6M **1Y** 2Y 3Y 5Y 7Y MAX



— The Scottish Salmon Company Plc — OBX — Food and Beverage

Source: Infinicals

Lille, billigt og usikkert selskab

Skotland er ingen stor producent...

...og naturligt er den skotske lakseaktie også lille ift. resten af selskaberne...

... men til gengæld blandt de billigste...

...pga. usikkerheden om man kan leve op til forventningerne og som en likviditetsrabat.

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	1.238	1,2	0,06	127,7	-	0,0%
2016 (E)	1.222	1,2	0,40	19,0	-	0,0%
2017 (E)	1.542	1,0	1,03	7,5	0,33	4,3%
2018 (E)	1.746	0,8	1,27	6,1	N/A	N/A

Laks er Skotlands største eksportvare inden for fødevarerindustrien, og The Scottish Salmon Company er en stor, men mere lokal lakseproducent, som dog er børsnoteret i Norge. Opererende fra mere end 60 lokationer i Skotland beskæftiger virksomheden mere end 480 ansatte.

The Scottish Salmon Company eksporterer laks til 24 lande på baggrund af omfattende og afgørende samarbejdsaftaler med ledende restauratører, supermarkeder og røgerier. I 2015 var slagtevolumen på 25.569 ton laks.

Median kursmål	8,20
Høj/lav	10,4/8,0
Anbefaling	2,7

Selskabet har haft en række dårlige år, men i 2016 er situationen vendt til det bedre. Selskabet satser kraftigt på udvikling af en laks med unik afstamning og fuld sporbarhed. Stamfisken er hentet fra farvandet på Hebriderne, og den har større muskeltæthed en andre opdrætslaks. Der forventes en stor efterspørgsel i fremtiden på den slags

specialprodukter fra eksempelvis USA, hvor selskabet i forvejen har en god afsætning.

The Scottish Salmon Company er klart det mindste i gruppen med en markedsværdi på 1,48 milliarder NOK, men også blandt de billigste på børsen med en P/E på 7,5 for 2017. Historikken er dog ikke så imponerende og det er i høj grad forventninger til fremtiden, som aktien handler på – når den handles, for likviditeten er ganske lille. P/E for 2016 er 19 og viser at selskabet kun er i begyndelsen af at markant indtjeningsløft. Risikoen i den henseende kan forklare den lave værdiansættelse målt på 2017. En anden forklaring er den lave likviditet, som er en naturlig konsekvens af den lave markedsværdi i absolutte termer i forhold til de øvrige selskaber. Aktien har en gennemsnitlig omsætning på kun lidt over 1 mio. NOK og har kun 3 dækkende analytikere.

Egenkapital, mio.	1.120,5
Kurs/indre værdi	1,32
EK-afkast, seneste 2år	0,5%
Egenkapital-andel	53,3%

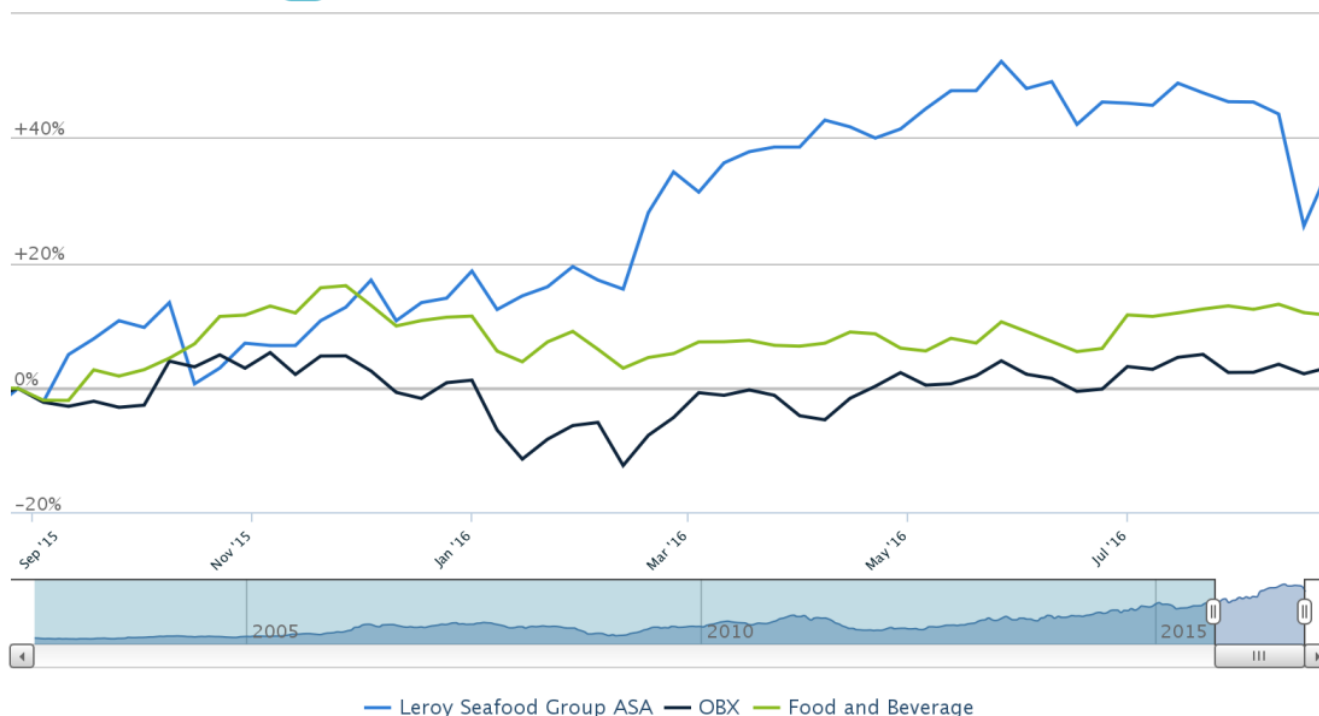
Selskabet har en høj omkostningsbase og er det selskab som er mest afhængig af en høj laksepris. Det er derfor et selskab, man skal være lidt varsom med – ift. resten af sektoren. Halvårsregnskabet skuffede med en nedjustering af slagtevolumen for i år, og et generelt indtryk af at der ikke er helt styr på butikken. Heri ligger usikkerheden i om man kan nå de høje forventninger til 2017. Analytikernes estimatet for 2016 beskåret med 1/3 efter halvårsregnskabet, ligesom 2017-estimatet også er reduceret. Dog i mindre grad.

Sluttelig noterer vi, at bestyrelsesformanden d. 4. august meddelte at han havde solgt tæt på halvdelen af sin aktiebeholdning på 9,80 NOK. At dømme ud fra kurschartet er salget sket i begyndelsen af juli.

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	-1,2%	573,2%
2016-17	26,1%	154,0%
2017-18	13,3%	23,4%

Lerøy Seafood Group (LSG)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
375,50	434/245	22.247,6	59,2

Zoom YTD 1M 3M 6M **1Y** 2Y 3Y 5Y 7Y MAX

Source: Infionals

Lerøy har sat gang i konsolideringen med et spændende opkøb af Havfisk og Norsk Seafood...

...som er delvist finansieret af mindre kapitaludvidelse...

...der sandsynligvis har lagt et mindre pres på kursen på det seneste.

Endnu bedre lønsomhed fremover

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	13.450	1,7	18,90	19,9	12,00	3,2%
2016 (E)	16.027	1,4	36,85	10,2	17,50	4,7%
2017 (E)	16.935	1,3	44,29	8,5	22,87	6,1%
2018 (E)	17.503	1,3	45,46	8,3	N/A	N/A

Lerøy Seafood Group er den ledende eksportør af fisk og skaldyr fra Norge. Med de netop godkendte og gennemførte opkøb af majoritetsaktieposter i både Havfisk og Norsk Seafood øger Lerøy deres eksponering udenfor lakseindustrien og bliver en fuldt integreret leverandør af seafood.

Trawlrederiet Havfisk har 11 procent af Norges fiskekvoter for hvidfisk (cirka 50 procent er torsk), mens Norsk Seafood er en stor forædlings- og distributionsvirksomhed af hvidfisk. Opkøbene er netop gennemførte fsva. angår de store aktieposter, mens det endnu ikke er afklaret, hvordan minoritetsaktionærene stiller sig overfor det frivillige tilbud Lerøy vil fremkomme med.

Median kursmål	443,00
Høj/lav	600/385
Anbefaling	3,4

Lerøy har i første omgang kun købt aktieposter på 64,4 % af Havfisk og 73,6 % af Norsk Seafood, og opkøbet blev finansieret af en mindre kapitaludvidelse

Lerøys fisk og skaldyr spises i mere end 70 lande verden over, og virksomheden har 14 procesfaciliteter i forskellige europæiske lande for at få den mest optimale distribution af slutproduktet. Med mere end 2.500 produkter og 2.300 ansatte er virksomheden en stor global aktør i sektoren. Der er fortsat plads til produktivitetsforbedringer i virksomheden, og det arbejder ledelse og medarbejdere løbende på. Med en fortsat høj laksepris må der således forventes en endnu bedre bundlinje fremover, omend lakseprisens betydning bliver mindre i takt med at den i forvejen diversificerede forretning spredes endnu mere efter købet af Havfisk og Norsk Seafood.

Egenkapital, mio.	10.305,0
Kurs/indre værdi	2,16
EK-afkast, seneste 2år	14,7%
Egenkapital-andel	54,8%

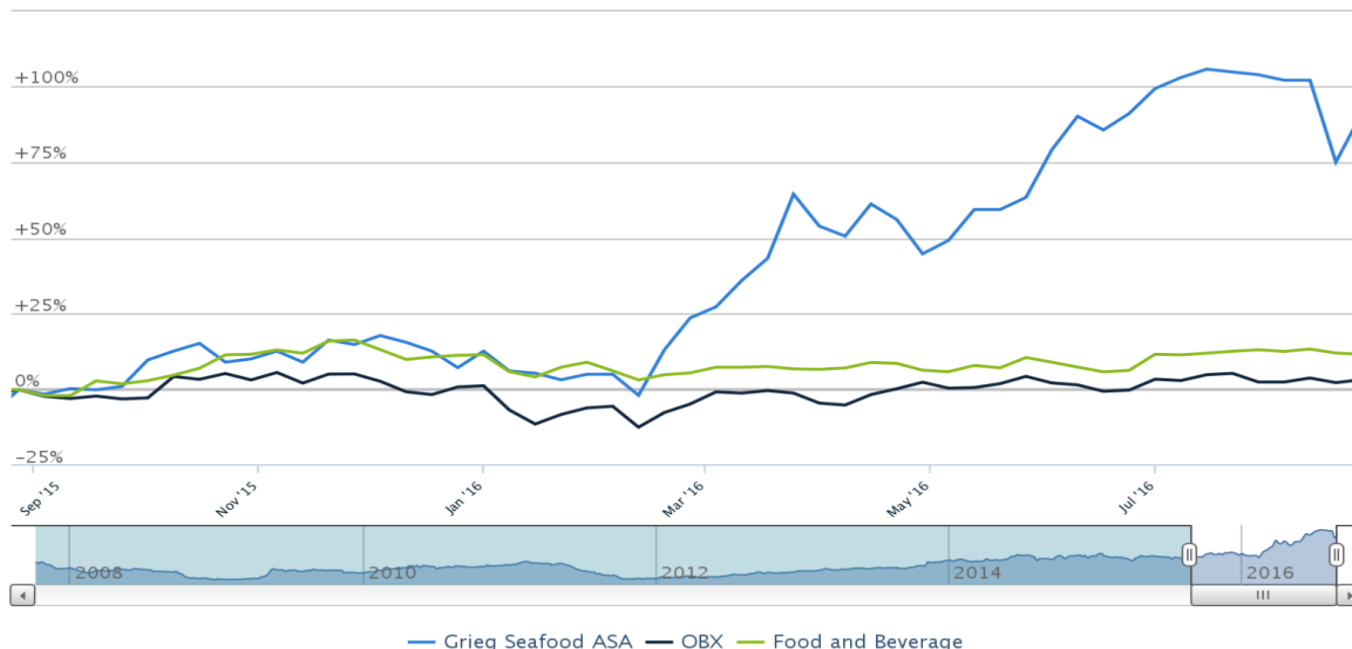
På nøgletalsfronten ligger Lerøy overordnet set meget tæt på branchemedianen på næsten alle nøgletal. Dvs. P/E, price/sales, EPS-vækst og udbytteprocent, og aktien kan på den måde anses som en repræsentant for hele sektoren. P/E for 2016 ligger på 10,2 og 8,5 for 2017. Estimerne er forstat uden en eventuel effekt af opkøbet af Havfisk og Norsk Seafood. Austevoll ejer 53 % af Lerøy.

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	19,2%	94,9%
2016-17	5,7%	20,2%
2017-18	3,4%	2,6%

Grieg Seafood (GSF)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
52,50	59,25/23,6	5.796,6	110,4

Zoom YTD 1M 3M 6M **1Y** 2Y 3Y 5Y 7Y MAX



Source: Infionals

Aktie med potentiale efter turnaround

Grieg er tæt på at have gennemført en turnaround....

... der også tydeligt ses af kurschartet...

Den forbedrede lønsomhed vil slå igennem fremover....

... trods stigningen er aktien stadig blandt de billigste...

...som følge af den dårlige historik.

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	4.638	1,2	-0,09	N/A	0,10	0,2%
2016 (E)	6.154	0,9	6,85	7,7	2,00	3,8%
2017 (E)	6.368	0,9	7,70	6,8	2,25	4,3%
2018 (E)	6.582	0,9	7,68	6,8	N/A	N/A

Grieg Seafood er primært præsenteret i Norge, Canada og Storbritannien med 700 beskæftigede medarbejdere på verdensplan. Europa er det største eksportmarked med cirka 55 procent af det samlede salg, mens opdrættet er ligeligt fordelt mellem virksomhedens fire locations i henholdsvis Shetland, Rogaland, Columbia og Finnmark.

Det er et mål for Grieg, at omkostningsniveauet skal ned på branchens gennemsnit eller lavere samt øge produktionen fra 2017. Grieg har tidligere meldt ud at man ville frasælge sine aktiviteter på Shetland, men efter at have forbedret indtjeningen har man ikke været tilfreds med de modtagne tilbud, og det er derfor forventningen, at UK-aktiviteterne bliver på Griegs hænder et stykke tid endnu.

Median kursmål	70,00
Høj/lav	80/43
Anbefaling	3,5

Herudover har selskabet en god eksponering mod USA, hvor der på grund af problemerne i Chile opnås ekstra høje priser. Efter et par år uden overskud er der et

betydeligt overskud i vente i 2016, svarende til en (opjusteret) indtjening pr. aktie på 6,85 NOK. Det modsvarer en P/E på 7,7, hvilket er den klart billigste værdiansættelse blandt de 8 selskaber. For 2017 er EPS ca. 1 NOK højere og P/E falder til 6,8.

Selskabet har samtidig den højeste vækst i omsætningen med 32,7 % fra 2015 til 2016. Grieg er således blandt de billigste aktier i sektoren, sandsynligvis som en følge af historikken med underskud i de forrige år.

Griegs lave værdiansættelse indikerer, at turnarouden endnu ikke har sat sig fuldt ud i aktiekursen, og aktien er i vores øjne blandt de mest attraktive i sektoren. Det forventede udbytte på ca. 4 % ligger ikke blandt sektorens højeste.

Egenkapital, mio.	2.566,0
Kurs/indre værdi	2,26
EK-afkast, seneste 2år	-0,1%
Egenkapital-andel	37,6%

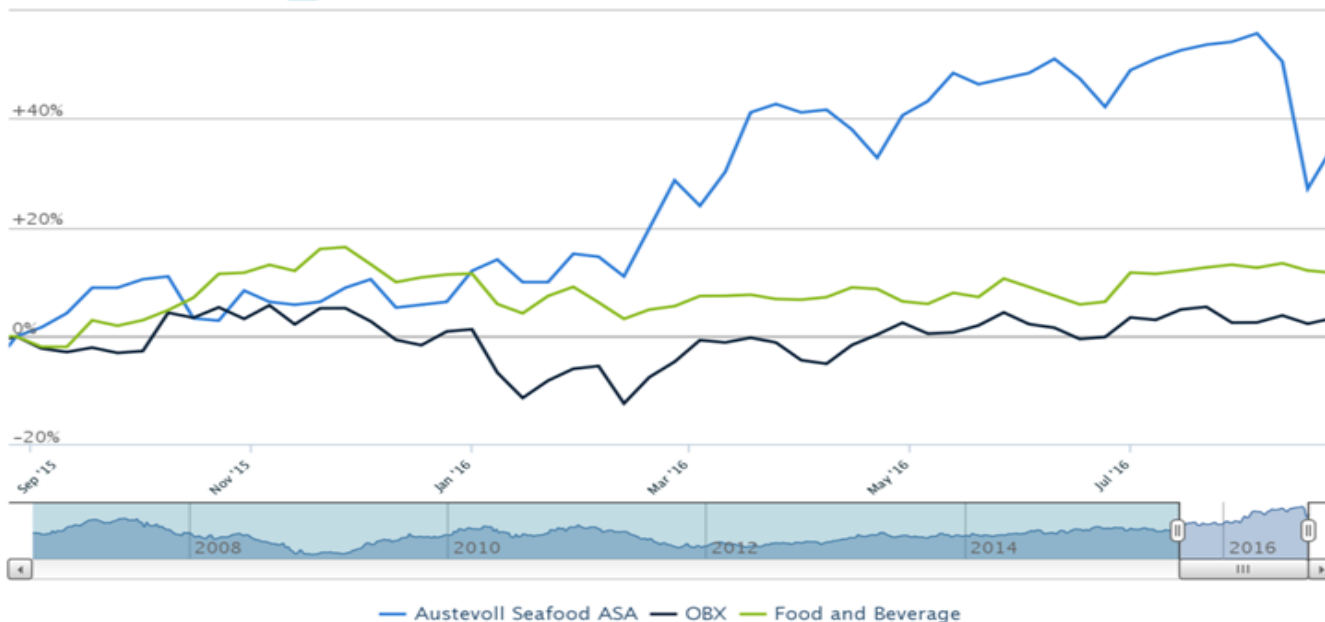
	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	32,7%	N/A
2016-17	3,5%	12,4%
2017-18	3,4%	-0,4%

Austevoll (AUSS)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
65,00	75,5/41,7	13.064,7	201,0

Rebased Stock Chart for Austevoll Seafood ASA, OBX and Food and Beverage (weekly)

Zoom YTD 1M 3M 6M 1Y 2Y 3Y 5Y 7Y MAX



Source: Infiniti

Austevoll er en ganske stor virksomhed...

...men prissat i den billige ende...

...fordi selskabet har lidt skæret af et konglomerat...

...pga. de store ejerandele af bl.a. Lerøy Seafood og unoterede Brdr. Birkeland.

Konglomerat i den billige ende

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte- %
2015	15.273	0,9	3,40	19,1	2,20	3,4%
2016 (E)	18.301	0,7	6,85	9,5	3,56	5,5%
2017 (E)	19.420	0,7	8,57	7,6	4,11	6,3%
2018 (E)	19.875	0,7	8,30	7,8	N/A	N/A

Austevoll Seafood blev grundlagt i 1981 og har især de senere år trådt i karakter som en massiv aktør på fisk- og skaldyrsmarkedet med flere interessante opkøb. Med ejerandele i Lerøy Seafood og Br. Birkeland er virksomheden en større spiller i sektoren. Med produktion i Peru, Storbritannien, Norge og Chile har virksomheden en global eksponering, som langt fra alle i sektoren har.

Virksomheden er lidt et konglomerat og derfor er virksomheden mere end blot laks, ligesom man også er involveret i en stor del af værdikæden, men det primære aktiv er ejerandelen på 53 % i Lerøy.

Median kursmål	71,00
Høj/lav	81/65
Anbefaling	3,1

Det er klart selskabets største aktiv og repæsenterer omkring $\frac{3}{4}$ af koncernens anslåede værdi. Det er derfor udviklingen i Lerøy som bestemmer udviklingen i Austevoll

Austevoll ligger på de fleste nøgletal marginalt bedre end Lerøy, og det kan godt betragtes som en lille konglomeratrabat. Konglomerattanken spreder risikoen lidt, og gør selskabet mindre afhængig af udviklingen i lakseprisen. Det samme er naturligvis tilfældet for Lerøy, som også som nævnt er meget mere end blot laks. I særdeleshed efter de 2 seneste opkøb.

Egenkapital, mio.	8.281,4
Kurs/indre værdi	1,58
EK-afkast, seneste 2år	4,3%
Egenkapital-andel	52,7%

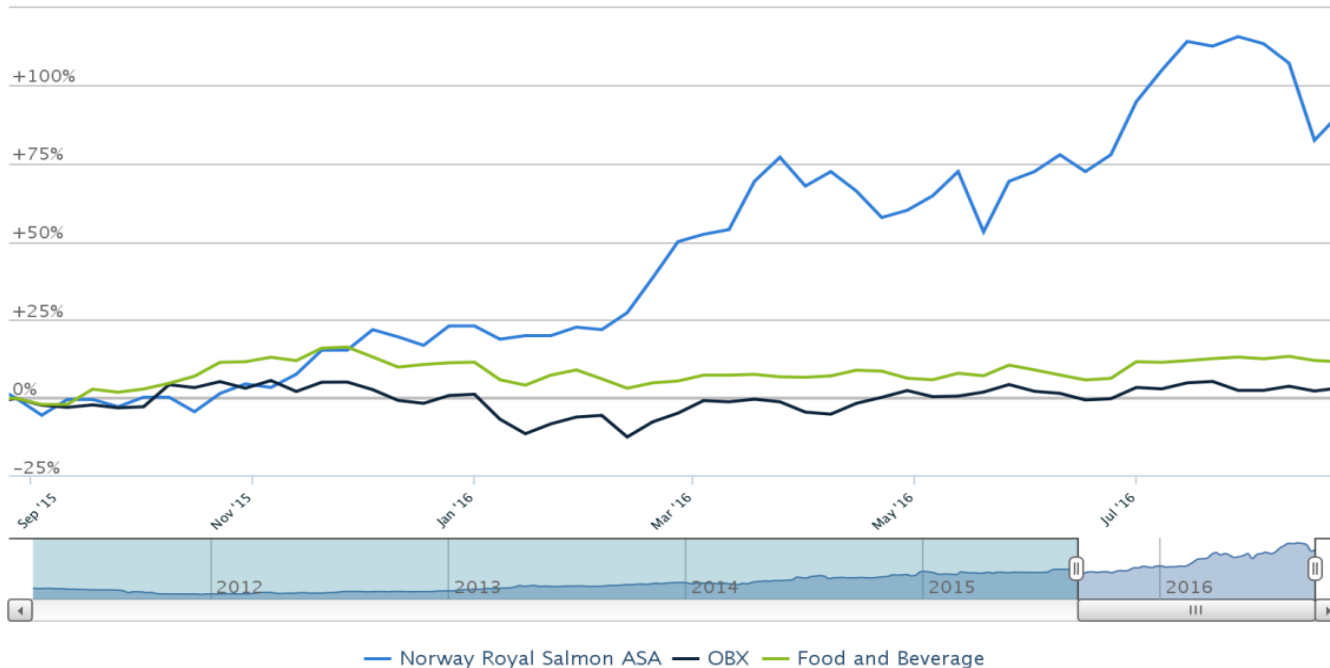
Med en forventet P/E på 9,5 i 2016 og 7,6 for 2017 ligger aktien prismæssigt i den billige ende og hvis det ikke var for afhængigheden af Lerøy ville aktien se meget attraktiv ud.

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	19,8%	101,5%
2016-17	6,1%	25,1%
2017-18	2,3%	-3,2%

Norway Royal Salmon (NRS)

Aktiekurs	52W høj/lav	Markedsværdi (mio NOK)	Antal Aktier (mio.)
124,00	145,5/59,8	5.394,2	43,5

Zoom YTD 1M 3M 6M **1Y** 2Y 3Y 5Y 7Y MAX



Source: Infiniti

Problemer med myndighederne om triploid-laks har sat kursen i stå...

...usikkerheden er nu væk, og vejen er banet for at selskabet kan fortsætte sin udvikling...

...og med en værdiansættelse på linje med branchemedierne...

...er der potentiale i denne mindre aktie.

Usikkerhed er fjernet

	Omsætning mio. NOK	P/Sales	EPS	P/E	Udbytte	Udbytte-%
2015	3.211	1,7	4,13	30,0	2,60	2,1%
2016 (E)	4.101	1,3	11,07	11,2	5,00	4,0%
2017 (E)	4.191	1,3	13,27	9,3	7,10	5,7%
2018 (E)	4.261	1,3	14,76	8,4	N/A	N/A

Norway Royal Salmon er én af de skaldyr- og laksevirksomheder, der er på vej frem i branchen. Efter at have været en mindre spiller i flere år slog selskabet rekord på rekord i 2015 med en slagtevolumen på 28.000 ton og en salgsvolumen på 70.000 ton laks. Selskabet har nu en målsætning om at blive Norges mest lønsomme lakseselskab og blive et stort lakseselskab inden for fem år.

Selskabet aktie har ligget efter resten af sektoren på grund af usikkerhed omkring tilladelse til udsætning af triploidlaks (forædlet laks, der vokser hurtigere, red.) fra myndighedernes side. Denne usikkerhed blev fjernet i juli, da de norske myndigheder gav lov at udsætte triploid-laks.

Median kursmål	150,00
Høj/lav	175/105
Anbefaling	2,4

Selskabets ekspansionslyst er fortsat tilstede og senest bevist d. 24. august, hvor man offentliggjorde en investering på 29 mio. EUR for 50 % ejerskab i et islandsk opdrætsselskab i laksesektoren.

Ser vi på nøgletal som P/E, udbytte og price/sales ligger aktien nu meget tæt på branchemedianen. Væksten i omsætning er lidt højere i 2016, og det giver sig udslag i en højere vækst på bundlinjen og dermed også i EPS frem mod 2018.

Egenkapital, mio.	1.343,3
Kurs/indre værdi	4,02
EK-afkast, seneste 2år	22,3%
Egenkapital-andel	38,3%

	Salgsvækst	EPS-vækst
2015-16	27,7%	167,9%
2016-17	2,2%	19,9%
2017-18	1,7%	11,2%

Nyttige links

- www.ilaks.no Norsk hjemmeside dedikere til laksesektoren
- www.kontali.no I med en omsætning på USD 45 mia.
- www.proinvestor.com Dansk aktiedebat med finansnyheder
- www.proinvestor.com/chathistory/-67/laks Proinvestor LakseChat
- www.hegнар.tv Norske finansnyheder og debat
- [Facebook Proinvestor Aktiesnak](#)
- www.radio24syv.dk/mio Radioprogram om aktieinvestering med bl.a. Helge Larsen
- [Nasdaq Salmon Index](#) Ugentligt opdateret lakseprisindex
- www.seafood.no Norsk styrelse for seafood.
- www.sjomatnorge.no/ Norsk brancheorganisation
- www.laks.no Brancheorganisationens infoside om laks og industrien
- [2016 Salmon Industry Handbook](#) fra Marine Harvest
- www.fishpool.no/ "Fiskebørs", mere end 90 % ejet af Oslo Børs

De 8 selskaber

- www.salmar.no
- www.marineharvest.com
- www.bakkafrost.com
- www.scottishsalmon.com
- www.leroyseafood.com
- www.griegseafood.no
- www.auss.no
- www.norwayroyalsalmon.com

Ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af ProInvestors analyseteam. Analysen er baseret på informationer fra kilder, som analyseteamet finder troværdige, men analyseteamet påtager sig intet ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Investering i aktier og andre værdipapirer er behæftet med risiko for tab af hele eller dele af den investerede sum.

Analysen er til personligt brug og må ikke offentliggøres, distribueres eller på anden måde videregives uden forudgående aftale. Analysen er ikke investeringsrådgivning og bør ikke opfattes som sådan, men giver generelle informationer om sektoren og sektoraktierne. Analysen tager således ikke udgangspunkt i og er ikke tilpasset nogen investors personlige forhold.

Vurderinger i analysen er baseret på skøn og forudsætninger - en investering i de nævnte aktier er derfor forbundet med risiko. Bevægelser i aktiemarkedet generelt eller hændelser knyttet til de enkelte selskaber eller sektoren kan påvirke aktiekursudviklingen, som dermed kan adskille sig væsentligt fra det i analysen forventede.

Analysen er udarbejdet af ProInvestors Analyseteam (Helge Larsen med bidrag fra Steen Albrechtsen)

Helge Larsen ejer aktier i samtlige selskaber nævnt i analysen.

Steen Albrechtsen ejer ikke aktier i de i analysen nævnte selskaber.

Kursdata er opdateret per 27/8-2016, mens konsensusestimater er opdateret ultimo august efter halvårsregnskaberne, og de medfølgende ændringer. Datakilder er Oslo Børs, InFinancials, m.fl.