

Kommentar zu Artikel «Fischmarkt schwimmt gegen den Strom» vom 19. Dezember 2020 in der «Finanz und Wirtschaft»

Generell

Der Artikel konzentriert sich fast gänzlich auf den seit Jahren stagnierenden Wildfang, obwohl die Schlagzeile mit Wachstumsaussichten aufhorcht. Die Stagnation der Proteine aus wilden Beständen verbunden mit der ungebrochen steigenden Nachfrage nach gesundem Fisch bildet aber gerade die Grundlage für die aufstrebenden Aquakulturen. So spricht die Einleitung lediglich von Fischern und nicht von der immer wichtiger werdenden Berufsgattung der Fischwirte. Oder im Zusammenhang mit Lachsexporten und Norwegen wird von «Fischerei» gesprochen, obwohl die norwegischen Lachse zu 99.9% aus nachhaltigen Aquakulturen stammen.

Globaler Fischverbrauch

Die Einschätzung zum überproportionalen Wachstum der Fischnachfrage gegenüber anderen Proteinen lässt sich mit der Grafik der FAO (Food and Agriculture Organization) seit Jahren belegen. Eine Trendwende ist nicht in Sicht. Insbesondere die wachsende asiatische Mittelschicht, die traditionell «fischbegeistert» ist, wird zum weiteren Trendverlauf beitragen. Die entstandene und weiter öffnende Lücke zwischen globaler Nachfrage und begrenztem Angebot seitens der natürlichen Beständen in Meeren, Seen und Flüssen wird seit 1970 mit der Produktion aus Aquakulturen abgedeckt.

COVID-19-Einflüsse

Die Autorin bemerkt richtigerweise, dass Corona (leider) keinen Halt vor dem Fischsektor machte. Üblicherweise tangieren Rezessionen die Lebensmittelproduktion nur bedingt, weshalb man dem Sektor definitiv einen defensiven Charakter attestieren darf. Aber die Rezession war einzigartig und politisch infolge harter Einschränkungsmaßnahmen zur Bekämpfung des Coronavirus herbeigeführt. Restaurants und Kantinen mussten schliessen, die Logistiknetzwerke wurden über Nacht auf den Kopf gestellt. Es ist eine Tatsache, dass sich Konsumenten mit der Zubereitung von Fisch zuhause schwertun, denn zu oft wird noch der ganze Fisch verkauft. Wer hantiert schon gerne mit Gräten und Fischmäulern? Fleischproteine sind da Jahre voraus, verkauft doch der Metzger schon heute Filets und sehr selten ganze Rinder, Schweine oder Hühner. Mehr «Convenience» ist daher seitens der Fischproduzenten gefragt, um den Fischkonsum in den eigenen vier Wänden zu fördern. Dass die Industrie diesen Trend erkannt hat, zeugt davon, dass selbst verlustschreibende Unternehmen während COVID-19 strategische Investitionen in Filetiermaschinen tätigten, denn mit Filets war/ist über Retailkanäle während der Krise definitiv gutes Geld zu verdienen.

Erholung

Wer den Fischsektor verfolgt, der bemerkt, dass hier erst eine teilweise Erholung stattgefunden hat. Das Warten auf die mehrheitliche Rückkehr des sogenannten «HORECA»-Kanals (Hotels, Restaurants, Catering) bedrückt die Hersteller weiterhin. Man konnte die Fertigung immerhin so umstellen, dass Produkte für den Heimverzehr optimiert wurden, denn gegessen wird der Fisch immer. Das zeugt auch davon, dass für die Konsumenten eine Preisbaisse im Supermarkt praktisch nicht spürbar war. Gewonnen haben insofern Verarbeiter wie Nomad Foods oder Thai Union, die ihre Produkte mehrheitlich in Lebensmittelgeschäften verkaufen. Gehandelt werden sie aber teilweise bereits wieder auf Vorkrisenniveau, obwohl die tiefen, globalen Fischpreise noch mindestens für 12-24 Monate (je nach Lagerkapazitäten oder Preiskontrakten) Rückenwind geben dürften. Die meisten unserer Portfoliounternehmen sind vertikal teil-integriert, sprich produzieren selbst, verfügen aber für eine Teilmenge über eigene Verarbeitungskapazitäten. Da es sich aber ausschliesslich um Vorwärtsintegration handelt und die Margen im «Value Added-Processing» eher bescheiden sind, liegt das grosse Potential weiterhin bei den Verkaufspreisen. Mit dem Impfanstoss in mehreren Ländern sowie dem absehbaren Frühlingsbeginn in drei Monaten auf der Nordhalbkugel, kommt Hoffnung auf das Pandemieende auf. Im Herbst 2021 dürfte die Politik und das Gesundheitswesen dank der weiterhin laufenden Impfstoffforschung wesentlich besser gerüstet sein, um auf strenge Eindämmungsmaßnahmen wie der Gastronomieschliessung zu verzichten. Unsere grösste Wette läuft derzeit auf den beliebtesten Speisefisch – Lachs. 2021 dürfte nicht nur die Nachfrage das Vorkrisenniveau erreichen, sondern das prognostizierbare Angebot stagniert respektive wird sogar leicht rückläufig sein. In solchen Jahren funktioniert der freie Markt und es wäre nicht erstaunlich dürften wir in der zweiten Semesterhälfte neue Preisrekorde sehen. Das «Smartmoney» in unserem Sektor, das vor allem aus Norwegen stammt, deckt sich kräftig mit Aktien der eigenen Unternehmen ein. Ausländische, preistreibende Investoren scheinen derzeit mit Technologietiteln beschäftigt.

Die zwei «Nachhaltigkeiten» im Wildfang und jene der Aquakulturen

Im Artikel wird korrekterweise auf die problematische Überfischung hingewiesen. Rund ein Drittel der weltweiten, natürlichen Biomasse gilt gemäss der FAO als «überfischt». An diesem Naturraub aktiv teilzunehmen, ist für Investoren nicht nur unerwünscht, sondern praktisch unmöglich. Jene wenigen börsennotierten Unternehmen, die im Wildfang tätig sind, stehen unter grossem öffentlichen Druck. Kotiert sind sie besonders in Norwegen, Japan oder Kanada. Sie haben dank der Wissenschaft und den NGOs verstanden, dass der heutige Fang zu Lasten des morgigen geht. Jede Biomasse erholt sich in ihrem natürlichen Umfeld, aber je kleiner sie ist, desto länger braucht sie, bis sie ihre ursprüngliche Grösse wieder erreicht hat. Man schaufelt sich demzufolge das eigene Grab. Etwas Nachhaltigeres als Wildfang unter Berücksichtigung der optimalen Biomasse gibt es nicht. Die Nationen, welche die Meere nach wissenschaftlichem Massstab berauben, befinden sich vornehmlich in Asien und Afrika. Nationen also, die entweder wirtschaftlich unterentwickelt sind oder gänzlich andere Kulturen und Traditionen als westliche Länder hegen und pflegen. Zuvorderst dabei ist das hungrige China, welches sich gerne auch mal in koreanischen Gewässern bedient. Ein letztlich publizierter Artikel erläutert aber, dass es dies auf Einladung Nordkoreas tut und dabei dringend benötigtes Geld nach Pjöngjang fliesst. Wie bei vielem, stellt sich hier die Frage, ob es korrekt ist, sich in ausländische Angelegenheiten einzumischen. Zumindest unterstützen sollte man es nicht. Die grössere Gefahr für Investoren besteht, in Unternehmen investiert zu sein, die mit Rohstoffen bedient werden, die aus IUU-Fischereien (Illegal, Unreported and Unregulated) stammen. Hier laufen zahlreiche Initiativen, um mittels «Traceability» die Herkunft entlang der Wertschöpfungskette jederzeit gewährleisten zu können. Unter anderem werden Schiffe mit Sender ausgestattet und von staatlichen Regulatoren überwacht. Eine andere, vielversprechende Initiative wertet Satellitendaten aus, um Schiffe und deren Fanggründe zu bestimmen. Die Daten sind transparent im Internet abrufbar. Die Digitalisierung wird hier massgeblich unterstützen und kriminelle Vertuschungen mittelfristig verunmöglichen.

Zu Aquakulturen und deren ökologischen Fussabdruck wird im Artikel leider kein Wort erwähnt. Vorwegzunehmen ist, dass auch Aquakulturen Emissionen generieren. So gelangen Futterreste, Kot oder Erreger ungewollt in das nahegelegene Ökosystem. Das Ökosystem kommt damit klar, solange man ihm die Zeit gibt, sich zu erholen. Und hier sind entweder die Unternehmen selbst oder bei Exzessen letztendlich der Regulator gefordert. Analog den Wildfangunternehmen schaufelt sich auch der Züchter das eigene Grab, wenn er die ihm zugeteilte Allmende zu exzessiv nutzt. Zurückbleibende Schäden am Ökosystem haben kostspielige Folgen für die nächste Fischgeneration. Die Wasserqualität ist für die Produktqualität und das Fischwohl entscheidend. Fortschrittliche Industrien haben dieses Potential längst erkannt und versuchen Misch- statt Monokulturen zu betreiben, um Rückstände im Wasser zu verringern. Bei Aquakulturen gilt es nebst der absoluten ebenso die relative Nachhaltigkeitsbetrachtung in die Beurteilung einfließen zu lassen. Und hier spielt die Aquakultur ihre Stärken gegenüber anderen Proteinquellen aus. Fische sind mehrheitlich «Kaltblüter» und erreichen ausgezeichnete Futterumwandlungsverhältnisse. Der Flächenbedarf gegenüber Hühnern ist rund 36x geringer, der Wasserbedarf gegenüber Schweinen rund 7.2x niedriger und der Schadstoffausstoss gegenüber Rindern um das 3-fache kleiner. Aus Nachhaltigkeitsperspektive ist der Konsument daher mit Fischproteinen mit einem wesentlich tieferen Fussabdruck unterwegs als mit Fleischproteinen. Dass das Tierfutter zu einem grossen Teil aus Sojabohnen hergestellt wird, ist ein anderer Aspekt. Hier müssen selbst Menschen auf die Herkunft achten, die sich vegan ernähren, sprich die Problematik mit den Regenwaldabholzungen in Brasilien ist grösser und wohl auf das Bevölkerungswachstum zurückzuführen.

Flut von Fisch-IPO

Im Artikel werden fünf Unternehmen aufgelistet, die erst kürzlich den Sprung an die Börse in Norwegen gewagt haben. Ausgenommen von Ice Fish Farm (Traditionelle Lachszucht in Island) handelt sich bei den Unternehmen um Geschäftsmodelle mit neuen Zuchttechnologien an Land. Der Hauptgrund für den Wechsel vom Wasser aufs Land ist nicht etwa, weil man die Emissionen reduzieren möchte, sondern weil in Norwegen keine neuen Lizenzen für küstennahes Züchten ausgegeben werden. Die Lizenzen sind dermassen teuer geworden, dass es sich je nach Lachspreis lohnt wesentlich kapital- und ressourcenintensiver zu produzieren. Die Ausgaben für Gebäude, Tanks und Filtersysteme sind rund 10x teurer als die Produktion mit Netzen an der Küste. Die Pay-Back-Periode liegt je nach erzielttem Lachspreis zwischen 10 und 20 Jahren. Und die Anlagen dürften dabei etwa eine Lebensdauer von 20-30 Jahren ausweisen. Es konnte jedoch noch kein Unternehmen beweisen, dass die erwarteten Skaleneffekten zu den kalkulierten und wettbewerbsfähigen Produktionskosten führen. Die landbasierten Anlagen im Markt sind daher strukturell vergleichbar mit den Ölschieferproduzenten in den USA. Sie sind Grenzkostenproduzenten. COVID-19 hätte sie im Zuge der höheren Produktionskosten aus dem Markt gespült. Dass deren Aktienkurse nach der Börsenkotierung dennoch sprudeln, ist dem

Tesla-Effekt, einer fragwürdigen Preisprämie für Indoor-Lachs sowie den tiefen Diskontierungssätzen geschuldet. Analysten, die mit Kaufen-Einschätzungen aufwarten, diskontieren bereits die geplanten Produktionsvolumen von 2030 ab. Meist ist dies das 10-20fache der sich aktuell in Bau befindenden Kapazitäten. Finanziert solle das dann vollständig mit Cashflow werden. Bei der Marge werden Prämien von 10-20% einkalkuliert, da der Konsument bereit sei, mehr für einen Lachs zu bezahlen, der in einem Tank gezüchtet wird. Man spricht hier wegen den geringeren Emissionen, die ins Ökosystem fließen, von der Nachhaltigkeitsprämie. Dass der Lachs dabei mit einer 5-10x höheren Dichte als in der traditionellen Küstenzucht umgehen muss, wird gerne ausgeblendet. Corona lehrt uns in Bezug auf Krankheiten ja gerade soziale Distanz. Oft wird von Marktteilnehmern begründet, dass ESG-Gelder in jene Projekte einfließen. Dieser «Flow» dürften zur derzeitigen Blasenbildung beitragen, denn der Free Float ist sehr gering. Die Wahrheit wird in den kommenden 2-3 Jahren aufgetischt, denn wie erwähnt: Fisch im grossen Stil wurde weder produziert noch verkauft. Währenddessen dümpeln die Low-Cost-Produzenten mit attraktivem Abschlägen vor sich hin, obwohl sie bei einer Preiserholung 2021 die wahren Profiteure höherer Lachspreise wären.

PH, 21.12.2020