Comment Berentzen AG

Schwäche bei Frischsaftsystemen nur temporär

Kursziel auf 15,50€ gesenkt

Lukas Spang
17.08.2017

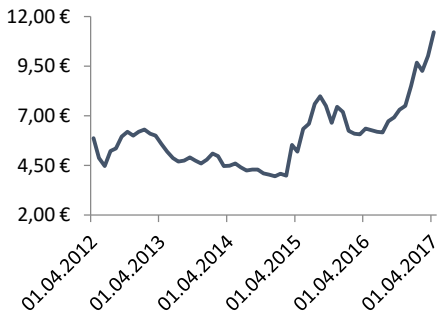
Berentzen-Gruppe AG

Aktueller Kurs: 9,03 €	**Kursziel:** 15,50 € (alt: 15,80€)	**Kurspotenzial:** 71,70%
Marktkapitalisierung: 84,79	**Branche:** Getränke / Tabak	**WKN:** 520160

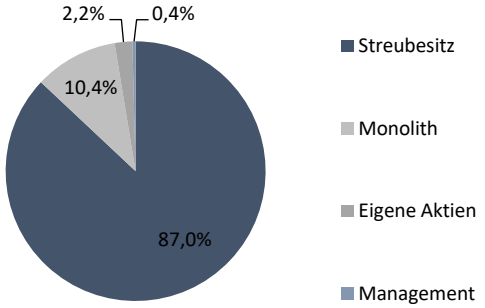
Unternehmensbeschreibung:

Die Berentzen Gruppe ist ein hauptsächlich in Deutschland produzierender Getränkehersteller. Die Gesellschaft bietet Handel und Verbrauchern bekannte Spirituosenmarken und preisattraktive Private-Label Produkte. Zum Spirituosenangebot zählen unter anderem die Getränkemarken Puschkin, Linie Aquavit, Bommerlunder, Hansen, Asmussen, Doornkaat, Springer Urvater und Licor 43. Die Produkte von Berentzen gehören zu den meistgekauften Spirituosen in Deutschland. In enger Kooperation mit der renommierten Abfüllerfirma BryanskSpirtProm aus dem russischen Brjansk wird die Marke Rasputin Wodka für den dortigen Markt hergestellt. Über die Vivaris Getränke GmbH & Co. KG verkauft Berentzen alkoholfreie Getränke wie beispielsweise Emsland Sonne oder Bio-Sonne sowie abgefülltes Mineralwasser der Marken Emsland, Grüneberger und Sankt Ansgari. Darüber hinaus ist die Berentzen Gruppe unter dem Dach der Technic-Marketing-Products GmbH als Systemanbieter für frischgepresste Fruchtsäfte tätig.[1]

Kursverlauf der letzten 5 Jahre:



Aktionärsstruktur:



Schätzungen*	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	158,55	170,03	176,07	180,84	183,91
Δ in %	+3,3%	+7,2%	+3,6%	+2,7%	+1,7%
EBITDA	15,62	17,51	18,58	19,53	20,32
EBITDA-Marge	9,9%	10,3%	10,6%	10,8%	11,1%
EBIT	7,54	10,54	10,83	12,49	13,54
EBIT-Marge	7,8%	6,2%	6,2%	6,9%	7,4%
Ergebnis je Aktie	0,24€	0,47€	0,54 €	0,82 €	0,90 €
Dividende je Aktie	0,20€	0,25€	0,35 €	0,45 €	0,50 €
Buchwert je Aktie	4,64€	4,81€	5,10 €	5,58 €	6,03 €
Nettoverschuldung	-12,78	-17,36	-14,71	-15,45	-15,72
Kennzahlen					
KGV	-	-	16,8	10,9	10,0
EV/EBITDA	-	-	3,8	3,6	3,4
Dividendenrendite	-	-	3,9%	5,0%	5,5%
ROCE	15,0%	28,8%	29,3%	30,4%	30,4%
ROE	5,0%	10,0%	10,7%	15,4%	15,5%

*Angaben in Mio. € (außer: Ergebnis je Aktie, Dividende je Aktie, Buchwert je Aktie)

[1] vgl. Comdirect

Gesunde Getränke gewinnen weiter an Bedeutung - Berentzen profitiert

Das spricht für die Aktie...

- Frischsaftsegment mit hohem Potenzial
- 50% Refinanzierung der Anleihe führt zu erheblichen Zinseinsparungen ab Herbst 2017
- Refinanzierung der Anleihe bietet Spielraum für nachhaltig höhere Dividende

Die Berentzen AG hat am Montag Halbjahreszahlen für 2017 veröffentlicht. Dabei konnte ein Wachstum von 4,0% auf 85,34 Mio. € nach sechs Monaten, sowie ein leicht stärkeres Wachstum von 4,4% im zweiten Quartal verzeichnet werden. Das EBITDA verbesserte sich im gleichen Zeitraum um 4,9% respektive 1,3%. Das EBIT war dagegen durch Einmalaufwendungen im zweiten Quartal belastet, sodass dieses mit 3,71 Mio. € (-7,5%) nicht das Vorjahresniveau erreichte. Im zweiten Quartal haben die Einmalbelastungen entsprechend zu einem Rückgang beim EBIT von 22,2% auf 2,11 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr geführt.

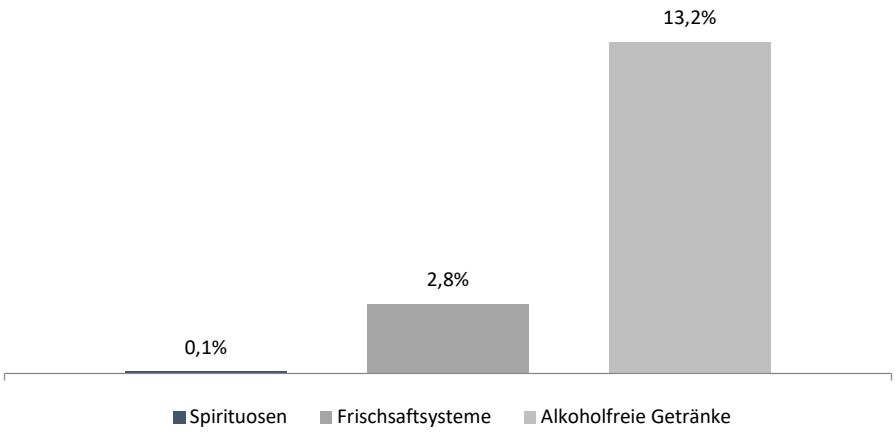
Halbjahreszahlen und Q2-Zahlen 2017 in der Übersicht

	HJ 2016	HJ 2017	Δ in %	Q2 2016	Q2 2017	Δ in %
Umsatz	82,04	85,34	+4,0%	42,74	44,64	+4,4%
EBITDA	7,24	7,60	+4,9%	4,34	4,40	+1,3%
EBITDA-Marge	8,8%	8,9%	+10Bp	10,2%	9,9%	-30Bp
EBIT	4,01	3,71	-7,5%	2,71	2,11	-22,2%
EBIT-Marge	4,9%	4,4%	-50Bp	6,4%	4,7%	-170Bp
Ergebnis je Aktie	0,16€	0,13€	-19,3%	n/a	n/a	-

Quelle: Berentzen AG, Bp=Basispunkte

Mit Blick auf die Entwicklung innerhalb der Segmente ist jedoch festzustellen, dass diese sehr heterogen verlief. Während sich die Umsatzerlöse im weitestgehend gesättigten Segment für Spirituosen mehr oder weniger auf Vorjahresniveau bewegten, konnten in den Segmenten Frischsaftsysteme (+2,8%) und Alkoholfreie Getränke (+13,2%) ein deutlicheres Wachstum erreicht werden. Das starke Wachstum von >13% bei alkoholfreien Getränken überraschte dabei positiv und war insbesondere durch höhere Absätze bei Mio Mio (+67,7%) und Sinalco (9,0%) geprägt, wenngleich das Konzessionsgeschäft mit Sinalco nicht ganz die eigenen Erwartungen erreichte. Das starke Absatzplus bei Mio Mio war dagegen durch die nun nahezu bundesweite Listung der Marke im Einzelhandel begründet. Enttäuscht hat dagegen das Wachstum im sich zuletzt dynamisch entwickelnden Segment Frischsaftsysteme mit lediglich 2,8%, wobei laut Unternehmensangaben im zweiten Quartal sogar ein Umsatzrückgang verzeichnet wurde.

Wachstumsraten nach Segmenten im 1. Halbjahr 2017

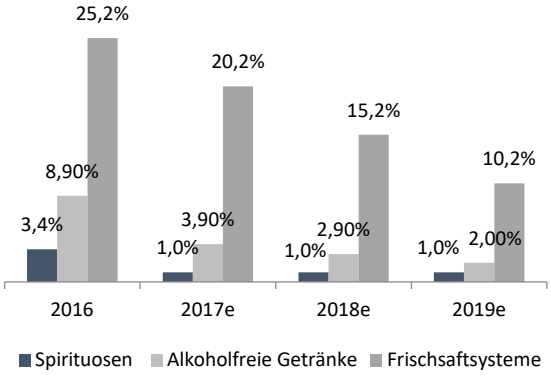


Quelle: Berentzen AG

Hierbei haben insbesondere zwei nennenswerte Aspekte zu dieser Entwicklung geführt. Zum einen kam es aufgrund von unterschiedlichen Auffassungen mit dem amerikanischen Distributionspartner, dem drittgrößten

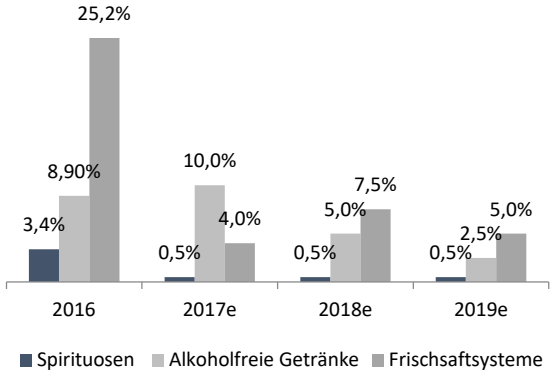
Absatzmarkt im Segment Frischsaftsegmente, zu geringeren Abnahmemengen und damit einem Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr. Laut Finanzvorstand Herr Brühöfner sieht man für den amerikanischen Markt viel Potenzial, dass durch den amerikanischen Distributionspartner nicht ganz geteilt wird. Er zeigte sich jedoch zuversichtlich, dass diese Differenzen zeitnah beigelegt werden können. Dazu kamen Lieferengpässe bei Orangen, durch eine schlechte Erntesaison in Spanien, sodass nicht die gewünschten Mengen abgenommen werden konnten. Dazu haben schlechtere Qualitäten bei den Orangen zu höheren Qualitäts- und Nachbehandlungsaufwendungen geführt, sodass bei Orangen ein Absatzrückgang von 6,0% verzeichnet wurde. Der Umsatzrückgang in den USA, in dem lediglich Fruchtpressen verkauft werden führte zu einem gedämpften Wachstum von 4,7% bei den Geräten im Vergleich zum Vorjahr, während sich die Abfüllgebinde mit +12,8% unverändert positiv entwickelten. Beide oben genannten Effekte haben jedoch dazu geführt, dass Absatzchancen nicht genutzt werden konnten, wenngleich Berentzen lediglich von kurzfristigen Effekten diesbezüglich ausgeht.

Wachstumsraten (alt)



Quelle: Berentzen AG, Eigene Schätzungen

Wachstumsraten (neu)



Quelle: Berentzen AG, Eigene Schätzungen

Nachdem das Ergebnis im ersten Quartal noch deutlich angestiegen war (EBITDA +10,3%, EBIT +23,1%), verzeichnete Berentzen im zweiten Quartal eine deutlich gedämpftere Entwicklung. Durch erhöhte Aufwendungen in der Produktion und in der Logistik haben in bei alkoholfreien Getränken zu zukünftig niedrigeren Ergebniserwartungen geführt, in Folge dessen eine Wertminderung i.H.v. 0,4 Mio. € vorgenommen wurde und entsprechend das EBIT belastete. Herr Brühöfner verwies in diesem Zusammenhang darauf, dass in den vergangen Jahren zum Jahresende keine weiteren Abschreibungen vorgenommen wurden, wenn bereits zum Halbjahr Abschreibungen angefallen waren, sodass im zweiten Halbjahr diesbezüglich mit keinen weiteren Belastungen zu rechnen sein sollten.

Aufgrund der insgesamt im ersten Halbjahr guten Entwicklung, bei der das Segment alkoholfreie Getränke die Schwäche im Bereich Frischsaftsysteme kompensieren konnte, bestätigte der Vorstand die Prognose für das Gesamtjahr für Umsatz und EBITDA. Beim EBIT hingegen wurde der Ausblick auf das bereinigte EBIT umgestellt für das nun aber das untere Ende der Prognose von 11,2 - 12,4 Mio. € erwartet wird. Allerdings war meine Schätzung für das EBIT bereits am unteren Ende der Spanne, sodass es diesbezüglich, bereinigt um die Einmalabschreibung, lediglich zu einer kleinen Senkung der Erwartungen kam. Ebenso für Umsatz und EBITDA. Das Ergebnis je Aktie dürfte hingegen noch nicht ganz so stark von dem Konsortialkredit ab dem dritten Quartal profitieren, sodass die Schätzungen für das Ergebnis je Aktie deutlicher reduziert wurden.

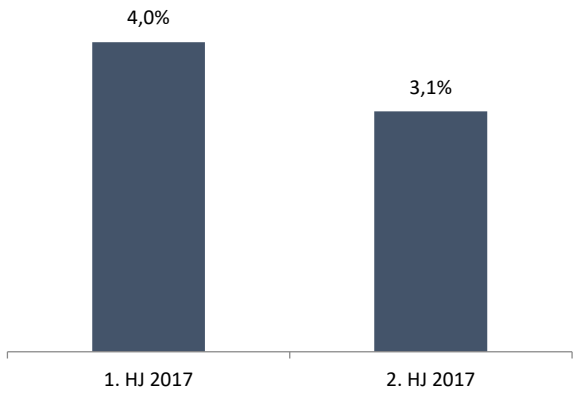
Eigene Schätzungen vs. Unternehmensprognose

	LSe (alt)	Unternehmensprognose	LSe (neu)
Umsatz	177,20	170,40 - 179,20	176,07
EBITDA	18,70	17,80 - 19,70	18,58
EBIT	11,38	Bisher: 11,20 - 12,40	10,83
Bereinigtes EBIT	11,38	11,20 - 12,40	11,26

Quelle: Berentzen AG, Eigene Schätzungen

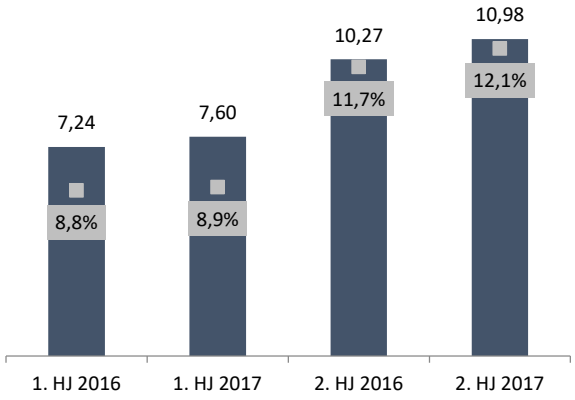
Für das zweite Halbjahr erwarte ich dennoch eine Fortsetzung des Wachstumstrends, wenngleich ich dabei eine leicht geringere Wachstumsrate als im ersten Halbjahr zu Grund gelegt habe. Traditionell sind im zweiten Halbjahr auf der Ergebnisseite aber höhere Ergebnismargen realisierbar und rechne aufgrund der erwarteten Maßnahmen mit einer leichten Verbesserung bei der EBITDA-Marge (1. Habjahr: +10 Basispunkte) von 40 Basispunkte. Folglich erwarte ich im zweiten Halbjahr bei einem Umsatzwachstum von 3,1% auf 90,73 Mio. € (vj. 87,99) eine leicht überproportionale Ergebnisverbesserung von 6,9% beim EBITDA. Dies erscheint vor dem Hintergrund, dass der Vorstand davon spricht, dass das zweite Halbjahr die Entwicklung im ersten Halbjahr bei Frischsaftsystemen nicht ganz kompensieren kann, also entsprechend mit einer besseren Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte rechnet, realistisch. Dazu sollten sich die eingeleiteten Maßnahmen positiv bemerkbar machen.

Wachstumsraten 1.HJ vs. 2.HJ



Quelle: Berentzen AG, Eigene Schätzungen

EBITDA-Beitrag und Marge 1.HJ vs. 2.HJ



Quelle: Berentzen AG, Eigene Schätzungen

Aktion:

Insgesamt sind die vorgelegten Zahlen für das erste Halbjahr beim Umsatz gut ausgefallen, beim Ergebnis hingegen haben diese leicht enttäuscht. Dies ist durch höhere Aufwendungen im Segment Frischsaftsysteme und außerordentliche Aufwendungen im Geschäftsbereich alkoholfreie Getränke zurück zuführen gewesen. Die Probleme mit dem amerikanischen Distributionspartner sollten zeitnah gelöst werden können, dazu hat sich das Unternehmen bereits für das kommende Jahr gewisse Mengen an Orangen gesichert, um eine höhere Lieferfähigkeit zu gewährleisten und zudem auch Fruchtpressen und Orangen als Komplementärprodukt verkaufen zu können. Mit Blick auf die kommenden Wochen und Monate sollte zudem die Refinanzierung der Anleihe (50 Mio. €/6,5% Zins), die durch ein Konsortialkredit i.H.v. 25,5 Mio. € zu deutlich verbesserten Konditionen abgelöst werden soll, in den Fokus der Anleger rücken. Hierdurch ergeben sich deutlich positive Effekte auf das Ergebnis je Aktie (LSe: mind. 1,8 Mio. € Zinseinsparungen) und damit verbunden eine höhere Ausschüttungsbasis für die Dividende sowie eine nachhaltig höhere Cashflowgenerierung. Vor dem Hintergrund des geringeren Wachstums im Segment Frischsaftsysteme, dem jedoch ein höheres Wachstum bei alkoholfreien Getränken gegenüber steht, habe ich meine Umsatz- und Gewinnschätzungen leicht reduziert und das Kursziel im Rahmen dessen leicht von 15,80€ auf 15,50€ gesenkt. Dennoch rechtfertigen die aktuelle Bewertung sowie zweistelligen Kapitalrenditen ein höheres Bewertungsniveau.

Schätzungsänderungen

	2017 (alt)	Δ in %	2018 (alt)	Δ in %	2019 (alt)	Δ in %
Umsatz	177,20	-0,6%	183,56	-1,5%	188,64	-2,5%
EBITDA	18,70	-0,7%	19,82	-1,5%	20,85	-2,5%
EBIT	11,38	-4,8%	12,78	-2,3%	14,07	-3,7%
Ergebnis je Aktie	0,60€	-10,0%	0,84€	-2,4%	0,93€	-3,2%
Dividende je Aktie	0,35€	-	0,45€	-	0,50€	-

Quelle: Eigene Schätzungen

Disclaimer

Allgemeine Hinweise:

Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die Inhalte dienen ausschließlich dem privaten Gebrauch und stellen keine Finanzanalyse gemäß § 34b WpHG in Verbindung mit FinAnV dar. Den Ausführungen liegen Quellen zugrunde, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Für die Richtigkeit des Inhalts wird trotzdem keine Haftung übernommen werden. Deshalb ist auch die Haftung für Vermögensschäden, die sich aus dem Gebrauch der Informationen für die eigene Anlageentscheidung möglicherweise ergeben, ausgeschlossen. Auch stellen die vorgestellten Szenarien oder Strategien keinesfalls einen Aufruf zur Nachbildung dar, auch nicht stillschweigend. Vor jedem Geschäft beziehungsweise vor jeder Transaktion sollte geprüft werden, ob sie im Hinblick auf die persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse geeignet sind.

Hinweise zu Interessenskonflikten:

Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Artikel Wertpapiere erwähnt werden, die sich im Besitz des Verfassers befinden. Dadurch entstehende Interessenkonflikte können nicht ausgeschlossen werden.

Hinweise zu Kurszielen:

Die genannten Kursziele sind mittels eines eigenen DCF-Modells ermittelt und sind damit zukunftsorientiert. Sie stellen somit ein Risiko hinsichtlich der Schätzungen sowie der zukünftigen Entwicklung dar. Die dafür verwendeten Schätzungen und Annahmen sind eigene und unterliegen damit Unsicherheiten, die das Kursziel erheblich beeinflussen können. Auch können politische sowie wirtschaftliche Risiken unvorhergesehen eintreffen, die im Modell nicht berücksichtigt werden können.