



**Herzlich Willkommen!**

Quartal-Update  
Q1 2021





**Christoph Baldegger**  
Gründer / Geschäftsführer

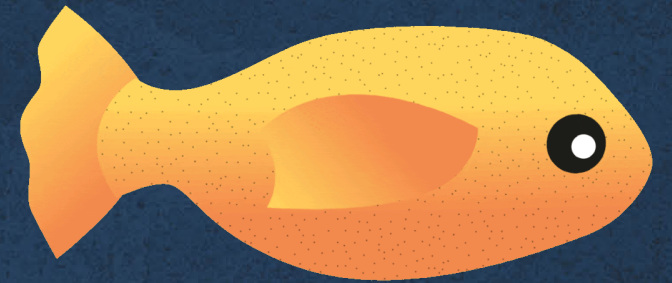
**ocean of  
opportunities**

**Quartal-Update  
Q1 2021**



**«An der Börse sind zwei mal  
zwei nicht vier, sondern fünf  
minus eins – und man muss  
die Nerven haben, dieses  
minus eins auszuhalten!»**

André Kostolany



# Historischer Volatilitätsvergleich

---

	<b>6M</b>	<b>YTD</b>	<b>1Y</b>	<b>2Y</b>
Bonafide Global Fish Fund	15.28%	13.17%	15.23%	17.09%
MSCI All Country World	13.79%	13.81%	16.39%	21.89%
MSCI World Small Cap ETF	17.25%	18.22%	20.88%	24.69%

Die Sharpe Ratio des Bonafide Global Fish Fund lag über die letzten 2 Jahre bei 0.76 vs. 0.79 (MSCI All Country World) vs. 0.79 (MSCI World Small Cap ETF).

Quelle: Bloomberg April 2021

# Kennzahlen im Vergleich

Markttrenditen	Global Fish Fund	MSCI World	Food-Multis (Ø)
Kurs-Gewinn-Verhältnis Prognose	<b>15.32</b>	19.43	21.61
Dividendenrendite Prognose	<b>2.72%</b>	2.03%	2.32%
EV/EBITDA	<b>18.37</b>	16.72	15.38
P/B	<b>1.96</b>	3.02	4.45

Quelle: Bloomberg April 2021

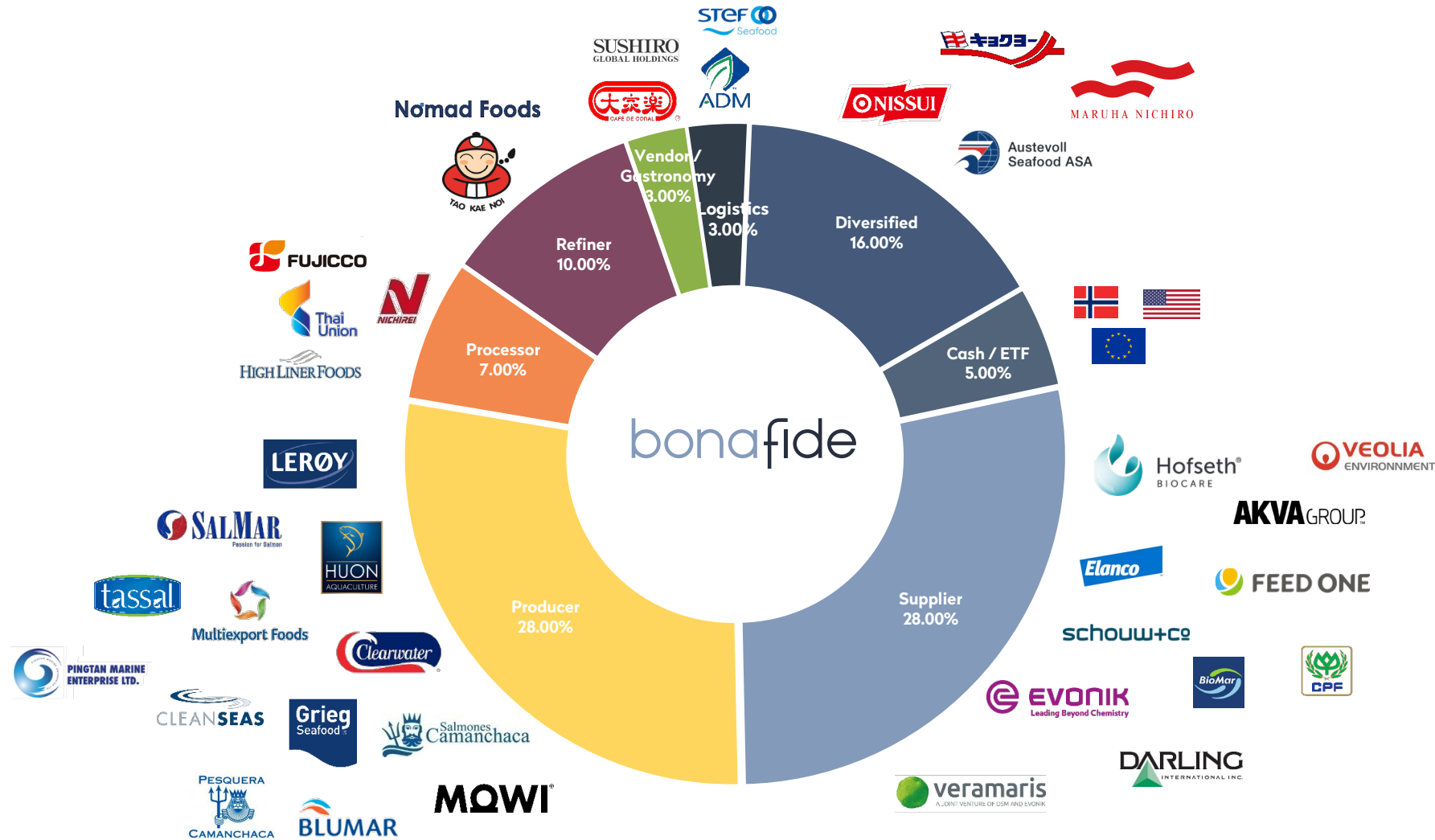
- **MSCI World:** Weltaktien-Index, welcher entwickelte Länder sowie Schwellenländer umfasst (Bloomberg-Ticker: MXWD Index).
- **Food-Multis:** Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 5'000 Millionen, welche im Wirtschaftssektor der Basiskonsumgüter tätig sind und aktiv an der Börse gehandelt werden.

# Global ausgerichtet...





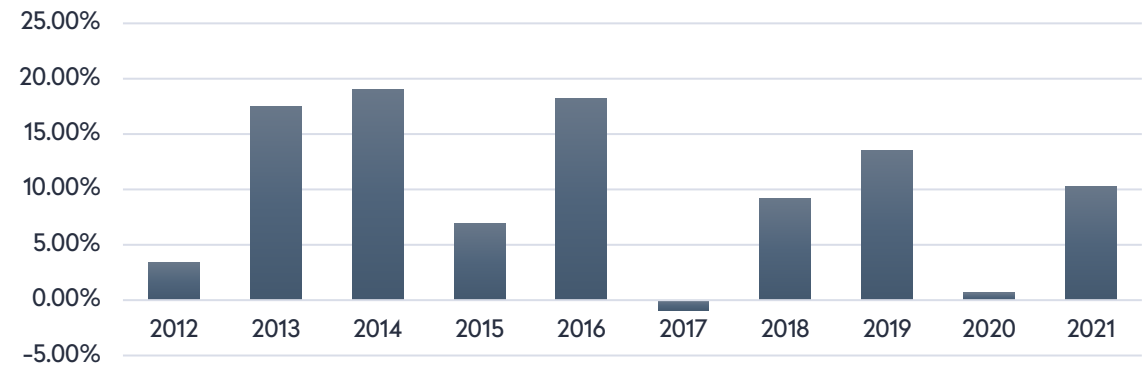
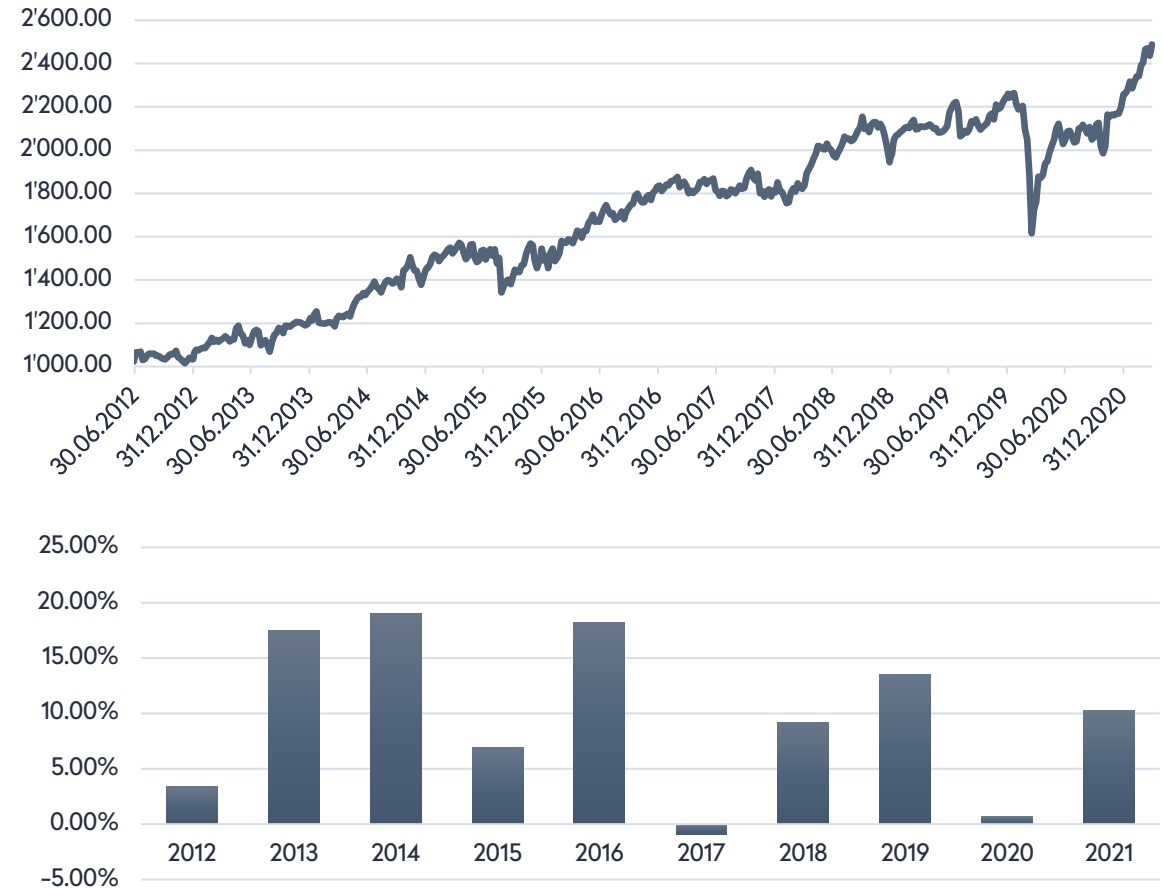
# ...entlang der gesamten Wertschöpfungskette



# 9-jähriger «Track record»... der Trend ist ungebrochen!

## Historische Performance EUR-Tranche

	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jahr
2021	1.26	4.62	4.05										10.23
2020	-1.36	-5.23	-17.87	12.54	5.69	-0.99	0.35	4.04	-2.72	-3.59	8.95	4.35	0.68
2019	5.42	0.91	-0.16	0.60	-1.42	1.47	3.23	-4.52	2.94	-0.84	4.04	1.46	13.49
2018	-1.57	2.35	-0.16	6.14	3.8	-0.25	0.27	1.74	3.17	0.62	0.10	-6.84	9.17
2017	0.72	1.36	-1.68	-1.16	1.71	-1.54	-0.33	-0.52	1.44	2.48	-4.60	1.41	-0.94
2016	-1.38	-0.07	3.96	2.46	2.47	0.41	3.20	-1.49	2.00	3.96	-0.40	1.96	18.24
2015	4.88	-0.27	0.65	0.25	2.65	-2.06	-1.41	-11.21	5.13	3.97	6.84	-1.44	6.90
2014	-0.9	-0.06	1.45	1.92	5.13	1.69	2.83	1.78	-0.31	4.59	-0.47	0.09	19.03
2013	5.08	4.19	-0.83	-0.56	3.21	-4.53	-0.19	-2.65	10.25	0.42	1.84	0.78	17.45
2012						2.28	0.72	2.89	-2.26	2.04	-3.10	0.95	3.40



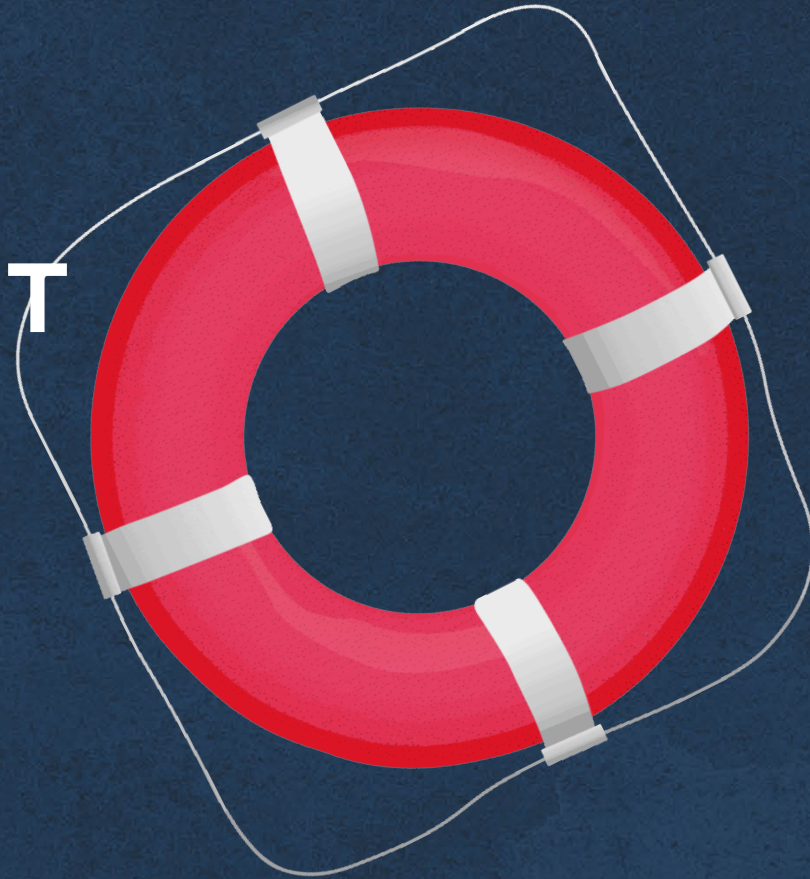


**+ 10.91% pro Jahr**



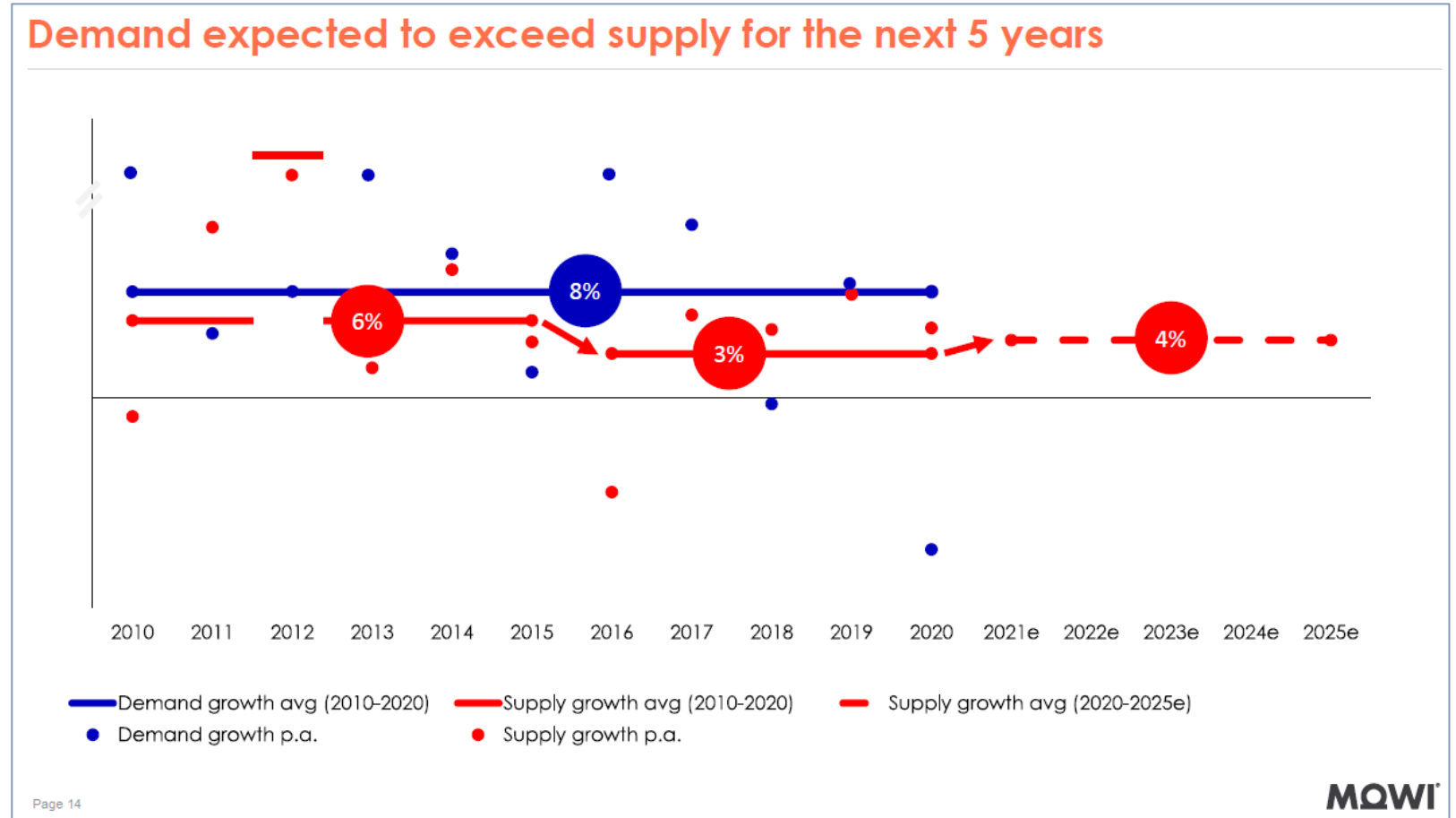


**RESEARCH /  
PORTFOLIOMANAGEMENT**  
Makro



# Wette auf den Lachspreis

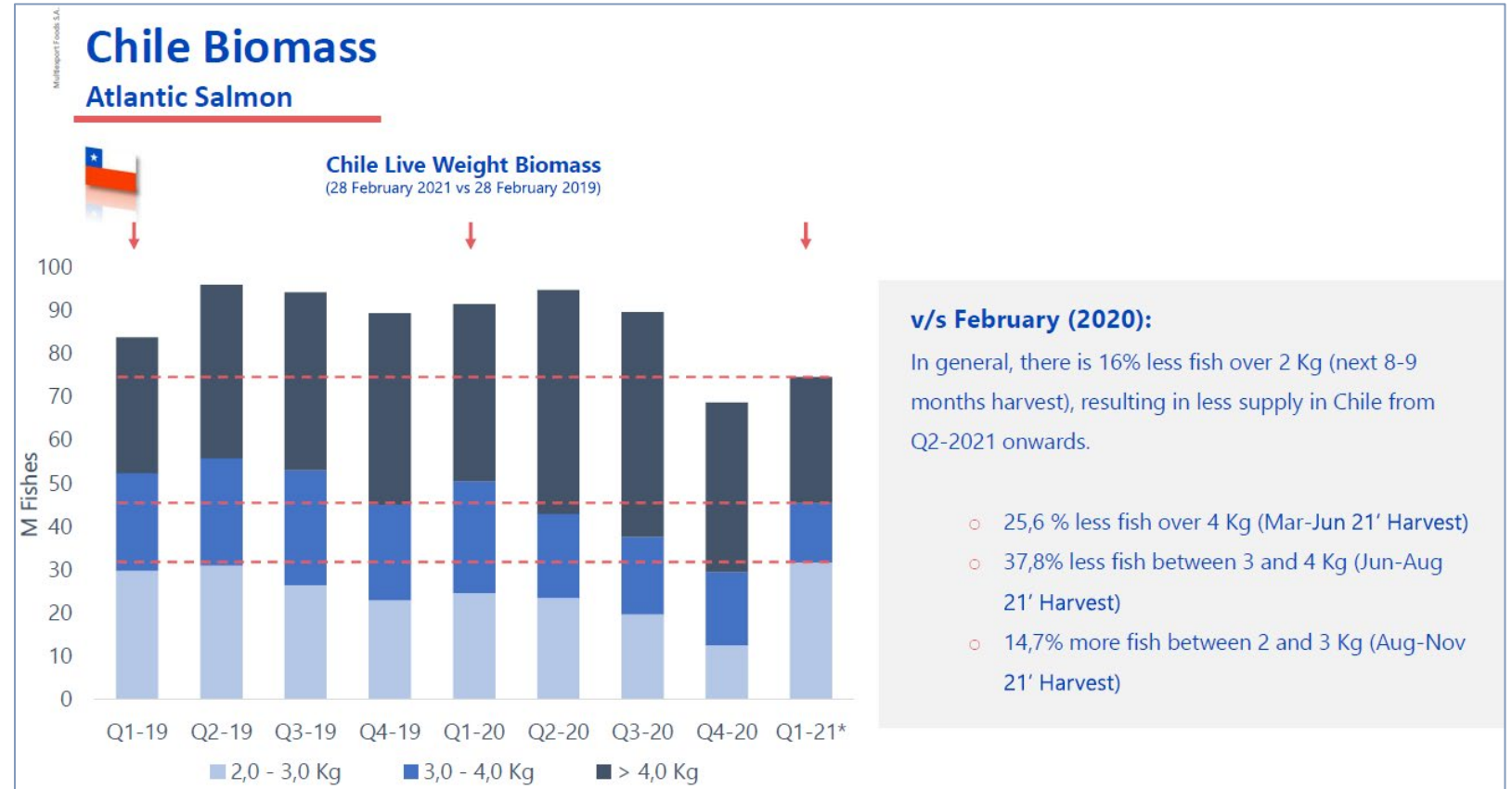
- Lachs hat weiterhin einen «Rohstoff»-Charakter
- Abhängig von Angebot und Nachfrage
- Wenn bisherige Marktgesetze auch in Zukunft gelten, sind höhere Lachspreise lediglich eine Frage der Zeit





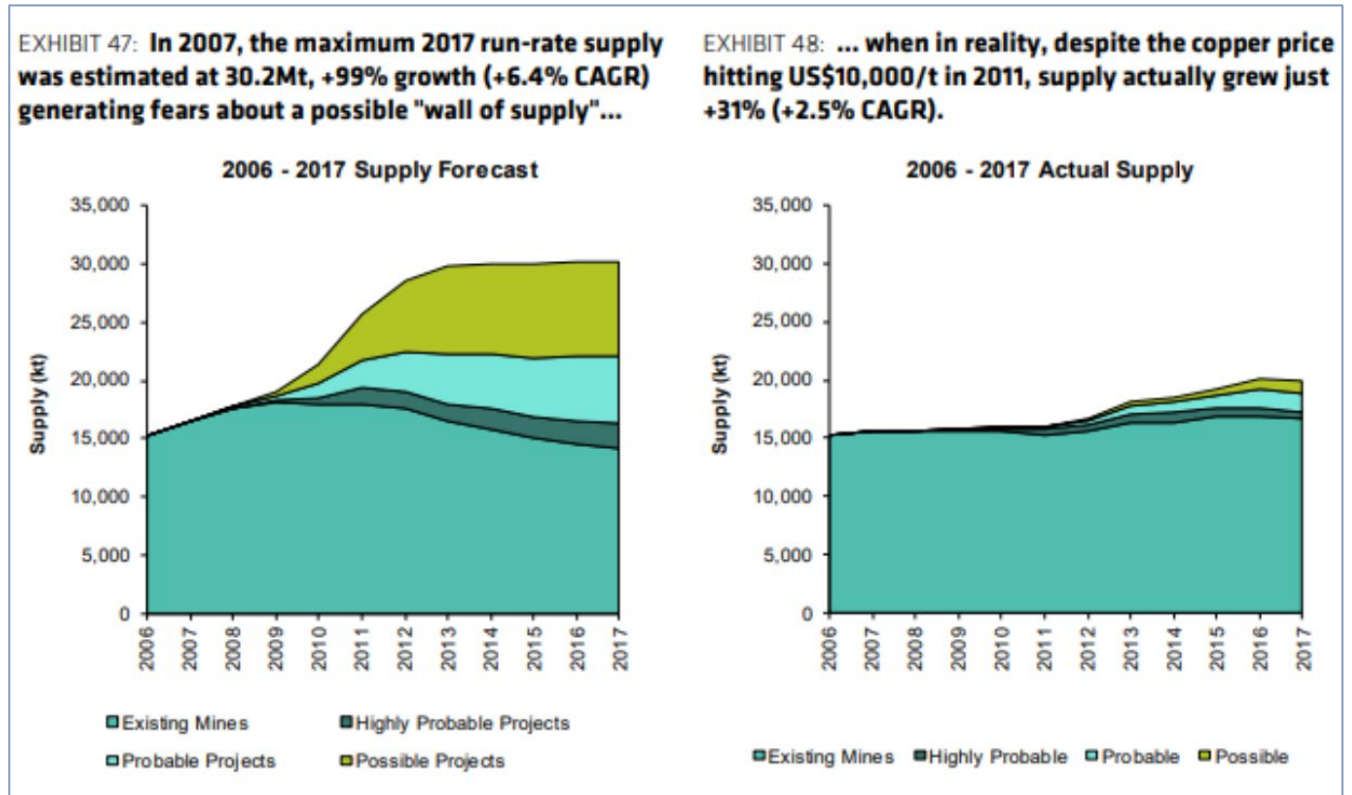
# Angebot: Schock in Chile 2021

- Angebot aus Chile fällt 2021 auf Niveau von 2018 zurück (-14% yoy)
- Lachspreis in Miami (Hub für Chile) auf attraktivem Pre-COVID-19-Niveau



# Quervergleich mit einem anderen Rohstoff (Kupfer)

- Kupfer:
  - Prognosen und Wirklichkeit
  
- Lachs:
  - In Norwegen (max. 3% Biomassenwachstum alle 2 Jahre) und Chile greift die neue Regulation
  - Wenige kleine Küstenländer wie Island können noch kräftig wachsen
  - Neue Technologien (landbasiert oder Offshore) stecken in den Kinderschuhen und brauchen «Risk Capital»



# Angebot: Globale Entwicklung

## Long term supply estimates

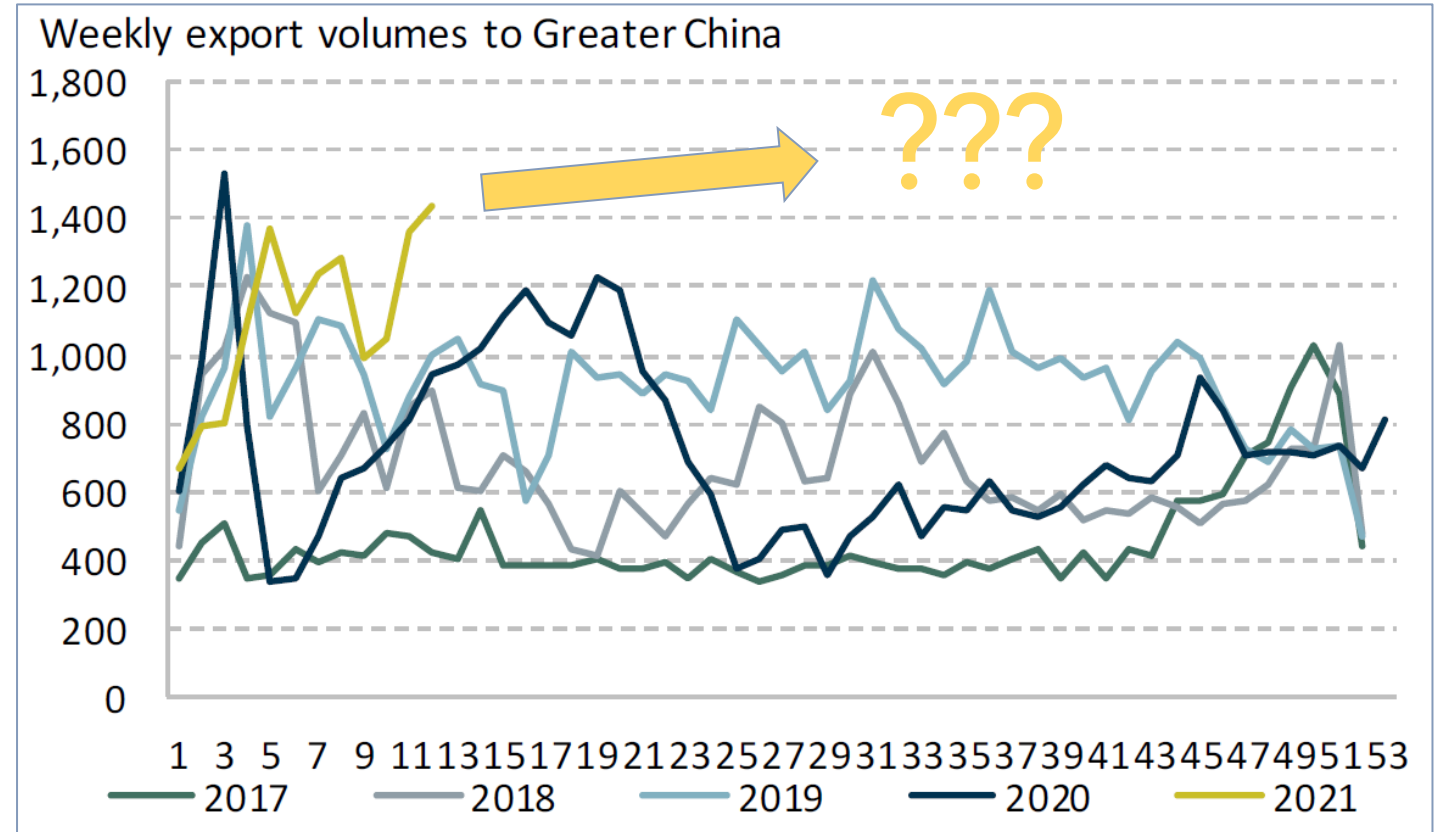
### The world production of Atlantic Salmon (rw 1,000 tons)

Country	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Norway	856	945	1,006	1,183	1,144	1,199	1,234	1,171	1,208	1,253	1,335	1,369	1,466	1,494	1,532
Chile	239	130	221	364	468	583	598	504	564	660	690	778	669	728	757
UK	145	142	155	159	158	172	166	157	177	152	191	178	204	201	203
Canada	115	118	120	137	115	95	135	146	137	146	138	140	133	146	153
Faroes	48	42	56	70	73	83	76	77	80	72	87	81	101	107	113
USA	16	18	19	20	20	20	20	23	22	19	21	20	23	24	36
Ireland	16	18	16	16	11	12	16	16	17	14	16	16	14	17	17
Australia	32	33	36	40	39	42	55	54	61	64	62	83	88	94	97
Iceland	1	1	1	3	3	5	4	8	12	14	25	31	45	52	65
Russia		4	4	7	10	13	14	5	9	5	12	11	19	25	28
Other	0	1	1	1	1	3	2	3	4	5	7	8	17	21	25
<b>Total production</b>	<b>1,468</b>	<b>1,452</b>	<b>1,634</b>	<b>2,000</b>	<b>2,041</b>	<b>2,227</b>	<b>2,320</b>	<b>2,165</b>	<b>2,291</b>	<b>2,405</b>	<b>2,581</b>	<b>2,716</b>	<b>2,778</b>	<b>2,909</b>	<b>3,025</b>
<b>Annual growth</b>	<b>-2 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>13 %</b>	<b>22 %</b>	<b>2 %</b>	<b>9 %</b>	<b>4 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>6 %</b>	<b>5 %</b>	<b>7 %</b>	<b>5 %</b>	<b>2 %</b>	<b>5 %</b>	<b>4 %</b>
Frozen inventories	31	1	-17	-10	-4	-19	-7	57	-28	-12	-24	-64	35	15	-
<b>Total supply</b>	<b>1,499</b>	<b>1,453</b>	<b>1,617</b>	<b>1,990</b>	<b>2,037</b>	<b>2,208</b>	<b>2,313</b>	<b>2,222</b>	<b>2,263</b>	<b>2,393</b>	<b>2,558</b>	<b>2,651</b>	<b>2,813</b>	<b>2,924</b>	<b>3,025</b>
<b>Supply growth</b>	<b>2 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>11 %</b>	<b>23 %</b>	<b>2 %</b>	<b>8 %</b>	<b>5 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>2 %</b>	<b>6 %</b>	<b>7 %</b>	<b>4 %</b>	<b>6 %</b>	<b>4 %</b>	<b>3 %</b>



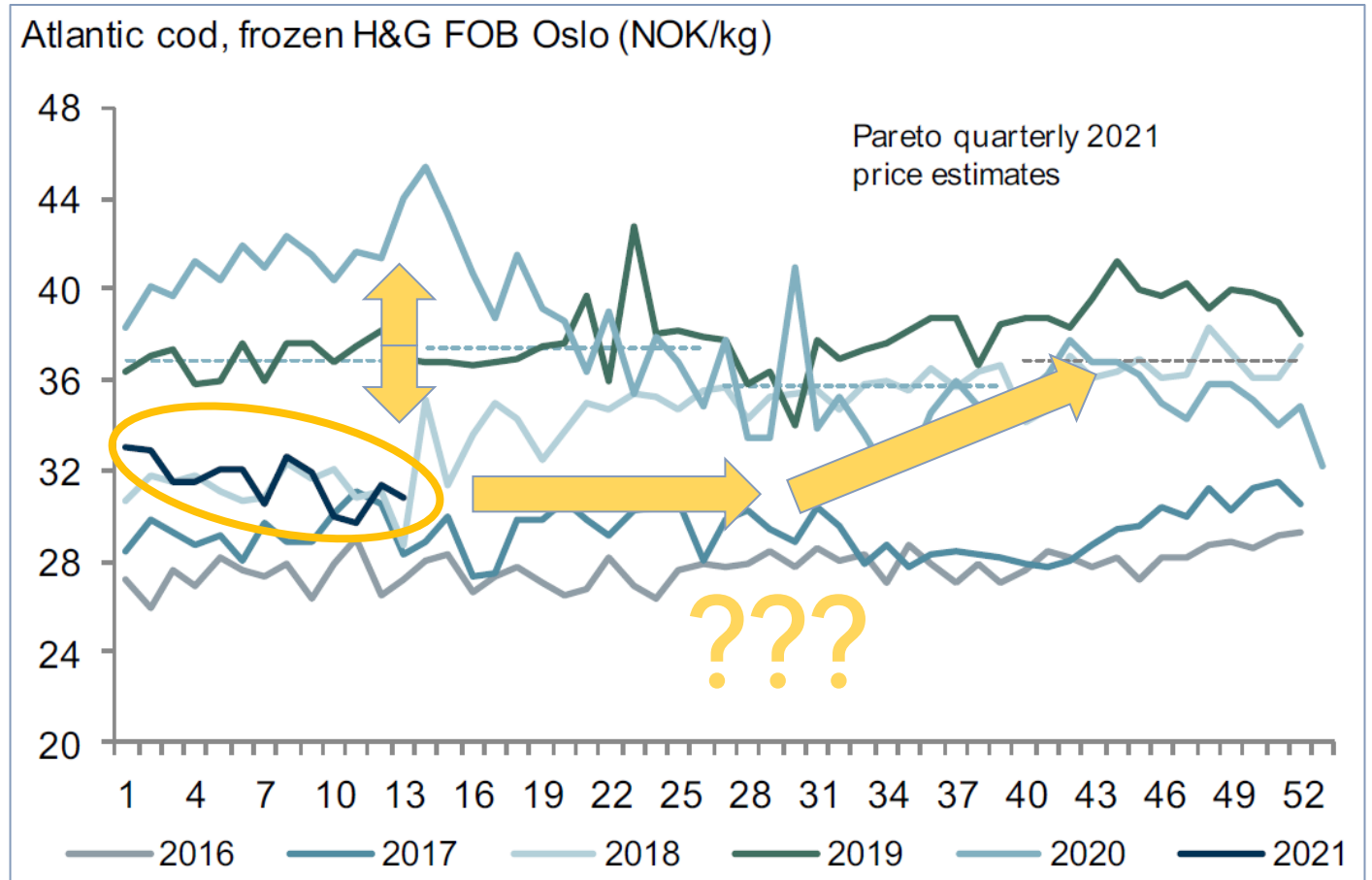
# Nachfrage: China ist zurück und hungriger als nie zuvor

- Lachskonsum p.a. in China von 2014 bis 2020 von 0.0kg auf 0.1kg pro Einwohner gewachsen
- Zum Vergleich: Die Konsumenten in Deutschland essen durchschnittlich 2.7kg Lachs p.a. (2014: 1.8kg)
- 100 Gramm zusätzlicher Lachskonsum pro Kopf in China entsprechen 140k Tonnen
- Entwicklungen in Europa, USA und Asien zeigen alle in eine Richtung: Mehr Lachskonsum pro Kopf



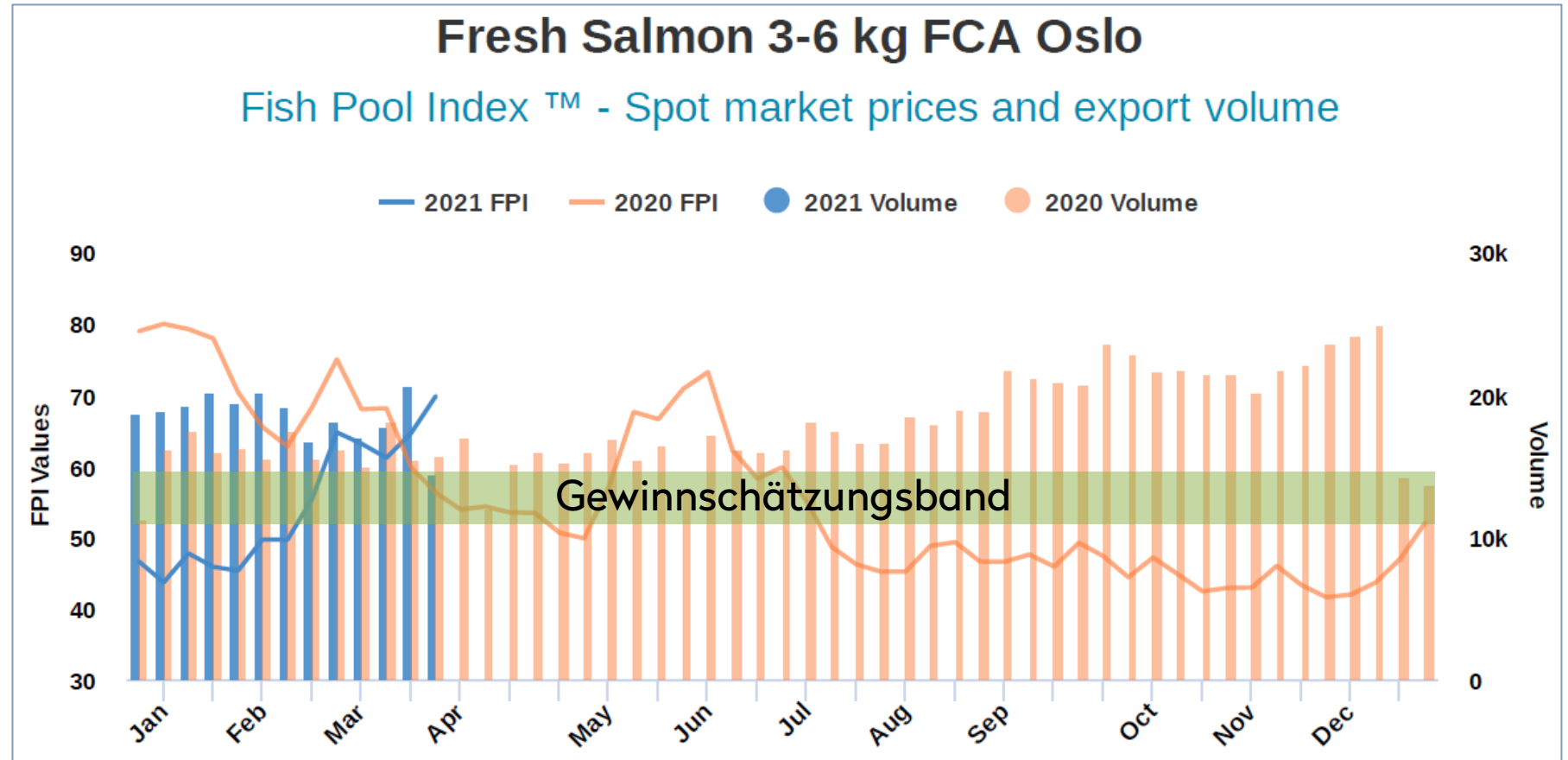
# Nachfrage: Foodservice (HoReCa) fehlt weiterhin

- Lachs ist ein tolles Retailprodukt und COVID-19 zeigt, dass Filets auch Zuhause konsumiert werden
- Kabeljau (Atlantic Cod) stärker betroffen von fehlender Foodservice-Nachfrage
- Kabeljau-Preis daher besseres Messinstrument für Foodservice-Comeback
- Lockdown-Ende in Europa mit Sommerbeginn und fortgeschrittenen Impfungen?



# Preisentwicklung

- Oster-Rallye trotz 20% mehr Volumen seit Anfang Jahr
- Gewinnschätzungen 2021 basieren auf Preisen von NOK 52-58
- Markt scheint 20% mehr Volumen aus Norwegen bei NOK 45-50 locker zu absorbieren (Jan & Feb)





# Sektorbewertung

- Basiskonsumgüter genießen höhere Bewertung
- Integration/Vorrücken zum Endkunden wird immer wichtiger (weg von Preissensitivitäten)
- Aufbau von globalen Fish&Seafood-Schwergewichten
- Junger Sektor, zahlreiche Konsolidierungsmöglichkeiten

	Global Fish Fund	MSCI World	Food-Multis (Ø)
Forward P/E	<b>15.32</b>	19.43	21.61
Dividendenrendite Prognose	<b>2.72%</b>	2.03%	2.32%
EV/EBITDA	<b>18.37</b>	16.72	15.38
P/B	<b>1.96</b>	3.02	4.45

# IPO-Welle seit Sommer 2020 an Seafood Börse

## Lachs – Neue Regionen



## Aquakultur – Neue Servicedienstleister



## Lachs – Neue Technologien



PROXIMAR SEAFOOD

## Aquakultur – Neue Spezies



NORDIC HALIBUT



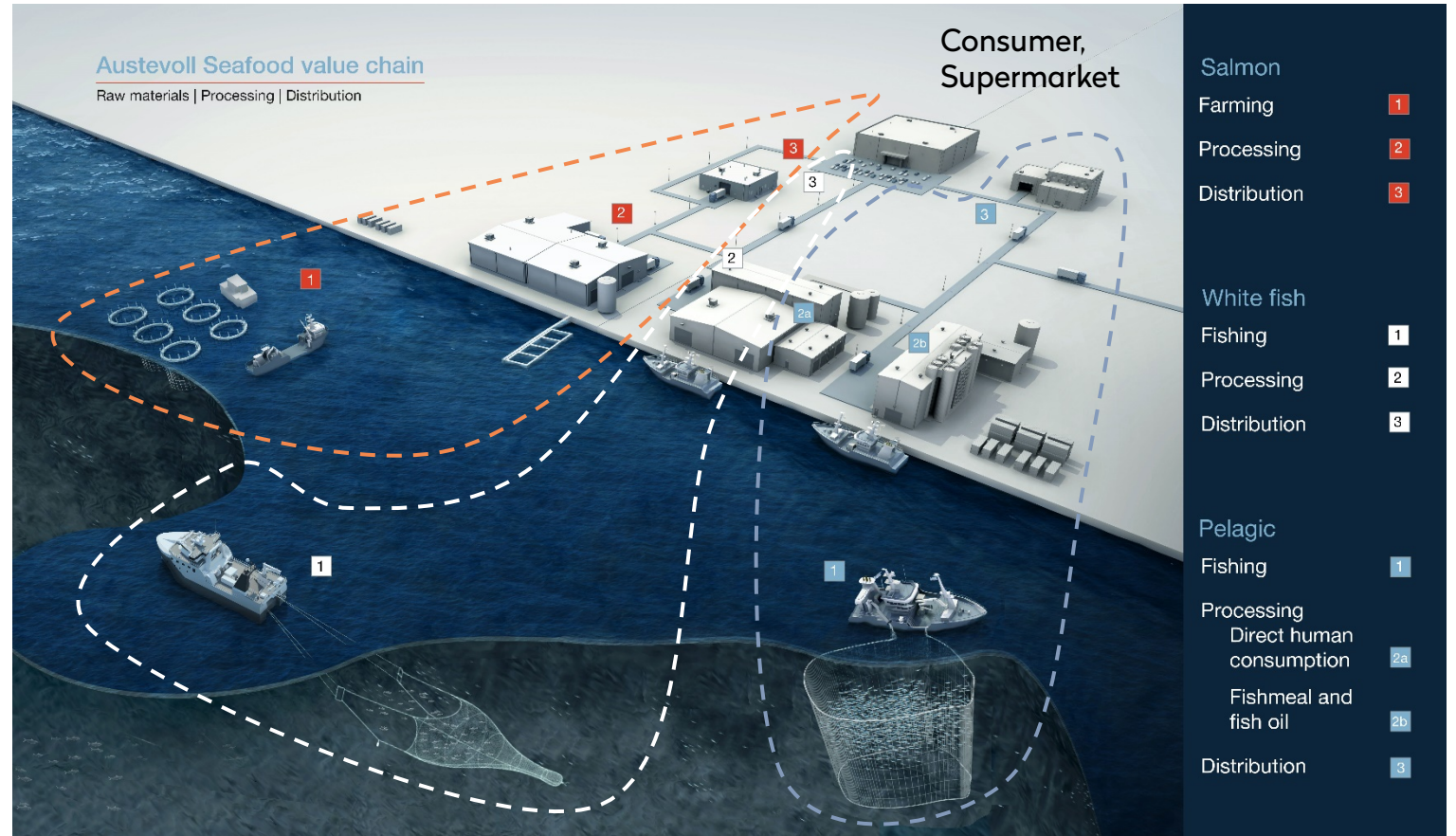
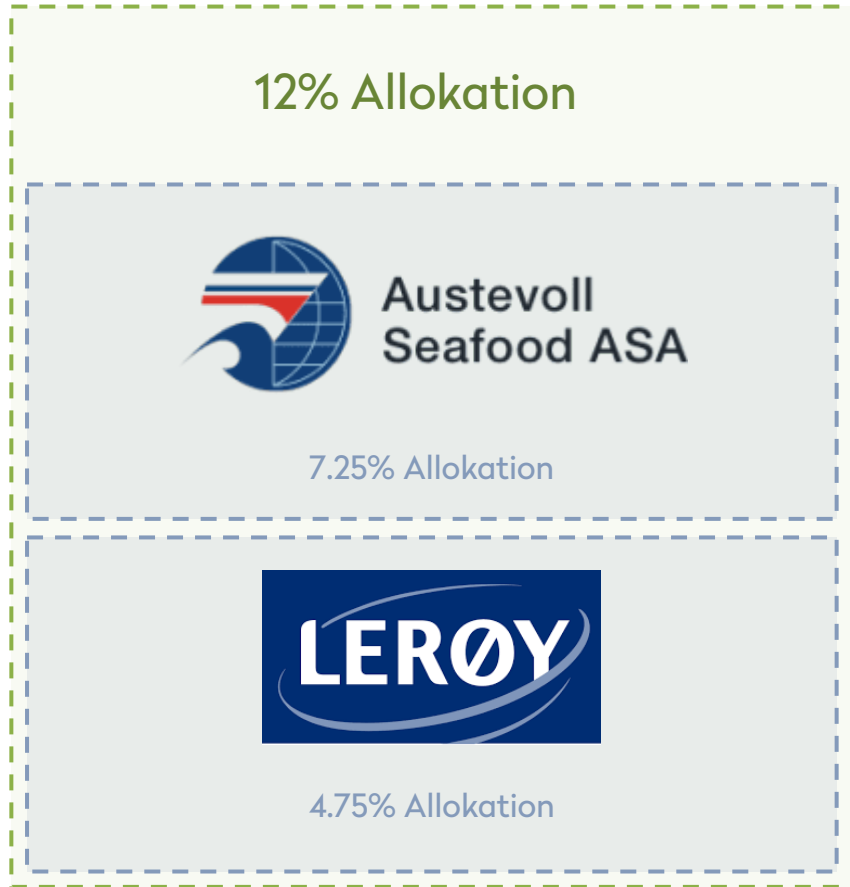
AKER BIOMARINE

**RESEARCH /  
PORTFOLIOMANAGEMENT**  
Eine Perle aus dem Portfolio

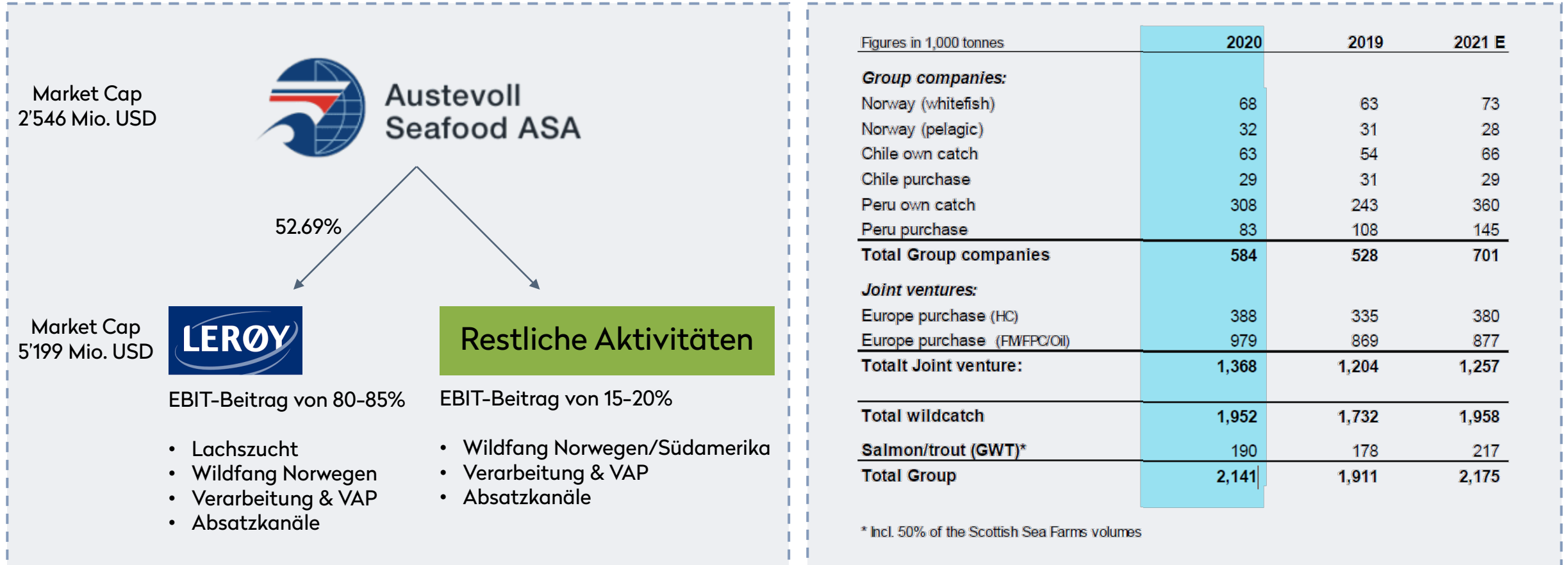




# Unsere Top-Allokation



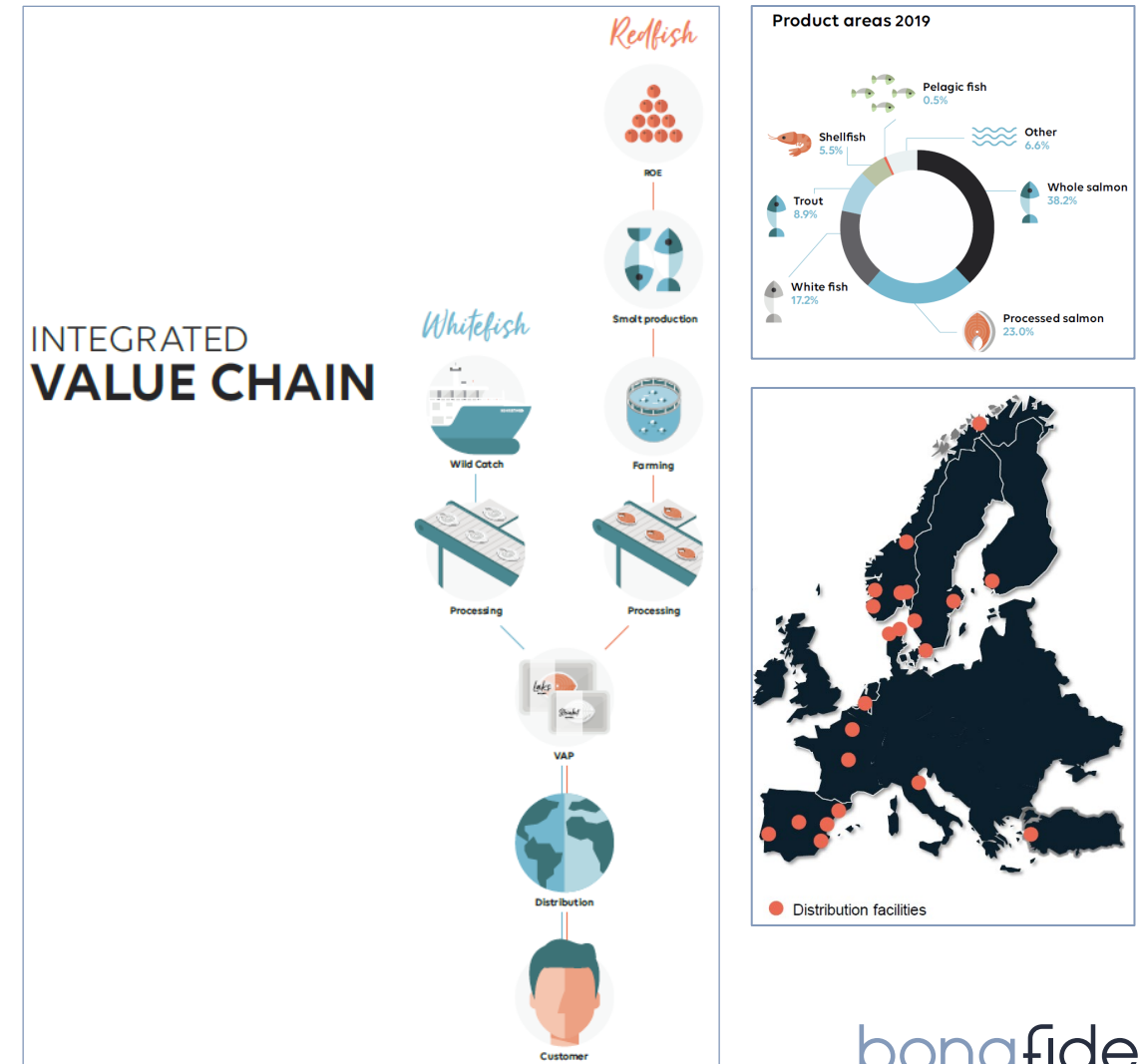
# Austevoll: Ein unbekannter «Meeresgigant»



# Leroy Seafood: Ein «Hidden» Leader

- Arbeitet seit mehreren Jahren an der integrierten «Value Chain»
- Fokussiert sich auf den Kunden (Supermarkt, Restaurants, Kantinen), baut an der Seafood-Plattform
- Kräftige Investitionen zur Diversifikation seit 2016, kein reiner Lachszüchter, sondern «Fish Powerhouse»
- Dennoch grosse Investitionen in der Lachszucht in landbasiertes Farming (grössere Smolts an Land)

Quelle: Jahresbericht 2019 Leroy Seafood





# Leroy Seafood: Investitionen

## Wild Catch



## Farming



## Processing



## Value Added



# Leroyø Seafood: Newsflow 2019

## 2.6 million smolt lost at Lerøy facility during fire

**News** by Owen Evans - 28 January 2019

Salmon farmer responds to huge blaze at its post-smolt facility in Northern Norway, revealing the extent of the damage.

Firefighters battled a huge fire at the 100 million euro post-smolt Lerøy-owned Laksefjord facility. A

## Algal bloom wipes out hundreds of salmon at Leroy's Aurora sites

Three weeks in, the algal bloom continues to spread in Troms.

5 June 2019 8:58 GMT UPDATED 5 June 2019 15:43 GMT

By [IntraFish Media](#) 

Three Leroy Aurora sites in Troms were hit by the [ongoing algal bloom in Northern Norway](#) and hundreds of dead fish were found at the farms after Troms had been clear of mortality for a few days, said the Norwegian Directorate of Fisheries.

Leroy is the first publicly listed company reporting mortality from the bloom.

## Sea lice pressure

The company said high sea lice pressure in central Norway towards the end of Q3 and start of Q4 led to frequent lice treatment that had reduced growth and had an impact on release from stock volume and costs.

This situation was gradually returning to normal, but the loss of growth in relation to former projections was approximately 6-7,000 tonnes of harvest weight, said LSG.

## Another estimate slash

*LSG reported another weak quarterly result, with a farming EBIT/kg margin 23% below our estimates. The main deviation was in region Midt, but also Sjøtroll reported a poor result. We cut our 2019e EBIT with 11%, while our 20e/21e is reduced with 7-9%. The main driver is lower volumes in Midt/Sjøtroll and weaker margins in the same two regions. We lower our TP to 75 (80) but reiterate our Buy recommendation as we find the 25-40% discount to peers too high.*

## Disappointing Q3 results as region Midt underperforms

The weaker than expected Q3 result is mostly related to the 40% lower than expected farming margin in Region Midt. Also another weak result in Sjøtroll and slightly lower VAP margin impacts negatively. On the positive side Aurora is back on track with a stronger than expected result, and also Havfisk delivers better than expected as white fish prices have been strong.

# Lerøy Seafood: Newsflow 2020/2021

## Lerøy Seafood Group

LSG NO / Aquaculture / Norway

Nordic Aquaculture

### 3q20 Beat and Solid Guidance for 2021

LSG posted 3q20 Operational EBIT of NOK 370m, some 50% above both FStest. and CS. The beat on our numbers comes from all farming regions, partly offset by a poor result in the Wildcatch segment. Lerøy Aurora posted an EBIT/kg of NOK 13/kg (FStest NOK 10/kg) with lower costs q/q as 1h20 was impacted by winter wounds. Lerøy Midt posted a solid EBIT/kg margin of NOK 11/kg (FStest NOK 7.5/kg), with both costs and achieved prices driving the beat on our estimates. In

## Lerøy Seafood inks salmon distribution deal with \$70 billion Chinese ag giant

Groups inked deal to import and distribute Lerøy's frozen salmon fillets.

12 April 2021 3:57 GMT UPDATED 12 April 2021 12:18 GMT

By [Dominic Welling](#)  

Norway's Lerøy Seafood Group has signed an exclusive agreement with China's largest food processor and distributor to supply its frozen fillets into the massive Chinese market.

## Lerøy's salmon farming ops outperform expectations to buck trend of tough Q3s

By [Neil Ramsden](#) Nov. 11, 2020 10:11 GMT

Lerøy Seafood Group has outperformed analysts' expectations for the third quarter of 2020, with results down year-on-year, but better than feared [...]

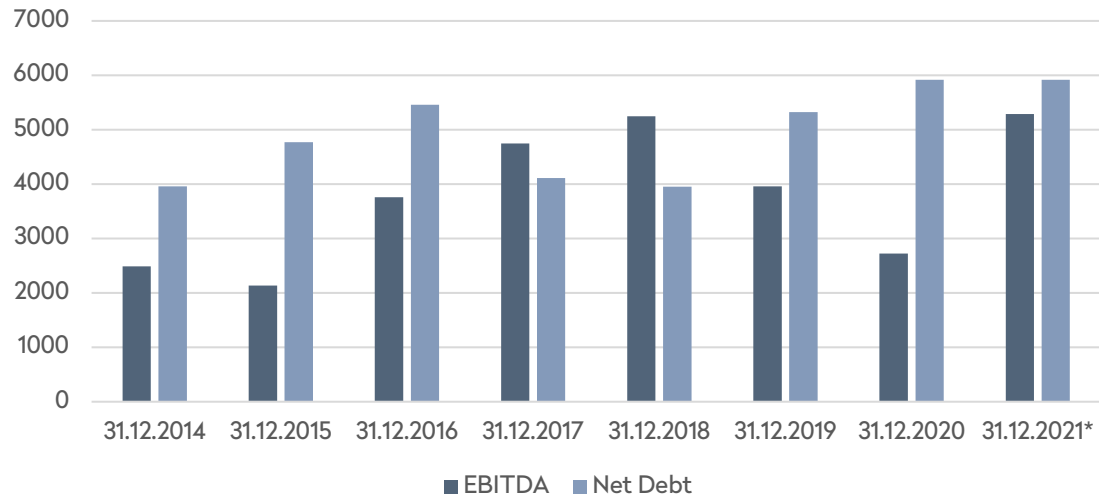
## Turnaround firming up

Q4 operating EBIT of NOK441m beat our estimate by 21% and consensus by 15%, largely explained by lower costs at Lerøy Sjøtroll (previously something of a headache for the group). The proposed DPS of NOK2

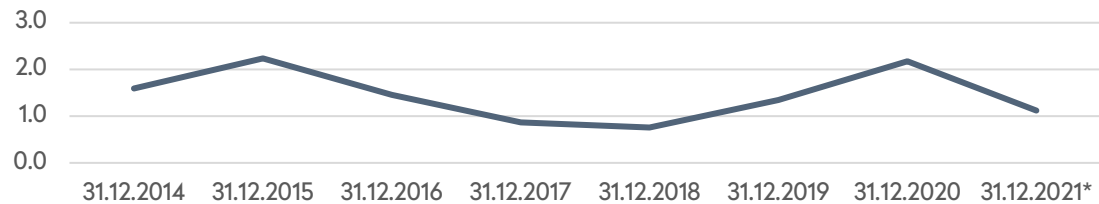
# Bilanzqualität

## Austevoll Seafood

EBITDA & Net Debt

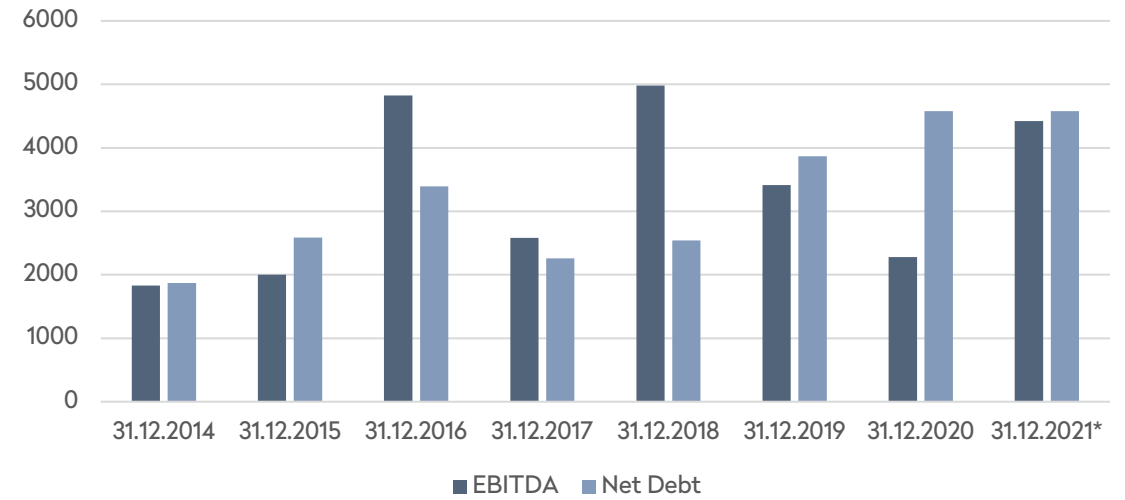


Net Debt/EBITDA

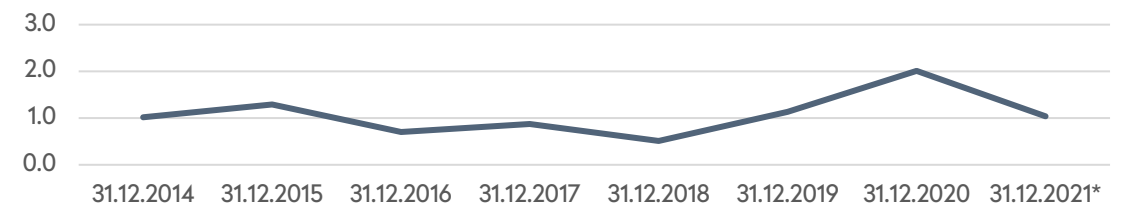


## Leroy Seafood

EBITDA & Net Debt



Net Debt/EBITDA

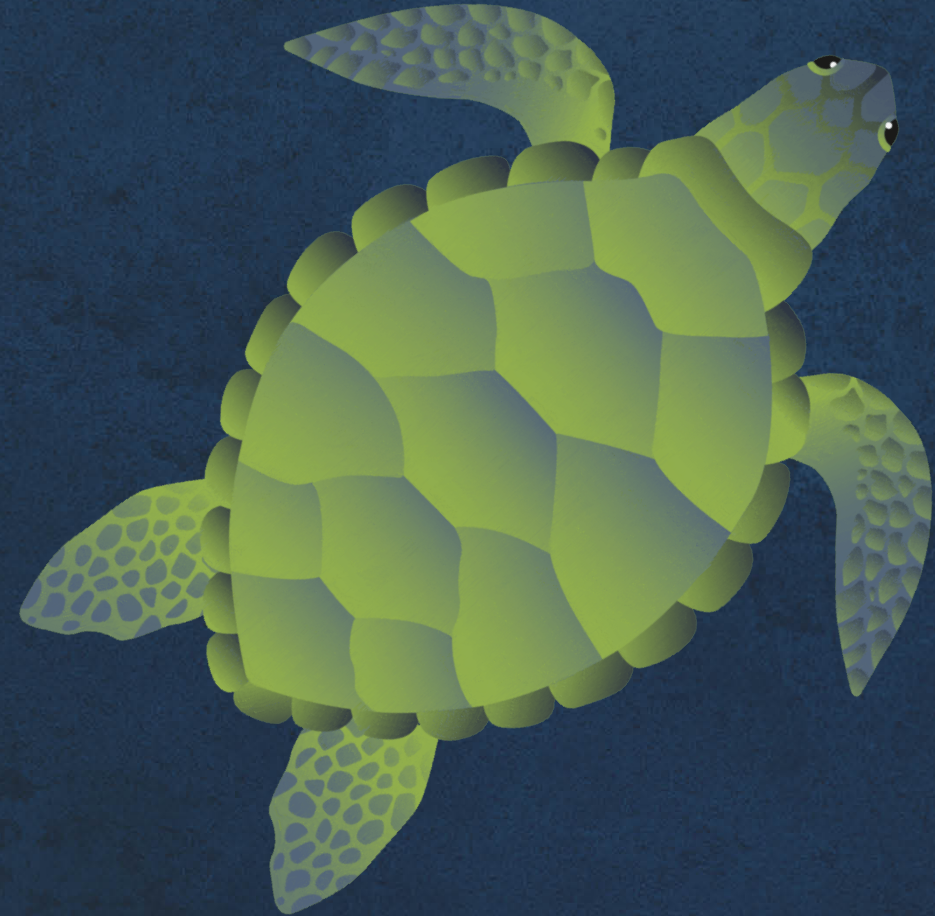




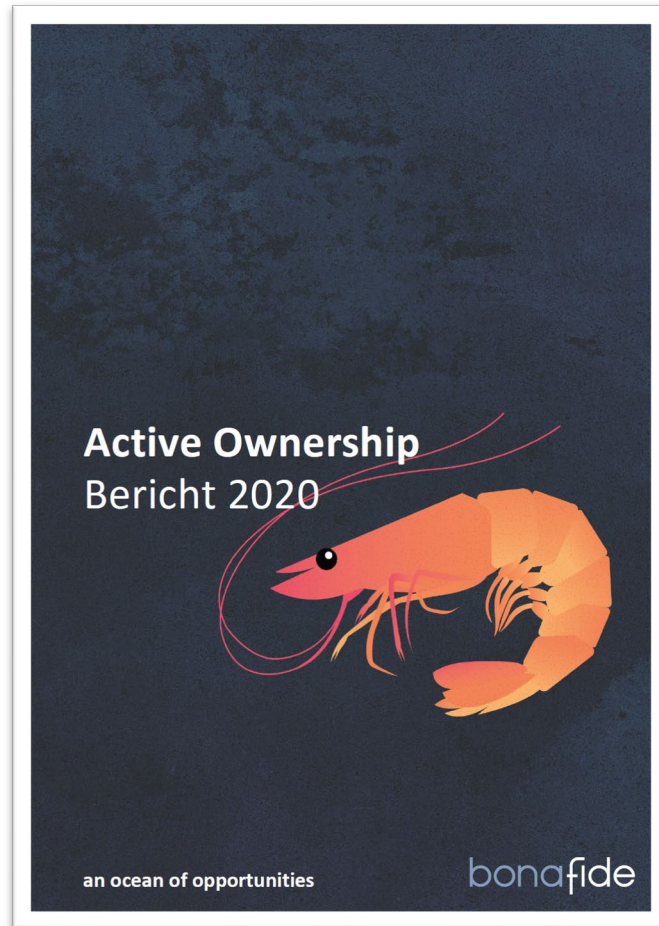
# Bewertung unserer Top-Allokation

	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			DVD yield		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Mowi	14.2x	11.1x	10.3x	20.5x	14.6x	13.7x	23.6x	17.6x	17.0x	2.1 %	4.2 %	5.1 %
SalMar	17.0x	13.5x	12.7x	21.7x	16.5x	14.9x	25.0x	19.4x	18.0x	3.5 %	3.6 %	4.3 %
Lerøy Seafood	11.4x	9.0x	8.6x	15.4x	11.0x	10.3x	18.7x	13.6x	13.0x	3.1 %	4.0 %	4.6 %
Grieg Seafood	11.1x	7.8x	6.8x	17.3x	10.2x	7.7x	20.8x	11.0x	8.5x	3.0 %	3.3 %	6.3 %
Norway Royal Salmon	14.7x	9.7x	8.7x	18.7x	11.3x	10.2x	22.0x	13.5x	12.7x	2.2 %	3.7 %	4.2 %
Bakkafrost	17.5x	12.9x	11.8x	25.0x	16.6x	15.2x	32.3x	20.9x	18.7x	1.4 %	2.2 %	3.1 %
Austevoll	7.3x	5.9x	6.1x	9.8x	7.1x	6.7x	11.2x	8.8x	8.8x	3.4 %	3.8 %	4.4 %
Salmones Camanchaca	9.8x	6.3x	5.4x	14.3x	8.2x	6.7x	18.2x	9.6x	8.0x	2.3 %	4.1 %	6.3 %
Atlantic Sapphire	49.4x	25.4x	18.8x	88.7x	41.2x	33.6x	235.8x	55.1x	29.9x	0.0 %	0.0 %	0.0 %
Salmon Evolution	n.a.	n.a.	8.6x	n.a.	n.a.	21.8x	n.a.	n.a.	46.8x	0.0 %	0.0 %	0.0 %
The Kingfish Company	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0 %	0.0 %	0.0 %
<b>Average</b>	<b>16.9x</b>	<b>11.3x</b>	<b>9.8x</b>	<b>25.7x</b>	<b>15.2x</b>	<b>14.1x</b>	<b>45.3x</b>	<b>18.8x</b>	<b>18.2x</b>	<b>2.1 %</b>	<b>2.9 %</b>	<b>3.8 %</b>

# Nachhaltigkeit



# Unsere Active Ownership Bemühungen



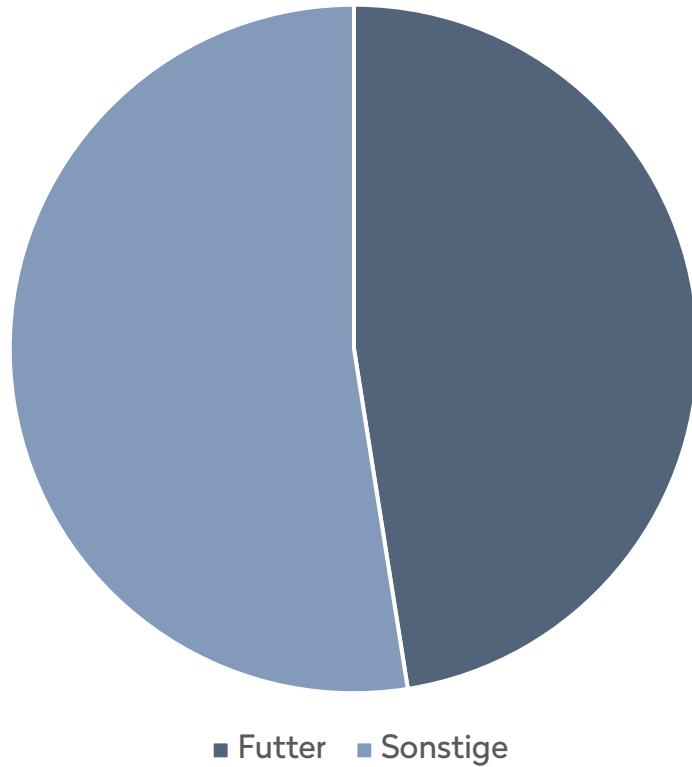
## Highlights:

- Ausbau der ESG Ratingabdeckung
- Umfrage zum Thema Traceability
- Neuausrichtung von Clean Seas Seafood
- **NEU:** Aquafeed Engagement

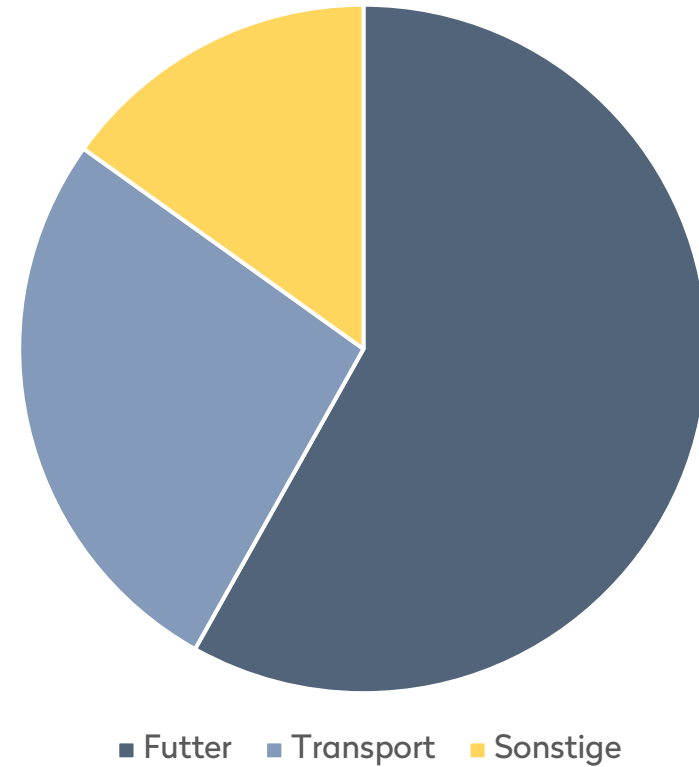


# Hohe Bedeutung von Aquafeed

## Kosten in der Produktion



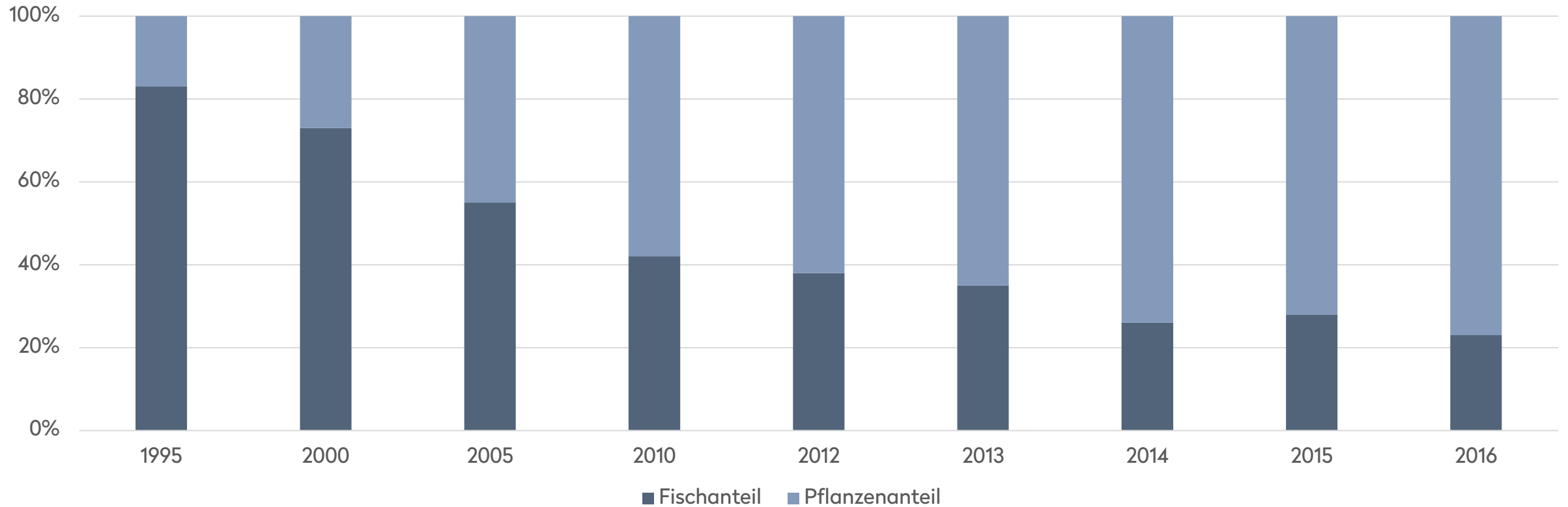
## CO2 Emissionen in der Produktion



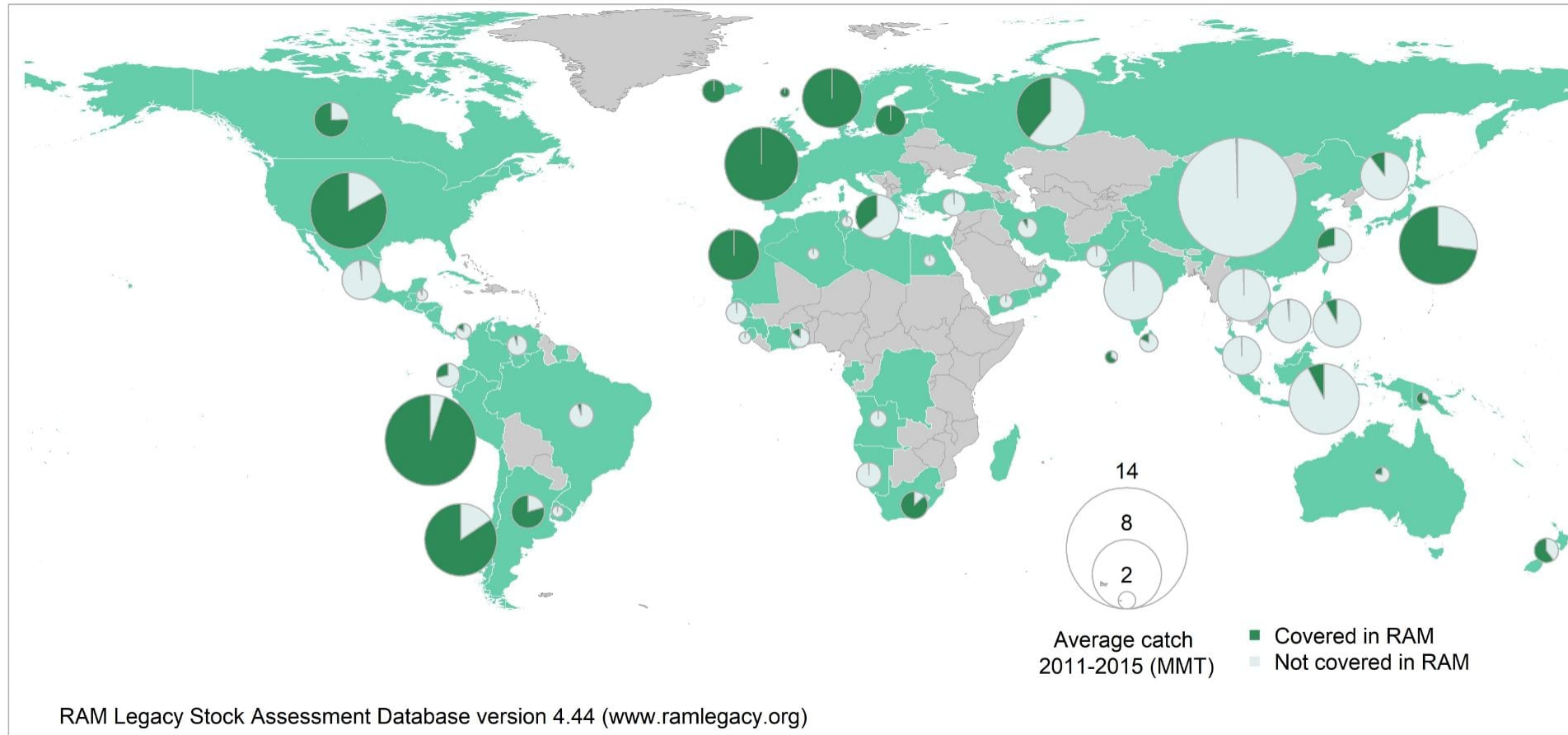


# Optimierung der Futtermittelzusammensetzung am Limit

## Rohstoffe in der Futterproduktion

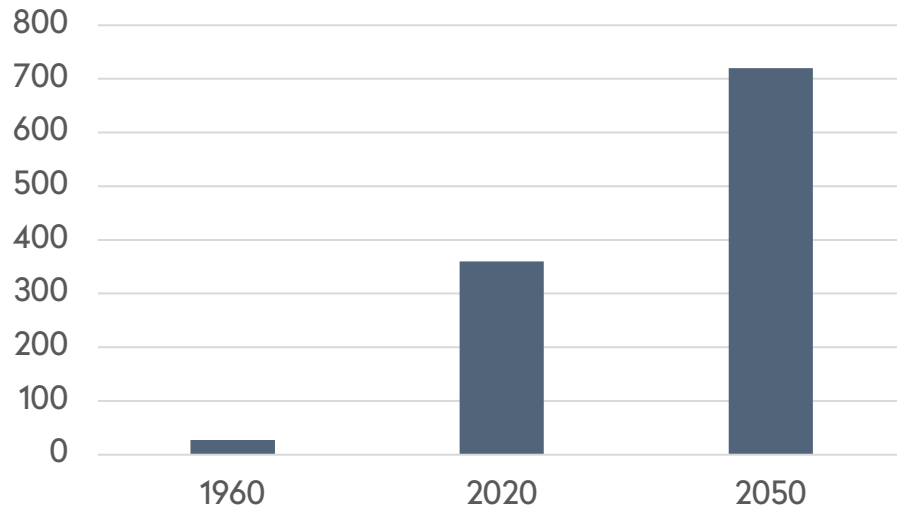


# Überwachter Fisch ist nachhaltiger Fisch, aber das Angebot bleibt begrenzt



# Soja wird zunehmend rodungsfrei

Sojaproduktion in Mio. Tonnen



- 75% werden als Futtermittel eingesetzt
- Nur 2% sind als rodungsfrei zertifiziert (ProTerra oder RTRS)
- Seit 08/2020 (auf Drängen der Züchter vorverlegt von 2021) sind die Lieferketten der drei grössten, brasilianischen Sojaproduzenten für die Lachszeit komplett rodungsfrei



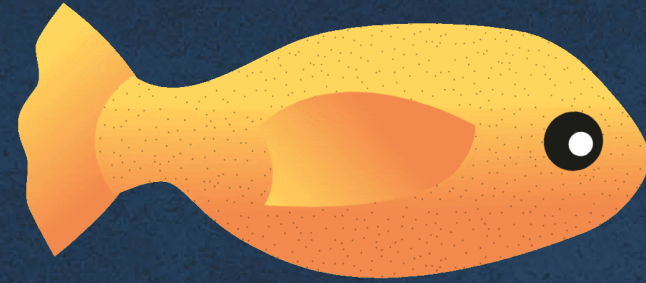


**Gilbert Vergères**  
Partner

**ocean of  
opportunities**

**Quartal-Update  
Q1 2021**





# Zusammenfassung

## ocean of opportunities

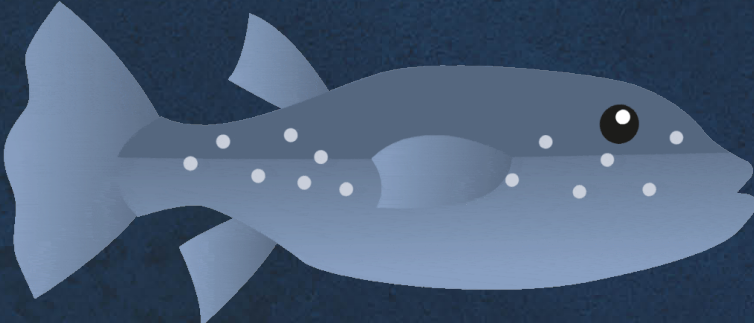
# ocean of opportunities

- 10.91% durchschnittliche Rendite pro Jahr (9-jähriger Track Record)
- Global Fish Fund mit tieferer Volatilität
- Kurzfristiger Portfolioimpuls: Rückkehr Foodservice
- Mittel- und langfristiger Portfolioimpuls: begrenztes Angebot
- IPO-Welle zeigt das Investoreninteresse am Sektor
- TOP-Allokation Austevoll / Leroy mitten im Turnaround
- Enorme Fortschritte im Nachhaltigkeitsbereich (Futtermittel, Arten, etc.)
- **«An der Börse sind zwei mal zwei nicht vier, sondern fünf minus eins – und man muss die Nerven haben, dieses minus eins auszuhalten!»** – André Kostolany





Q & A





**Helping to feed the world  
with healthy food out of  
the ocean.**



# Kontakt

---

Bonafide Wealth Management AG  
Höfle 30  
9496 Balzers  
Liechtenstein

+423 388 00 30

[info@bonafide-ltd.com](mailto:info@bonafide-ltd.com)



Christoph Baldegger



[cb@bonafide-ltd.com](mailto:cb@bonafide-ltd.com)



+423 388 00 31



Marco Berweger



[mb@bonafide-ltd.com](mailto:mb@bonafide-ltd.com)



+423 388 00 34

# Rechtliche Hinweise

---

## Kein Angebot

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen weder eine Aufforderung, ein Angebot, noch eine Empfehlung zum Erwerb beziehungsweise Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen oder Rechtsgeschäfte dar. Die Informationen in dieser Publikation stellen für den Leser keine Entscheidungshilfen dar. Bei Anlageentscheidungen lassen Sie sich bitte von qualifiziertem Personal beraten.

## Verkaufsbeschränkungen

Der Inhalt dieser Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, welche den Vertrieb der Publikation bzw. der darin aufgeführten Anlagefonds verbietet (aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Personen, die in den Besitz dieser Publikation gelangen, müssen sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Die Anteile der in dieser Publikation beschriebenen Anlagefonds wurden insbesondere nicht nach dem United States Securities Act 1933 registriert und dürfen, ausser in Verbindung mit einem Geschäft, welches dieses Gesetz nicht verletzt, weder direkt noch indirekt in den Vereinigten Staaten, d. h. von Staatsangehörigen oder Personen mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten, Kapitalgesellschaften oder anderen Rechtsgebilden, die nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet wurden oder verwaltet werden, angeboten, an diese veräussert, weiterveräussert oder ausgeliefert werden. Der Begriff «Vereinigte Staaten» umfasst die Vereinigten Staaten von Amerika, alle ihre Gliedstaaten, Territorien und Besitzungen (Possessions) sowie alle Gebiete, die ihrer Rechtshoheit unterstehen.

## Risikohinweis

Bitte beachten Sie, dass sich der Wert einer Investition steigend wie auch fallend verändern kann. Die zukünftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können starken Kursschwankungen ausgesetzt sein. Diese Kursschwankungen können die Höhe des angelegten Betrages ausmachen oder diesen sogar übersteigen. Die Erhaltung des investierten Kapitals kann somit nicht garantiert werden.

## Fondsdokumente

Der Erwerb von Anlagefonds sollte auf jeden Fall erst nach dem ausführlichen Studium des entsprechenden Verkaufsprospektes sowie des letzten Jahresberichts (bzw. Halbjahresberichts, falls dieser aktueller ist) und der übrigen rechtlich relevanten Dokumente (Reglement bzw. Vertragsbedingungen bzw. Statuten und ggf. Vereinfachter Prospekt) erfolgen. Diese Dokumente können für die in dieser Publikation aufgeführten Anlagefonds in Liechtenstein bei der IFM, Independent Fund Management AG, Landstrasse 30, 9494 Schaan oder bei der Bonafide Wealth Management AG, Höfle 30, 9496 Balzers kostenlos bezogen werden.

## No insurance or guarantee

All information provided by Bonafide Wealth Management AG is compiled with the greatest care. The information and opinions published are provided by Bonafide Wealth Management AG from reliable sources. Nevertheless, Bonafide Wealth Management AG accepts no liability for the accuracy, completeness and relevance of the information contained in this publication. The content is subject to change at any time, with Bonafide Wealth Management AG under no obligation to update previously published information.

## Für die Erstellung dieser Publikation verantwortlich

Bonafide Wealth Management AG, Höfle 30, 9496 Balzers, Liechtenstein