



Agenda

STAMMDATEN 3

KURZHISTORIE..... 4

MANAGEMENT / EIGENTÜMERSTRUKTUR..... 6

GESCHÄFTSMODELL 11

SEGMENTE 13

 POULTRY (70% VOM ERGEBNIS, 18% MARGE) 13

 MEAT (22% VOM ERGEBNIS, 9% MARGE) 14

 FISH (5% VOM ERGEBNIS, 5% MARGE)..... 14

WETTBEWERBSVORTEILE 17

 KONSTANTER ODER STEIGENDER MARKANTEIL 17

 ÜBERLEGENE KAPITALRENDITEN UND MARGEN IM BRANCHENVERGLEICH..... 18

 ATTRAKTIVE RENDITEN ÜBER MEHRERE ZYKLEN HINWEG..... 19

MARKT 20

FINANCIALS UND BEWERTUNG..... 23

 WICHTIGSTE KOSTENPOSITIONEN 23

 KENNZAHLEN..... 24

 CASH FLOW VERWENDUNG 25

 LANGFRISTZIELE 25

 BEWERTUNG..... 26

BULLS SAY / BEARS SAY..... 28

Disclaimer: Diese Unterlage richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Eine Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Wichtiger Hinweis: Patient Capital ist ein EU-richtlinienkonformer Investmentfonds, der gemeinsam mit Covesto Asset Management aufgelegt wurde. Die Covesto Asset Management GmbH handelt als vertraglich gebundener Vermittler im Sinne des § 2 Abs. 10 Kreditwesengesetz (KWG) ausschließlich namens und auf Rechnung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, soweit sie Dienstleistungen erbringt, die der Anlageberatung im Sinne des § 1 Abs.1a Nr. 1a KWG zuzurechnen sind. Covesto Asset Management GmbH ist als vertraglich gebundener Vermittler der NFS Netfonds Financial Service GmbH in das öffentliche Register eingetragen, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geführt wird. Das Register können Sie einsehen unter www.bafin.de.

*Die zur Verfügung gestellte Präsentation der NFS Netfonds Financial Service GmbH ist kostenlos. Sie enthält Inhalte externer Dritter, auf deren Inhalte die NFS Netfonds Financial Service GmbH keinen Einfluss hat. Die Inhalte der hier zusammen getragenen Darstellungen werden mit größter Sorgfalt zusammengetragen und erstellt. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier gepflegten Daten, ihres gesetzeskonformen Umfangs und ihrer Darstellung übernimmt die NFS Netfonds Financial Service GmbH indes keine Haftung. Die abgebildeten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch sollten allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Sie stellen insbesondere **keine Empfehlung**, kein Angebot, keine Aufforderung zum Erwerb/Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit von Transaktionen und auch nicht zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt als Werbemitteilung ausdrücklich **keine Finanzanalyse** dar. Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen.*

Der Erwerb der hierin beschriebenen Wertpapiere kann und sollte ausschließlich auf Basis der im jeweiligen Prospekt enthaltenen Informationen erfolgen. Der Erwerb von Wertpapieren beinhaltet bestimmte Risiken, unter anderem Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle diese Risiken verstehen, bevor sie sich entschließen, in die hierin beschriebenen Wertpapiere zu investieren. Anleger sollten insbesondere unter Berücksichtigung ihrer Erfahrung, Ziele, finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Situation sorgfältig prüfen, ob die Wertpapiere für sie individuell geeignet sind. Bei Zweifeln sollten Anleger vor einem Investment entsprechende professionelle Beratung in Anspruch nehmen.

WARNHINWEIS: Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit erlaubt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Anlage in den Fonds unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere dem Wertpapierrisiko. Der Wert einer Vermögensanlage kann sowohl steigen als auch fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Anleger den von ihnen investierten Betrag nicht vollständig zurückerhalten. Hinsichtlich einer ausführlichen Darstellung der mit einer Anlage in den Fonds verbundenen Risiken wird auf den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen verwiesen, die unter <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/> elektronisch zur Verfügung stehen.

Die NFS Netfonds Financial Service GmbH kann eigene wirtschaftliche Interessen an den Wertpapieren oder anderen in diesem Dokument beschriebenen Finanzinstrumenten oder mit diesen in Beziehung stehenden Finanzinstrumenten haben. Herausgeber ist die NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg.

Weitere Informationen unter: www.patient-capital.de

STAMMDATEN

Kerntätigkeit: Marel ist ein isländischer Anlagenbauer für die Fleischindustrie (tätig in den Bereichen Geflügel, Rind, Schwein und Fisch). Im Geflügel-Segment (Poultry) ist das Unternehmen globaler Marktführer für automatisierte Schlachtlinien mit Geschwindigkeiten von bis zu 15.000 Hühnern/Stunde (entspricht 4 Hühnern/Sekunde). Im Vergleich zu (teil-)manueller Verarbeitung reduzieren Marels Anlagen die Ausschussquote deutlich und tragen ihren Teil dazu bei, mit weniger Einsatz von Ressourcen die gleiche Menge an Endprodukten herstellen zu können. Marels installierte Basis von Anlagen zur Geflügelverarbeitung ist die größte weltweit und muss regelmäßig gewartet sowie mit Verschleißteilen versorgt werden (dieses Aftermarket-Geschäft repräsentiert auf Konzernebene ~40% vom Umsatz). Geführt wird Marel von CEO Arni Oddur Thordarson (51 Jahre alt), der – zusammen mit seinem Vater Thordur Magnusson – ebenfalls Marels größter Aktionär ist. Arni Oddur Thordarson hält persönlich 4,4% am Unternehmen im Gegenwert von momentan 195 Mio. Euro, sein Vater zusätzliche 4,9% der Aktien (215 Mio. Euro Gegenwert). Marel erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 1,2 Mrd. Euro, einen Marktanteil von 10% (in Poultry >18%) und eine operative Marge von 13,5%. Seit der Börsennotiz in Island im Jahr 1992 konnte das Unternehmen den Umsatz durchschnittlich um +20% pro Jahr steigern und die Rendite für Aktionäre betrug ebenfalls +20% p. a. Marel dürfte in seiner künftigen Entwicklung von drei Faktoren profitieren: i.) Substitution menschlicher Arbeitskraft in Schlachtbetrieben durch Automatisierung, ii.) Wachstum der globalen Mittelschicht um 3-4% pro Jahr und einhergehende Konsumverlagerung zu verarbeiteten Supermarktprodukten anstelle roher Produkte vom Wochenmarkt (in Bezug auf das dortige Schlachtangebot spricht man auch von sogenannten „wet markets“) und iii.) wertschaffende M&A-Aktivitäten, die Marels geographische Reichweite oder technologische Fähigkeiten ausbauen.

Umsatz 2020	1.238 Mio. EUR (-3,6% yoy)
EBIT (PPA adj.)	167 Mio. EUR (-3,5%)
EBIT-Marge	13,5%
NI (PPA adj.)	116 Mio. EUR (-2,5%)
Levered FCF	118 Mio. EUR (70% EBIT Conversion, 100% NI Conversion)
FCF-Marge	9,5%
Aktienanzahl	752 Mio. Stücke (nach dilution: 770 Mio. Stücke)
Kurs	5,90 EUR
Marktkapitalisierung	4.550 Mio. EUR
net debt	160 Mio. EUR (net debt/EBITDA <1,0x)
EV	4.710 Mio. EUR
P/E 2022e	28,5x
Kursziele (Marktmeinungen)	Bandbreite: 5,00 – 6,69 EUR
Wachstum historisch (EPS)	+20% p. a. 1992-2020
Wachstumspotenzial (EPS)	+14% p. a. mid term

KURZHISTORIE

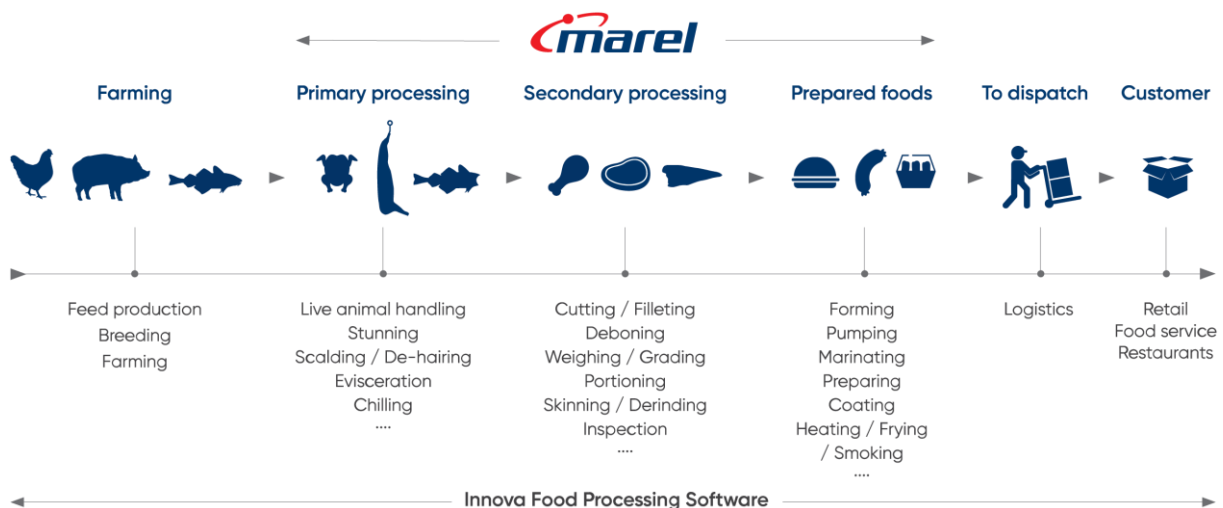
Marel startete 1983 als Forschungsprojekt an der Universität Island. Ziel des Projekts war das Einbringen von Computertechnologie in Anlagen zur Fleischverarbeitung.



Geforscht wurde zunächst an digitalen Waagen für den Fischereieinsatz. 1985 feierte Marel einen Durchbruch mit bewegungskompensierenden Waagen. Diese kommen auf Fischereikuttern zum Einsatz und ermitteln dort verlässlich das Gewicht der Fangmengen trotz kontinuierlicher Schwankungen an Bord. Bis Ende der 1990er-Jahre erreichte Marel einen Weltmarktanteil von 60% bei bewegungskompensierenden Waagen im Fischereieinsatz. Gewinne daraus reinvestierte das Unternehmen in Entwicklungen neuer Produkte und erweiterte seine Angebotspalette um Sortier-, Inspektions- und Portionierungsanlagen für die industrielle Fischverarbeitung. R&D machte ehemals 15% vom Umsatz aus und heute immer noch ~6%.

Kunden aus der Fischerei waren lange Zeit die naheliegendste Klientel für Marel. Die Fischindustrie repräsentiert einen der wichtigsten Exportsektoren Islands (350 Tsd. Einwohner) und trägt ~5% zum heimischen GDP bei. Mit zunehmender Größe begann das Unternehmen, Fischportionierungs- und Schneideanlagen auch auf Geflügel, Rind und Schweinefleisch zu übertragen und das Geschäft zu internationalisieren. Island repräsentiert heute nur noch <1% der Konzernumsätze und 7% der Gesamtkosten.

Marel unterscheidet generell **drei Stufen der industriellen Fleischverarbeitung (i. primary, ii. secondary und iii. further/prepared foods, siehe Abbildung unten)**. Die erste Stufe umfasst die Betäubung, Schlachtung, Häutung, Entweidung der Tiere, die zweite das Entfernen von Gräten/Knochen, Filetierung, Inspektion, Portionierung und die dritte Stufe die Zubereitung des Fleisches zu fertigen Supermarktprodukten wie etwa Burger, Chicken Wings, Wurst oder Schnitzel.

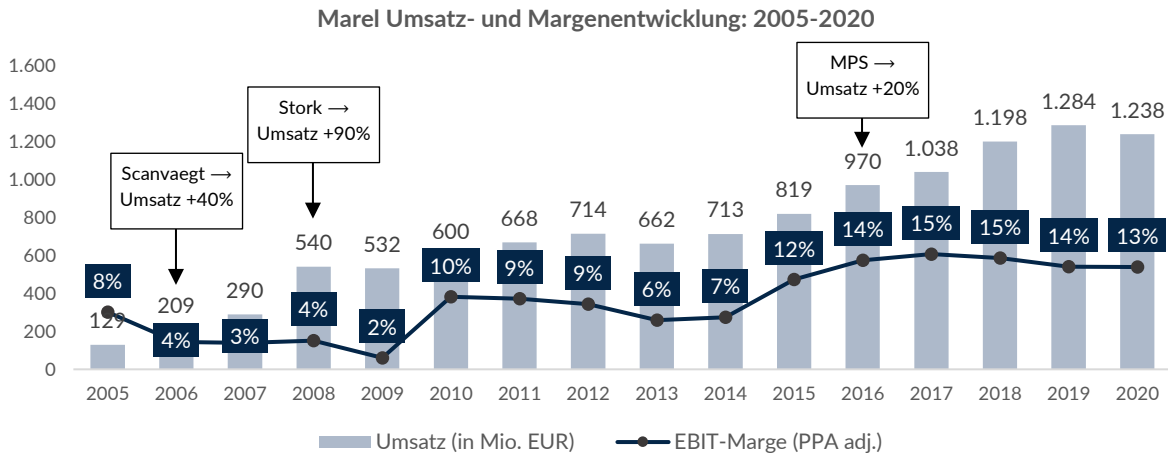


Sein Börsendebüt gab Marel 1992 an der Nasdaq OMX Iceland mit 45 Mitarbeitern und 6 Mio. Euro Umsatz (gegenüber >6.800 Mitarbeitern und 1,2 Mrd. Euro Umsatz in 2020, was einer Umsatz-CAGR von +20% entspricht, davon seit 2005 ~6% p. a. organisch). Die auf den Börsengang folgenden Jahre waren geprägt von mehreren Übernahmen, um in den nach Fisch neu erschlossenen Segmenten Geflügel, Rind und Schweinefleisch Fuß zu fassen. **Marels übergeordnete Strategie zielt darauf ab, in allen Segmenten als Komplettanbieter integrierter Verarbeitungslinien aufzutreten, anstatt lediglich punktuelle Lösungen mit weniger Aftermarket-Potenzial anzubieten.** Gespräche mit potentiellen Übernahmetargets für anorganisches Wachstum dauern regelmäßig bis zu 3 Jahre an, bevor Marel einen Kaufvertrag abschließt. Zwischen 1997 und 2020 tätigte Marel insgesamt 13 nennenswerte Akquisitionen (Ø 1 pro Jahr), von denen einige transformatorischen Charakter hatten, um insbesondere im Segment Poultry zum Marktführer aufzusteigen (siehe Tabelle).

Jahr	Target	Land	Ausrichtung	Umsatz (Target vor Kauf, Schätzung in Mio. EUR)	Kaufpreis (in Mio. EUR)	tx-Multiple (Schätzung)
1997	Carnitech	Dänemark	primary (Fish)	-	-	-
2002	CP Food Machinery	Dänemark	primary (Fish)	-	-	-
2004 2004	Pols Geba	Island Deutschland	primary (Fish)	2,4	5,2	2,2x rev 10x EBIT
2006	AEW Delford	UK	secondary	-	19,5	-
2006	Scanvaegt	Dänemark	secondary	92,1	109,2	1,2x rev 50x EBIT
2008	Stork Food Systems	Niederlande	primary (Poultry)	298,0	441,3	1,5x rev 14x EBIT*
2016	MPS	Niederlande	primary (Meat)	158,0	382,0	2,4x rev 11x EBIT
2017	Sulmaq	Brasilien	primary (Meat)	25,0	26,0	1,0x rev -
2018	MAJA	Deutschland	secondary	30,0	32,5	1,1x rev 11x EBIT
2019	Cedar Creek	Australien	Software	3,0	4,0	1,3 rev -
2019	Curio ehf	Island	primary (Fish)	10,0	-	-
2020	TREIF	Deutschland	secondary	80,0	140,0	1,8x rev 15x EBIT**

transformatorische Übernahmen

*9x EBIT nach Synergien, **13 Mio. Euro EBITDA



Die mit Abstand wichtigste M&A-Transaktion in der Geschichte des Unternehmens war die **Übernahme des niederländischen Anlagenbauers Stork Food Systems (primary, Poultry) in 2008**, die den **Grundstein für die heutige Marktführerschaft in der industriellen Geflügelverarbeitung legte**. Stork erzielte vor der Übernahme ~300 Mio. Euro Jahresumsatz (Marel stand-alone: 290 Mio. Euro), sodass sich die Konzernleistung in etwa verdoppelte und Marel 2010 mit neuer Größe und dem Angebot komplett integrierter Schlachtlinien erstmals eine EBIT-Marge >10% erzielen konnte.

MANAGEMENT / EIGENTÜMERSTRUKTUR

Treibende Kraft hinter dem Einstieg in den Geflügel-Markt war Arni Oddur Thordarson, Chairman des Unternehmens von 2005 bis 2013 und mittlerweile amtierender CEO. Arni ist 51 Jahre alt, seit 15 Jahren bei Marel und wechselte 2013 aufgrund einer ab 2011 nicht länger zufriedenstellenden Margenentwicklung aus dem Aufsichtsrat in den Vorstand.

EXECUTIVE BOARD



Arni Oddur Thordarson
CEO
15 years with Marel
15 years industry related



Linda Jonsdottir
CFO and EVP Finance IT and HR
10 years with Marel
10 years industry related



Arni Sigurdsson
CSO and EVP Strategic Business Units
6 years with Marel
9 years industry related

INDUSTRIES



Roger Claessens
EVP Marel Poultry

19 years with Marel
19 years industry related



Gudbjorg Heida Gudmundsdottir
EVP Marel Fish

9 years with Marel
9 years industry related



David Wilson
EVP Marel Meat

22 years with Marel
25 years industry related

FUNCTIONS



Folkert Bölger
EVP Global Supply Chain

4 years with Marel
4 year industry related



Ulrika Lindberg
EVP Global Markets & Services

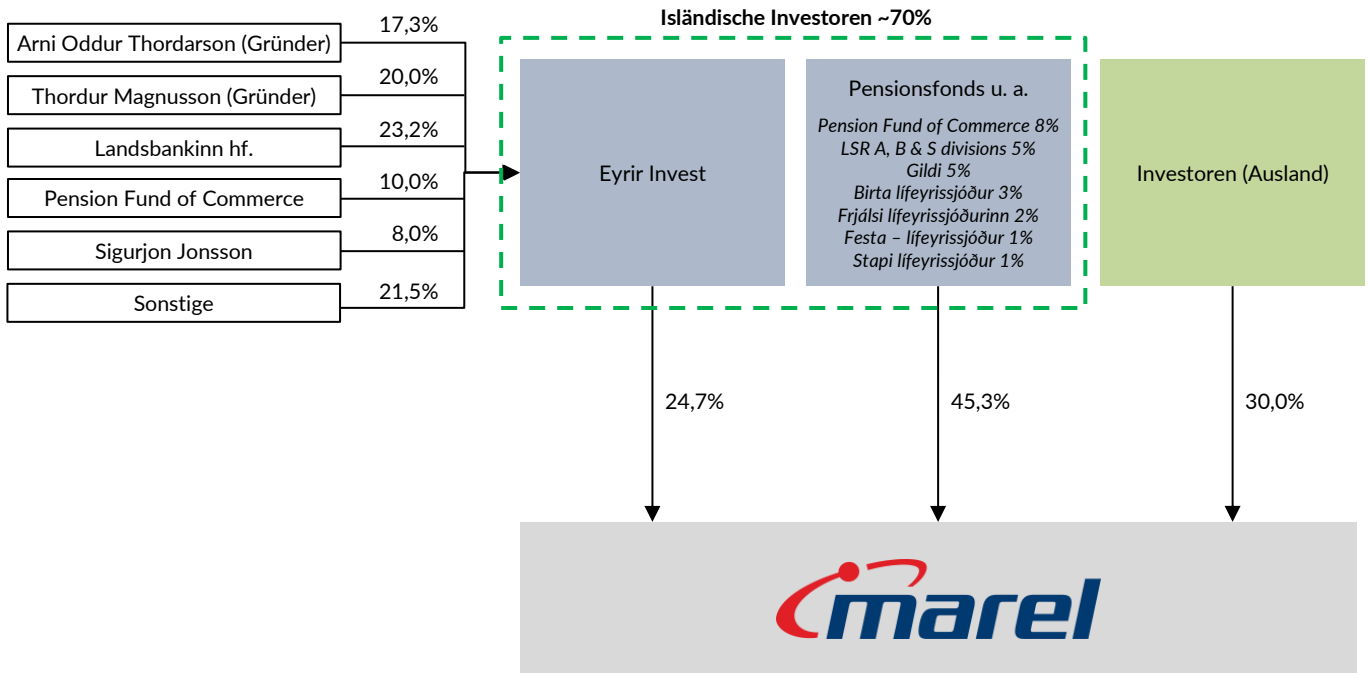
2 years with Marel
23 years industry related



Anna Kristin Palsdottir
EVP Innovation

4 years with Marel
4 years industry related

Seit 2005 stellt Arni gemeinsam mit seinem Vater Thordur Magnusson den größten Aktionär des Unternehmens dar (durch die von ihnen beiden kontrollierte Investmentholding Eyrir Invest, siehe nachfolgendes Organigramm). **Meiner Meinung nach präsentiert sich Marel Investoren gegenüber teilweise noch etwas unprofessionell/mittelständisch, fundamental hat sich Arni seit seinem Einstieg jedoch als fähiger Entscheider erwiesen.** Eyrir Invest hält 24,7% des Aktienkapitals. Arni selbst sind direkt 4,4% zuzurechnen (195 Mio. Euro Gegenwert), Thordur 4,9% (215 Mio. Euro Gegenwert).



Eyrir Invest

Arni gründete Eyrir Invest 2000 zusammen mit seinem Vater Thordur, der über 20 Jahre lang als CFO für die börsennotierte Reederei Eimskip tätig war. Arni selbst arbeitete vor Gründung von Eyrir Invest und der Beteiligung an Marel die längste Zeit als Banker (Head of Corporate Finance & Capital Markets für Bunardarbanki in Island). 2002 absolvierte er einen MBA an der IMD Lausanne (Schweiz), da er künftig als Unternehmer und nicht länger als Banker tätig sein wollte.

Sein ehemaliger Arbeitgeber Bunardarbanki war später eine der ersten Beteiligungen von Eyrir Invest. Arni und sein Vater drängten als aktivistische Investoren auf einen Merger von Bunardarbanki mit Kaupthing hin. Nach erfolgreichem Zusammenschluss verkaufte Eyrir seinen Anteil an der Bank wieder, da die primäre Absicht hinter dem Bunardarbanki-Investment abgeschlossen war und Arni keine weitere Transformation für die Bank anvisierte. Im Anschluss beteiligte sich Eyrir an Eimskip sowie an der Straumur-Burdaras Investmentbank. Durch die zur gleichen Zeit hochkochende isländische Aktienmarktblase (2003-2007) schossen die Bewertungen (insbesondere von inländischen Bankentiteln) in die Höhe, sodass sich Eyrir früher als geplant wieder von den neu erworbenen Aktienpaketen trennte, da sich die Aussicht auf künftig attraktive Renditen stark eingetrübt hatte.

2004 definierten Arni und Thordur ihre Strategie für Eyrir Invest schließlich um und suchten nach Industrieunternehmen, die sie mit Hilfe eines Kontrollanteils zu globalen Marktführern ausbauen konnten. Fündig wurden sie 2004 in Form von Marel. Eyrir erwarb zunächst einen 40%-Anteil an Marel, der im Laufe der Zeit auf 24,7% verwässert wurde.

2006 veröffentlichte Marel unter Arnis Führung einen ambitionierten 10-Jahresplan (siehe Tabelle unten). Zum damaligen Zeitpunkt hatte Marel 4% weltweiten Marktanteil und die wichtigsten Konkurrenten waren etwa doppelt so groß. Da viele Familienunternehmen in der Branche vor einer Nachfolgereglung standen, drängte Eyrir darauf, Marel zum aktivsten Konsolidierer der Branche zu entwickeln, da ansonsten einer der größeren Konkurrenten diese Rolle übernehmen würde. Marel – so die Meinung Arnis und Thordurs – würde im Fall eines Zurückfallens hinter die umsatzstärkeren Anbieter mit einem dauerhaften Größennachteil operieren (z. B. in Forschung und Entwicklung, Auslastung des Servicenetzes, usw.).

Insbesondere die Übernahme von Stork war später instrumental, um Marels Umsätze von 2004-2008 mehr als zu verfünffachen und mit anschließend 18% Marktanteil im Segment Poultry mehr als 2x so groß zu sein wie der engste Konkurrent mit 8% Marktanteil. Zeitgleich zu den Übernahmen restrukturierte Marel seine Produktionsstandorte und verlagerte Teile seiner Fertigung von Hochlohnländern wie Dänemark, UK oder Island in die Slowakei, was eine Zeit lang zu höheren Kosten und doppelter Vorratslagerung führte. Die aus den Maßnahmen resultierende Margenreduktion erstreckte sich über mehrere Jahre, war nach Einschätzung des Managements aber zwingend notwendig, um langfristig profitabler wirtschaften zu können. Das letzte größere Kostensenkungsprogramm („simpler, smarter, faster“) hat Marel in 2015 durchlaufen (siehe nachfolgendes Zitat zum Programm 2014-2015) und konnte **seitdem in jedem Jahr eine EBIT-Marge im zweistelligen Prozentbereich erzielen.**

“There was clear need for simplification of the organization. We removed 75 middle managers, consolidated 19 manufacturing sites into 9 in less than 18 months, and we streamlined our product portfolio. With this more focused approach, sales increased 25% in 2 years, with 200 less employees.”

- Arni Oddur Thordarson im Interview mit The CEO Magazine, Juli 2017

Insgesamt kann man festhalten, dass die Zielsetzungen des Managements für Umsatz- und Kostenpotenziale in der Vergangenheit direktional glaubhaft waren. Der 10-Jahresplan für 2015 wurde jedoch erst mit 1-2 Jahren Verspätung erreicht. Die aktuelle Umsatzvision beinhaltet einen Konzernumsatz von >3 Mrd. Euro in 2026 (beziehungsweise >12% CAGR).

10-Jahres-Pläne unter Führung um Arni Oddur Thordarson (CEO)	2006	2015 Plan	2017	2026 Plan
Umsatz erreicht (in Mio. Euro)	209	819	1.038	?
Umsatzziel (in Mio. Euro)	-	1.000	-	3.000
EBIT-Marge erreicht	3,6%	11,8%	15,2%	?
EBIT-Margenziel	-	>10%	-	>16%
Marktanteil (Poultry)	4%	16%	18%	?
Marktanteil-Ziel	-	15-20%	-	-

Arni ist als CEO für die Ausrichtung und Strategie des Unternehmens von mitentscheidender Bedeutung. Aus diesem Grund stellt sich die Frage, wie lange er die Funktion noch ausüben und signifikant am Unternehmen beteiligt bleiben möchte. Meine persönliche Meinung ist, dass dies mindestens solange der Fall sein wird, wie das Unternehmen >GDP wachsen kann und die M&A-Pipeline attraktiv bleibt. Eyrir Invest besitzt keine zeitlichen Vorgaben für einen Exit, plant über mehrere Dekaden hinweg und strebt es m. E. nicht an, die jetzige Führungs- und Eigentümerstruktur vor 2026 zu ändern. Arni selbst hat sich in der Vergangenheit mehrfach dahingehend geäußert, dass es sinnvoll sein kann, wenn CEOs 12-15 Jahre lang an der Spitze eines Unternehmens stehen (siehe nachfolgendes Zitat). In diesem Fall würde Arni seine Funktion mindestens noch bis 2025 ausführen und könnte sich mit anschließend 55 Jahren einer neuen Aufgabe in seiner aktiven CEO-Laufbahn widmen.

„It used to be conventional for top executives to be at the helm for 12-15 years and for investors to stay with the company for an even longer period. In fact, the executives were the passengers. But this is reversed and the owners, which are now investing for three to five years, have in effect become the passengers, you could say that the balance of power shifts. The owners lose control of the companies, which is very serious because the owners along with the board should be responsible for the strategy and long-term interests while the management concentrates on day-to-day operations. But when the owners have a short-term strategy and the chief executive and other senior managers have a longer-term horizon, it's a reverse situation.“

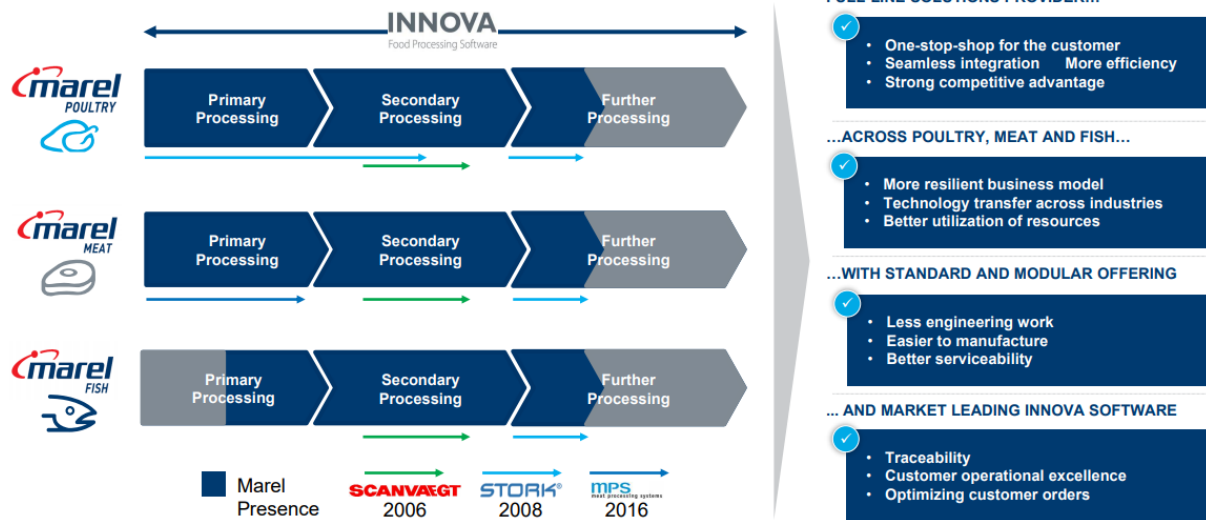
- Arni Oddur Thordarson im Interview mit Viðskiptablaðið, Januar 2009

M&A-Disziplin

Ein weiteres wichtiges Thema bei der Beurteilung von Managementqualität ist, ob M&A-Transaktionen wertschaffend oder wertvernichtend sind. Hier ist im Fall von Marel festzuhalten, dass das Unternehmen insbesondere bei größeren Akquisitionen historisch Disziplin bewiesen hat und die Transaktionen zu angemessenen Multiples zum Abschluss bringen konnte:

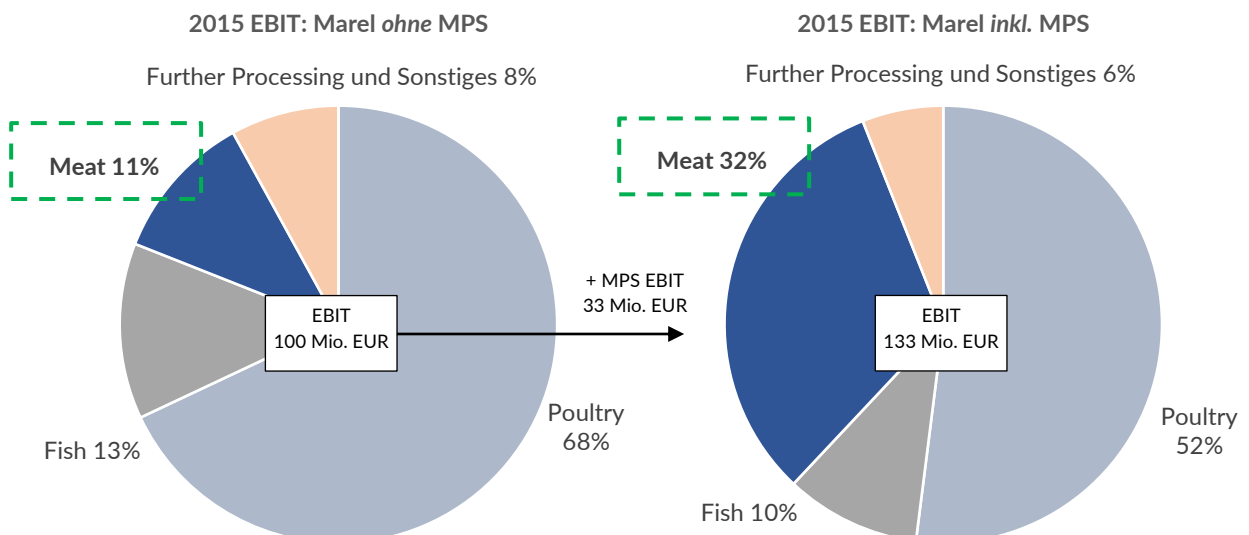
- 2008: Stork (primary, Poultry) zu 9x EBIT nach Synergien
- 2016: MPS (primary, Meat) zu 11x EBIT

Die Stork-Übernahme legte den Grundstein zum Aufbau des heute profitabelsten Segments Poultry und MPS ermöglichte es Marel, sich im Segment Meat vom Lieferanten punktueller Equipment-Lösungen zum Anbieter integrierter Verarbeitungslinien für Rind- und Schweinefleisch zu entwickeln (siehe Abbildungen auf der nächsten Seite). Lediglich im Traditionssegment Fish fehlen Marel für manche Fischarten noch technologische Fähigkeiten der ersten Verarbeitungsstufe.



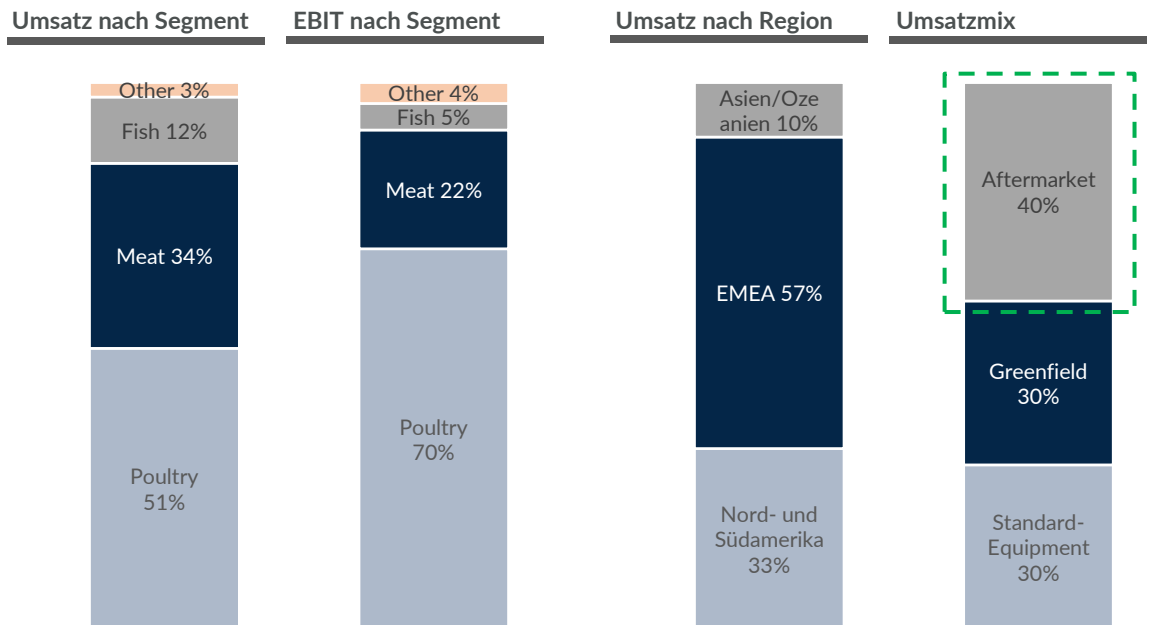
Die Übernahme von MPS fügte Marel in 2015 auf Konzernebene pro forma >160 Mio. Euro Umsatz hinzu (+20% gegenüber Marel stand-alone) und **verdreifachte die Gewinnbeiträge aus dem Segment Meat von 11% auf 32% des operativen Gesamtgewinns (siehe Diagramme).**

Die in der Folge höhere Diversifikation zwischen Proteinen ist wichtig, da sich die Equipment-Nachfrage für ein jeweiliges Protein durch artenspezifische Probleme wie Schweine- oder Geflügelpest über einen längeren Zeitraum massiv eintrüben kann. Die wegfallende Nachfrage verlagert sich in nicht betroffene Segmente. Anlagenbauer können sich nur ein Stückweit absichern, wenn sie in sämtlichen Bereichen vertreten sind. Geflügel hat dabei den Vorteil, dass Zuchtausfälle (1-2 Monate Dauer bis zur Schlachtreife eines Huhns) weniger langwierige Folgen für Verarbeiter haben als beispielsweise Notschlachtungen von Rindern (18-20 Monate Dauer bis zur Schlachtreife eines Rinds).



GESCHÄFTSMODELL

Marel erzielte in 2020 einen Umsatz von 1,2 Mrd. Euro (inklusive der TREIF-Akquisition pro forma: 1,3 Mrd. Euro). Der Löwenanteil entfällt auf das Segment Poultry (51%). Absatzstärkste Region ist EMEA mit 57% Umsatzanteil. 40% der Umsätze stammen aus dem weniger zyklischen Aftermarket-Geschäft (3/4 davon aus dem Verkauf von Ersatzteilen). Großkunden sind unter anderem Tyson Foods, Cargill, Simmons Foods, Tönnies, Visir, Austevoll Seafood, Rothkötter, Bell & Evans sowie GruppoVeronesi. Die Top-10-Kunden repräsentieren <20% vom Gesamtumsatz, der wichtigste Kunde <5%.

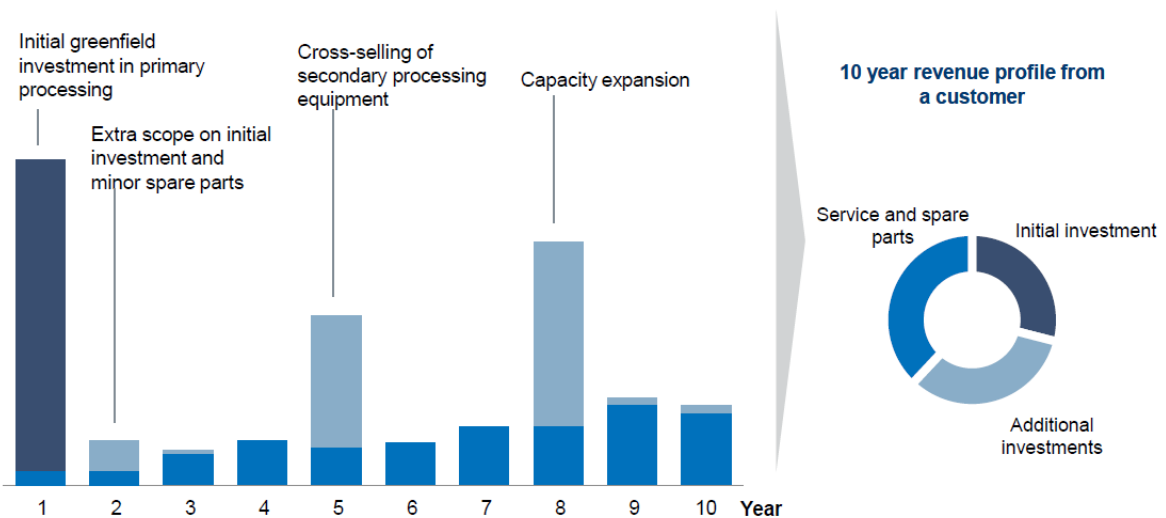


Nachfolgend einige Eckdaten zu Marel's Geschäftsmodell:

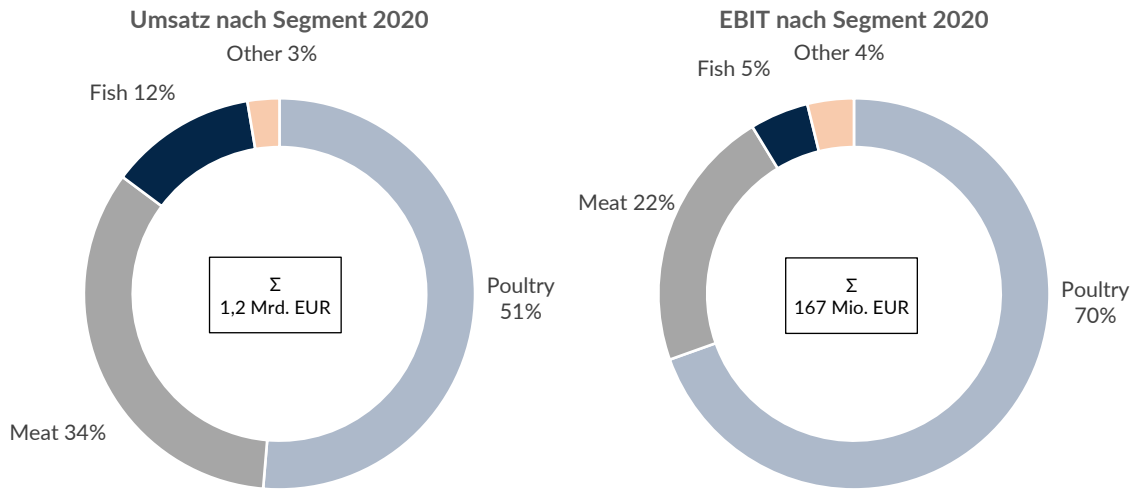
- Für Marel arbeiten 6.800 Mitarbeiter, davon 650 im Vertrieb und 1.350 im Service
- Marel hat 14 Produktionsstätten (in DE, NL, SK, DK, FR, UK, IS, BR, USA sowie CH)
- Die Zuchtdauer bis zur Schlachtreife beträgt je nach Tierart:
 - 1-2 Monate bei Geflügel
 - 6-7 Monate bei Schweinen
 - 18-20 Monate bei Rindern
 - 20-30 Monate bei Zuchtlachs
- Die Umwandlungsrate von pflanzlichen in tierische Kalorien beträgt etwa:
 - 2:1 bei Geflügel
 - 3:1 bei Schweinen und Zuchtfisch
 - 7:1 bei Rindfleisch
- Marel's Anlagen tragen wesentlich dazu bei, die gleiche Menge an Endprodukten mit weniger Einsatz von Lebendgeflügel, Schweinen oder Rindern herzustellen. Die Schlachtausbeute (verzehrbares Fleisch in % vom angelieferten Lebendgewicht) konnte in den vergangenen Dekaden in allen Segmenten gesteigert werden:
 - Geflügel 1980: 60% → 2020: 75%
 - Schwein 1980: 67% → 2020: 78%
 - Fisch 1980: 58% → 2020: 83%

- Marel unterteilt seine Umsätze in drei Kategorien:
 - i.) *Greenfield- und Großprojekte*: Entwurf und Ausstattung vollständiger Verarbeitungswerke mit Hochgeschwindigkeitslinien von Marel
 - ii.) *Standard-Equipment*: Verkauf einzelner Schneide-, Inspektions- oder Portionierungsanlagen, wenn Bestandskunden Werke ausbauen oder modernisieren
 - iii.) *Aftermarket*: Wartungsumsätze durch regelmäßige Inspektionen der Anlagen und den Verkauf von Verschleiß-/Ersatzteilen
- Marel gewinnt seine Aufträge nicht über Ausschreibungen, sondern über Messen und direkten Kundenkontakt. Die Erstausrüstung (Greenfield) ist nur marginal profitabel. Den Großteil seiner Gewinne generiert Marel aus dem Modernisierungs- und Aftermarket-Geschäft:
 - Aftermarket → hochprofitabel
 - Standard-Equipment → profitabel
 - Greenfield → marginal profitabel
- In Marels Auftragsbestand sind vor allem Greenfield-Projekte enthalten, Bestellungen von Standard-Equipment und Ersatzteilen werden kurzfristig durchgeführt und berühren das Orderbuch kaum. Per Jahresende 2020 lag der Auftragsbestand bei 416 Mio. Euro (34% vom Umsatz) und die „book-to-bill“-Ratio bei 1,0x (1,2 Mrd. Euro Umsatz bei 1,2 Mrd. Euro Auftragseingang). Großprojekte sind der zyklischste Bestandteil in Marels Umsatzmix und können im Falle einer Krise problemlos 1-2 Jahre verschoben werden. Vor Beginn eines Großprojekts verlangt Marel von Kunden Vorauszahlungen. Ein steigender Auftragseingang (wie zum Beispiel in 2017 mit „book-to-bill“ 1,10x) hat einen vorübergehend positiven Einfluss auf das NWC sowie den berichteten Cashflow des Unternehmens. Weniger zyklische Umsätze aus Wartung und dem Ersatzteilgeschäft setzen ab Jahr 3 nach Errichtung eines neuen Greenfield-Projekts ein (siehe Abbildung)

AN ILLUSTRATION OF A LONG-TERM CUSTOMER RELATIONSHIP / **BALANCED BUSINESS MIX**



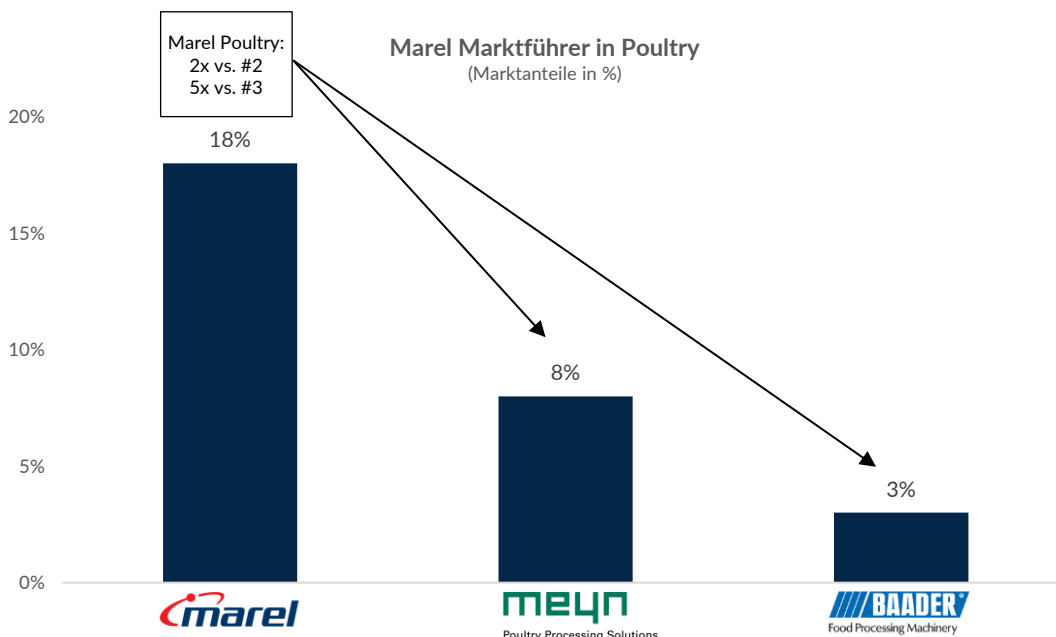
SEGMENTE



Poultry (70% vom Ergebnis, 18% Marge)

Poultry erwirtschaftete im abgelaufenen Jahr einen Umsatz von 635 Mio. Euro (51% vom Gesamtumsatz, -8% yoy) und ein EBIT von 116 Mio. Euro (70% Ergebnisanteil). Bei einem branchenweiten Umsatz von jährlich 3,6 Mrd. Euro für Equipment zur Verarbeitung von Geflügel erzielt Marel Poultry rechnerisch einen **Marktanteil von 18%**.

Marels engster Verfolger in Poultry ist Meyn Food Processing Technology B.V. mit einem Umsatz von ~300 Mio. Euro (8% Marktanteil, <1/2x Marel). Meyn bietet wie Marel Verarbeitungslinien mit Durchlaufgeschwindigkeiten von bis zu 15.000 Hühnern/Stunde an. Meyn sitzt in Amsterdam, Niederlande, wurde 2005 von der Private Equity-Gesellschaft Altor Funds übernommen und 2012 an die Berkshire Hathaway-Tochter CTB Inc. verkauft. Der Kaufpreis ist nicht öffentlich. Zum Zeitpunkt der Übernahme erwirtschaftete Meyn mit 1.000 Mitarbeitern einen Umsatz von 205 Mio. Euro bei einer EBITDA-Marge von 16%. BAADER LINCO ist die #3 im Markt mit >125 Mio. Euro Umsatz (3% Marktanteil, <1/5x Marel).



Meat (22% vom Ergebnis, 9% Marge)

Meat erwirtschaftete im abgelaufenen Jahr einen Umsatz von 419 Mio. Euro (34% vom Gesamtumsatz, -1% yoy) und ein EBIT von 36 Mio. Euro (22% Ergebnisanteil). Bei einem branchenweiten Umsatz von jährlich 6,6 Mrd. Euro für Equipment zur Verarbeitung von Rind- und Schweinefleisch erzielt Marel Meat rechnerisch einen **Marktanteil von 6%**.

Ein direkter Konkurrent von Marel ist das dänische Unternehmen Frontmatec. Eigentümer ist die dänische Private Equity-Gesellschaft Axcel, die mit dem Unternehmen eine „Roll up“-Strategie betreibt. Der jetzige Konzern ging Anfang 2017 aus der Fusion von sechs Unternehmen – SFK Leblanc, Attec, Itec, Carometec, Accles & Shelvoke und Frontmatec – hervor. Mit Hilfe von Akquisitionen ist das Unternehmen jüngst rasch gewachsen, stößt mit seinem Vorgehen mittlerweile jedoch aufgrund hoher Verschuldung an Grenzen (per Ende 2020: 8,0x net debt/EBITDA vs. 1,0x für Marel).

Frontmatec hat im Oktober 2019 eine Anleihe über 175 Mio. Euro begeben (zu EURIBOR + 5,75% p. a. siehe [Prospekt](#)). Seitdem berichtet Frontmatec regelmäßig [hier](#) über die operative Entwicklung. Die jüngsten Zahlen zeigen etwa ~200 Mio. Euro Umsatz (3% Marktanteil im Bereich Meat, <½x Marel) und 25 Mio. Euro EBITDA (12% Marge). Der Equipment-Markt für die Rind- und Schweineschlachtung ist weniger automatisiert als Poultry und die Lieferantenstruktur fällt weniger konsolidiert aus. Gleichzeitig ist der relevante Markt mit 6,6 Mrd. Euro fast doppelt so groß wie der für Geflügel (3,6 Mrd. Euro), sodass eine Vielzahl von Familienunternehmen hier mit jeweils <1% Marktanteil agieren. Seit der Übernahme von MPS in 2016 bietet Marel komplett integrierte Schlachtlinien für alle drei Stufen der Verarbeitung von rotem Fleisch an (i. primary, ii. secondary und iii. further/prepared foods). Trotz des führenden Marktanteils (6%) sollte Marel hier noch für eine lange Zeit über Akquisitionen wachsen können.

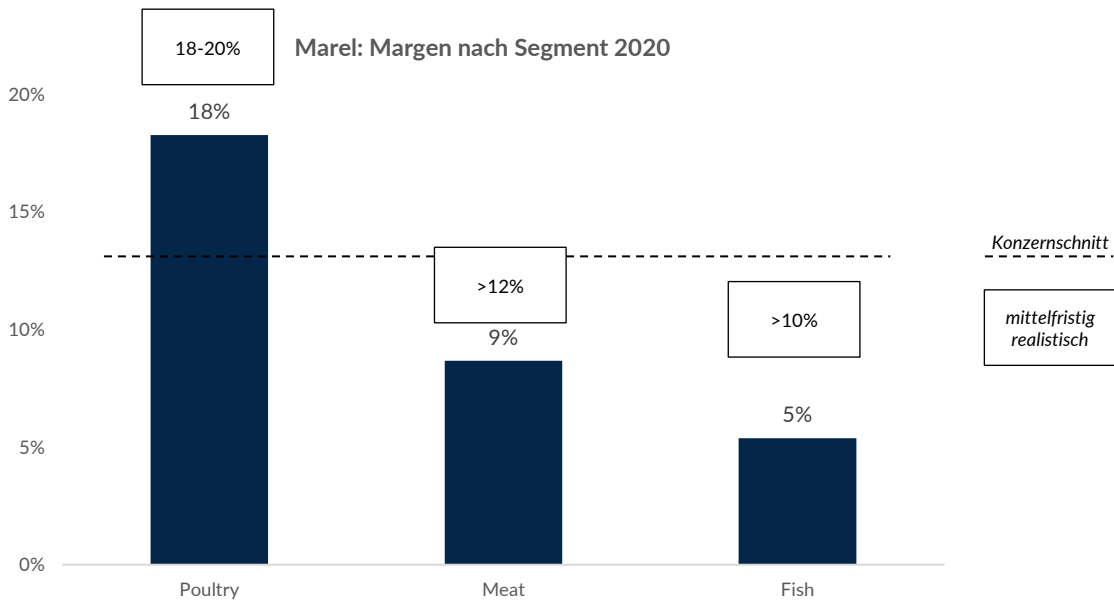
Fish (5% vom Ergebnis, 5% Marge)

Marels Traditionssegment Fish erwirtschaftete im abgelaufenen Jahr einen Umsatz von 151 Mio. Euro (12% vom Gesamtumsatz, +1% yoy) und ein EBIT von 8 Mio. Euro (5% Ergebnisanteil). Bei einem branchenweiten Umsatz von jährlich 1,8 Mrd. Euro für Equipment zur Verarbeitung von Weißfisch und Lachs erzielt Marel Fish rechnerisch einen **Marktanteil von 8%**.

Das Fisch-Segment des Hauptkonkurrenten BAADER ist mit 150 Mio. Euro ähnlich groß wie das von Marel (8% Marktanteil, 1x Marel). Weitere Konkurrenten sind Optimar (gehört zur Haniel Holding, 7% Marktanteil) sowie diverse Kleinunternehmen wie das von einem ehemaligen Marel-Mitarbeiter gegründete isländische Unternehmen Valka (1% Marktanteil).

Margenunterschiede

Mitentscheidend für EBIT-Margen >10% in den Segmenten Poultry und Meat war für Marel die Standardisierung und Modularisierung der Anlagen, da anschließend nicht für jeden Kunden Aufträge neu geplant und modifiziert werden mussten. **Einen weiteren Beitrag lieferte die Entwicklung vom Lieferanten punktueller Lösungen zum Anbieter vollständig integrierter Verarbeitungslinien („wall-to-wall“).** Für diese Lösungen aus einer Hand vergeben die fleischverarbeitenden Betriebe den Wartungsauftrag eher an den Hersteller anstatt an unabhängige Servicedienstleister. Marel's Servicetechniker erreichen durch den häufig identischen Aufbau der Anlagen eine hohe Arbeitseffizienz und passende Ersatzteile können einfacher vorgehalten werden. Die größte installierte Basis dieser integrierten Verarbeitungslinien besitzt Marel im Segment Poultry, das entsprechend auch die meisten Aftermarket-Umsätze beisteuert. Aus diesem Grund liegt die EBIT-Marge von Poultry signifikant über dem Konzernschnitt.



Anders als in Poultry und Meat fehlen Marel für manche Fischarten noch technologische Fähigkeiten der ersten Verarbeitungsstufe. Zudem variiert die Verarbeitungsgröße von Wildfang und Zuchtlachs stärker als beispielsweise von Mastgeflügel (1-2 Monate Produktionsdauer für Geflügel vs. 20-30 Monate für Zuchtlachs). Aus diesem Grund gestalten sich Hochgeschwindigkeitslinien für Fisch in manchen Verarbeitungsschritten komplexer und müssen sich sehr schnell anpassen.

Der Zukauf momentan noch fehlender Fähigkeiten sowie eine Skalierung der Fixkosten bei einem höheren Umsatzniveau sollten Marel Fish dabei helfen, sich perspektivisch einem zweistelligen Margenniveau anzunähern (siehe Zitat auf der nächsten Seite). Steigende Löhne in Entwicklungsländern führen bei Fischverarbeitern zu höherem Automatisierungsbedarf und der Substitution menschlicher Arbeitskraft. Diese Entwicklung gab es in Hochlohn-Fischereiländern wie zum Beispiel Norwegen bereits vor vielen Jahren, wo eine Verarbeitung ohne High-Tech-Equipment heute nicht mehr denkbar/wirtschaftlich wäre.

In meinen Gesprächen mit dem Unternehmen zeigte Marel sich zuversichtlich, in allen drei Segmenten mittelfristig zweistellige EBIT-Margen erreichen zu können. In diesem Fall würde Marel auf Konzernebene operative Margen von 15-16% berichten gegenüber 13,5% in 2020.

“Management’s view is that there is no fundamental difference across the three industries and the growth and value drivers are similar. It is all about comparative business advantages within the segments. In poultry, we have been very successful in closing application gaps and providing full lines with the speed of 15,000 chickens per hour in a highly automated process. We interlink the processing steps seamlessly from primary processing to secondary and further processing to enable our customers to meet various consumer demands. With improved standardization and modularization, we lower the execution risk in large projects and simplify the modernization and maintenance business. This takes focus and time to build up and is difficult to replicate. The task in the meat segment is to standardize and modularize the offering in primary processing and further drive our customer value creation by vertically integrating the value chain from primary to secondary and further processing. In the fish segment, we have successfully managed to improve standardization across our product line and we are already starting to reap the benefits mirrored in higher service and spare revenues and gradually improving operational margin. Within the fish segment, we are focusing on closing application gaps in primary processing and further automating all processes in line with what we already accomplished in the poultry segment.”

WETTBEWERBSVORTEILE

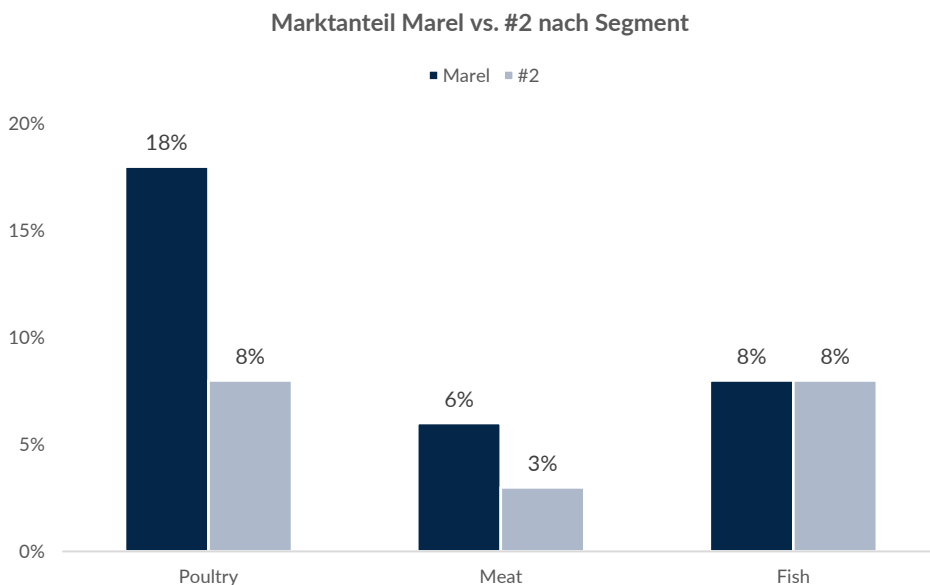
Marel profitiert als **umsatzstärkster Maschinenbauer der Fleischverarbeitungsindustrie von Größenvorteilen**. In absoluten Beträgen kann das Unternehmen mehr Geld in Forschung und Entwicklung investieren als die meisten Konkurrenten. Bei Übernahme eines kleineren Unternehmens kündigt Marel regelmäßig externen Distributoren oder Servicetechnikern und ersetzt diese durch eigene Mitarbeiter. Die Internalisierung von Vertrieb und Aftermarket-Geschäft steigert die Ergebnismarge der Targets und macht Marel als strategischen Käufer attraktiv. Verkäufer können Synergien antizipieren und mitunter bessere Verkaufspreise verlangen. Das hohe Margenniveau seit 2015 erlaubt es Marel zudem, für die eigene Softwarelösung Innova, die alle Abschnitte einer Verarbeitungslinie miteinander vernetzt, >100 Mitarbeiter zu beschäftigen (davon einige Ex-Microsoft-Mitarbeiter am Standort in Seattle). Mittelständler mit ~1.000 Mitarbeitern und einem Umsatz zwischen 100-200 Mio. Euro können vergleichbare Ressourcen nicht aufbieten. Marel profitiert nicht zuletzt von der Präsenz in allen drei Fleischsegmenten (Poultry, Meat, Fish) und kann Innovationen – wie zum Beispiel die [Inspektionsanlage Sensor X](#), die mittels Röntgenstrahlung Knochenreste am Fleisch identifiziert und automatisch in die Nachbearbeitung gibt – in mehreren Kundenkreisen einführen. Die Diversifikation über mehrere Segmente hinweg reduziert ferner die Anfälligkeit gegenüber gecancelten Investitionen in einem bestimmten Protein nach Zuchtausfällen aufgrund von Seuchen oder Parasiten.

Das Vorhandensein von Wettbewerbsvorteilen bei Industrieunternehmen äußert sich meist in einer Kombination der nachfolgenden drei Faktoren:

- konstanter oder steigender Marktanteil
- Überlegene Kapitalrenditen und Margen im Branchenvergleich
- Attraktive Renditen über mehrere Zyklen hinweg

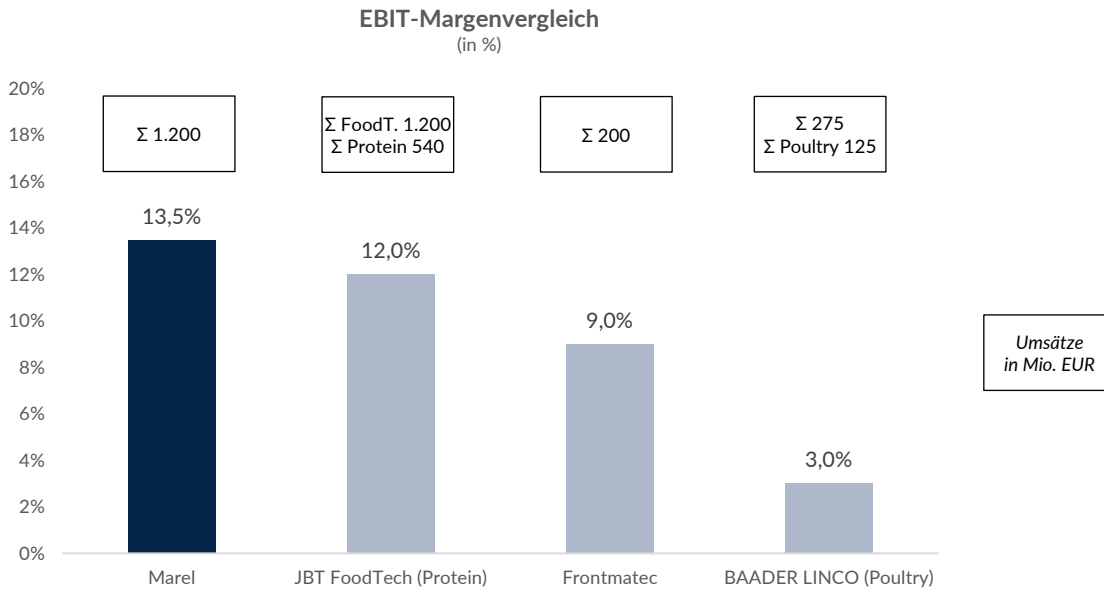
Konstanter oder steigender Marktanteil

In den vergangenen zwei Dekaden hat Marel seinen Marktanteil kontinuierlich ausgebaut und ist in den wichtigsten Segmenten mittlerweile 2x so groß wie der engste Verfolger.



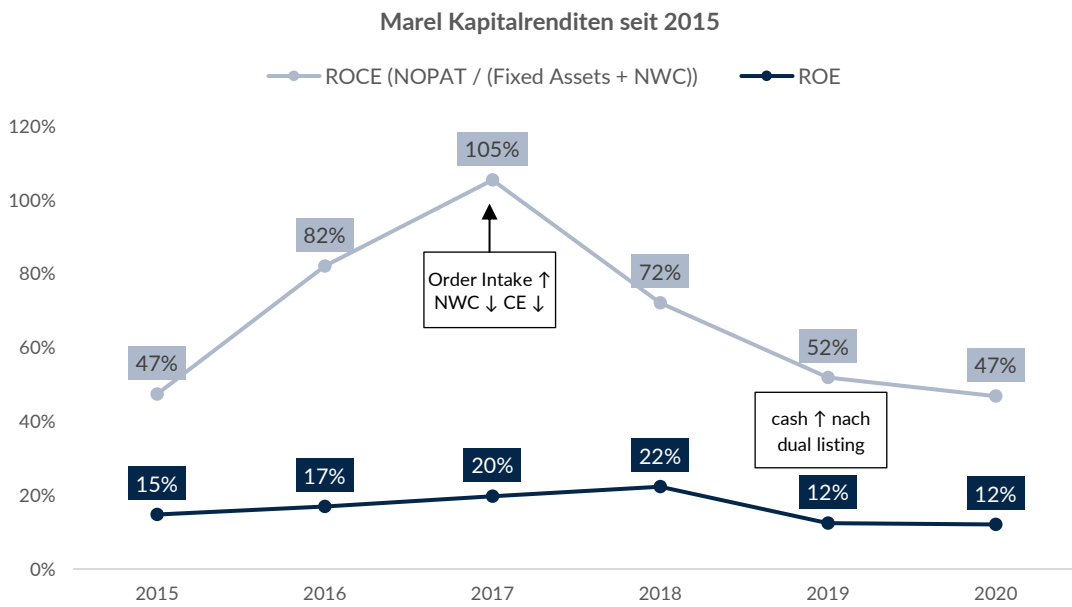
Überlegene Kapitalrenditen und Margen im Branchenvergleich

Marel sowie die ebenfalls [börsennotierte John Bean Technologies-Gruppe](#) (kurz: JBT) erzielen als einzige beiden Branchenvertreter regelmäßig zweistellige operative Margen.



Seit Abschluss des letzten größeren Kostensenkungsprogramms („simpler, smarter, faster“) in 2015 hat Marel in jedem Jahr einen Return on Equity >10% nach Steuern erzielt. Durch die Vorauszahlungen der Kunden für Greenfield-Projekte und die Nutzung von Auftragsfertigern in der eigenen Produktion ist das NWC in % vom Umsatz meist negativ. Das Geschäftsmodell erwirtschaftet hohe ROCE-Werte exklusive immaterieller Vermögenswerte. **Die entscheidende Stellschraube für wertschaffendes Wachstum ist aus diesem Grund Disziplin bei der Zahlung von Goodwill bei Marel's regelmäßig vorkommenden M&A-Transaktionen.**

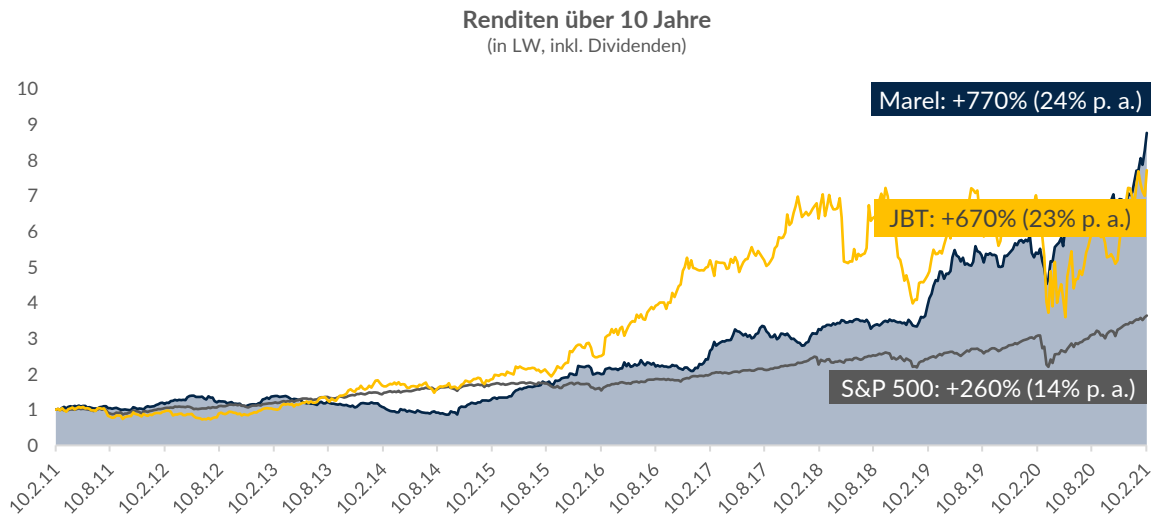
18



Attraktive Renditen über mehrere Zyklen hinweg

Über die vergangene Dekade konnten sowohl Marel wie auch JBT einen marktbreiten Index spürbar outperformen. Über die vergangenen 10 Jahre erzielten Marel/JBT/der S&P 500 Index annualisierte Renditen von 24%/23%/14% (in LW, inkl. Dividenden siehe Abbildung).

Die annualisierte Rendite eines Investments in Marel über einen Zeitraum von: 20 Jahren/seit Einstieg von Eyrir Invest 2004/seit Wechsel von Arni in den Vorstand 2013 liegt bei jeweils 18%/24%/27%.



MARKT

Die Marktgröße für Equipment zur Fleischverarbeitung beziffert Marel auf 12 Mrd. Euro, JBT mit einer etwas breiter gefassten Definition auf 14 Mrd. Euro. **Das Marktwachstum liegt bei 4-6% pro Jahr.**

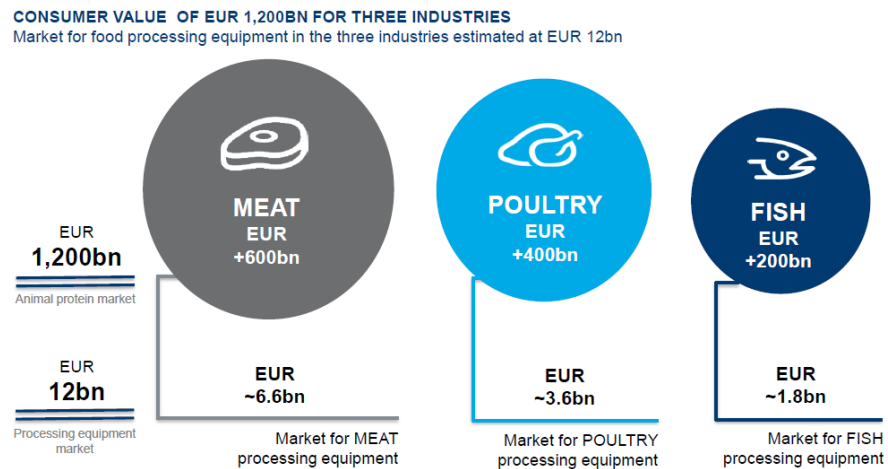
Zur Plausibilitätsprüfung bietet sich ein Herausrechnen des organischen Wachstums von Marel an, das meiner Ansicht nach von 2005 bis 2020 bei durchschnittlich 6% p. a. lag (FY20: -5%).

MARKET FOR ANIMAL PROTEIN



The consumer value* of the global poultry, meat and fish market is estimated to be around EUR 1,200 billion, thereof EUR 10bn is estimated for food processing equipment and maintenance market

- End market for animal protein is large, EUR ~1,200bn at consumer value
- All markets are growth markets and expected to grow 1-2% per annum, mainly driven by population growth and increased consumption per capita
- Market for equipment is expected to grow annually by 4-6%
- The equipment market is growing faster than consumption due to automation, food safety and more sustainable processing



Der weltweite Fleischkonsum zeigt ein langsames Wachstum als der Equipment-Markt:

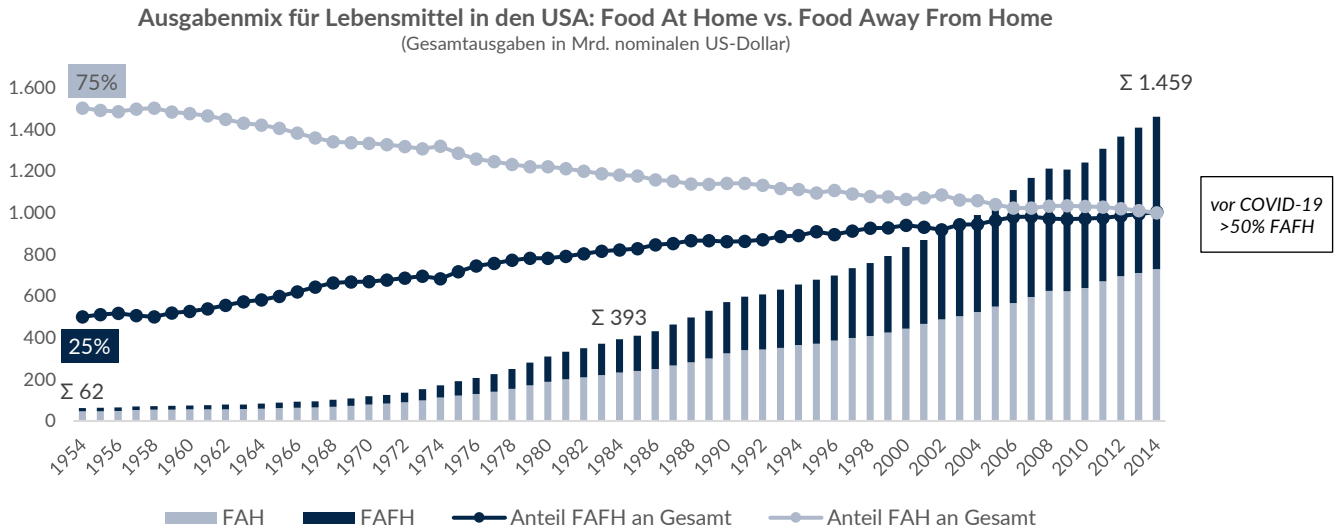
- Laut FAO beträgt die weltweite Fleischproduktion 325 Megatonnen (Mt) pro Jahr und wächst lediglich mit 1% ggü. 4-6% für den Equipment-Markt
- **325 Mt entsprechen weltweit ~42 kg Fleischproduktion pro Kopf**, zum Vergleich: in hochentwickelten Ländern wie den USA liegt der Fleischkonsum pro Kopf bei >100 kg pro Jahr (entspricht 2 kg pro Woche)
- **Bis 2029 erwartet die FAO einen Anstieg der weltweiten Fleischproduktion um 40 Mt auf 366 Mt (entspricht 1% CAGR), dieser dürfte zu 80% auf Nicht-Industrienationen entfallen und hier wesentlich auf eine Steigerung der Geflügelproduktion.** Viele entwickelte Länder haben ihren Höhepunkt im Fleischkonsum pro Kopf dagegen bereits überschritten (so zum Beispiel die USA, Kanada oder UK)

Dass der Equipment-Markt dennoch schneller wachsen kann als die globale Fleischproduktion erklärt sich durch eine fortschreitende Technologisierung und Automatisierung der bestehenden Schlachtkapazitäten, weniger durch einen allgemeinen Ausbau der Kapazitäten.

In Nicht-Industrienationen ist die Lebensmittelsicherheit häufig mangelhaft und eine Automatisierung der Fleischproduktion dringend erforderlich. Ein risikobehafteter „wet market“¹ – der Huanan Seafood Wholesale Market in Wuhan, China – ist nach jetzigem Stand für das Überspringen des COVID-19-Erregers von Wildtieren auf den Menschen verantwortlich

¹ In Bezug auf die Hygienebedingungen dort genauso wie hinsichtlich der angebotenen Tierarten

und damit für den Ausbruch einer globalen Pandemie. Historisch kehren sich Menschen immer dann von informellen Wochenmärkten ab, wenn sich ihre Einkommenssituation verbessert und sie für die Nahversorgung nicht mehr auf diese Märkte angewiesen sind. Zunächst verlagern Konsumenten dann ihre Lebensmittelkäufe auf Supermärkte (wo fast ausschließlich industriell geschlachtetes Fleisch angeboten wird) und später von Supermärkten auf Full Service- oder Quick Service-Restaurants (siehe nachfolgende Abbildung am Beispiel der USA 1954-2014).



Quelle: USDA, Food Expenditure Series

In den USA haben sich die Ausgaben für Lebensmittel zwischen 1954-2014 nominal mehr als verzwanzigfach von ~60 Mrd. USD auf ~1,5 Bio. USD (5% CAGR). Im selben Zeitraum hat sich das summierte verfügbare Einkommen aller Haushalte verfünffzigfach (7% CAGR). In der Folge muss ein US-Bürger in Prozent seines verfügbaren Nettoeinkommens (disposable personal income, oder kurz: DPI) heute nur noch die Hälfte für Lebensmittel ausgeben, nämlich <10% seines DPI gegenüber 20% in 1954.

Das Wachstum der globalen Mittelschicht (3-4% pro Jahr) findet primär außerhalb der Industrienationen in Asien und Afrika statt, wo Bürger teilweise 25%-50% ihres verfügbaren Nettoeinkommens für Lebensmittel ausgeben müssen. In diesen Regionen wird die Mehrheit aller „wet markets“ über kurz oder lang aufhören zu existieren. In Indien erfreuen sich bereits heute [Start-Ups zur Lieferung von gekühltem, hygienischer verarbeitetem Fleisch wie Licious](#) wachsender Beliebtheit. Konsumenten in betroffenen Ländern werden im ersten Schritt ihre Fleischeinkäufe von Wochenmärkten auf Supermärkte oder Lieferdienste wie Licious verlagern und anschließend auf Restaurants. **Dieser Mix-Shift sollte den Anlagenbauern wie JBT oder Marel auch in Zukunft ein schnelleres Wachstum ermöglichen als der Fleischproduktion insgesamt.**

Ein zusätzlicher Rückenwind dürften die Folgen der COVID-19-Pandemie sein, die weltweit die Diskussion um die Notwendigkeit höherer Automatisierung in Schlachtbetrieben befeuert hat. Großverarbeiter wie Tyson Foods, JBS oder hierzulande Tönnies entwickelten sich in 2020 zu COVID-Hotspots und die [mediale Berichterstattung förderte aufs Neue katastrophale Arbeitsbedingungen für die Werkarbeiter zutage](#). Hier besteht dringender Handlungsbedarf, was die zunehmende Technologisierung und den Wegfall von Billigarbeitsplätzen betrifft.

Während Branchenvertreter vor der Pandemie primär aus Effizienzgründen zusätzliche Investitionen in Automatisierung planten (siehe nachfolgendes Zitat), dürften einige Großverarbeiter dies künftig auch aus Imagegründen und zur Besänftigung von Regulatoren in Erwägung ziehen.

“Processing equipment that can reduce labour is top of our customers’ priority lists. That includes things like automatic tray denesters, flex picker robots for picking and packing breast fillets – it’s about taking away that need for people doing it manually. That’s driven by rising labour costs and the scarcity of it, as well as the need to be ever more efficient, quicker and faster.”

- Charles Swift, Account Manager bei Cutting Edge Services im Interview mit PoultryNews

FINANCIALS UND BEWERTUNG

Wichtigste Kostenpositionen

Der mit Abstand wichtigste Kostenblock bei Marel sind die Herstellungskosten (63% vom Umsatz in 2020), die der Fertigung der Anlagen dienen und Kosten für Material, Sublieferanten, Gehälter der eigenen Mitarbeiter in der Produktion, Abschreibungen sowie Fracht- und Logistikkosten umfassen. Insgesamt berichtet Marel über die folgenden vier Kostenblöcke:

cost of sales (63% vom Umsatz in 2020)

im Wesentlichen Materialkosten und Gehälter für Mitarbeiter in der Fertigung

Selling and Marketing (12% vom Umsatz 2020)

im Wesentlichen Gehälter für >650 eigene Vertriebsmitarbeiter sowie Kosten für Werbung (zum Beispiel Standmieten auf Fachmessen) und [Demonstrationscenter wie in Kopenhagen](#)

Research and Development (7% vom Umsatz 2020)

alle Gehälter für Mitarbeiter, die mit der Weiterentwicklung, Design und Testing neuer Produkte beschäftigt sind sowie dabei anfallende Materialkosten

General and Administrative (6% vom Umsatz 2020)

Kosten für das Management und alle Mitarbeiter in Zentralfunktionen sowie Raumkosten und Mieten

Verbesserungspotenzial der Gesamtkostenquote besteht m. E. v. a. durch höhere Bruttomargen infolge steigender Aftermarket-Umsätze (2005: 10% vom Umsatz vs. 40% in 2020).

Common Size P&L	2020	mittelfristig
Umsatz	100%	100%
Cost of sales	63%	60%
Selling and Marketing	12%	12%
Research and Development	7%	6%
General and Administrative	6%	6%
Total OPEX	25%	24%
EBIT-Marge (PPA adj.)	13%	16%

Kennzahlen

Seit Abschluss des Kostensenkungsprogramms „simpler, smarter, faster“ in 2015 erzielte Marel jedes Jahr zweistellige EBIT-Margen und eine Conversion-Rate (NI/EBIT) von 65%.

Die Umsatz-CAGR 2014-20 betrug 10%, die FCF-CAGR 11%. Die FCF/NI-Conversion lag im Beobachtungszeitraum durchschnittlich bei ~100%. Das NWC in % vom Umsatz ist meist negativ, da Marel von Kunden für Großprojekte frühzeitig Vorauszahlungen von bis zu 30% des Projektvolumens verlangt.

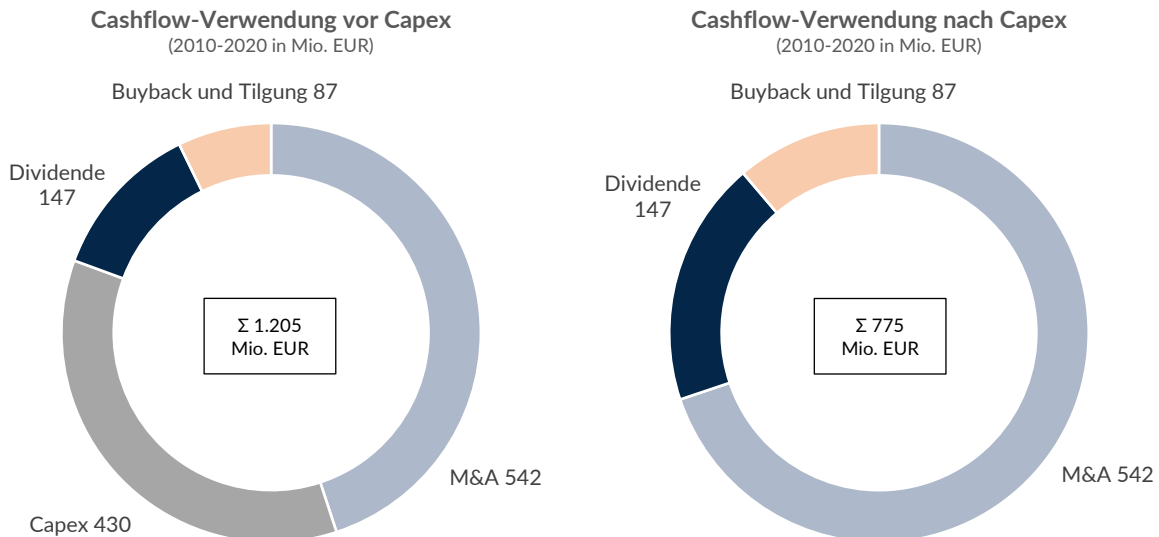
(Angaben in Mio. EUR)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
P&L								
net revenues	713	819	970	1.038	1.198	1.284	1.238	10%
Poultry	378	451	514	560	638	690	635	9%
Meat	121	115	320	334	387	423	419	23%
Fish	114	140	127	132	159	149	151	5%
Other	100	113	8	11	14	22	33	
COGS	465	506	573	632	735	793	778	
GP	248	312	397	407	463	491	459	
gross margin	35%	38%	41%	39%	39%	38%	37%	
Selling and marketing expenses	103	111	129	121	140	159	149	
R&D	55	57	63	58	77	86	88	
G&A	60	62	66	71	85	83	73	
EBIT	29	82	115	140	161	163	150	
PPA	20	15	25	17	14	11	17	
EBIT (PPA adj.)	49	97	139	157	175	173	167	23%
EBIT margin	6,8%	11,8%	14,4%	15,2%	14,6%	13,5%	13,5%	
EBT	17	70	89	120	146	142	131	
taxes	5	13	14	23	24	32	29	
NI (reported, continuing operations)	12	57	76	97	123	110	102	
NI (normalized, PPA adj.)	28	66	89	107	125	119	116	26%
NI margin (normalized)	4%	8%	9%	10%	10%	9%	9%	
CF								
OCF vor WC	50	94	134	152	177	174	180	
Delta WC	35	0	3	43	-10	-32	3	
OCF nach WC	85	94	137	196	167	143	183	13%
Capex	23	25	40	58	54	38	52	
FCF reported (after leases)	61	65	93	138	101	88	118	11%
FCF reported/NI normalized	216%	98%	104%	129%	80%	74%	102%	
Bilanz								
Goodwill in % of TA	45%	42%	46%	45%	41%	35%	37%	
NWC	7	-1	-45	-104	-95	-53	-62	
NWC in % of Sales	1%	0%	-5%	-10%	-8%	-4%	-5%	
DIO	71	68	71	71	45	51	86	
DSO	51	50	51	58	69	68	58	
DPO	133	146	171	210	207	195	206	
Equity Ratio	50%	48%	38%	38%	36%	51%	53%	
net debt	174	143	404	365	398	60	162	
net debt/EBITDA	2,6	1,2	2,3	1,9	1,8	0,3	0,8	
ROA	3%	7%	6%	7%	8%	6%	6%	
ROE	7%	15%	17%	20%	22%	12%	12%	
ROCE	23%	47%	82%	105%	72%	52%	47%	

Cash Flow Verwendung

Zwischen 2010 und 2020 erwirtschaftete Marel in Summe einen FCF von 775 Mio. Euro und verwandte diesen für M&A/Dividenden/Buyback und Tilgung zu jeweils 70%/19%/11%.

In Summe plant Marel künftig eine Distributionsquote (Dividenden zzgl. Buybacks) von 20-40% des Nettogewinns. Meiner Meinung nach wäre eine geringere Ausschüttungsquote empfehlenswert, würde praktisch jedoch am Widerstand der zahlreich investierten Pensionsfonds scheitern.



Langfristziele

Arni und das Managementteam arbeiten auf eine **Verdreifachung des Umsatzes zwischen 2017 und 2026 hin (entspricht >12% CAGR, davon 5-7PP M&A und 4-6PP organisch).**

Management-Ziele für Marel	2017	2026	CAGR17-26
Umsatz (in Mio. EUR)	1.038	3.000	>12%
adj. EBIT-Marge	15%	>16%	-

Nach einem organischen Umsatzrückgang um 5% in 2020 gehe ich für 2021 wieder von einem positiven organischen Wachstum aus, das sich durch Nachholeffekte – Erholung vom ASF-Virus, der insbesondere in China zum Tod/Vernichtung von ¼(!) der weltweiten Schweinepopulation führte, teilweiser Wegfall von Handelsbeschränkungen zzgl. Brexit-Einigung – sowie durch höheren regulatorischen Druck auf Schlachtbetriebe im Jahresverlauf weiter beschleunigen sollte.

Vor dem Hintergrund momentaner Transaktionsmultiples in der Industrie (siehe nächster Abschnitt Bewertung), in Verbindung mit künftig zu erwartenden Ausschüttungen von 30% des Nettogewinns sowie Einhaltung eines vertretbaren Verschuldungsgrades (2x net debt/EBITDA) gehe ich davon aus, dass Marel seine 2026er-Ziele (wie bereits bei den 2015er-Zielen) erst mit 1-2 Jahren Verspätung erreichen kann.

Bewertung

Im Peergroup-Vergleich solide geführter Industrieunternehmen mit relevantem Aftermarket-Geschäft und ohne zu hohe Verschuldung wird ersichtlich, dass diese momentan zum oberen Ende ihrer historischen Bewertungsspanne gehandelt werden.

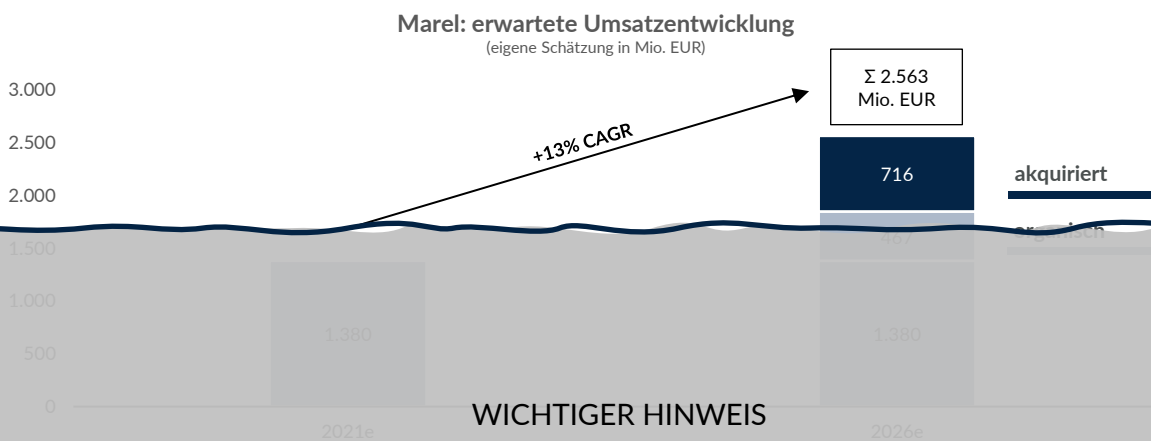
Peergroup	EBIT-Marge 21e	Rev CAGR 21-23e	Fwd. P/E
Marel	15%	13%	28x
JBT	11%	5%	27x
KONE	13%	4%	30x
Assa Abloy	16%	4%	22x
Atlas Copco	21%	5%	31x

Erwartungsgemäß zeigte Marel seine attraktivsten Renditen bei einer Kombination von moderateren Multiples <20x und positivem organischen Wachstum, wie zum Beispiel zum Jahresbeginn 2019. Zum Jahresende 2020 notierte Marel zu 25,5x Forward Earnings, nach dem Kursanstieg der Aktie ytd um >15% auf ein neues Allzeithoch aktuell zu 28,5x.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
adj. EPS diluted (EUR)	0,02	0,05	0,05	0,03	0,04	0,09	0,12	0,15	0,18	0,16	0,15
Jahresschlusskurs (EUR)	0,63	0,75	0,89	0,86	0,98	2,13	1,96	2,43	2,73	4,55	5,02
Forward P/E	13,6	16,5	35,4	22,4	10,6	17,2	12,9	13,3	16,6	29,6	25,5
y-o-y stock return		19%	18%	-3%	13%	118%	-8%	24%	12%	67%	10%

Meine Bewertung erfolgt DCF-basiert mit folgenden Input-Parametern:

- Umsatz-CAGR 2021-26: 13% (davon 6PP organisch, 7PP M&A)
- M&A: Akquisitionen im Mittel zu 14x EBIT bzw. 21x Nettogewinn
- EBIT-Marge 2026 auf Konzernebene: 16% vom Umsatz
- Gewinnentwicklung-CAGR 2021-26: 14%
- Ausschüttungspolitik: 30% vom Nettogewinn
- Exit Multiple 2027 entspricht umgerechnet: 22x LTM Nettogewinn
- Net debt/EBITDA <2x
- share count (fully diluted): ~770 Mio. Stücke



WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. **Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren**

Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

BULLS SAY / BEARS SAY

(+) „Marel notiert in Relation zur Ertragsstärke auf Höhe der Peergroup, wird in den nächsten Jahren aber signifikant schneller wachsen können als die meisten anderen Industrieunternehmen“

(+) „Marel wird in den kommenden Jahren ein Profiteur der COVID-19-Pandemie sein, da die Nachfrage nach sicher produzierten Lebensmitteln ansteigt und sich Konsumenten mit höherem Einkommen von „wet markets“ zu ihrer Nahversorgung abwenden werden“

(+) „Marels Listing an der Euronext Amsterdam erfolgte erst in 2019 und bis heute ist die Aktie den meisten europäischen und amerikanischen Investoren komplett unbekannt, sodass in Zukunft mehr Interessenten für Käufe der Aktie in Frage kommen“

(+) „Arni Oddur Thordarson hat das Unternehmen seit Einstieg von Eyrir Invest strategisch gut ausgerichtet, jährliche Renditen >20% für die Aktionäre erzielt und wird als größter Eigentümer für viele Jahre in der Zukunft wertschaffende Opportunitäten wahrnehmen“

(-) „Es ist nicht sinnvoll, sich heutzutage überhaupt noch mit gut geführten Industrieunternehmen zu beschäftigen, da der gesamte Sektor deutlich überbewertet ist und am oberen Ende seiner historischen Bewertungsspanne notiert“

(-) „Marel ist lediglich eine Story-Aktie im Umfeld der COVID-19-Situation in Verbindung mit der rasanten Ausbreitung des Virus in vielen Schlachtbetrieben. Sollte eine spürbare Belebung des organischen Wachstums durch Investitionen in Automatisierung ausbleiben, wird die Aktie spürbar korrigieren“

(-) „Verschiedene Tierseuchen können von heute auf morgen zu einem Nachfrageeinbruch bei Marel führen, den das Unternehmen nur unvollständig über nicht betroffene Segmente und den 40%-Anteil des Aftermarket-Geschäfts abfedern kann“

(-) „Arni Oddur Thordarson wird seine 10-Jahresziele für das Unternehmen bis 2026 nicht erreichen können. Sobald die Marktteilnehmer dies antizipieren, wird die Aktie abwerten und mehrere Jahre benötigen, um wieder in die aktuelle Bewertung hineinzuwachsen“