

Aktienanalyse

Marine Harvest ASA

WKN 924848

Erstellt am 12.10.2017, 10:00 Uhr,
von Thomas Senf, Betriebswirt



[FINANZSENF.DE](https://www.finanzenf.de)

Urheberrechte

Die Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

© Thomas Senf 2017



Haftungsausschluss

- **Die Aktienanalyse stellt keine Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren im Sinne von § 34b WpHG.**
- Die Analyse wurde von mir allein mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen auf Basis öffentlich zugänglicher Quellen recherchiert und erstellt. Alle wesentlichen Quellen werden angegeben und von mir als zuverlässig erachtet. Ein persönlicher Kontakt zwischen mir und dem analysierten Unternehmen bestand und besteht nicht. Die Analyse stellt meine persönliche Einschätzung dar.
- Eine Garantie, Gewährleistung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Analyse und der zur Verfügung gestellten Inhalte und Informationen kann zu keiner Zeit übernommen werden.
- Die Analyse und die selbst ermittelten Kennzahlen basieren in der Regel auf Informationen aus den Jahresabschlüssen des Unternehmens (Bilanzanalyse) oder anderweitig frei zugänglicher Quellen. Es wird mit Werten und Zahlen aus der Vergangenheit gearbeitet. Werte und Entwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen und können daher als Grundlage einer Anlageentscheidung nicht geeignet sein.
- Stellen Sie vor dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers stets eigene Recherchen und Überlegungen an.
- Sollten Sie sich die Analyse zu eigen machen, so handeln Sie eigenverantwortlich auf eigenes Risiko.
- Bitte beachten Sie, dass Wertpapiere grundsätzlich mit Risiko verbunden sind und im Wert schwanken können. Ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Die Dividende eines Unternehmens ist nicht garantiert, kann gekürzt oder ganz gestrichen werden.
- Die Analyse ersetzt nicht eine fachliche Beratung durch einen ausgebildeten Finanzanlageberater und richtet sich ausschließlich an Privatanleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland.
- Eine Haftung, gleich aus welchem Rechtsgrund, wird nicht übernommen. Soweit es rechtlich möglich ist, sind Schadensersatzansprüche ausgeschlossen.



Inhaltsverzeichnis

- [Urheberrechte](#)
- [Haftungsausschluss](#)
- [Inhaltsverzeichnis](#)
- [Hinweise zur Analyse](#)
- [Unternehmensprofil](#)
- [Umsatz- und Absatzanalyse](#)
- [Branchen- und Konkurrenzanalyse](#)
- [Prognose und Ausblick](#)
- [Chancen und Risiken](#)
- [Wachstumsanalyse](#)
- [Vermögens- und Finanzanalyse](#)
- [Dividendenanalyse](#)
- [Historische Bewertung der Aktie](#)
- [Fairer Wert vs. aktueller Kurs](#)
- [Fazit](#)
- [Offenlegung von Interessenkonflikten](#)
- [Abkürzungsverzeichnis](#)
- [Quellen](#)



Hinweise zur Analyse

Allgemeine Hinweise

- Die Aktienanalyse basiert auf den Prinzipien der Fundamentalanalyse und des Value Investing nach Benjamin Graham und richtet sich an Privatanleger.
- Alle Kennzahlen sind, sofern nichts anderes angegeben ist, selbst berechnet und um Ausreißer bereinigt.
- Basis der Kennzahlen sind die Jahresgeschäftsberichte des Unternehmens. Quartalsberichte fließen in die Kennzahlenberechnung nicht mit ein.
- Die Kennzahlen KGV, KBV, KUV, KCV, Marktkapitalisierung und historische Dividendenrendite werden auf Basis des historischen Jahresdurchschnittskurses berechnet.
- Für die Berechnung der Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Dividende wird das geometrische Mittel verwendet.
- Es werden grundsätzlich vorsichtige und konservative Annahmen bei Schätzungen getroffen („Margin of Safety“).

Fairer Wert der Aktie

- Es wird eine Bandbreite des fairen Wertes der Aktie auf Basis unterschiedlicher Bewertungsverfahren ermittelt.
- Die verwendeten Verfahren berücksichtigen nicht die individuellen Besonderheiten des analysierten Unternehmens und können daher einzeln oder insgesamt unzutreffende Ergebnisse liefern.
- Die Verfahren „DDM“ und „Innerer Wert (Graham)“ sind zukunftsorientierte Verfahren und basieren zum Teil auf eigenen Schätzungen.
 - Das verwendete einstufige Dividend Discount Model ist eine vereinfachte Abwandlung des Discounted Cash-Flow (DCF) Verfahrens. Es wird unter Berücksichtigung, der aktuellen Dividende, einer geschätzten Wachstumsrate der Dividende und einer Renditeforderung, der Barwert der ewigen Rente ermittelt. Folgende Annahmen (DDM) werden getroffen: Diskontierungsrate/ Renditeforderung = 10%; Dividendenwachstumsrate wird individuell nach eigenem, konservativen Ermessen („Margin of Safety“) geschätzt.
 - Berechnungsformel Innerer Wert (Graham) = Graham-Formel = Gewinn pro Aktie * $(8,5 + 2 * \text{Wachstum} [\%])$; Die Wachstumsrate wird individuell nach eigenem, konservativen Ermessen geschätzt.
- Alle anderen Bewertungsverfahren sind vergangenheitsorientiert und basieren auf tatsächlichen Zahlen der Vergangenheit. Die vergangenheitsorientierten Verfahren sind in der Regel für Wachstumsunternehmen nicht geeignet.
- Die Verfahren „BW + Gewinn HD 3. J.“ und „BW + Gewinn HD 10 J.“ sind eine eigene Abwandlung der Benjamin Graham-Zahl. [Formel = Wurzel (22,5 x Gewinn je Aktie x Buchwert je Aktie)]. Der Faktor 22,5 wird durch den historischen Durchschnittswert von KGV*KBV des jeweiligen Betrachtungszeitraums ersetzt. Des Weiteren wird der Gewinn je Aktie des Betrachtungszeitraums sowie jeweils der Buchwert (BW) des letzten Geschäftsjahres zugrunde gelegt. Der Buchwert beinhaltet auch den Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill). Die „Graham-Zahl HD 3 J.“ basiert auf der ursprünglichen Formel von Benjamin Graham. Es wird jedoch der durchschnittliche Gewinn der letzten 3 Jahre verwendet. Bei Unternehmen in zyklischen Branchen ist nur das Verfahren „BW + Gewinn HD 10 J.“ geeignet.
- Das Verfahren „Historische DivRendite“ basiert auf dem arithmetischen 10-Jahres-Mittel der Dividendenrenditen auf Basis von Jahresdurchschnittskursen.
- Der Substanzwert ermittelt sich nach Abzug des Geschäfts- und Firmenwertes (Goodwill) vom Buchwert.



Unternehmensprofil

Marine Harvest ASA



Unternehmensprofil

- Marine Harvest ASA (MH) ist eines der weltgrößten Unternehmen in der Seafood-Branche und der weltgrößte Produzent von Zuchtlachs (Atlantic Salmon) mit Hauptsitz in Bergen, Norwegen. MH besteht in seiner heutigen Form seit dem Jahr 2006. Die Anfänge reichen bis in das Jahr 1965 zurück.
- MH ist in 24 Ländern und in 70 Märkten weltweit vertreten. Die Zuchtlachsfarmen befinden sich in Norwegen, Schottland, Kanada, Chile, Irland und auf den Färöer Inseln.
- Das Unternehmen vertreibt seine Produkte unter den Marken *Pieters*, *The Irish Organic Salomon Company*, *Rebel Fish*, *Sterling*, *Olav's*, *Supreme Salmon*, *Ducktrap river*, *Kritsen*, *Donegal Silver*, *Harbour Salmon Co.*, *Appeti Marine*, *Mowi*, *Laschinger* und *Admiral's*.
- Das MH Tochterunternehmen Laschinger Aqua Group beliefert in Deutschland Supermärkte und Discounter. Die MH Produkte werden hier in der Regel unter Handelseigennamen vertrieben (z.B. *Almare* bei Aldi.)



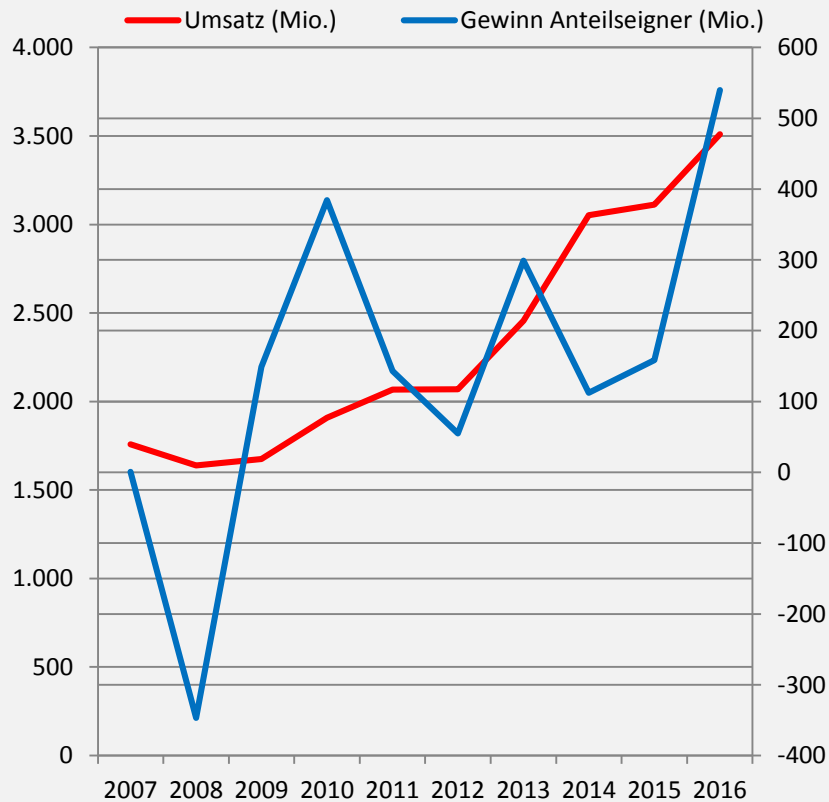
Unternehmensprofil

- **Sektor:** Konsum, defensiv
- **Branche:** Nahrungsmittel (Zuchtlachs)
- **Leitbörse:** Oslo, Norwegen
- **Marktkapitalisierung:** 8,6 Mrd. EUR
- **Aktionärsstruktur:** (größte Aktionäre per 30.06.2017)
 - Geveran Trading Co Ltd. 16,23%
 - Das Unternehmen wird von dem Milliardär John Fredrisken kontrolliert. Fredrisken besitzt die größte Tankerflotte der Welt und hält Anteile an Seadrill Ltd. Seine Tochter Cecilie Fredriksen sitzt im Aufsichtsrat von MH.
 - Folketrygdfondet 7,05%
 - Norwegischer Pensionsfonds
 - übrige Aktionäre jeweils unter 2%
- **CEO:** Alf-Helge Aarskog
 - seit 1.10.2010
 - war vorher beim Konkurrenten Leroy Seafood Group ASA



Unternehmensprofil

Umsatz- & Gewinnentwicklung



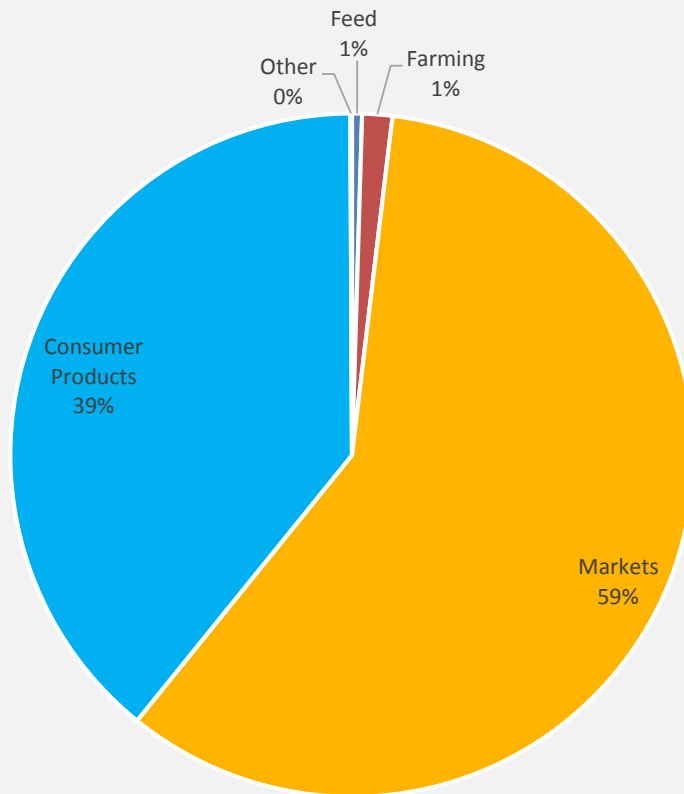
Geschäftsjahr 2016

- Umsatz: 3,5 Mrd. EUR
- Jahresüberschuss: 0,5 Mrd. EUR
- Mitarbeiter: 12.717
- Eigenkapitalrendite: 26,1%
- Gesamtkapitalrendite: 12,2%
- Dividende: ca. 1,00 EUR/ p.a., Zahlung quartalsweise
- Ausschüttungsquote (Gewinn): 78%
- Geschäftsjahresende: 31.12.



Umsatz- und Absatzanalyse

Externer Umsatz 2016 der Segmente

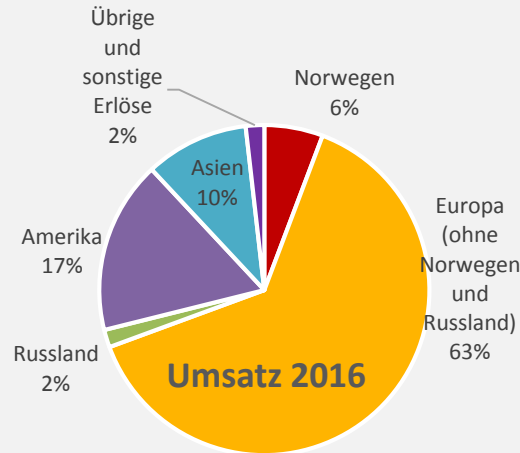
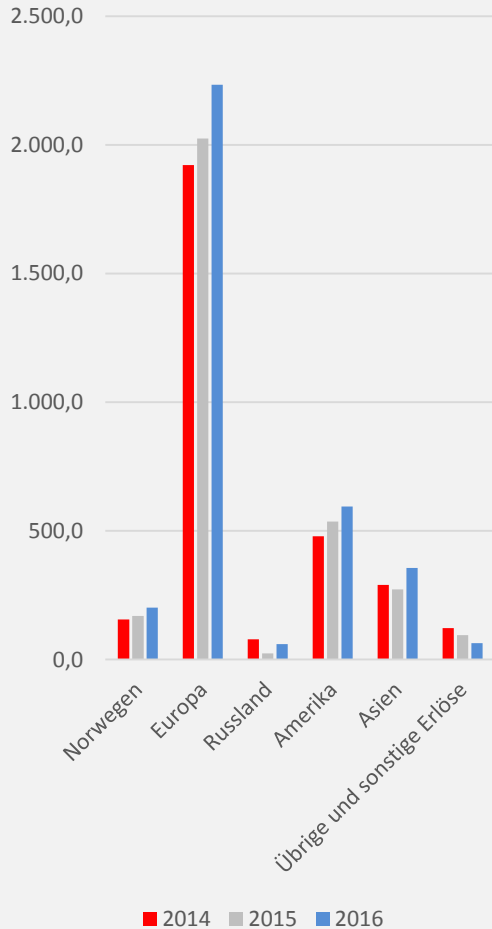


- MH ist in drei Geschäftsbereichen tätig:
 - **Feed (Fischfutter)**
 - **Farming (Fischzucht)**
 - **Sales and Marketing**
 - **Consumer Products**
 - **Global Markets**
- Es wird die gesamte Wertschöpfungskette vom Fischfutter bis zum Konsumentenprodukt abgebildet.
- Die Segmente Feed und Farming sind im wesentlichen die internen Lieferanten für das Segment Sales and Marketing und erzielen daher kaum externe Umsätze.
- Das Geschäft mit Fischereiboote wird derzeit auf- und ausgebaut.



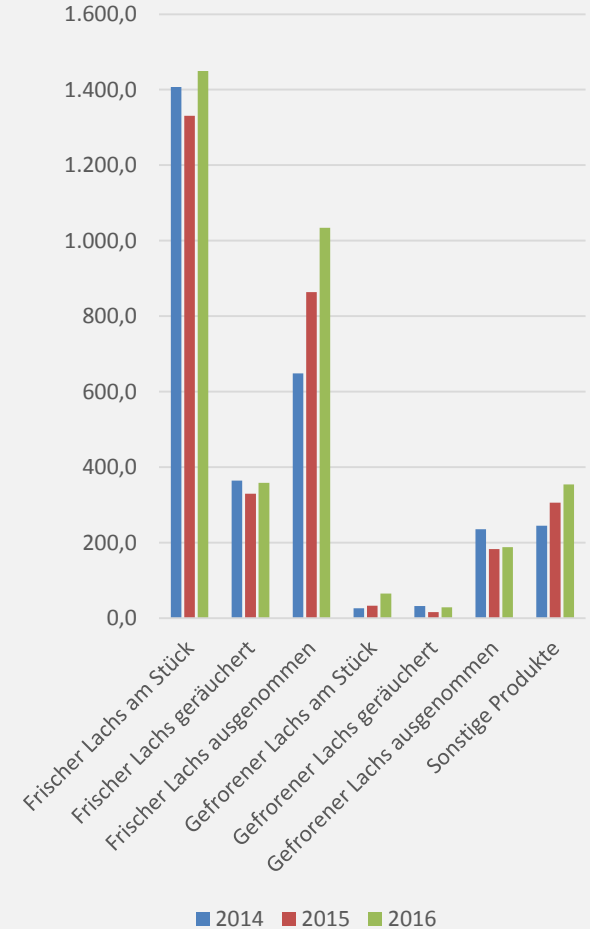
Umsatz- und Absatzanalyse

Umsatz nach Regionen



- EU und Amerika sind wichtigste Absatzmärkte
- Frischer Lachs als wichtigstes Produkt
- Anteil der sonstige Produkte steigt

Umsatz nach Produkten



Branchen- und Konkurrenzanalyse

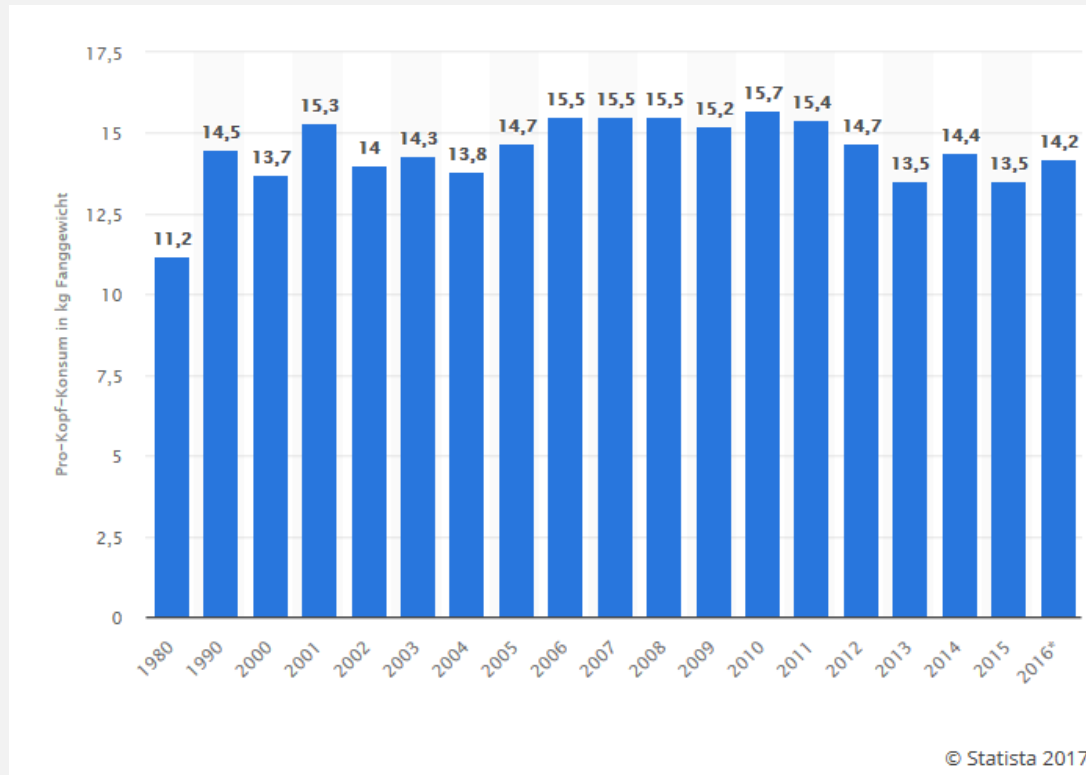
Branche: Nahrungsmittel (nicht zyklische Branche) / Lachszucht

- Lachs wird aufgrund des hohen Proteingehalts und der Omega Fettsäuren als gesundes Nahrungsmittel gesehen.
- Die globale Produktion an Fisch und Meeresfrüchten (Wildfang und Aquakultur) ist von 2006 bis 2014 um 24% gestiegen. Der Pro-Kopf-Verbrauch wuchs um 1,9% jährlich.
- Etwa 70% der weltweiten Lachsproduktion von ca. 3,6 Millionen Tonnen stammt aus Aquakulturen. Der Anteil der Aquakulturen wird aufgrund der Überfischung der Weltmeere weiter steigen. Zum Vergleich: Es werden ca. 118 Millionen Tonnen Schweinefleisch pro Jahr produziert.
- Aufgrund biologischer und natürlicher Restriktionen (u.a. niedrige Wassertemperaturen) wird Lachs nur in Norwegen, Chile, Großbritannien, Irland, den Färöer Inseln, Nordamerika, Neuseeland und Tasmanien produziert. Die Lachsfarmen (Aquakulturen) befinden sich meist in großen Netzen in geschützten Buchten oder Fjorden.
- Um eine Lachsfarm zu betreiben ist eine Lizenz der örtlichen Behörden erforderlich. Die Lizenz beschränkt das maximale Produktionsvolumen für jede Firma und die Industrie insgesamt.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Pro-Kopf-Konsum von Fisch in Deutschland bis 2016

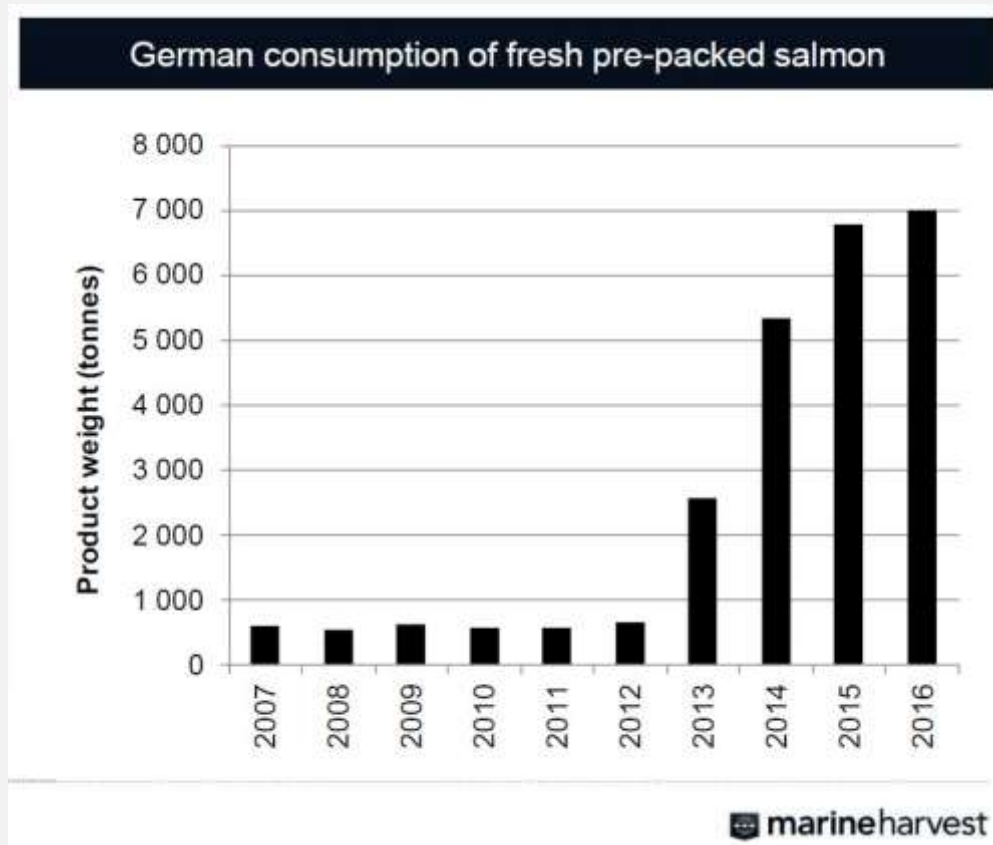


Quelle: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1905/umfrage/entwicklung-des-pro-kopf-verbrauchs-an-fisch-in-deutschland/>

- Im Jahr 2016 lag der durchschnittliche Pro-Kopf-Verbrauch von Fisch und Fischererzeugnissen in Deutschland bei rund 14,2 kg Fanggewicht im Jahr.
- Das Konsumverhalten hat sich seit 1990 in Deutschland kaum verändert.
- Der weltweite Fischkonsum pro Kopf liegt bei etwa 20,4 kg im Jahr. Deutschland hätte hier also noch Aufholpotential.
- In China beträgt der Pro-Kopf-Konsum 25,8 kg im Jahr.



Branchen- und Konkurrenzanalyse



- Im Gegensatz zum allgemeinen Konsumverhalten bei Fischprodukten ist der Konsum von abgepackten Frischlachs in Deutschland seit 2013 stark angestiegen.
- Eine Ursache dürfte sein, dass die Discounter (Lidl, Aldi & Co.) abgepackten Frischlachs ins Sortiment aufgenommen haben.
- MH hat von dieser Entwicklung profitiert.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Rangfolge der bedeutendsten See- und Süßwasserfische in Prozent

See- und Süßwasserfische	2013	2014 ¹	2015 ²
Lachs	20,0	22,0	20,5
Alaska-Seelachs	22,0	21,4	18,3
Hering	16,8	14,7	15,9
Thunfisch, Boniten	13,2	12,4	14,1
Forellen	5,5	5,9	6,2
Pangasius/Welse	3,5	2,9	2,5
Kabeljau	0,3	2,7	2,4
Makrele	1,7	2,0	2,3
Rotbarsch	1,6	1,4	1,7
Seelachs	2,2	1,5	1,5
Sardine	0,6	0,7	1,2
Zander ³	1,0	1,0	0,9
Scholle	1,1	1,2	0,8
Karpfen	0,8	0,8	0,6
Schellfisch	0,7	0,7	1,5
Tilapia	0,6	0,5	0,5
Seeteufel	0,6	0,5	0,4
Seehecht	0,4	0,3	0,1
Sonstige	7,4	7,4	9,6
Gesamt	100	100	100

¹ Berichtigt. ² Vorläufig. ³ Geschätzt.

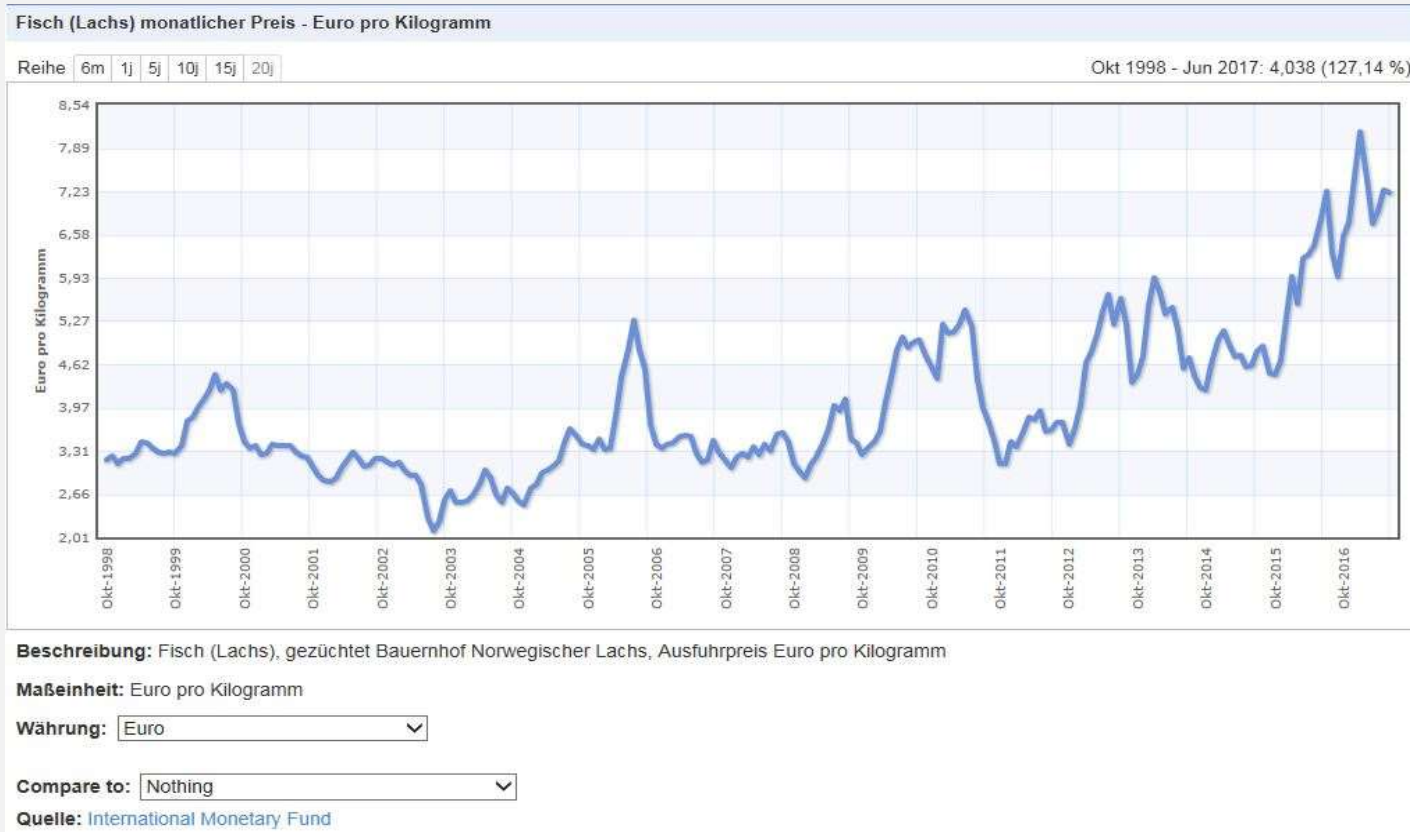
- Lachs und Alaska-Seelachs zählt zu den bedeutendsten Fischarten in Deutschland.
- Lachse sind vor allem im Nordatlantik verbreitet.
- China ist der weltweit größte Exporteur von Fischerzeugnissen aus Aquakultur. Lachs spielt jedoch keine Rolle. Klima und Lebensbedingungen in Asien sind für die Lachszucht ungeeignet.

Quelle: http://www.fischinfo.de/images/broschueren/pdf/FIZ_DF_2016.pdf, Seite 16



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Entwicklung des Preis pro kg für Lachs seit 1998 in EUR



Quelle: <http://www.indexmundi.com/de/rohstoffpreise/?ware=fisch&monate=240&waehrung=eur>



Branchen- und Konkurrenzanalyse

- Die Fangmenge von Lachs ist aktuell rückläufig, da die Fischbestände von Marine Harvest und Wettbewerbern in Aquakulturen durch Krankheiten stark dezimiert werden.
- Aquakultur ist Massentierhaltung und bringt daher entsprechende Probleme mit sich. Viele Fische müssen auf engem Raum schnell groß gezüchtet werden.
- Marine Harvest hatte insbesondere Probleme mit Algen am Produktionsstandort in Chile und hat aktuell noch Probleme mit See- bzw. Lachsläusen in Norwegen.
- Die Weltmarktpreise für Lachs befinden sich aufgrund dem verringertem Angebot auf allen Märkten auf sehr hohem Niveau bei noch gleichbleibender Nachfrage.
- Die Lachslaus stellt ein sehr großes und hartnäckiges Problem dar. Laut Norwegian Seafood Council starben im Jahr 2016 über 53 Millionen Fische in den Fischfarmen Norwegens.
- In den Jahren 2012 bis 2017 stieg die Fangmenge in Norwegen daher nur um 0,3% pro Jahr. In den Jahren 2007 bis 2012 betrug der Anstieg der Fangmenge noch 10,3% pro Jahr.
- Die Bekämpfung der Lachslaus hat für MH oberste Priorität. Marine Harvest versucht das Problem mit verstärkten Investitionen in Forschung und Entwicklung zu bekämpfen:
 - Es werden verschiedene alternative Aufzuchtformen getestet, z.B. auch eine „Ei-Konstruktion“, die die Fische rundherum umschließen soll.
 - Neue Verfahren müssen von öffentlicher Hand genehmigt werden. Nicht alle aktuellen Entwicklungsprojekte von MH erhalten die dafür notwendigen Lizenzen.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Konkurrenten im Bereich Lachszucht

- Mitsubishi Corp.
- SalMar ASA
- Leroy Seafood Group
- Bakkafrost
- Cooke Aquaculture

Produzenten von Atlantic Salmon	Tonnen GEW im Jahr 2016
Marine Harvest	361.200
Mitsubishi Corp.	121.000
Leroy Seafood Group	115.700
SalMar ASA	115.600
Cooke Aquaculture	77.000

Quelle: Salmon Farming Industry Handbook 2017. Eigene Darstellung.

<http://marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>

- Marine Harvest ist mit großem Abstand Weltmarktführer bei der Produktion von Lachs (Atlantic Salmon). Die Konkurrenten haben zum Teil ein stärker diversifiziertes Produktportfolio und sind nicht so stark auf Lachs fokussiert.
- Mitsubishi Corp. ist einer der stärksten Konkurrenten auf dem Weltmarkt.
- Die Konkurrenten Leroy Seafood Group und SalMar ASA produzieren fast ausschließlich in Norwegen und erreichen zusammen etwa die Produktionsmenge von Marine Harvest in Norwegen.



Prognose und Ausblick

Prognose

- Das Jahr 2017 sollte wieder ein starkes Jahr für MH bezogen auf Umsatz und Gewinn werden.
- Die Lachspreise sind weiter sehr hoch und die Nachfrage ist stark.
- Der Umsatz im Halbjahr (30.06.2017) liegt gut 8% über dem Vorjahr trotz eines weiteren Rückgangs der Fangmenge von über 11,6%.
- Es gibt weiter Probleme mit der Lachslaus in Norwegen, die sich negativ auf die Fangmenge auswirken. Die Algenprobleme in Chile sind gelöst, so dass hier die Produktionsmenge im Vorjahresvergleich stark gesteigert werden konnte.

Ausblick

- Auf Basis eines Wachstums der Produktion von 17% zwischen 2015 und 2025 und eines Bevölkerungswachstums von 11% geht MH von einem Anstieg des durchschnittlichen Fischkonsums weltweit aus. Das höchste Wachstum wird für Asien erwartet.
- Für 2025 wird eine weltweiter Pro-Kopf-Verbrauch von 21,8 kg Fisch erwartet (20,4 kg in 2015).



Chancen und Risiken

Chancen

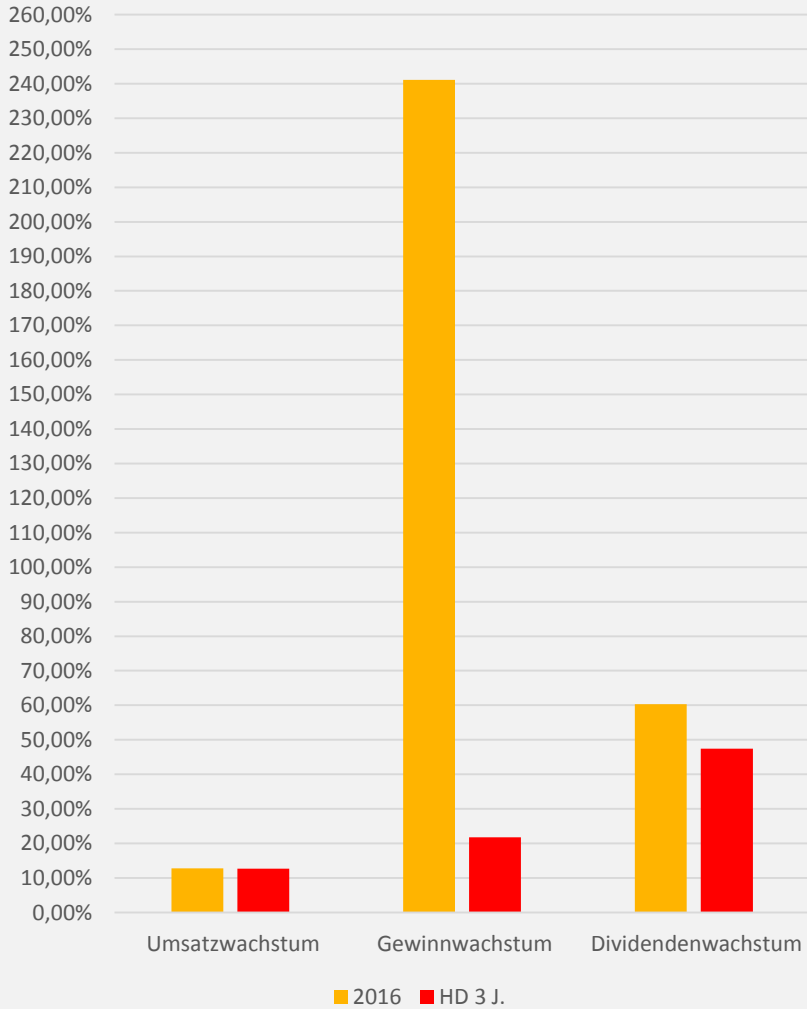
- Allgemeiner Trend zu gesunden Lebensmittel begünstigt Hersteller von Fisch und Meeresfrüchten.
- Wachstum der Weltbevölkerung.
- Der Ausbau des Geschäfts mit Fischereibooten vervollständigt die Wertschöpfungskette und verbessert die Umsatzbasis.
- Die derzeitige Verstärkung der MH Aktivitäten in Nordamerika ist vielversprechend.
- Norwegen versucht die Handelsbeziehungen mit China zu verbessern, was zur Erschließung neuer Absatzmärkte führen kann.
- Entwicklung neuer alternative Aufzuchtformen kann Probleme der Massentierhaltung reduzieren.

Risiken

- MH ist derzeit im Wesentlichen abhängig von einem einzigen Rohstoff (Lachs) und dessen Weltmarktpreis.
- Klimawandel und Erwärmung der Weltmeere bedrohen die Lachsbestände.
- Technologischer Fortschritt kann zu einem nachhaltigen Preisrückgang für Lachs führen.
- Krankheiten in den Lachsfarmen und deren erfolgreiche Bekämpfung stellen das mit Abstand größte Risiko dar.
- Abhängigkeit von öffentlichen Stellen bei der Lizenzierung von bestehenden Lachsfarmen und der Neuentwicklung alternativer Aufzuchtformen.



Wachstumsanalyse

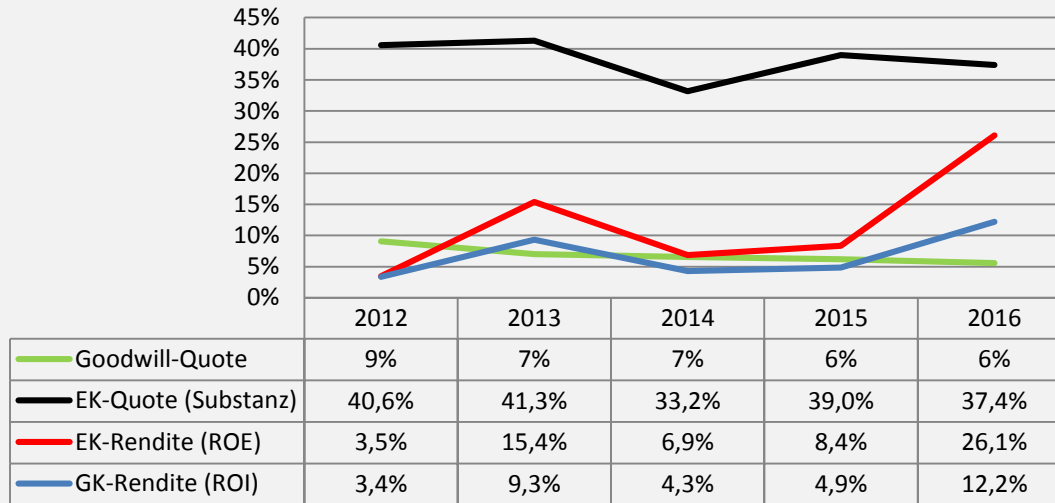


Bewertungsbasis	2016	HD 3 J.
Umsatzwachstum	12,78%	12,64%
Gewinnwachstum	241,12%	21,78%
Dividendenwachstum	60,34%	47,47%

- (+) Umsatz wächst nachhaltig mit >12% p.a. im Schnitt der letzten 3 Jahre. Im Schnitt der letzten 10 Jahre beträgt das Umsatzwachstum rund 8% p.a.
- (-) Gewinn- und Dividendenwachstum im Schnitt der letzten 3 Jahre sind hoch, was sich jedoch in einer sehr hohen Volatilität begründet. Auf Sicht der letzten 10 Jahre ist eine nachhaltige Tendenz nur bedingt erkennbar.
- Gewinn- und Dividende werden auch zukünftig sehr volatil bleiben. Das Umsatzwachstum sollte sich aufgrund der Ausweitung der Wertschöpfungskette fortsetzen.

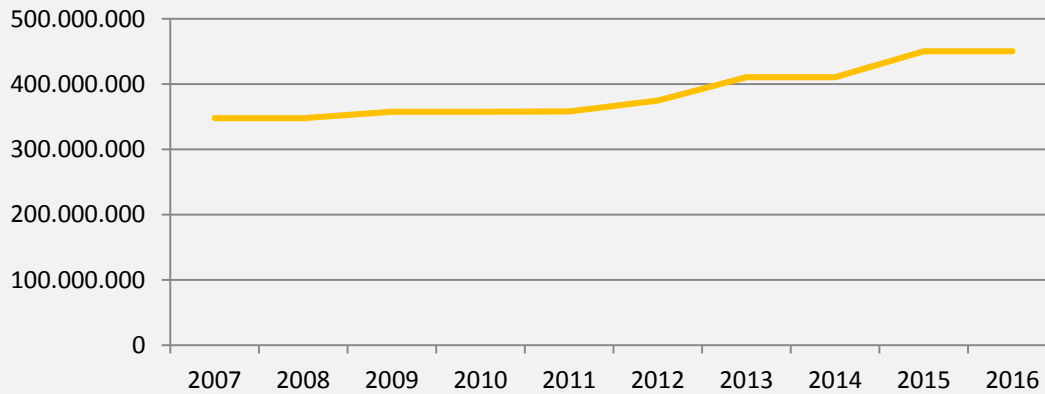


Vermögens- und Finanzanalyse



EK-Quote (Substanz) = Eigenkapital Anteilseigner – Goodwill. Eigene Darstellung.

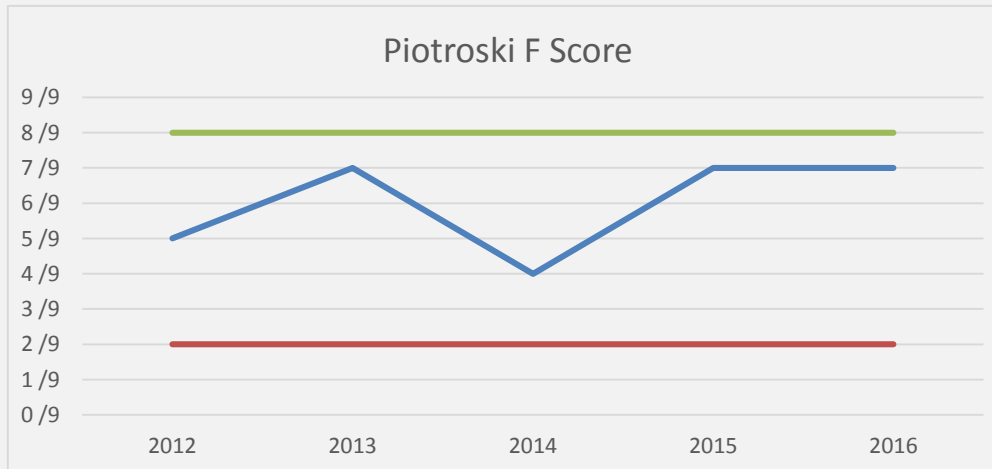
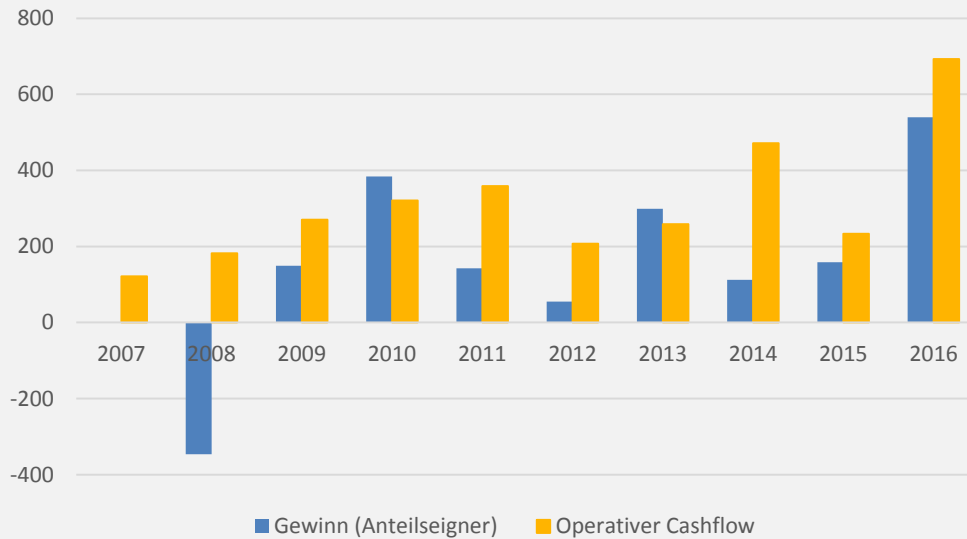
Aktien im Umlauf



- MH finanziert sich im Fremdkapitalbereich im Wesentlichen durch Wandelanleihen. Es werden regelmäßig Anleihen in Eigenkapital gewandelt, was eine Erhöhung der Anzahl der Aktien und eine Verwässerung der Anteile bestehender Aktionäre zur Folge hat.
- MH ist mit einer Eigenkapital-Substanzquote von 37,4% sehr stabil aufgestellt, so dass die Dividende unbedenklich zum Teil auch aus dem Kapitalrücklage gezahlt werden kann.
- Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite (ROE) der letzten 3 Jahre beträgt 13,8%, die Gesamtkapitalrendite (ROI) beträgt 7,1% für den genannten Zeitraum.



Vermögens- und Finanzanalyse



- (+) Der operative Cashflow übersteigt regelmäßig die Gewinne.
- (+) Der Piotroski F Score liegt mit 7 im oberen Bereich.
- (-) Die Bruttomarge (Umsatzkosten/Umsatz) von 49,2% (2016) schwankt aufgrund der hohen Abhängigkeit von den Weltmarktpreisen für Lachs. Im Jahr 2012 betrug die Bruttomarge beispielsweise nur 36,2% im Jahr 2013 wieder 51,5%. Ursache: Weltmarktpreisänderungen für Lachs können nicht direkt und nur verzögert an Kunden weitergeben werden. Die Aufzucht von Lachsen erfolgt in einem Zyklus („Schweinezyklus“) von ca. 3 Jahren.



Dividendenanalyse

Dividendenpolitik

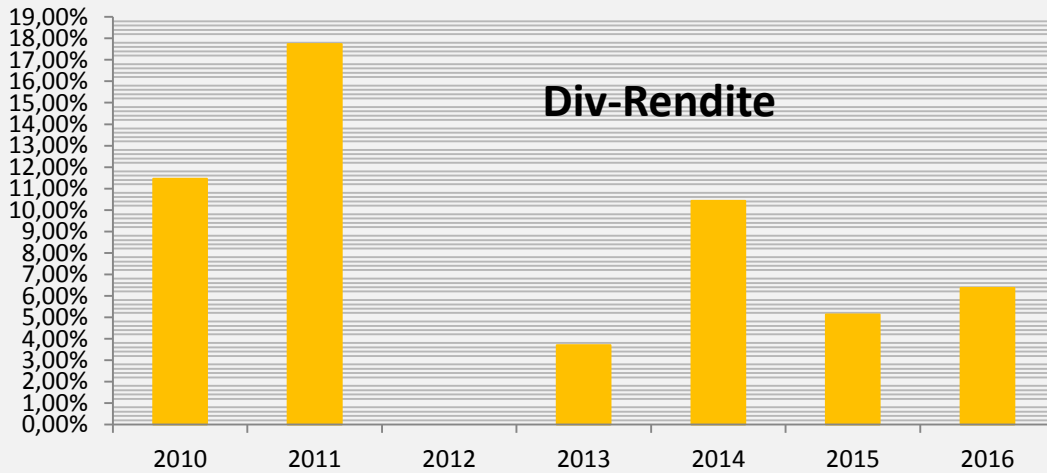
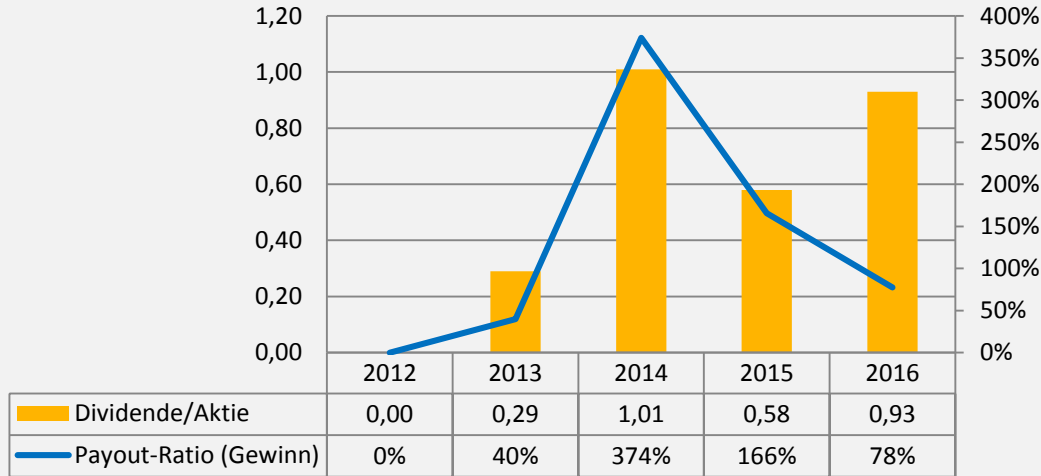
- Die vierteljährliche Dividende orientiert sich am aktuellen und zukünftige Cashflow.
- Es wird regelmäßig ein Zielniveau der verzinslichen Verbindlichkeiten festgelegt und überprüft.
- Bei Erreichung des Zieles werden mindestens 75% des jährlichen freien Cashflows nach operativen und finanziellen Verpflichtungen als Dividende ausgeschüttet.

Quellensteuer

- Norwegen behält 25% Prozent der Dividende als Quellensteuer ein, sofern nicht eine steuerfreie Auszahlung aus der Kapitalrücklage erfolgt.
- Norwegen gehört nicht zur EU – es fallen daher in Deutschland zunächst noch 25% Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer an.
- 10% der von Norwegen einbehaltenen Steuer können über ein Erstattungsverfahren aus Norwegen zurückgeholt werden. Die übrigen 15% werden im Rahmen der deutschen Einkommensteuererklärung angerechnet.



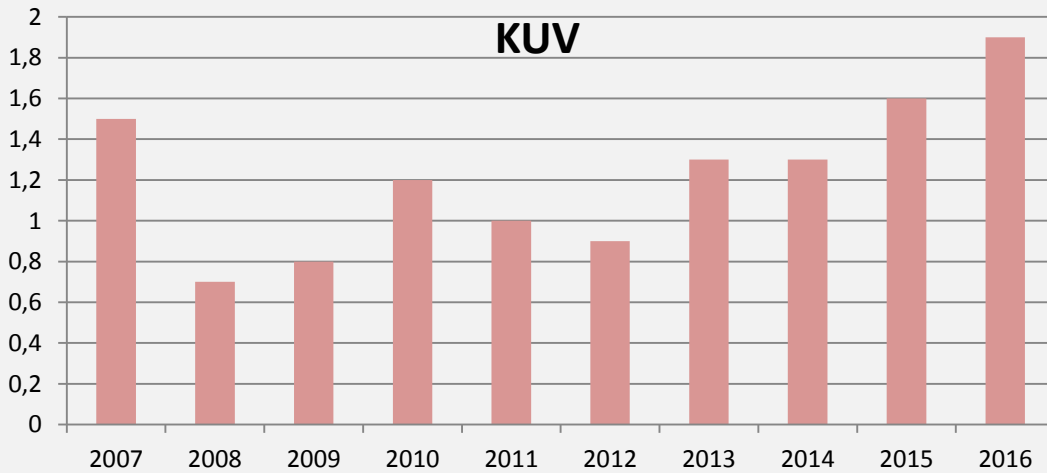
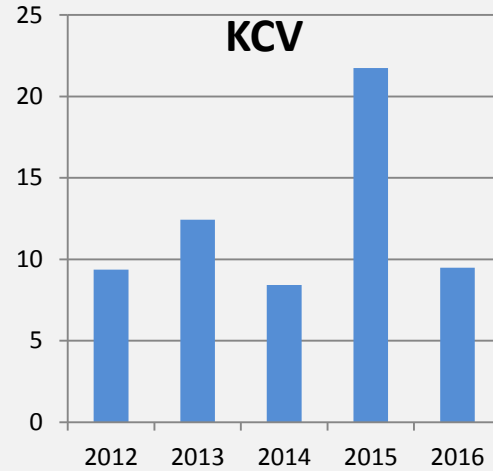
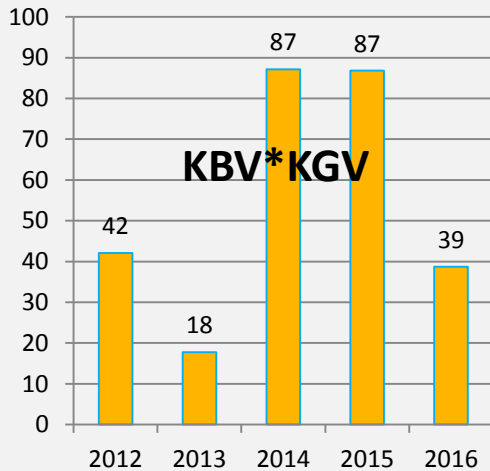
Dividendenanalyse



- (+) Grundsätzlich sehr hohe Dividendenrenditen.
- (-) Dividende ist sehr volatil und wurde zuletzt 2012 komplett gestrichen.
- (-) Dividende ist nur unzureichend durch Gewinn gedeckt.
- (+) Dividende wird zum Teil aus der Kapitalrücklage gezahlt und ist in diesem Fall steuerfrei.



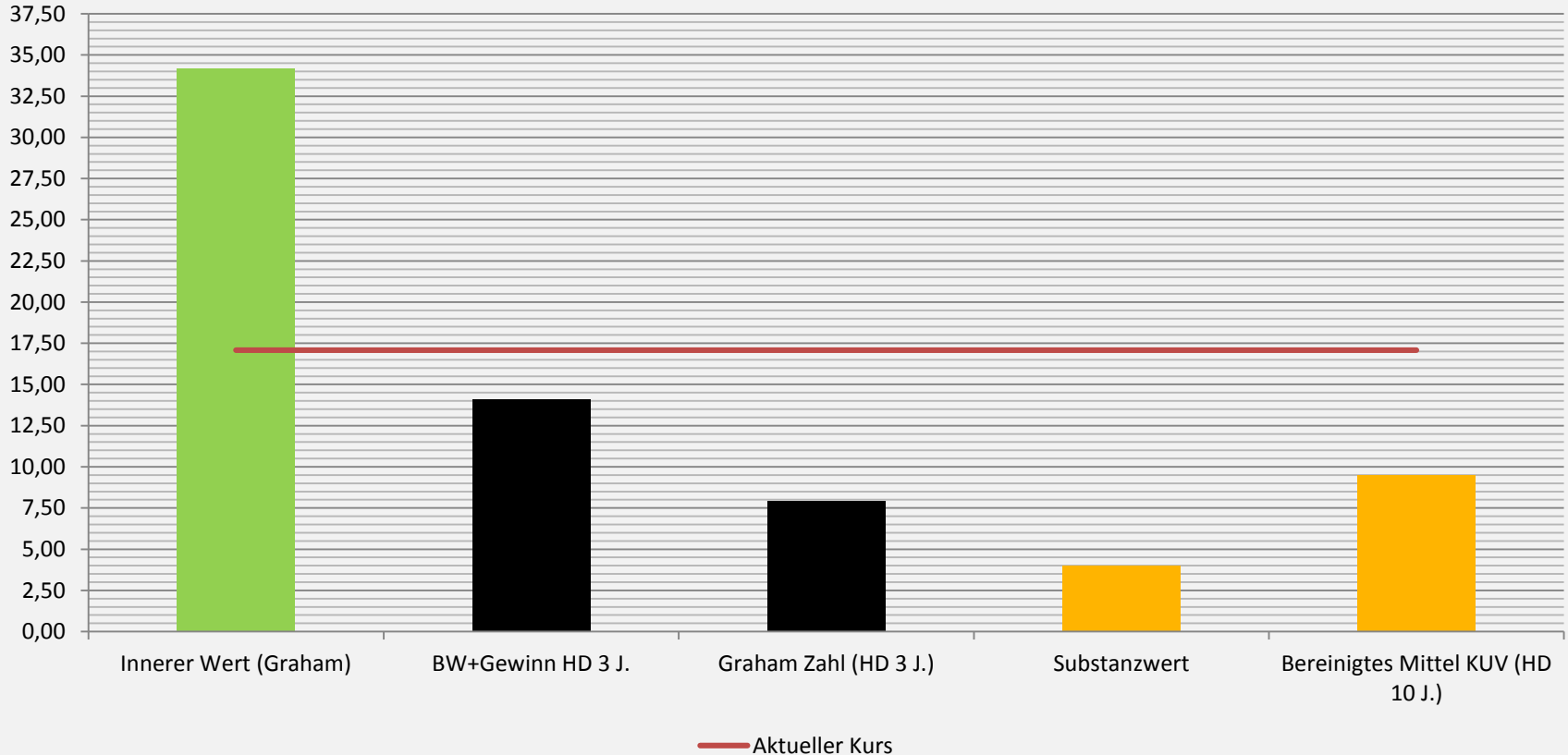
Historische Bewertung der Aktie



- MH ist ein Wachstumsunternehmen, die Bewertung im Vergleich zur historischen Bewertung ist daher nur eingeschränkt aussagekräftig.
- Gewinn und Cashflow sind in einzelnen Jahren sehr volatil und daher nur bedingt für die Bewertung geeignet.
- Das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) kann noch als zuverlässigster Indikator betrachtet werden.
- Die Bewertung auf Basis der historischen Durchschnittswerte des Gewinns ist sinnvoll (nächste Folie).



Fairer Wert vs. aktueller Kurs



Dargestellt wird der aktuelle Kurs (rote Linie) im Zeitpunkt der Analyse. Die Säulen stellen mögliche faire Werte auf Basis des jeweiligen Bewertungsverfahrens dar. Bitte beachten Sie die weiteren [Hinweise](#) hierzu.



Fazit

- Marine Harvest ist grundsätzlich in einer defensiven und nicht zyklischen Branche tätig. Aufgrund der starken Fokussierung auf den Rohstoff Lachs besteht jedoch ein überdurchschnittlich hohes Risiko mangels noch ausreichender Diversifikation des Produktportfolios sowie der Abhängigkeit vom Weltmarktpreis für Lachs.
- MH wächst organisch und erweitert die Wertschöpfungskette durch den Aufbau einer weiteren Futtermittelfabrik in Schottland (Fertigstellung 2018), den Aufbau des Geschäfts mit Fischereiboote sowie den Ausbau der sonstigen Produkte.
- Durch die Abbildung der vollständigen Wertschöpfungskette von Lachsfutter bis zum Konsumentenendprodukt ist MH weitgehend unabhängig von externen Lieferanten.
- Langfristig besteht durch das Wachstum der Weltbevölkerung weiteres Wachstumspotential.
- Die Dividende ist in sehr hohem Maß volatil und nicht sicher. Die Es gilt zudem die Quellensteuerproblematik sowie das Währungsrisiko (EUR-NOK) zu beachten.
- Die Bewertung der Aktie ist aufgrund des volatilen Geschäftsmodells schwierig. Bei einem unterstellten jährlichen Gewinnwachstum von 10% ist die Aktie günstig. Auf Basis des vergangenheitsorientierten Kurs-Umsatz-Verhältnisses ist die Aktie eher zu teuer.
- Es ist zu beachten, dass die Weltmarktpreise für Lachs derzeit auf sehr hohem Niveau sind und sich in den folgenden Jahren wieder normalisieren sollten. Dies hätte eher negative Auswirkungen auf Umsatz und Gewinn von MH, wenn nicht gleichzeitig die Probleme mit der Lachslaus gelöst werden können und die Fangmengen wieder ansteigen.



Offenlegung von Interessenkonflikten

- **Der Ersteller der Analyse oder ihm nahestehende Personen stehen in keiner vertraglichen Beziehung zu dem analysierten Unternehmen und sind auch nicht anderweitig für das Unternehmen tätig.**
- **Der Ersteller der Analyse hält keine Aktien des analysierten Unternehmens.**



Abkürzungsverzeichnis

- BW ... Buchwert
- CF ... Cashflow
- DDM ... Dividend Discount Model
- Div ... Dividende
- EK ... Eigenkapital
- F&E ... Forschung & Entwicklung
- Gj. ... Geschäftsjahr
- GK ... Gesamtkapital
- HD ... Historischer Durchschnitt
- Histor. ... historisch
- J. ... Jahre
- KBV... Kurs-Buchwert-Verhältnis
- KCV ... Kurs-(operativer) Cashflow-Verhältnis
- KGV... Kurs-Gewinn-Verhältnis
- KUV ... Kurs-Umsatz-Verhältnis
- ROA ... Return on Assets (Gesamtkapitalrendite)
- ROE ... Return on Equity (Eigenkapitalrendite)



Quellen

- <http://marineharvest.com/>
- <http://marineharvest.com/investor/landing-page/>
- http://www.t-online.de/leben/essen-und-trinken/id_80238226/sind-gourmetprodukte-von-aldi-lidl-und-co-gut-.html
- http://www.focus.de/finanzen/news/aldi-lidl-und-co-discounter-mischen-den-markt-fuer-frischfisch-auf_id_5116952.html
- <http://www.indexmundi.com/de/rohstoffpreise/?ware=fisch&monate=360>
- <https://www.welt.de/wirtschaft/article159594959/Warum-der-Lachs-in-Zukunft-so-viel-teurer-wird.html>
- <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/norwegen-laeuse-machen-lachs-zum-luxusfisch-a-1158816.html>
- <https://www.fishupdate.com/marine-harvest-lines-chinese-e-deal/>
- http://www.fischinfo.de/images/broschueren/pdf/FIZ_DF_2016.p
- <http://daxueconsulting.com/aquaculture-industry-in-china/>
- <http://www.fao.org/fishery/statistics/global-consumption/en>
- <http://www.fao.org/3/a-i5555e.pdf>
- <http://boerse.ard.de/aktien/aktie-des-tages/marine-harvest-reich-werden-mit-fisch100.html>
- <http://www.deutschesee.de/wissen/fischlexikon/alaska-seelachs/>
- Morningstar.com
- Boerse.de (historische Dividenden in EUR)
- Ariva.de (historische Kurse)
- Wikipedia
- pixabay.com (Foto)

