

# SalMar AB

## Branschledande lax till ett billigt pris

SalMar är en global ledare inom laxodlingsindustrin med en branschledande effektivitet och växande volymer. Genom sitt förvärv av Norwegian Royal Salmon har företaget cementerat sin position som världens näst största laxproducent, med stark närvaro i nyckelmarknader som Europa, Asien och USA. DCF-analysen pekar på en potentiell uppsida på 19%, driven av stabil tillväxt och höga marginaler, samtidigt som trender som ökad efterfrågan på hållbara livsmedel stärker bolagets långsiktiga potential. SalMar utmärker sig som en stark aktör med fokus på innovation och hållbarhet i en växande marknad.

Vi rekommenderar **Köp**.

### Analytiker

Edvin Lineborn  
Emil Vendlegård

### Nyckeltal

Handelsplats	Oslobörsen
Sektor	Livsmedelsproducent
Börsvärde (MNOK)	77 771
Enterprise Value	98 414
Nettoskuld/EBITDA	2,3
Direktavkastning (%)	5,9
P/E	22,7
EV/EBIT	15,3
EPS	2,20 NOK
ROE (%)	16,9
ROIC (%)	7,6
ROA (%)	6,0

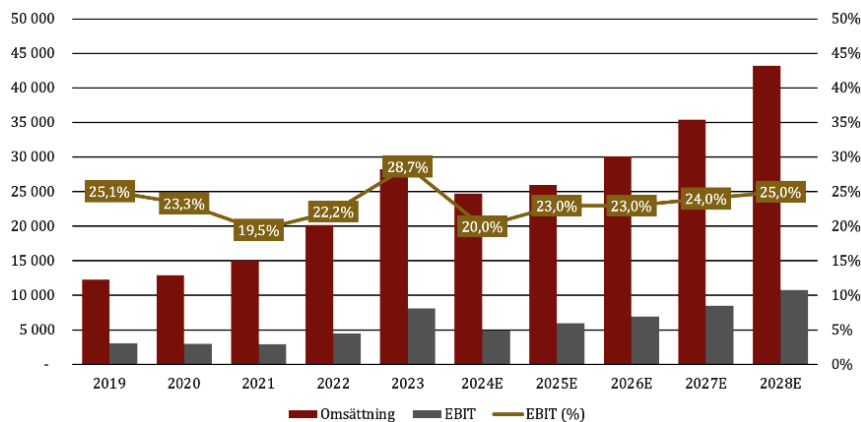
### Värdering

Aktiekurs	564,5
Riktkurs DCF	674,13
Riktkurs Peers	544,61-490,71
Uppsida/nedsida	-13% - +19%
Rekommendation	Köp



# Investment Case

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MEUR)



SalMar är en ledande aktör inom den globala laxodlingsindustrin, med en vertikalt integrerad affärsmodell som spänner över både fiskodling och förädling och försäljning av lax. Företaget har en betydande närvaro i Europa, Asien och USA. Genom förvärvet av Norweigan Royal Salmon 2022 är SalMar nu den näst största laxproducenten i världen.

SalMars framgångar beror på dess effektiva jordbruksverksamhet, som har lett till branschledande EBIT/kg-marginaler, särskilt i Norge. Företaget prioriterar också hög etisk standard i sina fiskodlingsmetoder, vilket säkerställer en hållbar produktion samtidigt som fokus på laxens välbefinnande bibehålls.

Ett flertal strukturella trender förväntas driva efterfrågan på lax:

**Uppnå klimatmål genom livsmedel med låg CO2-påverkan.** Allt fler konsumenter efterfrågar livsmedel med lägre koldioxidavtryck som lax, som har lägre klimatavtryck jämfört med andra animaliska proteinkällor som nötkött och fläskkött.

**Livsmedels-rekommendationer: Ät mer fisk och mindre kött.**

Livsmedels-rekommendationer utfärdade i väst-länder förväntas leda till ökad efterfrågan av livsmedel som lax, vilket är en källa till högkvalitativt protein, omega-3-fettsyror samt viktiga vitaminer och mineraler.

**Ökad konsumtion i tillväxtmarknader:** Asien har blivit en allt viktigare marknad för lax och den växande medelklassen i dessa länder söker hälsosammare alternativ till proteinkällor, vilket ökar efterfrågan på lax

**Hållbar produktion inom fisk.** Salmar har ASC-certifiering (Aquaculture Stewardship Council) för en stor del av sin produktion, vilket garanterar att laxen odlas på ett sätt som beaktar både miljömässiga och sociala faktorer. Detta gör SalMar till ett attraktivt alternativ för de konsumenter som prioriterar hållbara och etiska livsmedelsval.

Vår DCF-analys indikerar en uppsida på cirka 19%, samtidigt som SalMar är bäst i klassen av peers vad gäller historisk omsättningstillväxt senaste sju åren, samt högst EBIT- och EBITDA-marginaler för 2023. Dessutom som konkurrenten Bakkafrost har en högre värdering sett till P/E.

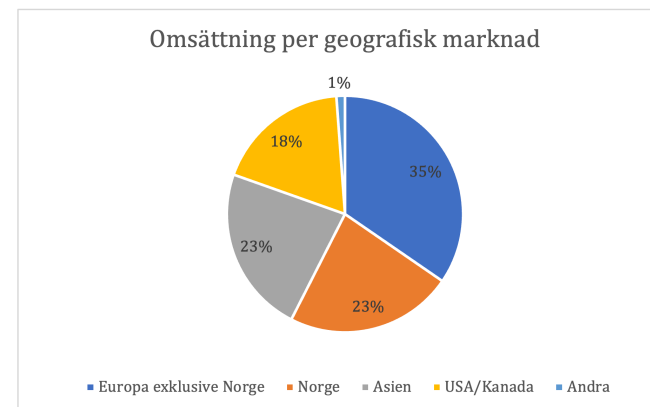
# Affärsmodell

SalMars verksamhet står på två ben. Det ena benet består av att föda upp lax och det andra benet består av att bearbeta och sälja laxen. SalMar har en meritlista av att uppnå branschledande ebit/kg-marginaler i Norge vilket man åstadkommer genom att ha en väldigt effektiv verksamhet vad gäller uppfödning av lax. Samtidigt som SalMar är effektiva i sitt arbete med att föda upp lax så arbetar man mycket med att bibehålla en hög etisk standard vad gäller uppfödningen av laxar.

**Fiskodling.** SalMar bedriver uppfödning av lax på fyra olika områden och majoriteten av uppfödningen är kustnära, det vill säga längst med kusten och i fjordar. Det ena området kallar de för Centrala Norge och är deras största område, här skördade man 141,100 ton lax under 2023, i rensad vikt. Området Centrala Norge anses ha goda förutsättningar för uppfödning av lax, där man har en fördelaktig havstemperatur tack vare golfströmmen, en hög vattensättningsgrad och många områden att bedriva uppfödning på. Deras näst största område heter Norra Norge och här skördade man 92,800 ton lax under 2023. SalMar förklarar att Norra Norge är ett område med stor potential och gynnsamma förhållanden där man hade kunnat föda upp mer lax. Deras tredje största område ligger på Island och här skördade man 17,900 ton lax under 2023. SalMar äger en majoritetspost i Icelandic Salmon och det är på så vis man har verksamhet på Island. Laxodling på Island är fortfarande i en tidig fas men med havstemperaturer likt Norra Norge konstaterar SalMar att förhållandena är gynnsamma för laxodlingar utanför Island. Det fjärde och minsta området heter Aker Ocean och här skördade man 2,300 ton lax under 2023. Aker Ocean är ett testsamarbete mellan SalMar och Aker Capital där man försöker föda upp lax längre ut till havs, vad man kallar offshore farming. Detta för att minska risken för parasiter och sjukdomar som kan förekomma längst med kusten. Vid de tre första områdena har man också

specifika anläggningar där man föder upp laxyngel varje år för att bibehålla populationsnivåerna. Detta sker på land och är en process där man kläcker ägg i kontrollerade former och gör laxynglet van med saltvatten. I naturen kläcks laxyngel i sötvatten så denna process är nödvändig för att göra odlad lax van med saltvatten, detta eftersom odlingarna ligger i saltvatten.

**Försäljning & Industri.** Detta ben av verksamheten tar hand om all försäljning och bearbetning av laxen från odlingarna. Under 2023 sålde man uppskattningsvis 240,000 lax vilket gör SalMar till den näst största producenten av lax i världen. Man fokuserar sin försäljning mot Europa, Asien och USA. Vad gäller bearbetningen av lax har SalMar flera anläggningar där den primära heter InnovaMar och ligger i höjd med Trondheim. Här har SalMar möjlighet att skörda, filea och portionera cirka 150,000 ton lax per år. Deras senaste tillskott som togs i drift 2023 heter InnovaNor och ligger vid SalMars faciliteter i norra Norge. Denna anläggning beskrivs som högteknologisk och har möjlighet att ta hand om 150,000 ton lax per år.



# Marknad och Konkurrens

Majoriteten av laxen från SalMar produceras i Norge men företaget föder även upp en del lax utanför Island och Storbritannien genom delägande i bolag. Försäljningen sker globalt men SalMar säljer främst lax till Europa, Asien och USA. I Europa utgör Polen, Sverige och Frankrike de största marknaderna. I Asien är det Sydkorea, Japan och Taiwan som utgör de största marknaderna. I USA är det Nordamerika som SalMar säljer mest till. Eftersom SalMar lägger vikt vid att vara närvarande på den lokala marknaden har man under 2023 öppnat upp säljkontor i Japan, Sydkorea, Vietnam, Taiwan och Singapore.

Genom ett antal förvärv under 2022 där SalMar förvärvade andelar i norska NTS, NRS och SalmoNor seglade SalMar upp till att vara världens näst största producent av lax, från att tidigare har varit på fjärde- till femteplats. Störst är norska Mowi som i dagsläget producerar cirka 475,000 ton lax, vilket kan jämföras med SalMars nivåer omkring 250,000 ton lax. Samgåendet av SalMar, NTS, NRS och SalmoNor genomfördes för att uppnå synergifördelar bland fiskodlingarna till havs, inom logistikkedjan och inom försäljning och bearbetning av fisk. SalMars totala skulder tredubblades samtidigt i samband med dessa förvärv. I närtid av dessa förvärv annonserade norska staten att laxföretag nu ska omfattas av grundränteskatten, vilket är en skatt på naturresurser som motsvarar 40% av företagets vinst, vilket direkt påverkar SalMars kassaflöde och möjlighet att betala tillbaka sina skulder. Sedan förslaget om införande av grundränteskatten har skatten omförhandlats och uppgår idag till 25%.

För producenter av lax utgör diverse sjukdomar och parasiter en stor risk som slår direkt på resultatet hos laxbolagen. En av de största utmaningarna idag är havslöss. Denna lus sitter utanpå fisken och skapar sår som i sin tur kan bli infekterade av olika bakterier i havsmiljön. Detta

har en direkt påverkan på laxens välmående och hur snabbt laxen växer. En skadad lax som växer långsamt är det sista man vill ha i en bransch vars resultat är direkt kopplat till antalet producerade ton lax per år. Havslusen är något som förekommer naturligt i havsmiljö på norra halvklotet och det är både komplicerat och kostsamt att hålla fiskarna fria från denna parasit. Ett sätt att motverka havslöss är att använda sig av fartyg som suger upp laxen i odlingarna, behandlar dem för att avlägsna lusen, och sedan släpper tillbaka laxen. Å andra sidan är detta ett kostsamt och riskfyllt moment som riskerar att skada laxen, därför vill man undvika att behandla laxen då det riskerar att leda till skador som sedan riskerar att bli infekterade och påverkar fiskens välmående. Det har också genomförts testar där man skyddar laxodlingarna genom att omfamna dem med en kjol som går ner till tio meters djup. Denna metod har påvisat mindre förekomst av havslöss inuti odlingarna.

SalMar redovisar in sin Q3 rapport från 2024 att man har haft biologiska utmaningar i form av högre havstemperatur, förekomst av havslöss och en ny brännmanet (string jellyfish) som skadar laxen. Resultatet i Q3 påverkades negativt och SalMar sänkte sin skördeprognos för helåret med 20,000 ton till 276,900 ton (inkluderat Norge, Aker Ocean, Island och Skottland). Inför helåret 2025 guidar SalMar med en skördeprognos för helåret på 310,000 ton. Det blir således intressant att se hur detta utvecklas framöver och om dessa biologiska utmaningar kvarstår och skördeprognosen för 2025 behöver justeras ned. Samtidigt har SalMar en god historik av att leverera.

Framöver förväntas prisutvecklingen på lax vara stabil men vi ser vissa orosmoln i USA, som är en stor importör av odlad lax, och vilken påverkan det skulle få om förslaget på tullar införs.



# Marknad och Konkurrens

## Ledning

Ledningen består av VD Frode Arntsen och han tillträdde denna post 2022 efter att ha börjat på Salmar 2017 om COO. Ulrik Steinvik är CFO och tog över denna roll 2021 och har jobbat på företaget sedan 2006. COO för Farming började 2018 och COO Sales&Industry började 2022. Generellt är det många som är relativt nya i sina roller i ledningsgruppen. Gemensamt är att många har lång tidigare erfarenhet inom lax- och fiskindustri. Alla i ledningsgruppen äger aktier vilket är ett gott tecken. Flest aktier äger CFO som äger hela 120,478 aktier (direkt + indirekt via andra bolag).

## Ägare

Den största ägaren i SalMar med 45,39% av kapitalet är Kverva Industrier AS och har varit ägare sedan 1997. Kverva Industrier AS ägs i sin tur av Kverva AS som kontrolleras till 93,1% av Gustaw Witzøe, som är grundare av SalMar och idag sitter som ordförande i styrelsen.

Näst största ägare är norska staten genom pensionsfonden Folketrygdfondet med 6,34% av kapitalet. Norska staten har andelar i flera av de norska fiskproducenterna.

Ägare	Antal aktier	Kapital	Röster
KVERVA INDUSTRIER AS	59,934,476	45,39 %	45,48 %
FOLKETRYGDFONDET	8,372,758	6,34 %	6,35 %
State Street Bank and Trust Comp	2,289,991	1,73 %	1,74 %
TERBOLI INVEST AS	1,425,394	1,08 %	1,08 %
JPMorgan Chase Bank, N.A., London	1,394,041	1,06 %	1,06 %
LIN AS	1,337,685	1,01 %	1,02 %
HASPRO AS	1,171,542	0,89 %	0,89 %
PARETO AKSJE NORGE VERDIPAPIRFOND	1,162,107	0,88 %	0,88 %
VERDIPAPIRFONDET ALFRED BERG GAMBA	1,155,226	0,87 %	0,88 %
State Street Bank and Trust Comp	1,081,585	0,82 %	0,82 %
<b>Totalt 10 största</b>	<b>79,324,805</b>	<b>60,07%</b>	<b>60,20%</b>
<b>Övriga</b>	<b>52,714,115</b>	<b>39,93%</b>	<b>39,80%</b>

30 September 2024



# Värdering

Vi har valt att basera vår värdering på en DCF och relativvärdering.

## Diskonterad Kassaflödesanalys

I DCFen används en diskonteringsränta på 5,7% och riskfri ränta om 3,72%, vilket är yielden på en 10 årig norsk statsobligation. Vi har antagit en omsättningstillväxt om 5 procent för 2025, som sedan ökar 2026 till 16 procent. Enligt siffror från Kontali Analyse förväntas det globala utbudet öka med 1,2 procent under 2024 från nivåerna 2023.

Under 2025 räknar Kontali Analyse även med låg volymtillväxt med globalt utbud att öka med 4,6 procent. Med en robust närvaro i Europa, Asien och Amerika förväntar sig SalMar fortsatt tillväxt på internationella marknader, genom att dra nytta av sina högkvalitativa laxprodukter och globala försäljningsnätverk. Arbetet med att stärka marknadens närhet inkluderar öppnandet av nya försäljningskontor. Därav antar vi att försäljningen i Asien förväntas ha högst omsättningstillväxt, följt av USA/Kanada, Europa (exklusive Norge), Norge och "Andra länder".

Vidare har vi antagit en EBIT-marginal om i genomsnitt 23% 2024–2030, vilket är i linje med den historiska EBIT-marginalen senaste 5 åren. Fusionen med Norway Royal Salmon Sammanslagningen förväntas ge betydande kostnadssynergier från bättre platsanvändning, integrering av försörjningskedjan och operativ effektivitet, varpå vi bedömer att de kontinuerliga kostnadssynergierna från fusionen kommer bidra till att göra det möjligt för SalMar att bibehålla en hög EBIT-marginal även under de kommande åren.

Vår DCF indikerar en uppsida på 19%.

WACC	Change in Revenue						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
7,2%	-52%	-44%	-36%	-28%	-18%	-9%	2%
6,7%	-43%	-34%	-25%	-15%	-5%	6%	18%
6,2%	-31%	-22%	-11%	0%	12%	25%	38%
5,7%	-17%	-5%	7%	19%	33%	48%	64%
5,2%	3%	16%	30%	45%	62%	79%	98%
4,7%	29%	45%	62%	81%	101%	122%	144%

WACC	Change in EBIT margin						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
7,2%	-38%	-35%	-31%	-28%	-24%	-21%	-17%
6,7%	-27%	-23%	-19%	-15%	-12%	-8%	-4%
6,2%	-13%	-9%	-4%	0%	4%	9%	13%
5,7%	4%	9%	14%	19%	24%	29%	34%
5,2%	28%	34%	39%	45%	51%	57%	63%
4,7%	60%	67%	74%	81%	88%	95%	101%
4,2%	107%	115%	124%	133%	141%	150%	159%



# Värdering

## Relativvärdering

Relativvärdering medelvärde (Q3 2024)

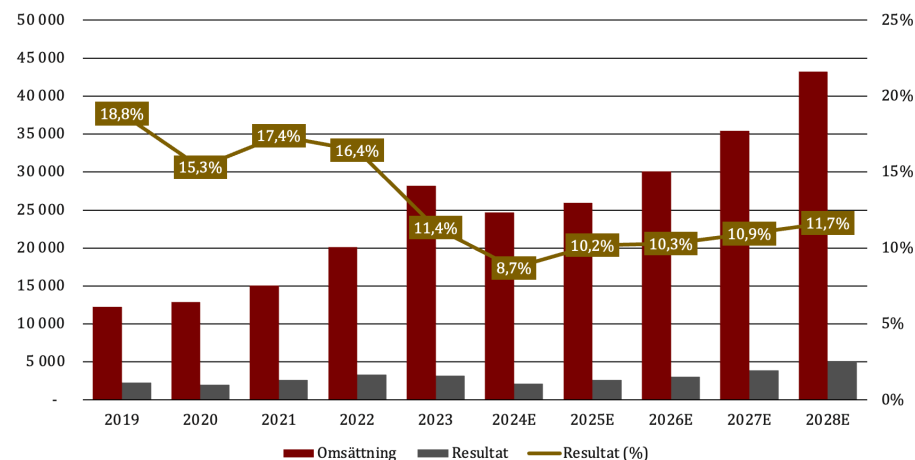
	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
<b>Mowi</b>	20,4	17,5	10,1
<b>Grieg Seafood</b>	(Negativ)	(Negativ)	51,7
<b>Lerøy Seafood Group</b>	15,6	13,8	8,6
<b>Bakkafrost</b>	42,4	16,5	11,5
<b>Austevoll Seafood</b>	9,2	5,4	3,8
<b>Genomsnitt</b>	21,9	13,3	17,1
<b>Salmar</b>	22,7	15,3	19,5
<b>Upside/downside</b>	-4%	-13%	-12%

Relativvärderingen baseras på en jämförelse av fyra norska företag verksamma inom försäljning, havsbruk samt bearbetning av fisk- och skaldjursprodukter. Det genomsnittliga värdet för peers indikerar en nedsida på -4% baserat på P/E, -41% baserat på EV/EBIT och -12% baserat på EV/EBITDA. Enbart konkurrenten Bakkafrost har en högre värdering baserat på P/E.

Vid en jämförelse av historisk omsättningstillväxt de senaste sju åren samt EBIT- och EBITDA-marginaler för 2023, överträffar SalMar samtliga peers. Vår slutsats baserat på peer-värderingen är att SalMars högre relativvärdering är motiverad. Samtidigt gör bristen på peers med liknande marginalnivåer och historisk omsättningstillväxt det svårt att rättfärdiga SalMars värdering enbart genom jämförelse med peers.

	CAGR Omsättning 7 år	EBIT-marginal 2023	EBITDA- marginal 2023
<b>Mowi</b>	6,4%	17,8%	25,6%
<b>Grieg Seafood</b>	3,9%	14,0%	21,9%
<b>Lerøy Seafood Group</b>	7,7%	10,5%	15,3%
<b>Bakkafrost</b>	11,9%	21,6%	30,5%
<b>Austevoll Seafood</b>	8,0%	15,2%	9,1%
<b>Genomsnitt</b>	7,6%	15,8%	20,5%
<b>Salmar</b>	14,7%	28,7%	33,8%

Revenue, Earnings and Earnings Margin (MSEK)



# Rekommendation

SalMar har genom sitt förvärv av Norwegian Royal Salmon positionerat sig som en av världens största och mest effektiva laxodlare. Salmar har visat en imponerande förmåga att upprätthålla branschledande EBIT/kg-marginaler, särskilt i Norge, vilket gör företaget till en stark spelare på den globala laxmarknaden. Vidare har SalMar cementerat sin position som den näst största laxproducenten globalt och stärker sin närvaro i nyckelmarknader. Företagets vertikalt integrerade affärsmodell, som omfattar både fiskodling och bearbetning, ger SalMar en konkurrensfördel genom kostnadseffektivitet och kontroll över hela produktionskedjan.

Dessutom förväntas ett flera strukturella trender driva efterfrågan på lax, både i Nordamerika och Europa, samt i tillväxtländer i Asien. Exempelvis att uppnå klimatmål genom livsmedel med låg CO<sub>2</sub>-påverkan, samt livsmedelsrekommendationer som uppmuntrar till att äta mer fisk och mindre kött, samt hållbar produktion av fisk spelar också en central roll, vilket vi tror kan bidra positivt till framtida tillväxt för SalMar.

Genom att anta en konservativ tillväxtprognos för 2025 och en EBIT-marginal som ligger i linje med företagets historiska prestationer, indikerar vår DCF-analys en uppsida på 19%. Samtidigt som den genomsnittliga värderingen av Salmars Peers indikerar en nedsida baserat på P/E, EV/EBIT och EV/EBITDA, utmärker sig SalMar med högst historisk omsättningstillväxt senaste sju åren, samt högst EBIT- och EBITDA-marginaler för 2023, samtidigt som SalMar har en lägre värdering än konkurrenten Bakkafrost sett till P/E.

Vi rekommenderar **Köp**.

