

HENDRIK OUDE NIJHUIS KIJKT NET ALS WARREN BUFFETT GRAAG NAAR DE VOLGENDE WAARDERINGS-MAASTAVEN:



>RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door het geïnvesteerde kapitaal. De ROIC geeft aan in welke mate een bedrijf uitblinkt in het verdienen van geld. Bedrijven met een hoge ROIC hebben vaak een duurzaam concurrentievoordeel.



>EARNINGS YIELD (EY)

Deze ratio wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door de beurswaarde waarbij een correctie is aangebracht voor eventuele schulden en cash. Omdat gerekend wordt met het bedrijfsresultaat en gecorrigeerd wordt voor de balanspositie is de Earnings Yield een betere maatstaf om de waardering van verschillende aandelen met elkaar te vergelijken dan de meer bekende koers-winstverhouding.

SALMAR

Noorse zalmkweker is een vrij smakelijke belegging

SalMar ASA (ticker Oslo Børs: SALM) behoort tot de grootste en efficiëntste zalmproducenten ter wereld. Dit Noorse bedrijf bestrijkt de hele waardeketen — van de kweek tot verwerking en verkoop — en hanteert een sterke focus op kostenbeheersing en innovatie. Dankzij schaalgrootte, strategische licenties en initiatieven zoals het Salmon Living Lab onderscheidt SalMar zich in een markt die sterk afhankelijk is van schommelende zalm prijzen.

Wanneer de zalmen een bepaalde grootte hebben bereikt, worden ze in zee in een drijvende constructie met netten verder gekweekt tot volwassen zalmen. De zalm wordt vervolgens, vers, gerookt of bevroren, en al dan niet in individuele porties verpakt, verkocht aan supermarktketens, distributeurs en de verwerkende industrie. Zalm wordt vanwege de geografische omstandigheden vooral gekweekt in Noorwegen en Chili. SalMar behoort tot de grootste zalmproducenten wereldwijd. De activiteiten bevinden zich hoofdzakelijk in Noorwegen (met name in het

midden en noorden van het land), maar SalMar heeft daarnaast kwekerijen in Schotland en IJsland. Afgelopen boekjaar verkocht het bedrijf voor 26,4 miljard Noorse kronen aan zalm, oftewel ongeveer 2,2 miljard euro.

EFFICIËNTE PRODUCTIE

Dankzij schaalgrootte en strakke kostenbeheersing geldt SalMar als een van de meest efficiënte producenten in een markt waar de prijs wordt bepaald door wereldwijde vraag en aanbod. Het bedrijf beschikt over waardevolle licenties voor zalmkweek op zee, wat mede de overnamestrategie verklaart. Met Ocean Farm 1 en Arctic

Offshore Farming heeft SalMar twee offshore-locaties, die minder last hebben van kustgebonden ziektes.

De beurswaarde bedraagt circa 60,6 miljard Noorse kronen (ruim 5,1 miljard euro). Daarmee komt SalMar in aanmerking voor de hoofdindex van de Noorse beurs, de OBX. In 2024 lag de *Return on Invested Capital* (zie kader) op ruim 16 procent. De kaspositie bedraagt 338 miljoen Noorse kronen, bij een nettoschuld van 22 miljard Noorse kronen, grotendeels voortkomend uit eerdere acquisities.

SalMar heeft een operationele winstmarge van 20 procent, aanzienlijk hoger dan concu-

renten zoals Mowi en Lerøy. Van de winst wordt driekwart als dividend uitgekeerd, wat het aantrekkelijke dividendrendement van bijna 5 procent verklaart.

SALMON LIVING LAB

Hoewel zalm een luxeproduct is, geldt het ook als een *commodity*. Een *commodity* is een bulkproduct dat in grote hoeveelheden verhandeld wordt – vergelijkbaar met tarwe of koffie.

Om concurrentievoordeel te behouden, investeert SalMar in innovatie. Het in 2024 gelanceerde Salmon Living Lab is een R&D-initiatief van circa 500 miljoen Noorse kronen, in



OVER DE AUTEUR
Hendrik Oude Nijhuis is een expert op het gebied van waardebeleggen en auteur van de bestseller: 'Leer beleggen als Warren Buffett – zijn beleggingsstrategie in theorie & praktijk' (beterinbeleggen.nl)

De auteur bezit geen aandelen SalMar.

samenwerking met onder meer Cargill, gericht op gezondheid, welzijn en kostenefficiëntie. Toch blijven er risico's, zoals hogere zeewatertemperaturen, zeeluis en kwalenplagen, die kunnen leiden tot hogere kosten en lagere opbrengsten.

In het eerste kwartaal van 2025 meldde SalMar een relatief hoog percentage "gedeclassseerde" vis, wat druk zette op de aandelenkoers. Innovaties zoals drones en laserinstallaties moeten verliezen door plagen beperken.

FISCALE DRUK

Hoewel de wereldwijde vraag naar zalm sterker stijgt dan het aanbod, blijft SalMar uiteraard

afhankelijk van de fluctuerende marktprijs. Dit risico dekt het bedrijf uit Frøya deels af met overeenkomsten waarbij zalm tegen een afgesproken prijs in de toekomst wordt geleverd.

In september 2022 kondigde de Noorse regering een nieuwe *resource rent* belasting voor zalmkwekerijen aan, die aanvankelijk 40 procent voor grote producenten zou bedragen. Dit leidde tot een scherpe koersdaling van het aandeel SalMar. Het tarief werd later verlaagd en wordt sinds 2024 berekend op basis van daadwerkelijke verkoopprijzen, waardoor het risico op extreem hoge belastingaanslagen afneemt. Toch blijft de belastingdruk een structureel aandachtspunt voor de sector.

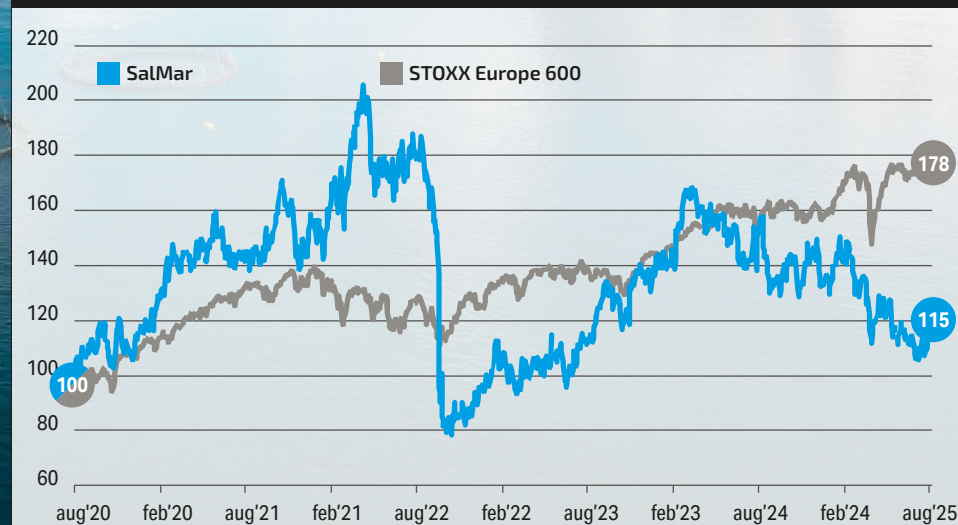
EINDOORDEEL

Over het management van SalMar ben ik positief, met name vanwege de inzet op innovatie en de continue focus op kostenbeheersing. Medeoprichter van het bedrijf, Gustav Witzøe (1953), vervult de rol van voorzitter van de raad van commissarissen. Het investeringsfonds Kverva AS van de familie Witzøe bezit 44,8 procent van de aandelen van SalMar.

Sinds 2022 is Frode Arntsen bestuursvoorzitter (1970; totale vergoeding afgelopen jaar 8,3 miljoen Noorse kronen, ongeveer 700 duizend euro). Arntsen heeft een heel afwisselende carrière: voordat hij in 2017 bij SalMar in dienst trad, werkte hij als leraar en daarvoor bij het Noorse leger.

De *Earnings Yield* (zie kader) komt uit op ruim 6 procent. Met de sterke marktpositie en aanhoudende innovatiekracht, blijft SalMar aantrekkelijk voor beleggers die niet terugschrikken voor prijschommelingen en sectorrisico's. Werken met limietorders is wel nadrukkelijk aan te bevelen, want de handel in het aandeel is maar beperkt.

AANDEEL SALMAR IN DE AFGELOPEN VIJF JAAR VEEL WOELIGER DAN DE STOXX EUROPE 600



Bron: Bloomberg. Totaalresultaat in euro's.