

# Kursrutsch bei Norwegens Lachstiteln: Einmalige Kaufgelegenheit für Bonafide

## Marktkommentar / 28.09.2022

Um das Budgetdefizit 2023 zu verkleinern, hat heute die norwegische Mitte-Links-Regierung dem Parlament den Vorschlag unterbreitet, Aquakulturen, die in den norwegischen Gewässern Lachs züchten, mit einer zusätzlichen Ressourcensteuer von 40% zu belasten. Die Einführung ist auf den 1. Januar 2023 geplant, doch der Vorschlag muss erst noch vom Parlament angenommen werden. Die Aktienkurse der wichtigsten Fischzüchter – SalMar, Leroy Seafood, Grieg Seafood und Co. – brachen aufgrund der Nachrichten bis zu 30% ein.

### Unsere Einschätzungen

- Angesichts der bereits vorhandenen Steuersätze und Lizenzkosten erscheint die geplante zusätzliche Steuerlast für Fischzüchter als ungerechtfertigt. Seit dem aktuellen Jahr bezahlen die Lachszüchter eine neue Produktionssteuer von NOK 0.40/kg, was bei Beschluss vor zwei Jahren bereits als Kompromisslösung zwischen Industrie und Regierung taxierte, um die Bevölkerung an den Gewinnen partizipieren zu lassen.
- Wir sehen die Disruption im Markt als eine Kaufgelegenheit. Das Szenario der Steuererhöhungen wurde bereits weitgehend eingepreist und die aktuellen Kursrückgänge bedeuten eine klare Überreaktionen des Marktes. Angesichts der lange nicht mehr dagewesenen, sehr attraktiven Risk-/Return-Profil wurde die Sektorallokation zu den Produzenten in Norwegen per sofort erhöht.
- Fundamental sind die Aussichten für Lachsproduzenten trotz Befürchtungen einer globalen Rezession unverändert gut. Für 2023 werden bereits Lachspreise von über NOK 80/kg bezahlt, während auf der Kostenseite die Inputpreise Zeichen einer Entspannung senden.

### Was sind die Argumente zur Einführung dieser Steuer?

Die Regierung begründet die Ressourcensteuer damit, dass die norwegischen Fjorde die besten klimatischen Bedingungen für die Lachszucht bieten. Die Fjorde seien jedoch im Besitz der Bevölkerung, sodass diese ein Anrecht auf einen Teil der Gewinne haben. In derselben amtlichen Mitteilung werden auch die Ressourcensteuern für Energiekonzerne (u.a. auch Wind- und Wasserkraft) eingeführt respektive erhöht.

### Was für Gelder fließen bereits von den Aquakulturen zum Staat?

Die Lachszüchter erwarben beziehungsweise erwerben die Zuchtlicenzen zu Marktpreisen. Die Entschädigung dazu geht an den Staat respektive an die lokalen Bezirke über. Die Züchter in Norwegen unterliegen zudem der üblichen Gewinnsteuer von 22% für Unternehmen. Die Gesamtbesteuerung nach Einführung der zusätzlichen 40%-Ressourcensteuer würde demnach auf 62% steigen. Des Weiteren bezahlen die Lachszüchter seit dem aktuellen Jahr eine neue Produktionssteuer von NOK 0.40/kg. Bei Beschluss vor zwei Jahren wurde dies bereits als Kompromisslösung zwischen Industrie und Regierung taxiert, um die Bevölkerung an den Gewinnen partizipieren zu lassen.

### Was sind die Konsequenzen dieser erhöhten Steuer?

Für die Aktionäre von Lachsunternehmen mit Zuchtanlagen in den Fjorden Norwegens bedeutet die neue Steuer merkliche Gewinneinbussen. Je nach Unternehmen belaufen sich diese nach ersten Schätzungen auf 15-30%. Für den Sektor und die lokale Bevölkerung wird zudem erwartet, dass die privaten Investitionen in den Fjorden Norwegens zurückgefahren werden und die Unternehmen in andere Regionen der Welt diversifizieren. Damit einhergehend dürfte das Volumenwachstum in Norwegen zum Stillstand gelangen. Als Folge dessen sind bei weiterhin global steigender Nachfrage nach Lachs langfristig höhere Preise zu erwarten, was wiederum für einen Teil der neuen Steuer entschädigt.

### Was nehmen die gesunkenen Aktienkurse vorweg?

Der heutige Kursrutsch an der Seafood-Börse in Oslo sucht seinesgleichen. Die Aktien der Lachsunternehmen verlieren zum Zeitpunkt des Schreibens zwischen 15-30%. Zusammen mit den Kursrückgängen seit Mitte September 2022, wo erste Gerüchte über Steuerdiskussionen aufkamen, sind die erwarteten Gewinneinbussen somit bereits mehr als eskomptiert. Der «Worst-Case» ist in den Aktienkursen inkludiert.

### Wie schätzt Bonafide die Aussichten ein?

Fundamental sind die Aussichten für Lachsproduzenten trotz Befürchtungen einer globalen Rezession unverändert gut. Für 2023 werden bereits Lachspreise von über NOK 80/kg bezahlt, während auf der Kostenseite die Inputpreise Zeichen einer Entspannung senden. Die neue (negative) Information mit der Ressourcensteuer ist bereits vollständig eingepreist, obwohl seitens der Industrie und dessen Cluster (Mitarbeiter, Lieferanten, Bezirke, etc.) noch eine starke Lobby-Kampagne mit Schilderung der düsteren Szenarien zu erwarten ist. Man muss bedenken, dass die Regierung Norwegen erst kürzlich ihre Vision, die Zuchtvolumen bis 2050 zu verfünffachen (!), bekräftigt hat. Die erhofften, langfristigen Wohlstandsgewinne für das Land dürften sich unter den neuen Umständen in Luft auflösen. Obwohl Mitte-Links im Parlament über eine Mehrheit verfügt, besteht eine **Wahrscheinlichkeit, dass die Einführung verschoben, der Steuersatz reduziert oder bestenfalls sogar aufgehoben wird**. Andererseits negiert der Markt in unseren Augen die abzuleitende (positive) Information, dass das Angebotswachstum aufgrund fehlender Investitionen zum Erliegen kommt. Zu guter Letzt gibt es noch zahlreiche Fragen zur technischen Umsetzung, denn die Unternehmen verfügen über lange Wertschöpfungsketten und die Steuer tangiert «nur» die Zucht in den Fjorden. Das Risiko weiterer panischer Kursstürze der Lachsaktien in Norwegen ist merklich gesunken. Das Gewinnpotenzial einer Gegenbewegung, ausgelöst durch mildernde Aussagen der Regierung oder dem Bewusstwerden aller Auswirkungen (positive und negative), ist hingegen stark angestiegen.

### Was unternimmt Bonafide in der gegenwärtigen Situation?

Über die vergangenen Monate hat Bonafide in allen Gefässen Cash-Positionen im zweistelligen Prozentbereich aufgebaut, unter anderem auch durch die Zurückstufung der Lachsaktien in Norwegen auf «Neutrale Gewichtung». Bonafide rebalanced nun kräftig und kauft Aktien zu, um die ursprünglichen Allokationen wieder herzustellen. Angesichts der lange nicht mehr dagewesenen, sehr attraktiven Risk-/Return-Profil wird die Sektorallokation zu den Produzenten in Norwegen zudem erhöht.

### Einmal mehr zeigt sich die Wichtigkeit der Diversifikation

Dieser turbulente Tag an den Seafood-Börsen unterstreicht einmal mehr die Wichtigkeit der Diversifikation. Auch wenn die globalen Megatrends überall auf dieser Welt ihre Gültigkeit haben, können Klumpenrisiken durch eine globale Diversifikation entlang der gesamten Wertschöpfungskette vermindert werden. Das Bonafide-Team hat über 10-Jahre Erfahrung im Sektor und generiert mit dem aktiven Management einen Mehrwert für die Investoren.

Sind Sie interessiert mehr zu erfahren? Wir würden uns über Ihre Kontaktaufnahme sehr freuen.

### Bonafide Wealth Management AG

Höfle 30  
9496 Balzers  
Liechtenstein

+423 388 00 30  
info@bonafide-ltd.com  
www.bonafide-ltd.com