

**Færøske Bakkafrost producerer laksene billigt** og kan sælge dem til en høj kilopris. Det er en god forretning, som giver Bakkafrost den højeste avance i branchen  
Foto: Heinesen, Myndi/Bakkafrost.



# Hvor længe forsætter laksefesten?

Efterspørgslen på laks er stor, og produktionen kan ikke følge med. Så kiloprisen bliver ved med at stige. Selv om aktierne i sektoren er steget markant, vil lakseindustrien også de næste to-tre år være et rimelig sikkert sted at investere.



Af **Helge Larsen**  
redaktør/analytiker på Proinvestor.com,  
**Steen Albrechtsen**  
analytiker på Proinvestors analyseteam,  
**Philip Gunst**  
analytiker på Proinvestors analyseteam  
Alle: info@proinvestor.com

2016 har indtil nu været en lang jubelfest for lakseselskaberne på den norske børs med store stigninger i aktiekurserne. Fra 20 procent i Marine Harvest til hele 65 procent i SalMar siden nytår. Flertallet af selskaberne ligger i gennemsnit med en stigning omkring 30 procent. Skal du som investor begynde at få højdeskræk.

Jeg mener klart nej: Alt tyder på, at festen forsætter nogle år endnu.

Globalt set er den norske laksesektor den absolut største med produktion på 1,18 millioner ton efterfulgt af Chile med 0,5 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. Det er derfor først og fremmest Norge, som er prissættende i branchen og stedet, hvor aktieinvestorer primært har deres fokus.

## Kiloprisen stiger

Lakseindustrien i Norge eksporterede i de første fire måneder i 2016 for 18,2 milliarder NOK. Det er en stigning på 25 procent i forhold til samme periode sidste. Da volumen var lidt lavere,

kommer værditilvæksten således fra langt højere laksepriser. Gennemsnitsprisen var omkring 56,8 NOK pr. kilo. I samme periode sidste år lå prisen på 41,89 NOK pr. kilo.

Den globale efterspørgsel på laks ser forsat ud til at stige i de kommende år, og udbuddet er blevet meget stramt. Det sikrer høje laksepriser. I 2016 er vi i rekordniveau på op mod 60 NOK pr. kilo. Alt tyder på, at denne situation forsætter i 2017 og 2018.

Årsagen til den aktuelle stramning af udbudet er først og fremmest den giftige algeopblomstring i Chile i marts. Det har slået en meget stor del af de opdrættede laks ihjel i de lokale farme, og det

af opdrætssektoren i Norge medfører, at væksten i produktionen er meget begrænset. Forventningen er et fald i udbuddet i 2016 på 7 procent globalt og 3 procent i Norge. Alene i april faldt biomassen 4 procent i Norge i forhold til samme måned året før.

Jeg forventer, at vi i 2016–2018 vil 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.

En af de allerstørste omkostninger er

» Læg hertil, at der ikke er udsigt til et større udbud eller faldende efterspørgsel efter gode fede fisk som laks i de kommende år.

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

sygdomsforebyggelse og bekæmpelse. Her er det først og fremmest lakselus, som pengene og kræfterne bruges på. Et

Fortsættes side XX »

Tabel 1 Selskabernes størrelse – i norske kroner

	Kurs (NOK)	Egenkapital	Børsværdi
<b>Salmar</b> (Norge)	256,00	5.227,0	29.004,8
<b>Marine Harvest</b> (Norge)	138,20	18.187,2	62.201,7
<b>Bakkafrost</b> (Færøerne)	322,50	3.328,2	15.659,6
<b>The Scottish Salmon Company</b> (Skotland)	7,05	1.047,7	1.364,0
<b>Lerøy</b> (Norge)	427,00	8.764,1	23.163,5
<b>Grieg</b> (Norge)	48,80	2.242,6	5.388,1
<b>Austevoll Seafood</b> (Norge)	71,00	13.610,0	14.270,6
<b>Norway Royal Salmon</b> (Norge)	111,00	1.113,8	4.828,6

Egenkapital og børsværdi i mio. NOK. Kilde: FactSet, m.fl.



Tabel 2 Salget vokser

	Salg 2015	Salg 2016	Vækst i salg
<b>Salmar</b>	7.326	8.138	11,1%
<b>Marine Harvest</b>	27.881	31.681	13,6%
<b>Bakkafrost</b>	3.672	4.075	11,0%
<b>The Scottish Salmon Company</b>	1.238	1.506	21,7%
<b>Lerøy</b>	13.450	15.085	12,2%
<b>Grieg</b>	4.638	5.568	20,0%
<b>Austevoll Seafood</b>	15.273	17.782	16,4%
<b>Norway Royal Salmon</b>	3.211	3.806	18,5%

Tal i mio. NKR. Kilde: FactSet, m.fl.



**Lakseselskaberne har hidtil været prissat som råvareaktier.** Den opfattelse er i høj grad ved at ændre sig, for prisen på råvaren laks er langt mere stabil. Foto: Heinesen, Myndi/Bakkafrost.

### » Fortsat fra side XX

store udbrud 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 midten af nullerne, og som fuldstændigt lagde industrien ned i flere år.

### 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 opdrætselskaberne 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 investor-

nes bevidsthed. Råvareaktier værdiansættes lavere på grund af ukontrollerbare udsving i priserne. Det er ikke tilfældet med laks, for her er prisen langt mere stabil.

### Rimelig sikker sektor

Trods den store kursfest i de senere år – og specielt her i første halvår af 2016 – anser jeg stadig laksesektoren som en meget fornuftig og rimelig sikker sektor at være investor i på kort sigt og i hvertfald de næste to år. Vi så eksempelvis ingen negativ kursreaktion i selskaberne i forbindelse med det store generelle markedsfald i starten året. Læg hertil, at der ikke er udsigt til et større udbud eller faldende efterspørgsel efter gode

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. En konsolidering vil generelt være positivt for kursniveauerne.

Mit skøn for den generelle kursudvikling de næste 12 måneder er en upside på minimum 10-20 procent samt udbytter i størrelsesorden 3-5 procent.

Det er for øjeblikket svært at finde vindere og tabere i sektoren. Min flerårige favorit er stadig færøske Bakkafrost. Det er en yderst veldrevet virksomhed med egen foderproduktion og stor produktivitet, og så har Bakkafrost branchens

## » Råvareaktier værdiansættes lavere på grund af ukontrollerbare udsving i priserne. Det er ikke tilfældet med laks, for her er prisen langt mere stabil.

fede fisk som laks i de kommende år. Dermed ser de helt basale markedsfundamentaler fornuftige ud.

Sektoren er efter min mening fortsat rimeligt værdisat med gode udbytter og en lavere gennemsnits P/E end andre protein-producenter 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 overkant. Der har været spæde konsolideringsforsøg, men Lerøys overtagelse

højeste avance pr. kilo laks. De filetter, fryser ned og pakker private label på gode lange kontrakter med mange supermarkeds kæder i Europa.

Fordi det kan være svært at finde vindere og tabere, kan en strategi være at købe en mindre portion i flere selskaber.

På de følgende sider er de otte vigtigste selskaber gennemgået. ■

*Helge Larsen ejer aktier i alle otte selskaber. Steen Albrechtsen og Philip Gunst ejer ikke aktier i de nævnte selskaber.*

SalMar

## Verdens største på økologisk laks



SalMar er en af verdens største og mest effektive 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). De sidste 32 licenser er lokaliseret i det nordlige Norge gennem selskabets helejede datterselskab SalMar Nord A/S. Siden årtusindeskiftet er slagte-volumen steget fra 11.000 ton til 150.000 ton i 2015. Desuden har selskabet haft stort fokus på opkøb eller delvise opkøb i konkurrerende opdrætsselskaber, senest 22,91 procent af aktierne i islandske Arnarlax Hf, som forventes børsnoteret i 2017.

SalMar er verdens største på økologisk laks, hvilket der er stor efterspørgsel på hos forbrugerne i Europa og USA.

Væksten 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 er aktien den dyreste med 16,5 for 2016 og 14,2 for 2017, mens den på price/sales også ligger meget højt med 3,96 – marginalt overgået af Bakkafrost på dette nøgletal. SalMar er dyrt prissat i forhold til branchen, men det er præmien, som investorerne må betale for den økologiske førerposition.



Marine Harvest

## Den største fisk i branchen

Marine Harvest ASA er verdens største producent af atlantehavslaks og en af de største fiske- og skaldyrs-virksomheder 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. Marine Harvest er både noteret på Oslo Børs (OSE) og New York Stock Exchange (NYSE), så det er også den 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 lakseopdræts-områder 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 markedsleder i industrien og ønsker fortsat at vækste.

På nøgletallene ligger Marine Harvest i den dyrere ende af sektoren med en P/E for 2016 på 14,4, men med en lidt mere aggressiv udbyttepolitik. Udbytteprocenten 2015 var 4,2. 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.**



Austevoll

## Prismæssigt i den billige ende

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 stærk spiller i sektoren, hvor de står som **en af de verdensførende inden for både laks og ørred**. Med produktion i Peru, Storbritannien, Norge og Chile står virksomheden som en stærk spiller på markedet. Selskabets vækst i omsætningen ligger i den høje ende med forventet 16,4 procent fra 2015 til 2016. Med en **forventet P/E på 9,4 i 2016 og 8,4 for 2017** ligger aktien prismæssigt i den billige ende.

### Nøgletal for udvalgte virksomheder indenfor laksefremstilling

Data pr. 2. juni 2016

	P/Sales	Forrentning af egenkapital seneste 2 år	Soliditet	EPS-2015	P/E-2015	P/E-2016	P/E-2017	Udbytte-afkast 2015	K/I
Salmar	3,96	21%	48%	9,52	26,9	16,5	14,2	3,9%	5,55
Marine Harvest	2,23	9%	45%	4,71	29,3	14,4	12,1	4,2%	3,42
Bakkafrost	4,26	35%	66%	22,96	14,0	15,3	13,9	3,2%	4,71
The Scottish Salmon Company	1,10	1%	53%	0,06	117,5	11,6	7,5	0,0%	1,30
Lerøy	1,72	15%	55%	18,9	22,6	11,9	10,1	2,8%	2,64
Grieg	1,16	-0%	38%	-0,09	N/A	9,6	7,9	0,2%	2,40
Austevoll Seafood	0,93	4%	53%	3,4	20,9	9,4	8,4	3,1%	1,05
Norway Royal Salmon	1,50	22%	38%	4,13	26,9	12,4	9,1	2,3%	4,34
Median	1,61	0,12			26,88	12,15	9,59	3,0%	3,03

Kilde: FactSet, m.fl.



Efterspørgslen efter gode fede fisk ser ikke ud til at falde. Derfor er laksesektoren er rimeligt værdisat med gode udbytter og en lavere gennemsnits P/E end andre proteinproducenter i markedet. Foto: Cermaq.

## The Scottish Salmon Company

### Lille men meget billigt selskab

SSC  
Oslo

Laks er Skotlands største eksportvare inden for fødevarerindustrien, og The Scottish Salmon Company er en stor, men mere lokal lakseproducent, som dog er børsnoteret på den norske børs. Opererende fra mere end 60 locations 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. 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 end andre opdrætsslaks. **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 1,36 milliarder NOK, men også blandt de billigste på børsen med en P/E på 11,6 for 2016. De høje forventninger til fremtiden illustreres af en **forventet vækst i EPS på imponerende 54 procent fra 2016 til 2017**, hvilket gør aktien til den klart billigste målt på P/E 2017, som kan opgøres til 7,5. På grund af den lave markedsværdi er likviditeten i aktien også lavere. Det skal du som investor være opmærksom på, da det kan forklare en del af den relativt og absolut lave værdiansættelse.

## Bakkafrost

### Velsmurt maskine med kvalitetsprodukter

BAKKA  
Oslo

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 til flere retailere world wide. **Produkterne regnes som nogle af de bedste i branchen. Bakkafrost har kontrol på biologien, foderet og slutprodukterne.**

Selskabet virker umiddelbart dyr målt på P/E, som er 15,3 for 2016 og 13,9 for 2017, men investorerne køber sig ind i den velsmurt maskine, der virker som det sikre valg på den lange bane. 'Kvalitet koster' synes at være konklusionen for Bakkafrost, som sammen SalMar er de to klart dyreste aktier målt på pris pr. omsat krone.

En meget høj **forrentning af egenkapitalen på 35 procent** over de seneste to år på trods af en høj soliditet på 66 procent illustrerer den høje indtjeningsmargin i selskabet.

## Norway Royal Salmon

### Usikkerhed er fjernet

NRS  
Oslo

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 lakse-selskab 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 for kort tid siden. Det gør aktien til et interessant køb.**

Ser vi på nøgletal som P/E og price/sales ligger aktien nu meget tæt på branchemedianen. Væksten i omsætning er lidt højere, og det giver sig udslag i en højere vækst på bundlinjen og dermed også i EPS frem mod 2017. **Fra 2016-2017 vokser EPS med 36 procent** mod branchemedianen på 18 procent. På dette nøgletal overgås Norway Royal Salmon kun af The Scottish Salmon Company.



## Lerøy

## Endnu bedre lønsomhed fremover

LSG  
Oslo

Lerøy Seafood Group er den ledende eksportør af fisk og skaldyr fra Norge. **Med de foreslåede opkøb af både Havfisk og Norsk Seafood øger Lerøy deres eksponering udenfor lakseindustrien** og bliver en fuldt integreret leverandør af seafood, da 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.

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 produktivetsforbedringer i virksomheden, og det arbejder ledelse og medarbejdere løbende på. Med en fortsat høj laksepris må der således **forventes en endnu bedre bundlinje fremover.**

På nøgletalsfronten ligger Lerøy overordnet set meget tæt på branchemedianen indenfor både 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 11,9 og 10,1 for 2017. Estimaterne er uden en eventuel effekt af opkøbet af Havfisk og Norsk Seafood.

## Grieg

## To gode kursdrivere

GSF  
Oslo

Grieg Seafood er en af verdens førende virksomheder inden for fisk og skaldyr med speciale i atlantisk laks.

Virksomheden 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 er ved at frasælge aktiviteter på Shetland.** Et salg vil være en god kurstrigger, da man igennem flere år har tabt mange penge på Shetland. Herudover har selskabet 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 indtjening pr. aktie på 5,09. Det modsvarer en P/E på 9,6, hvilket er under branchens gennemsnit på 12. Selskabet har samtidig den højeste vækst i omsætningen med 20 procent fra 2015 til 2016. **Grieg er således blandt de billigste aktier** som følge af historikken med underskud i de forrige år.

**SalMar er verdens største** indenfor økologisk laks, hvilket der er stor efterspørgsel på hos forbrugerne i Europa og USA.  
Foto: SalMar.

