

Berentzen-Gruppe AG

WKN: 520160 | ISIN: DE0005201602 | Bloomberg: BEZ:GR

Innovationen und fokussierte Wertschöpfungskette

Unternehmerische Herausforderungen: Die Berentzen-Gruppe sieht sich in einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld nicht nur der Notwendigkeit gegenüber, Produktinnovationen schnell im Markt umzusetzen. Auch der Portfoliostraffung und der damit einhergehenden Reduktion der Produktvielfalt sowie Freisetzung operativer Ressourcen kommt eine ebenso große Bedeutung zu. Vor diesem Hintergrund ist die Neuausrichtung des Traditionssunternehmens zu sehen.

Geschärftes Wachstums- und Gewinnprofil: Durch die Reduktion der Produktvielfalt und die Stärkung margin- und wachstumsstarker Bereiche sollen in den kommenden Jahren operative Ressourcen freigesetzt werden, die verstärkt in Produktinnovationen, den Aufbau zusätzlicher nationaler und internationaler Vertriebsstrukturen sowie intensivierte Marketingmaßnahmen fließen sollen. Dass das Unternehmen wachstums- und marginstarke Produkte im Portfolio hat, beweist nicht nur die seit Jahren dynamisch wachsende Eigenmarke „Mio Mio“. Auch das einstige Wachstumssegment der Frischsaftsysteme, das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 deutlich Federn lassen musste, lässt auf Basis der H1/19-Zahlen für das laufende Geschäftsjahr wieder deutliche Wachstumsimpulse erwarten.

Umsatzschätzung 2019e bis 2021e: Auf Basis der soliden H1/19-Finanzzahlen rechnen wir für 2019e mit Umsätzen von 169 Mio. Euro (Umsatz-Guidance 2019e: zw. 164,7 und 173,4 Mio. Euro). Für 2020e und 2021e prognostizieren wir Wachstumsraten von 3,8 % bzw. 3,5 %, die Umsatzerlöse von 181,5 Mio. Euro im Jahr 2021e implizieren.

EBITDA-/ EBIT-Schätzung 2019e bis 2021e: Für 2019e erwarten wir ein adjustiertes EBITDA von 16,7 Mio. Euro (EBITDA-Guidance 2019e: 17,0 bis 18,8 Mio. Euro). Zwischen 2020e und 2021e steigt das adjustierte EBITDA bei nahezu konstantem Margenniveau kontinuierlich an und erreicht im Jahr 2021e 18,2 Mio. Euro. Das prognostizierte adjustierte EBIT steigt bis 2021e ebenfalls auf 10,0 Mio. Euro an.

Unser DCF-Modell liefert einen fairen Wert je Aktie von 9,42 Euro. Die Peer Group zeigt einen fairen Wert von 11,47 Euro je Aktie an. Wir initiieren unsere Coverage mit einer KAUFEN-Empfehlung und einem Kursziel von 10,00 Euro je Aktie.

GY Ende: 31.12.; in Mio. EUR	CAGR (18-21e)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	3,8%	170,0	160,4	162,2	169,0	175,3	181,5
Adj. EBITDA	1,6%	17,5	16,4	17,3	16,7	17,5	18,2
Marge	10,3%	10,2%	10,7%	9,9%	10,0%	10,0%	
Adj. EBIT	0,5%	10,5	9,2	9,8	9,6	9,8	10,0
Marge	6,2%	5,8%	6,0%	5,7%	5,6%	5,5%	
Nettoergebnis	4,4%	4,3	2,6	5,2	5,7	5,8	5,9
EPS	4,4%	0,46	0,27	0,55	0,60	0,61	0,63
Dividende je Aktie		0,25	0,22	0,28	0,30	0,31	0,31
EV/Umsatz		0,39	0,48	0,37	0,39	0,36	0,34
EV/EBITDA		3,80	4,59	3,49	3,98	3,66	3,43
P/E		16,16	30,21	11,31	10,29	10,07	9,90
Net debt/EBITDA		-0,31	-0,01	0,11	0,50	0,32	0,23

Quelle: Berentzen-Gruppe, FMR

Veröffentlicht: 22.08.2019

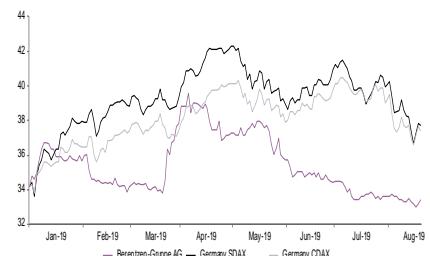
KAUFEN

Vorher: -

Kursziel EUR 10,00 (-)
Aktienkurs* EUR 6,08 (+66%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Initial	2019e	2020e	2021e
Umsatz	169,0	175,3	181,5
Adj. EBIT	9,6	9,8	10,0
EPS	0,60	0,61	0,63



Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (in Mio.)	9,39
Free Float und sonstige (in %)	76,77%
Market Cap (in Mio. EUR)	58,4
Handelsvolumen (0)	3.943
Hoch (EUR, 52 Wochen)	7,2
Tief (EUR, 52 Wochen)	5,9

Aktionärsstruktur

Monolith (NL)	9,93%
MainFirst (LU)	8,50%
Intrepid Capital Fund (US)	4,80%
Free Float und sonstige	76,77%

Unternehmenskalender

Zwischenbericht Q3/2019	24.10.19
-------------------------	----------

Analyst

Enid Omerovic
 Equity Research Analyst
 enid.omerovic@fmr-research.de
 +49 (0) 69 - 920 389 13

Kontakt

FMR Frankfurt Main Research AG
 Schillerstrasse 16
 60313 Frankfurt am Main
 Germany

+49 (0) 69 - 920 389 10
 www.fmr-research.de

In Kooperation mit



ODDO SEYDLER

Inhalt

Investment Thesis	3
SWOT	5
Bewertung	7
DCF-Modell	7
Peer Group-Bewertung.....	9
Unternehmensprofil – Überblick	11
Historie.....	11
Konzernstruktur	12
Geschäftsbereiche & Markenportfolio	13
Aktionärsstruktur.....	14
Geschäftsmodell	15
Produktionsprozesse	15
Beschaffung	16
Produkte	17
Spirituosen	17
Alkoholfreie Getränke.....	19
Frischsaftsysteme	20
Strategie.....	22
Marktumfeld	23
Spirituosenindustrie	23
Spirituosenindustrie Ausland.....	23
Deutsche Spirituosenindustrie.....	23
Der Markt für alkoholfreie Getränke	25
Der internationale Markt für Frischsätze	26
Wettbewerb.....	27
Finanzkennzahlen	29
Historische Entwicklung.....	29
Schätzungen.....	35
Anhang	41

Investment Thesis

Die Berentzen-Gruppe mit Hauptsitz in Haselünne (Niedersachsen, Emsland) blickt mittlerweile auf eine über 250-jährige Firmenhistorie zurück. Das Traditionsunternehmen ist einer der ältesten Produzenten von Spirituosen in Deutschland.

Mit der Gründung der Emsland-Getränke erfolgte im Jahre 1958 die erfolgreiche Erweiterung der Geschäftsaktivitäten um alkoholfreie Erfrischungsgetränke, die sich in den vergangenen Jahren immer stärker zum Wachstumsmotor des Konzerns entwickelt haben. Heute wird das Segment der alkoholfreien Getränke unter anderem durch die Vivaris Getränke GmbH & Co. KG repräsentiert, in der die ehemalige Emsland-Getränke aufgegangen ist. Seit dem Jahr 2014 entwickelt und vertreibt der Konzern über die österreichische Tochtergesellschaft Citrocasa GmbH zudem Frischsaftsysteme. Unter der Marke „Citrocasa“ werden auf nationalen und internationalen Absatzmärkten hochwertige Fruchtpressen, unbehandelte Saftorangen und spezielle Abfüllgebinde aus einer Hand angeboten.

Zu den Geschäftsaktivitäten des Konzerns gehören die Entwicklung von auf Trend- und Marktanalysen beruhenden Produkten sowie Produktion und Vertrieb dergleichen. Das Unternehmen deckt somit die komplette Wertschöpfungskette ab. Darüber hinaus ist es Berentzen im Laufe der Zeit gelungen, ein breites Produktportfolio aufzubauen und sich erfolgreich als Anbieter von Getränken für jeden Anlass im nationalen Getränkemarkt zu positionieren.

Durch das breite Produktportfolio ist die Unternehmensgruppe unterschiedlichsten Wettbewerbs- bzw. Marktkräften ausgesetzt, die sowohl auf das Wachstum als auch die Profitabilität Einfluss haben. Grundsätzlich sieht sich der Konzern sowohl bei Spirituosen als auch bei alkoholfreien Getränke einem intensiven Wettbewerbsumfeld gegenüber. Während es sich bei dem Spirituosenmarkt um einen im Aggregat stagnierenden Absatzmarkt mit einem relativ intensiven Preiswettbewerb handelt, zeigt der Markt für alkoholfreie Getränke seit Jahren steigende Absatzmengen, die zudem, je nach Subsegment und Produkt, von Preiserhöhungen begleitet werden.

In beiden Marktsegmenten hat die Berentzen-Gruppe immer wieder erfolgreich bestehende Produktgruppen weiterentwickelt beziehungsweise völlig neuartige Getränke auf den Markt gebracht. Hierdurch konnten auf der einen Seite neue Kundengruppen und Wachstumsfelder erschlossen und schrumpfende Produktbereiche auf Konzernebene ausgeglichen werden. Auf der anderen Seite haben Produktdifferenzierungsstrategien auch dazu beigetragen, sich erfolgreich gegenüber Wettbewerbern zu behaupten und Marktanteile zu verteidigen.

Allerdings bindet das breit diversifizierte Produktportfolio auch operative Ressourcen, die wachstums- und marginastarken Produktgruppen nicht zur Verfügung stehen. Deshalb hat die Berentzen-Gruppe zu Beginn des abgeschlossenen Geschäftsjahres 2018 einen Transformationsprozess gestartet, der 2019 abgeschlossen sein soll und ein geschärftes Wachstums- und Profitabilitätsprofil des Konzerns zum Ziel hat. Insbesondere durch die Reduktion der Produktvielfalt und die Stärkung margin- und wachstumsstarker Bereiche

Traditionsunternehmen aus Haselünne

Anbieter von Getränken für jeden Anlass

Wettbewerbs- und Marktkräfte erfordern...

...innovative und marktnahe Produktdifferenzierungsstrategien

Transformationsprozess hat geschärftes Wachstums- und Margenprofil zum Ziel

sollen in den kommenden Jahren operative Ressourcen freigesetzt werden, die verstärkt in Produktinnovationen, den Aufbau zusätzlicher nationaler und internationaler Vertriebsstrukturen sowie intensivierte Marketingmaßnahmen fließen sollen.

Dass das Unternehmen wachstums- und marginstarke Produkte im Portfolio hat, beweist nicht nur die seit Jahren dynamisch wachsende Eigenmarke „Mio Mio“. Auch das einstige Wachstumssegment der Frischsaftsysteme, das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 deutlich Federn lassen musste, lässt auf Basis der H1/19-Zahlen für das laufende Geschäftsjahr wieder deutliche Wachstumsimpulse erwarten.

Auf Basis der soliden H1/19-Finanzzahlen rechnen wir mit Umsätzen von 169 Mio. Euro in 2019e, was einem Umsatzwachstum von 4,2 % entspricht. 2020e und 2021e prognostizieren wir Wachstumsraten von 3,8 % bzw. 3,5 %, die Umsatzerlöse von 181,5 Mio. Euro im Jahr 2021e implizieren.

In Summe führen unsere Annahmen im Jahr 2019e zu einem adjustierten EBITDA von 16,7 Mio. Euro, das leicht unter der Ergebnisbandbreite des Konzerns liegt (EBITDA-Guidance: 17,0 bis 18,8 Mio. Euro). In den Folgejahren steigt das adjustierte EBITDA bei nahezu konstantem Margenniveau kontinuierlich an und erreicht im Jahr 2021e 18,2 Mio. Euro. Das prognostizierte adjustierte EBIT steigt während des Prognosezeitraums von 9,6 Mio. Euro in 2019e kontinuierlich auf 10,0 Mio. Euro in 2021e an.

Die auf der jüngsten Hauptversammlung bekanntgegebene Dividendenpolitik des Unternehmens sieht vor, dass zukünftig mindestens 50 % des Konzergewinns als Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Deshalb haben wir in der Finanzplanung Dividendenausschüttungen berücksichtigt, die zwischen 2019e und 2021e von 0,30 Euro auf 0,31 Euro je Aktie leicht ansteigen.

Auf Basis dieser Annahmen leiten wir aus unserem DCF-Modell einen Unternehmenswert von 90,5 Mio. Euro ab. Unter Berücksichtigung der Nettoliquidität der Berentzen-Gruppe in Höhe von -2,0 Mio. Euro ermitteln wir einen fairen Wert des Eigenkapitals von 88,5 Mio. Euro. Der faire Wert je Aktie beträgt 9,42 Euro.

Die Sensitivitätsanalyse zeigt, wie sich der faire Wert je Aktie verändert, wenn sich die in Phase 2 antizierte durchschnittliche EBIT-Marge um einen Prozentpunkt verändert. Sollte es der Gesellschaft in der Zukunft gelingen, die in der Phase 2 generierte durchschnittliche EBIT-Marge auf 7,1 % oder 8,1 % zu erhöhen, würde dies den fairen Wert je Aktie auf 10,54 Euro bzw. 12,16 Euro je Aktie anheben.

Aus unserer Peer Group-Analyse leiten wir Werte für die Marktkapitalisierung der Berentzen-Gruppe ab, die von 85,7 Mio. Euro bis 125,3 Mio. Euro reichen. Heruntergebrochen auf die einzelnen Aktien zeigt der Peer Group-Vergleich eine Bewertungsbandbreite von 9,12 Euro je Aktie (EV/EBIT 2021e) und 13,34 Euro je Aktie (EV/Umsatz 2021e). Unser Peer Group-Vergleich führt zu einem fairen Marktwert von 107,7 Mio. Euro und einem fairen Wert von 11,47 Euro je Berentzen-Aktie.

Umsätze steigen bis 2021e auf 181,5 Mio. Euro

2019e: Adj. EBITDA und EBIT von 16,7 bzw. 9,6 Mio. Euro erwartet

Jährliche Dividendenausschüttungen von mindestens 50% des Jahresüberschusses erwartet

DCF-Modell: Fairer Wert je Aktie: 9,42 Euro

Optimistisches Szenario impliziert fairen Wert je Aktie von 12,16 Euro

Peer Group-Vergleich führt zu einem fairen Wert von 11,47 Euro je Aktie

SWOT

Stärken

- Traditionsreiches Unternehmen mit über 250-jähriger Unternehmenshistorie
- Breites und werthaltiges Marken- und Produktportfolio mit Getränken für jeden Anlass
- Hoher Qualitätsstandard bei den angebotenen Produkten und Dienstleistungen (2018: Auszeichnung von Pabst & Richarz Vertriebs GmbH für hervorragende Qualität durch Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft)
- Mit der Marke „Berentzen“ Marktführerschaft im Produktsegment der fruchtigen Spirituosen (Marktanteil per Ende 2018: rund 20 %)
- Hoher Bekanntheitsgrad, insbesondere der Kernmarken Berentzen und Puschkin im Segment Spirituosen
- Seit Jahren stark wachsender Absatz der Mio Mio-Produkte unterstreicht Entwicklungs- und Vertriebskompetenz
- Kontinuierliche Weiterentwicklung des bestehenden Marken- und Produktpportfolios, kontinuierliche Forschung & Entwicklung (Berentzen Signature, Mio Mio, Kräuterbraut, Orange Juicer, etc.)
- Segment Frischsysteme mit einzigartigem „One-Stop-Shopping-System“ (Maschine, Orange, Flasche aus einer Hand) in Deutschland und Österreich
- Schlankes Geschäftsmodell im Segment Frischsaftsysteme, d.h. geringe Kapitalbindung durch ausgelagerte Supply Chains
- Über 50-jährige Erfahrung im Konzessionsgeschäft (derzeit Sinalco)
- Stabile operative Erträge, regelmäßige Dividendenzahlungen, attraktive Dividendenpolitik

Schwächen

- Umsatzerwartungen für das Geschäftsjahr 2018 konnten aufgrund einer schwachen Geschäftsentwicklung im Segment Frischsaftsysteme nicht erreicht werden
- In Relation zu Vergleichsunternehmen aus der Getränkeindustrie eher geringe operative Margen
- Hohe Anzahl an Produkten im Produktpotfolio, die nur einen geringen Wertschöpfungsbeitrag generieren
- Starke Verhandlungsmacht der Zwischenhändler (insbesondere Lebensmitteleinzelhandel), die meist konkurrierende Hersteller von alkoholischen und alkoholfreien Getränken gegeneinander ausspielen und trotz qualitativ hochwertiger Produkte Preisreduktionen durchsetzen bzw. Preiserhöhungen erschweren können
- Abhängigkeit von nicht beeinflussbaren Produktionsfaktoren und Regularien (Erntebilanz, internationale Zoll- und Handelsabkommen)
- Schwache Präsenz der Marke Mio Mio in Süddeutschland

Chancen

- Chancen aus erhöhten Absatzpotenzialen für Mineralwasserprodukte durch den verstärkten Fokus auf Themen wie Regionalität, Ökologie und Nachhaltigkeit
- Optimierung der internationalen Fruchtlogistik sowie eine erfolgreiche Umsetzung technischer Innovationen bei den Fruchtpressen könnte das Segment der Frischsaftsysteme wieder auf den Wachstumspfad führen
- Durch Produkteinführungen im Segment der alkoholischen (Erweiterung der Produktlinie der „Fruchtigen Spirituosen“ unter der Marke Berentzen) und alkoholfreien (Kräuterbraut, Erweiterung der Mio Mio-Produktlinie um zwei Varianten) Getränke könnte die Gesellschaft schneller wachsen als erwartet
- H1/19-Zahlen zeigen im sich zuletzt schwach entwickelnden Segment Frischsaftsysteme eine starke Absatz- und Umsatzdynamik, so dass auf Konzernebene im laufenden Geschäftsjahr 2019 wieder deutliche Umsatz- bzw. Wertschöpfungsbeiträge zu erwarten sind
- Kommuniziertes strategisches Ziel, sich stärker auf wertschöpfungsstarke Produkte zu fokussieren und margenschwache Artikel zu reduzieren, könnte operative Ressourcen freisetzen, deren ökonomisch sinnvoller Einsatz das Wachstum beschleunigen und die Profitabilität des Berentzen-Konzerns mittelfristig deutlich erhöhen könnte
- Ausbau der nationalen und internationalen Präsenz von Mio Mio
- Anorganisches Umsatz- und Gewinnwachstum durch werthaltige und strategisch sinnvolle Akquisitionen

Risiken

- Zwei Großkunden standen per Ende 2018 für rund 18 % (Kunde A) bzw. 11 % (Kunde B) des Konzernumsatzes und rund 48 % der Konzernumsatzerlöse wurden mit den vier größten Kunden erwirtschaftet, was eine relativ hohe Kundenkonzentration darstellt und für entsprechende Absatzrisiken steht
- Abhängigkeit von unterschiedlichsten für die Produktion von alkoholischen und nicht-alkoholischen Getränken sowie den Handel von Orangen relevanten Rohstoff- und Erzeugermärkten (Zitrusfrüchte, Getreide-, Agraralkohole, Grundstoffe und Aromen, Glas und Kartonage etc.), die aufgrund regulatorischer Maßnahmen oder widriger klimatischer Verhältnisse für außergewöhnlich Ergebnisbelastungen sorgen können
- Rechtsstreit der TMP Technic-Marketing-Products GmbH mit einem für sie vertrieblich in den USA tätigen Distributeur könnte zu weiteren Rechtskosten führen

Bewertung

DCF-Modell

Um den inneren Wert der Berentzen-Gruppe zu ermitteln, haben wir eine DCF-Analyse durchgeführt, bei der wir die spezifischen Geschäftsaussichten des Unternehmens bewertet haben, die von marktbasierteren Bewertungsmethoden, wenn überhaupt, nur rudimentär erfasst werden. Der Unternehmenswert ergibt sich hierbei aus der Summe der diskontierten Free Cashflows, die Annahmen zur prognostizierten Entwicklung von Umsätzen, Gewinnmargen, Investitionen und betriebsnotwendigen Kapital widerspiegeln.

Um die Free Cashflows zu prognostizieren, schätzen wir zunächst die Umsatzerlöse. Für den Zeitraum 2019e - 2021e wird ein jährlicher Anstieg der generierten Umsatzerlöse um durchschnittlich 3,6 % prognostiziert. Die Umsätze steigen in Phase 1 unseres DCF-Modells auf 181,5 Mio. Euro. In der Phase 2 (2022e bis 2028e) unseres DCF-Modells steigen die Umsätze mit durchschnittlich 2,6 % pro Jahr etwas moderater und erreichen 218,3 Mio. Euro in 2028e. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate über den gesamten Prognosezeitraum beträgt 2,9 %. Wir argumentieren, dass sich das Segment der alkoholfreien Getränke und Frischsaftsysteme deutlich besser entwickeln wird als das Geschäft mit Spirituosen und auf Konzernebene für nachhaltiges Wachstum sorgen wird.

Umsatzerlöse wachsen im DCF-Modell im Durchschnitt um 2,9 % pro Jahr

Discounted Cashflow Modell

Mio. EUR	PHASE 1				PHASE 2				PHASE 3 ∞		
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Umsatz	169,0	175,3	181,5	187,4	193,0	198,8	204,7	209,9	214,1	218,3	
YoY in %	4,2%	3,8%	3,5%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	
EBIT	9,6	9,8	10,0	10,5	11,1	11,8	12,5	13,2	13,9	14,5	
EBIT-Marge in %	5,7%	5,6%	5,5%	5,6%	5,8%	6,0%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	
Einkommensteuern auf EBIT	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1	-3,3	-3,5	-3,8	-4,0	-4,2	-4,4	
Abschreibungen	7,1	7,6	8,2	8,5	8,7	8,8	9,1	9,3	9,5	10,0	
Veränderung des Working Capitals	-3,2	-2,9	-3,0	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	
CAPEX (Netto)	-7,9	-7,9	-8,3	-8,6	-9,0	-9,1	-9,4	-9,7	-9,8	-10,0	
Free Cashflow	2,8	3,7	4,0	5,3	5,6	6,1	6,7	7,3	7,8	8,7	
Barwerte	2,7	3,3	3,2	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8	54,8
Barwert Phase 1	9,2				Risikofreie Rendite	2,0%	Ziel-Eigenkapitalquote	80,0%			
Barwert Phase 2	26,5				Risikoprämie EK	6,0%	Steuerquote	30,0%			
Barwert Phase 3	54,8				Risikoprämie FK	3,0%	WBeta (Fundamental)	1,40			
Barwert total	90,5				CAGR Umsatz Phase 2	2,6%	WACC	9,00%			
+ Net Cash	-2,0				Ø EBIT-Marge Phase 2	6,1%	Wachstum Phase 3	2,0%			
- Minderheitsanteile (Marktwerte)	0,0										
Fairer Wert des Eigenkapitals	88,5										
Anzahl Aktien (Mio.)	9,4										
Fairer Wert je Aktie (EUR)	9,42										

	Sensitivitätsanalyse				
	Wachstum in Phase 3				
EBIT Margin	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	4,1%	5,22	5,43	5,66	5,93
	5,1%	6,71	6,98	7,28	7,64
	6,1%	8,20	8,53	9,42	9,35
	7,1%	9,69	10,09	10,54	11,06
	8,1%	11,18	11,64	12,16	12,77

Quelle: FMR

Die EBIT-Marge steigt in unserem DCF-Modell von 5,7 % in 2019e auf 6,7 % in 2028e an. In der Phase 1 sinkt die EBIT-Marge zunächst leicht von 5,7 % in 2019e auf 5,5 % in 2021e, bevor eine Margenausweitung einsetzt. Wir argumentieren, dass die antizipierte überproportionale Zunahme der Abschreibungen, der Personalkosten sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (insbesondere aufgrund von steigenden Vertriebs- und Marketingaufwendungen) in Phase 1 die EBIT-Entwicklung dämpft und zu einem im Vergleich zum Umsatz leicht unterproportionalen Anstieg führt. Per Annahme materialisieren sich ab Phase 2 die im Rahmen der Neuausrichtung bewirkten Wachstums- und Margeneffekte und resultieren bei einem sich abschwächenden Umsatzwachstum in einem in Relation zu den Umsätzen überproportionalen Anstieg des EBIT.

Die Abschreibungen steigen in unserem DCF-Modell kontinuierlich an und erreichen am Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2028e das Niveau der prognostizierten Investitionen, die zwischen 2019e und 2028e um durchschnittlich 2,8 % pro Jahr ansteigen. Für 2019e rechnet das Berentzen-Management mit Investitionen in Höhe von rund 7,5 Mio. Euro (FMRe: 7,9 Mio. Euro), nach 6,8 Mio. Euro im Jahr davor. Auch in den nachfolgenden Jahren zeichnen unsere Schätzungen steigende Investitionen, die im Jahr 2028e einen Wert von 10,0 Mio. Euro erreichen. Als Teil des im Jahr 2018 gestarteten Transformationsprozesses wurde die strategische Neuausrichtung der operativen Prozesse und Strukturen auch durch eine signifikante Erhöhung technischer als auch marktrelevanten Investitionen begleitet, die zukünftiges Margenpotenzial heben sollen. Da wir in unserem DCF-Modell sowohl von stetig steigenden Umsätzen als auch operativen Margen ausgehen, sehen wir auch die Notwendigkeit gegeben, kontinuierlich in die operativen Prozesse zu investieren.

Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC): Auf Basis der erwarteten langfristigen Renditen deutscher Bundesanleihen haben wir den risikofreien Zinssatz auf 2,0 % festgelegt. Wir gehen von einer Eigenkapitalrisikoprämie von 6,0 % aus. Das unternehmensspezifische Beta haben wir auf 1,4 festgesetzt, um das Marktrisiko der Aktie in angemessener Weise in die Bewertung miteinfließen zu lassen. Darüber hinaus rechnen wir mit einer langfristig angestrebten Eigenkapitalquote von 80 %. Diese Prämissen führen zu einem WACC von 9,0 %.

Auf Basis dieser Annahmen leiten wir einen Unternehmenswert von 90,5 Mio. Euro ab. Unter Berücksichtigung der Nettoliquidität der Berentzen-Gruppe in Höhe von -2,0 Mio. Euro ermitteln wir einen fairen Wert des Eigenkapitals von 88,5 Mio. Euro. Der faire Wert je Aktie beträgt 9,42 Euro.

Die Sensitivitätsanalyse zeigt, wie sich der faire Wert je Aktie verändert, wenn sich die in Phase 2 antizipierte durchschnittliche EBIT-Marge um einen Prozentpunkt verändert. Sollte es der Gesellschaft in der Zukunft gelingen, die in der Phase 2 generierte durchschnittliche EBIT-Marge auf 7,1 % oder 8,1 % zu erhöhen, würde dies den fairen Wert je Aktie auf 10,54 Euro bzw. 12,16 Euro je Aktie anheben.

**Gedämpftes EBIT-Wachstum
in Phase 1****Steigende Investitionen
begleiten steigende Umsätze****WACC: 9,0 %****Fairer Wert je Aktie:
9,42 Euro****Optimistisches Szenario
impliziert fairen Wert je Aktie
von 12,16 Euro**

Peer Group-Bewertung

Um einen marktorientierten Ansatz in unsere Bewertung einzubeziehen, haben wir eine Multiplikator-Bewertung durchgeführt. Die Peer Group enthält sowohl Spirituosenhersteller (Campari/Italien, Altia/Finnland, Arcus/Norwegen (auch Wein), Remy Cointreau/Frankreich, Stock Spirits Group/UK und Diageo/UK (auch Bier)), Hersteller von Bieren und alkoholfreien Getränken (AG BARR/UK, Olvi/Finnland) sowie das Unternehmen Schloss Wachenheim/Deutschland, das Schaumweine, Spirituosen, alkoholfreie Kindergetränke und Weine anbietet.

Schwerpunkt der Peer Group:
Spirituosenhersteller

Peer Group - Überblick

Name	Market cap.	EV	EBITDA			EBIT			Umsatz			
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
Berentzen-Gruppe	EUR	58,4	60,3	16,7	17,5	18,2	9,6	9,8	10,0	169,0	175,3	181,5
Davide Campari-Milano	EUR	9.211	9.911	477,0	522,8	568,0	416,0	455,0	498,5	1.836,5	1.955,0	2.072,8
Altia	EUR	265	346	41,9	44,6	50,4	23,9	26,6	30,4	363,7	368,1	372,0
Arcus	EUR	253	442	42,6	44,3	44,9	31,8	33,5	34,2	278,1	282,9	289,9
AG BARR	EUR	771	741	50,2	52,4	53,5	40,4	42,2	43,7	286,0	291,9	297,3
Olvi	EUR	750	731	77,1	79,7	82,2	53,6	56,6	57,3	408,0	422,0	436,0
Remy Cointreau	EUR	6.519	6.817	324,6	362,0	399,7	294,7	327,0	366,4	1.171,1	1.258,4	1.351,5
Schloss Wachenheim	EUR	128	203	32,9	34,1	35,2	23,4	24,5	25,3	339,7	344,6	354,7
Stock Spirits Group	EUR	514	535	63,0	68,0	70,6	53,1	57,2	60,3	303,1	321,9	333,9
Mittelwert			670,7	731,0	777,9	606,0	659,0	704,5	2.122,9	2.271,9	2.386,9	
Median			63,0	68,0	70,6	53,1	56,6	57,3	363,7	368,1	372,0	

Quelle: FMR, FactSet

Wie aus der oberen Tabelle hervorgeht, erwartet der Konsens für Schloss Wachenheim (das Peer Group-Unternehmen mit der kleinsten Marktkapitalisierung) knapp doppelt so viel Umsätze wie unsere Schätzungen für die Berentzen-Gruppe vorhersehen. Des Weiteren zeigt die Tabelle unten, dass die Berentzen-Gruppe lediglich bei den von uns erwarteten Wachstumsraten für die Umsätze mit der Peer Group vergleichbar ist. Sowohl die prognostizierte EBITDA- als auch EBIT-Marge der Berentzen-Gruppe weichen im Vergleich zur Peer Group deutlich nach unten ab.

Margen der Peer Group-Unternehmen weichen nach oben ab

Peer Group – Erwartete Umsätze und Margen

Name	EBITDA-Marge			EBIT-Marge			Umsatzwachstum		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Berentzen-Gruppe (FMR)	9,9%	10,0%	10,0%	5,5%	5,4%	5,3%	4,2%	3,8%	3,5%
Davide Campari-Milano	26,0%	26,7%	27,4%	22,7%	23,3%	24,0%	7,3%	6,5%	6,0%
Altia	11,5%	12,1%	13,5%	6,6%	7,2%	8,2%	1,8%	1,2%	1,1%
Arcus	15,3%	15,7%	15,5%	11,4%	11,9%	11,8%	0,8%	1,7%	2,5%
AG BARR	17,6%	18,0%	18,0%	14,1%	14,4%	14,7%	-6,2%	2,1%	1,9%
Olvi	18,9%	18,9%	18,9%	13,1%	13,4%	13,1%	6,2%	3,4%	3,3%
Remy Cointreau	27,7%	28,8%	29,6%	25,2%	26,0%	27,1%	-3,7%	7,5%	7,4%
Schloss Wachenheim	9,7%	9,9%	9,9%	6,9%	7,1%	7,1%	4,7%	1,4%	2,9%
Stock Spirits Group	20,8%	21,1%	21,1%	17,5%	17,8%	18,1%	10,9%	6,2%	3,7%
Diageo	34,9%	35,3%	35,7%	32,0%	32,3%	32,7%	5,8%	7,7%	5,1%
Mittelwert	20,3%	20,7%	21,1%	16,6%	17,0%	17,4%	3,1%	4,2%	3,8%
Median	18,9%	18,9%	18,9%	14,1%	14,4%	14,7%	4,7%	3,4%	3,3%

Quelle: FMR, FactSet

Deshalb grenzen wir die Peer Group weiter ein und orientieren uns bei der Herleitung des fairen Wertes an den Multiplikatoren für die finnische Altia und dem deutschen Unternehmen Schloss Wachenheim. Beide Peers sind in Bezug auf die operativen Margen am ehesten mit Berentzen vergleichbar. Allerdings prognostizieren wir für die Berentzen-Gruppe im Durchschnitt etwas höhere Wachstumsraten bei den Umsätzen. Eine Bewertungsprämie aufgrund der stärkeren Wachstumsdynamik wird dadurch neutralisiert, dass die beiden Vergleichsunternehmen deutlich größere Konzerne sind.

Altia und Schloss Wachenheim als Vergleichsunternehmen

Peer Group – Bewertung

Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/Sales			
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
Davide Campari-Milano	20.8x	19.0x	17.4x	23.8x	21.8x	19.9x	5.4x	5.1x	4.8x	
Altia	8.3x	7.8x	6.9x	14.5x	13.0x	11.4x	1.0x	0.9x	0.9x	
Arcus	10.4x	10.0x	9.9x	13.9x	13.2x	12.9x	1.6x	1.6x	1.5x	
AG BARR	14.7x	14.1x	13.8x	18.3x	17.6x	17.0x	2.6x	2.5x	2.5x	
Olví	9.5x	9.2x	8.9x	13.6x	12.9x	12.8x	1.8x	1.7x	1.7x	
Remy Cointreau	21.0x	18.8x	17.1x	23.1x	20.8x	18.6x	5.8x	5.4x	5.0x	
Schloss Wachenheim	6.2x	5.9x	5.8x	8.7x	8.3x	8.0x	0.6x	0.6x	0.6x	
Stock Spirits Group	8.5x	7.9x	7.6x	10.1x	9.4x	8.9x	1.8x	1.7x	1.6x	
Diageo	21.1x	19.4x	18.3x	23.1x	21.2x	19.9x	7.4x	6.9x	6.5x	
Mittelwert	13.4x	12.5x	11.7x	16.6x	15.4x	14.4x	3.1x	2.9x	2.8x	
Median	10.4x	10.0x	9.9x	14.5x	13.2x	12.9x	1.8x	1.7x	1.7x	
in Mio. Euro, außer EPS (in Euro)		EBITDA			EBIT			Sales		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	
Berentzen-Gruppe AG: Schätzungen von FMR		16.7	17.5	18.2	9.6	9.8	10.0	169.0	175.3	181.5
Multiples: Mittelwert Altia & Schloss Wachenheim		7.2	6.9	6.3	11.6	10.6	9.7	0.8	0.8	0.8
EV (berechnet)		120.6	119.7	115.0	111.5	104.5	96.8	131.0	134.1	136.4
+ Net Cash - Minderheiten		-11.1								
Market Cap (berechnet)		109.5	108.6	103.9	100.4	93.4	85.7	119.9	123.1	125.3
Market Cap (berechnet)		107.7								
Prämie (-Discount) vs. Peer		0%								
Fairer Marktwert		107.7								
Anzahl Aktien (Mio.)		9.4								
Fairer Wert je Aktie (EUR)		11.47								

Quelle: FMR, FactSet

Wir bilden den Durchschnitt der Multiplikatoren für Altia und Schloss Wachenheim und leiten daraus Werte für die Marktkapitalisierung der Berentzen-Gruppe ab, die von 85,7 Mio. Euro bis 125,3 Mio. Euro reichen. Heruntergebrochen auf die einzelnen Aktien zeigt der Peer Group-Vergleich eine Bewertungsbandbreite von 13,34 Euro je Aktie (EV/Umsatz 2021e) und 9,12 Euro je Aktie (EV/EBIT 2021e). Unser Peer Group-Vergleich führt zu einem fairen Marktwert von 107,7 Mio. Euro und einem fairen Wert von 11,47 Euro je Berentzen-Aktie.

Peer Group-Vergleich führt zu einem fairen Wert von 11,47 Euro je Aktie

Unternehmensprofil – Überblick

Historie

Die Berentzen-Gruppe mit Hauptsitz in Haselünne (Niedersachsen, Emsland) blickt mittlerweile auf eine über 250-jährige Firmenhistorie zurück. Das Traditionsunternehmen ist einer der ältesten Produzenten von Spirituosen in Deutschland. Die Wurzeln des Unternehmens liegen in der Kornbrennerei, die auch wesentlich die Entstehung der Marke „Berentzen“ mitgeprägt hat. Rund 200 Jahre beschäftigte sich das Unternehmen ausschließlich mit der Entwicklung, Produktion und dem Vertrieb von Kornbrand.

Mit der Gründung der Emsland-Getränke erfolgte im Jahre 1958 die erfolgreiche Erweiterung der Geschäftsaktivitäten um alkoholfreie Erfrischungsgetränke. Neben eigenen Brunnenbetrieben und dem daran angeschlossenen Vertrieb von Mineralwässern erfolgte über die Emsland-Getränke auch das Konzessionsgeschäft, das sich auf die Abfüllung und den Vertrieb von Pepsi-Cola-Produkten konzentrierte. Heute wird das Segment der alkoholfreien Getränke durch die Vivaris Getränke GmbH & Co. KG repräsentiert, in der die ehemalige Emsland-Getränke aufgegangen ist. Kernkompetenz von Vivaris ist die Herstellung und der Vertrieb von Mineralwässern, Limonaden, Cola-, Energy- und Mate-Getränken unter etablierten Marken sowie unter der Konzessionsmarke Sinalco.

Seit dem Jahr 2014 entwickelt und vertreibt das Unternehmen über die österreichische Tochtergesellschaft Citrocasa GmbH zudem Frischsaftsysteme. Unter der Marke „Citrocasa“ werden auf nationalen und internationalen Absatzmärkten hochwertige Fruchtpressen, unbehandelte Saftorangen und spezielle Abfüllgebinde aus einer Hand angeboten.

Im Laufe der Unternehmensgeschichte ist es der Berentzen-Gruppe gelungen, auch im Ausland zu wachsen. 1978 wurden zunächst benachbarte Länder wie Dänemark, Österreich und die Schweiz operativ erschlossen, bevor 1981 der Eintritt in den US-amerikanischen Absatzmarkt gelang. Weitere Auslandsmärkte (Tschechien, China, Indien, Türkei) folgten, wobei die internationale Geschäftstätigkeit in den zurückliegenden Jahren stark zurückgefahren wurde. Im Geschäftsjahr 2017 entschied das Management, 4 ausländische Tochtergesellschaften (Tschechien, USA, China und Indien) zu entkonsolidieren.

Begleitet wurde das organische Unternehmenswachstum auch durch weitere Fusionen und Übernahmen, durch die das Produktportfolio und das Markenportfolio ständig erweitert wurden. So fusionierte Berentzen im Jahr 1988 mit der Weinbrennerei Pabst & Richarz zum zweitgrößten deutschen Spirituosenhersteller. Zwei Jahre später erfolgte die Übernahme und erfolgreiche Revitalisierung der Marke Puschkin Vodka von der Firma König & Schlichte. Das anorganische Wachstum setzte sich 1992 mit der Übernahme der Doornkaat AG fort, die zu der damaligen Zeit zu den bekanntesten Kornmarken zählte. Die endgültige Marktführerschaft bei Kornspirituosen erlangt die Berentzen-Gruppe im Jahre 1995 mit der Übernahme der Strothmann Brennereien. Weitere Akquisitionen erfolgten im Jahr 1996 (Brandenburgische Mineral-Quelle) und 1998 (Dethleffsen).

Die Wurzeln des Unternehmens liegen in der Kornbrennerei

Erweiterung der Geschäftsaktivitäten um alkoholfreie Getränke erfolgte im Jahre 1958

Segment der Frischsaftsysteme

Internationalisierung

Anorganisches Wachstum formt Unternehmensprofil entscheidend mit

Konzernstruktur

In der Konzernzentrale in Haselünne (Niedersachsen) werden für die inländischen Tochtergesellschaften (in geringem Umfang auch für die Citrocasa GmbH) wesentliche übergreifende Aufgaben zentral gebündelt und gesteuert. Hierzu gehört bspw. die Festlegung der Unternehmensstrategie, die Unternehmens-/Kapitalmarktkommunikation oder die Begleitung finanzieller, rechtlicher und steuerlicher Angelegenheiten.

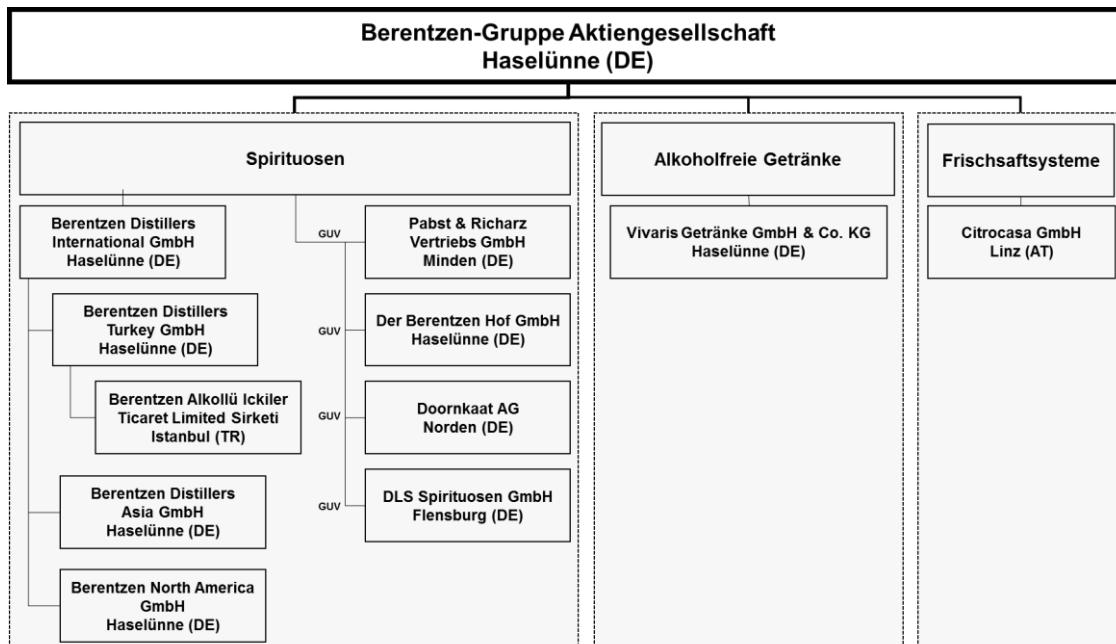
Wesentliche übergreifende Aufgaben werden zentral gebündelt und gesteuert

Die Berentzen-Gruppe produziert ihre Spirituosen in Deutschland am Standort Minden und zu einem nur geringen Anteil in der Berentzen Hof Destillerie in Haselünne (Mikro-Destillerie für Premium Produkte). Alkoholfreie Getränke werden mit annähernd gleichen Produktionskapazitäten in Haselünne und Grüneberg hergestellt. An den Standorten Haselünne und Grüneberg befinden sich auch die Mineralbrunnen der Gesellschaft.

Produktions- und Abfüllanlagen befinden sich im Norden Deutschlands

Die Abfüllanlagen verteilen sich auf drei Standorte. Während Haselünne fünf Abfüllanlagen mit einer Kapazität von 65 Millionen Litern zur Verfügung stellt, stehen in Grüneberg vier weitere Abfüllanlagen mit einer Kapazität von 104 Millionen Litern. Der Produktionsstandort Minden (Produktionskapazität ca. 300 Millionen Liter) fasst sechs Abfüllanlagen. Das Logistikzentrum für die Spirituosen der Berentzen-Gruppe befindet sich im 28 Kilometer entfernten Stadthagen.

Berentzen-Gruppe – Konzernstruktur (Konsolidierungskreis Konzernabschluss IFRS)



1.) Anteilsbesitz 100% soweit nicht anders angegeben
2.) GUV = Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: Berentzen-Gruppe, FMR

Neben den Standorten, Tochtergesellschaften und Vertriebsgesellschaften, die in der obigen Grafik zu sehen sind, ist die Berentzen-Gruppe direkt und indirekt an mehr als 20 weiteren nationalen und internationalen Tochtergesellschaften beteiligt, die aber zumeist keine operative Geschäftstätigkeit ausüben (Minderheitsbeteiligungen bestehen nicht, so dass jeweils ein Anteilsbesitz von 100 % an den einzelnen Gesellschaften besteht).

Mehr als 20 weitere nationale und internationale Tochtergesellschaften

Geschäftsbereiche & Markenportfolio

Die Marken der Berentzen-Gruppe sind den drei Geschäftsbereichen Spirituosen, Alkoholfreie Getränke und Frischsaftsysteme zugeordnet. Wie in dem Schaubild unten dargestellt, teilt sich der Geschäftsbereich der Spirituosen in Markenspirituosen sowie Handels- und Zweitmarken auf. Bei den Markenspirituosen bilden Berentzen (Fruchtspirituosen in verschiedenen Geschmacksrichtungen wie Apfel, Wildkirsch, Maracuja etc. mit einem Alkoholgehalt zwischen 15 % und 20 % vol.) und Puschkin (Vodka und Vodkavarianten) die strategischen Kernmarken. Die Markenspirituosen werden im In- und Ausland abgesetzt.

Ebenfalls im In- und Ausland abgesetzt werden die Handels- und Zweitmarken, deren Entwicklung und Vertrieb das Tochterunternehmen Pabst & Richarz managt. Dabei unterscheiden sich die primär über international agierende Lebensmitteleinzelhandelsunternehmen und Handelspartner vertriebenen Spirituosen lediglich formal, d.h. bezüglich der Markenverwertungsrechte voneinander. Hinsichtlich des Produktauftritts und der Rezeptur- und Entwicklungskompetenz sind diese Kategorien identisch.

Berentzen und Puschkin sind Kernmarken des Geschäftsbereichs Spirituosen

Produkterweiterung durch Handels- und Zweitmarken

Berentzen-Gruppe - Markenportfolio

Spirituosen



- Markenspirituosen (Berentzen, Puschkin, Doornkaat, Bommerlunder, Strothmann, Echt Stonsdorfer, Hansen Rum)
- Handels- und Zweitmarken (Whiskey, Gin, Rum, Vodka, Korn, Brandy, Tequila etc.)

Alkoholfreie Getränke



- Vivaris (Soft drinks: Mio Mio, Fruchtdrinks, Schorlen, Sportdrinks, Energydrinks, Limonade | Mineralwässer: Emsland Quelle, Märkisch Kristall, Sankt Ansgari)
- Sinalco (Konzessionsgeschäft)
- Lohnfüllgeschäft mit Limonaden und sonstigen alkoholfreien Getränken

Frischsaftsysteme



- Fruchtpressen (Citrocasa)
- Früchte (frutas naturales)
- Abfüllgebinde

Quelle: Berentzen-Gruppe, FMR

Der Absatz der alkoholfreien Getränke findet im Gegensatz zu den Spirituosen überwiegend auf dem deutschen Getränkemarkt statt. Die Herstellung und der Vertrieb von Mineralwässern, Limonaden, Cola-, Energy- und Mate-Getränken unter etablierten eigenen Marken sowie unter der Konzessionsmarke Sinalco wird durch die Konzerngesellschaft Vivaris Getränke GmbH & Co. KG gesteuert. Die sich

Konzerngesellschaft Vivaris Getränke GmbH & Co. KG steuert Segment der alkoholfreien Getränke

am dynamischsten entwickelnde Produktfamilie im Segment der alkoholfreien Getränke sind die unter der Marke Mio Mio vertriebenen Getränke. Rund 25 Millionen Flaschen wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 abgesetzt.

Die weltweiten Geschäftsaktivitäten im Geschäftsbereich Frischsaftsysteme werden durch die österreichische Tochtergesellschaft Citrocasa GmbH gesteuert. Während bei den angebotenen Fruchtpressen technische Innovationen bei der Verarbeitung der Orangen von Bedeutung sind, stehen im Bereich der Früchte insbesondere die mit der Logistik der Orangen verbundenen Herausforderungen im Mittelpunkt.

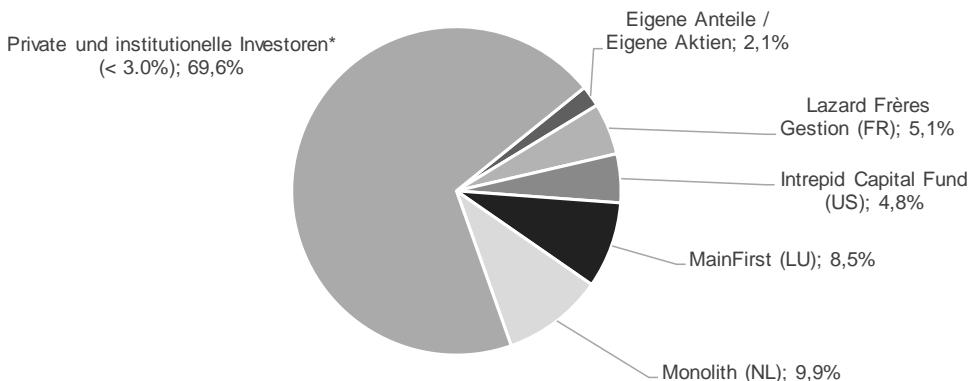
Frischsaftsysteme: weltweite Geschäftsaktivitäten

Aktionärsstruktur

Die Aktie der Berentzen-Gruppe ist im Regulierten Markt (General Standard) der Frankfurter Wertpapierbörsse gelistet. Wie die untere Grafik zeigt, befinden sich 2,1 % (206.309 Stück) der ausstehenden Aktien im Besitz der Gesellschaft. Weitere knapp 42,5 % der ausgegebenen Aktien werden von institutionellen Investoren gehalten, wobei in der Grafik unten nur die vier größten Einzelpositionen mit einem Anteil von mindestens 5 % abgetragen wurden. Unter Berücksichtigung der eigenen Aktien errechnet sich auf dieser Basis ein Freefloat von rund 69,6 %.

Freefloat: 69,6 %

Berentzen-Gruppe – Aktionärsstruktur (per 31.07.2019)



* > 3,0% Entsprechend Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 21, 22 a.F. bzw. 33, 34 n.F. WpHG (Wertpapierhandelsgesetz)

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR.

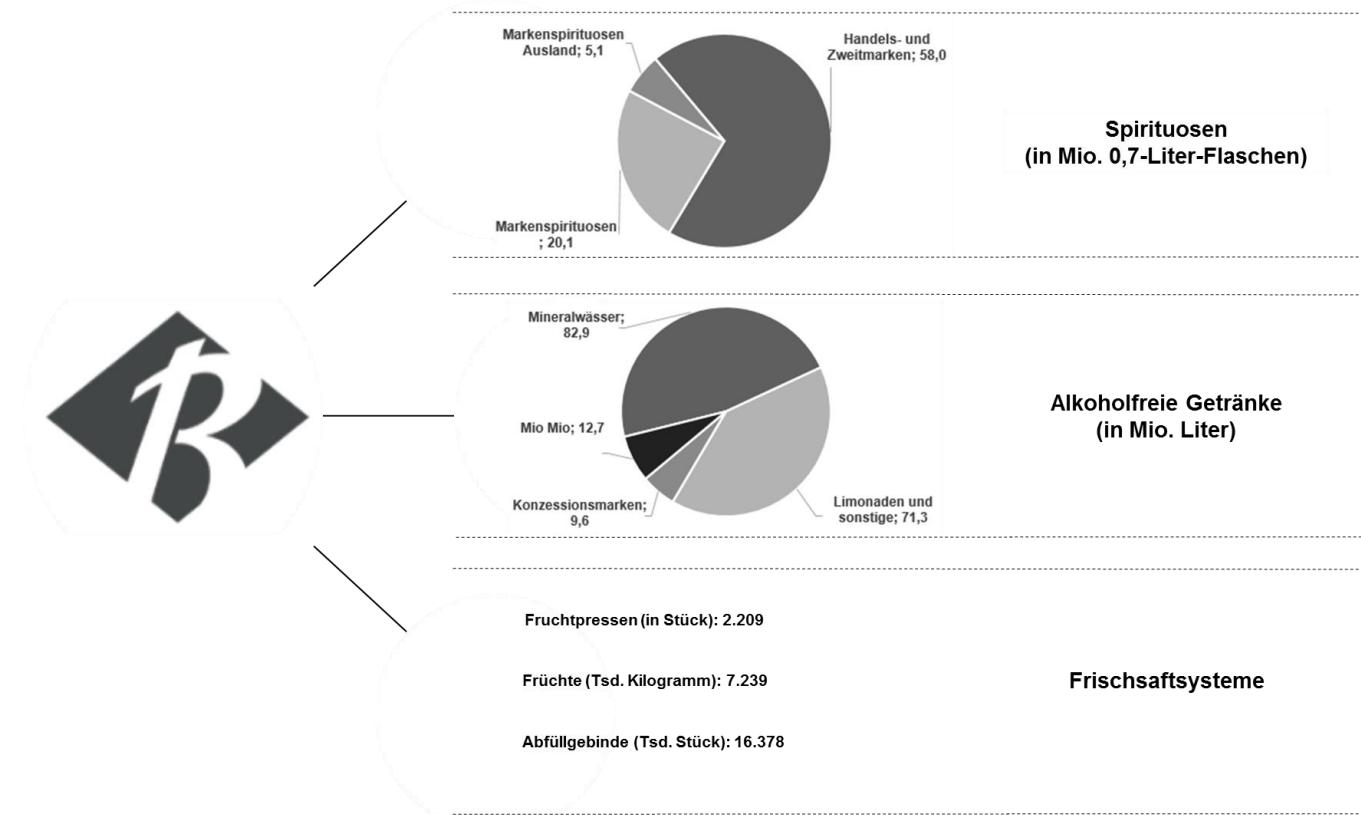
Geschäftsmodell

Produktionsprozesse

Die Berentzen-Gruppe fokussiert sich operativ auf die Entwicklung, die Produktion und den Vertrieb von alkoholischen und nicht-alkoholischen Getränken sowie Frischsaftsystemen. In Folge dessen sind die Geschäftsaktivitäten in die Segmente Spirituosen, Alkoholfreie Getränke und Frischsaftsysteme aufgegliedert, wobei das Segment der Spirituosen das größte Segment bzw. das Kernsegment darstellt und für die Ursprünge des Unternehmens steht. In der Unterkategorie Übrige Segmente werden das Auslandsgeschäft mit Markenspirituosen sowie die touristischen Veranstaltungsaktivitäten der Berentzen-Gruppe erfasst.

Spirituosen repräsentiert das Kernsegment der Berentzen-Gruppe

Absatz nach Segmenten im Geschäftsjahr 2018



Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Die Berentzen-Gruppe produziert ihre Spirituosen in Deutschland am Standort Minden sowie in der Berentzen Hof Destillerie in Haselünne. Der Standort Minden ist der größte Produktionsstandort und zugleich auch das Kompetenzzentrum für das Segment Spirituosen im Berentzen-Konzern. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurden in den Produktionshallen auf insgesamt sechs Produktions- und Abfüllanlagen 83,2 Millionen 0,7-Liter-Flaschen an Spirituosen in den unterschiedlichsten Varianten hergestellt und abgefüllt. Im Anschluss werden die Erzeugnisse in das ca. 30 km entfernte Logistikzentrum in Stadthagen transportiert

Minden: größter Produktionsstandort und Kompetenzzentrum für Spirituosen

und zwischengelagert, bevor diese über externe Speditionsunternehmen in das In- und Ausland ausgeliefert werden.

Alkoholfreie Getränke werden neben Haselünne auch in Grüneberg hergestellt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurden im Berentzen-Konzern in Summe 176,5 Millionen Liter alkoholfreie Getränke auf insgesamt sieben Produktions- und Abfüllanlagen (vier Produktions- und Abfüllanlagen in Haselünne; drei Produktions- und Abfüllanlagen in Grüneberg) hergestellt und abgefüllt. Anschließend werden die alkoholfreien Getränke von den Kunden an den einzelnen Produktionsstandorten abgeholt oder über Logistikdienstleister an diese geliefert.

Im Geschäftsbereich Frischsaftsysteme entwickelt und vertreibt das Tochterunternehmen Citrocasa GmbH unter der Marke „Citrocasa“ die zu dem Frischsaftsystem gehörenden Produktkategorien Maschine, Orange und Flasche. Das operative Geschäft im Segment Frischsaftsysteme wird vom Standort Linz, Österreich, aus betrieben und gesteuert. Die Entwicklungstätigkeit bezieht sich hierbei insbesondere auf die Fruchtpressen, deren Teil-Produktion durch einen externen Exklusiv-Lieferanten erfolgt. Endmontagetätigkeiten und Individualausstattungen werden durch die Gesellschaft am Standort Linz vorgenommen. Bei den Abfüllgebinden, die speziell auf die einzelnen Fruchtpressen abgestimmt sind, übernehmen externe Dienstleister die Produktion.

Der Anbau der Orangen der Sorte „frutas naturales“, die sich durch einen besonders hohen Saftgehalt auszeichnen und im Gegensatz zu vielen im Handel angebotenen Orangen nach der Ernte unbehandelt bleiben, wird ebenfalls von externen Dienstleistern übernommen. Durch ein breites Netzwerk an Orangenlieferanten, deren Erzeugnisse kontinuierlich durch Citrocasa überwacht und logistisch gesteuert werden, sichert Citrocasa ihren Kunden eine Versorgung mit hoher Orangenqualität 365 Tage im Jahr zu. Nach Unternehmensangaben nutzen insbesondere Kunden aus der DACH-Region das Komplettangebot aus Fruchtpressen, Orangen und Abfüllgebinden, wohingegen an Kunden in anderen Ländern in erster Linie die Fruchtpressen und Abfüllgebinde geliefert werden.

Beschaffung

Die Berentzen-Gruppe verfolgt eine Mehrlieferantenstrategie bei der Beschaffung der für die Produktion benötigten Rohstoffe, Glasflaschen und sonstigen Verpackungen. Die bezogenen Vorleistungsprodukte reichen bei Spirituosen und alkoholfreien Getränken von Alkoholen (u.a. Getreide-, Agraralkohole, Whiskey, Rum und Tequila), Früchten über Aromatisierungen (Grundstoffe und Aromen), Zucker sowie Verpackungen (im wesentlichen Glas und Kartonage) bis hin zu sonstigem Material für Produktausstattungen. Wie bereits erwähnt bedient sich die Berentzen-Gruppe im Segment Frischsaftsysteme diverser externer Lieferanten.

Durch die Mehrlieferantenstrategie verringert das Unternehmen die Abhängigkeit von einzelnen Zulieferern, was sowohl aus Qualitäts- und Kostengesichtspunkten, aber auch unter dem Aspekt der Versorgungssicherheit vorteilhaft ist. Das bedeutet, dass für jeden Rohstoff bzw. Vorleistungsprodukt mindestens zwei Lieferanten zur Auswahl stehen. Zu dem Portfolio der Zulieferer gehören sowohl

**Sieben Produktions- und
Abfüllanlagen für die
Herstellung alkoholfreier
Getränke**

Citrocasa:

Maschine – Orange - Flasche

**Versorgung mit hoher
Orangenqualität 365 Tage im
Jahr**

**Mehrlieferantenstrategie im
Einkauf**

**Preisvorteile entstehen meist
durch die Inanspruchnahme
großer, international
aufgestellter Lieferanten**

große international agierende als auch kleine, regional aufgestellte Unternehmen. Beide Lieferantentypen werden durch das Unternehmen opportunistisch in Anspruch genommen. Während Preisvorteile meist durch die Belieferung durch große Zulieferer realisiert werden können, kann durch die Inanspruchnahme von kleinen, regional aufgestellten Lieferbetrieben bei Lieferausfällen meist kurzfristig die Versorgungssicherheit gewährleistet werden. Der opportunistischen Auswahl von Lieferanten werden durch die regulatorischen Anforderungen im Zusammenhang mit der Herstellung von Lebensmitteln (Qualitätsstandards) Grenzen gesetzt.

Produkte

Spirituosen

Um Getränke nach dem Geschmack der Konsumenten herzustellen, entwickelt die Berentzen-Gruppe kontinuierlich neue Geschmacksrichtungen und Rezepturen. So wurden im Geschäftsjahr 2018 1,7 Mio. Euro für Forschung und Entwicklung sowie Qualitätssicherung ausgegeben (2017: 1,5 Mio. Euro). Ziel war und ist es, auf Basis von Trendanalysen und verschiedenen Anlass-Szenarien (z.B. WM 2018) unter Einbindung von Kundenfeedbacks eine Vielzahl von Produktideen zu generieren.

Hierbei werden auf Basis bestehender Produkte und Marken Produktvariationen entwickelt, die weitere Kundenkreise erschließen und die bestehenden festigen sollen. Beispielsweise wurde im Frühjahr 2018 die Produktlinie der „Fruchtigen Spirituosen“ unter der Marke Berentzen um die Sorte „Herbe Orange“ erweitert. Insbesondere im laufenden Geschäftsjahr 2019 dürften Produktpfolioerweiterungen in den einzelnen Segmenten dazu beitragen, weitere Nachfragepotenziale sowohl im In- und Ausland durch Produkt- und Preisdifferenzierungen zu realisieren.

Nachfragepotenziale durch
Produktdifferenzierungen
realisieren

Spirituosen – Bestehende Produkte und Produkterweiterungen



Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

In der oberen Grafik sind die bestehenden Produkte des Segments Spirituosen auf der linken Seite zu sehen (Apfelkorn, Vodka, Gin, etc.). Auf der rechten Seite sind die Produkterweiterungen abgetragen, mit Hilfe derer im laufenden Geschäftsjahr weitere Absatzpotenziale erschlossen werden sollen. Seit April 2019 ist unter dem Namen Berentzen Signature ein Premium-Fruchtlikör auf Obstbrandbasis in den Sorten Apfel, Birne und Zwetschge im Handel erhältlich. Zielgruppe sind Kunden ab einem Alter von 30 Jahren. Ebenfalls im Q1 des laufenden Geschäftsjahres wurde unter der Marke Berentzen die Produktlinie der „Fruchtigen Spirituosen“ um die Sorte Mango-Vanille erweitert.

Portfolioerweiterungen fanden aber auch bei der zweiten Kernmarke statt. Nachdem bereits in 2018 Puschkin-Vodka-Varianten, insbesondere die Geschmacksrichtung Nuts & Nougat, sehr erfolgreich am Markt waren, folgte ebenfalls im Q1 2019 die Geschmacksvariante White Choco Coco. Zeitgleich wurden drei Varianten eines Vodkamixes in Dosen unter der Marke Puschkin mit dem Ziel am Markt platziert, dem aktuellen Trend zu Ready-to-Drink-Konzepten Rechnung zu tragen.

Aber auch abseits der beiden Kernmarken Berentzen und Puschkin arbeitet Berentzen im Segment Spirituosen an der Weiterentwicklung des bestehenden Produktsortiments sowie an der an Markt- und Nachfragefaktoren ausgerichteten Kreation von Produktneuheiten. Neben einem Premium-Rum wurde unter der Marke Doornkaat zudem das Produkt „Norden Dry Gin“ eingeführt, um dem Gin-Trend mit einem eigenen Produktangebot zu begegnen.

In der Unterkategorie Handels- und Zweitmarken des Segments Spirituosen spielen bei der Produktentwicklung und -gestaltung nicht nur die Endverbraucher betreffenden, kundenspezifischen Präferenzen eine Rolle, sondern auch die der zwischengeschalteten Einzel- und Großhändler. Neben einem angemessenen Preis-Leistung-Verhältnis bei den Zweitmarken, entscheidet insbesondere bei den Handelsmarken auch die Fähigkeit, die angebotenen Spirituosen mit Mehrwert-Handelsmarkenkonzepten zu verknüpfen, immer stärker über den wirtschaftlichen bzw. vertrieblichen Erfolg. Ziel bei der Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb von Handelsmarken ist es, Eigenmarken zu entwickeln, die Exklusivität sichern und hierdurch gleichzeitig die Einzel- und Großhändler vom Wettbewerb differenzieren. Nach Angaben des Unternehmens ist den Kunden meist die Kombination aus Füllgut, Flasche und Design wichtig. Dass sich die Berentzen-Gruppe in diesem Bereich solide positioniert hat, belegen die im Jahr 2018 realisierten Absatzerfolge (hochwertiger Gin „Ruby of Rangoon“ schafft es nach Vermarktungsstart in die Top-10 der in Deutschland meistverkauften Gins; Quelle: Nielsen Marktforschung 2018). Auch die Auszeichnung der Pabst & Richarz mit dem Bundesehrenpreis für Spirituosen in Gold durch das Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft im Jahr 2018 unterstreicht, dass bei den entwickelten Markenkonzepten nicht nur wirtschaftliche Interessen berücksichtigt, sondern diese auch unter Einhaltung höchster Qualitätsstandards umgesetzt wurden.

**Produkterweiterungen
Berentzen****Produkterweiterungen
Puschkin****Produkterweiterungen abseits
der Kernmarken****Innovative Mehrwert-
Handelsmarkenkonzepte
sichern Exklusivität und
ermöglichen Wettbewerbs-
differenzierung**

Alkoholfreie Getränke

Die bestehenden Produktgruppen im Segment der alkoholfreien Getränke umfassen Mineralwässer, Limonaden, Cola-, Energy und Mate-Getränke in verschiedenen Varianten. Die Produktgruppen werden dabei unter unternehmenseigenen und produktgruppenspezifischen Marken vertrieben. Eine Ausnahme bilden die Getränke, die von der Berentzen-Gruppe im Konzessionsgeschäft als Lizenznehmerin an den Produktionsstandorten Haselünne und Grüneberg hergestellt und im Vivaris-Kernabsatzgebiet unter der Marke Sinalco in unterschiedlichen Produktvarianten vertrieben werden. Zudem werden im Auftrag Dritter Lohnfüllungen von Mineralwässern und Limonaden durchgeführt.

Wie bei den Spirituosen verfolgt die Berentzen-Gruppe auch im Segment der alkoholfreien Getränke eine Produktdifferenzierungsstrategie, um weitere Kundenkreise zu erschließen.

Die Umsetzung dieser Produktdifferenzierungsstrategie kann bei der Berentzen-Gruppe anhand der Produkteinführungen nachvollzogen werden, die im laufenden Geschäftsjahr 2019 umgesetzt werden. Die erfolgreichste Produktlinie im Segment alkoholfreier Getränke Mio Mio, wurde um zwei Varianten (Guarana Pomegranate und Lapacho Lemongrass) erweitert, so dass Kunden nun aus sieben belebenden Getränken mit unterschiedlichen Geschmacksrichtungen auswählen können. Rund 25 Millionen Mio Mio-Flaschen sind im Jahr 2018 bundesweit abgesetzt worden, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg von 37,8 % entspricht.

Ebenfalls um eine Geschmacksvariante (vivaris Sport Pink Grapefruit) wurde das Sportgetränk vivaris Sport Grapefruit-Zitrone ergänzt, das bundesweit zu den Top 10 in der Kategorie Sportgetränke zählt (Quelle: Nielsen-Marktforschungsdaten).

**Unternehmenseigene Marken
für unterschiedliche
Produktgruppen**

**Erfolge durch
Produktdifferenzierungs-
strategien**

**Mio Mio-Produktgruppe wird
um zwei Varianten erweitert**

Alkoholfreie Getränke – Bestehende Produkte und Produkterweiterungen



Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

In Ergänzung zu der Erweiterung bestehender Produktgruppen ist für Mitte 2019 auch die Einführung einer neuen Marke bzw. Produktgruppe geplant. Mit der 7-Kräuterlimo „Kräuterbraut“ wird das Unternehmen Käufer ansprechen, die auf eine zuckerarme und vegane Ernährung Wert legen. Mit drei Geschmacksrichtungen wird das Produkt „Kräuterbraut“ bzw. die eigens dafür ins Leben gerufene Marke für natürliche Erfrischung auf Kräuterbasis stehen.

Bei den Mineralwässern hat das Unternehmen bereits im vergangenen Jahr damit begonnen, den Markenauftritt für Emsland Quelle neu zu durchdenken und die Themen Qualität, Regionalität, Ökologie und Nachhaltigkeit stärker in den Vordergrund zu rücken.

Frischsaftsysteme

Die drei Produktgruppen innerhalb des Segments der Frischsaftsysteme weisen im Gegensatz zu Spirituosen und alkoholfreien Getränken andersgelagerte Innovationspotenziale auf. Während die Berentzen-Gruppe im Segment der Spirituosen und alkoholfreien Getränke die bestehenden Produktgruppen um Variationen bestehender Produkte ergänzt und/oder vollständig neue Markengetränke mit in das Sortiment aufnimmt, beziehen sich Produktneuheiten im Segment Frischsaftsysteme in erster Linie auf technische und logistische Neuerungen.

Kräuterbraut: Zuckerarmes Getränk in drei Sorten

Innovationsfokus liegt auf Maschinentechnologie und Logistik

Frischsaftsysteme – Bestehende Produkte



Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Zum einen zielt das Unternehmen darauf ab, durch technische Innovationen bei den Fruchtpressen eine höhere Automatisierung, eine bessere Maschinenhandhabung sowie eine vereinfachte Pflege der Fruchtpressen zu erreichen. Zum anderen ist das Unternehmen bestrebt, die Verfügbarkeit der

unbehandelten Orangen derart zu erhöhen, dass den Kunden attraktive Angebote unterbreitet werden können, die bezahlbar sind und eine entsprechend hohe Versorgungssicherheit gewährleisten.

Zudem erfordern technische Innovationen bei den Fruchtpressen entsprechende Anpassungen bei den Abfüllgebinden, die das Abfüllen und Lagern des frisch gepressten Orangensaftes für all diejenigen Kunden sicherstellen, die den Frischsaft nicht sofort konsumieren möchten.

Mit ihren Frischsaftsystemen bedient die Berentzen-Gruppe die Nachfrage nach frischen und natürlichen Lebensmitteln (Orangen und Granatäpfel). Als Premium-Systemanbieter, der seine Frischsaftsysteme unter der Marke „Citrocasa“ vertreibt, werden die Fruchtpressen insbesondere an (Bio-) Supermärkte, Kaffeehäuser, Hotels/Pensionen und Gastronomiebetriebe mit hochfrequentiertem Selbstbedienungsbereich ausgeliefert.

2018 wurde die Auswahl an Fruchtpressen um manuelle Orangenpressen (Fantastic ECO, Citrocasa Starlight) erweitert, die deutliche Preisvorteile gegenüber hochautomatisierten Fruchtpressen mit mittleren/großen Ausbringungsmengen aufweisen.

Das Unternehmen verspricht sich von den manuellen Pressen, die speziell für Emerging Markets wie Indien und Lateinamerika entwickelt wurden, bereits im laufenden Geschäftsjahr 2019 deutliche Umsatzimpulse.

Neben Premium-Fruchtpressen...

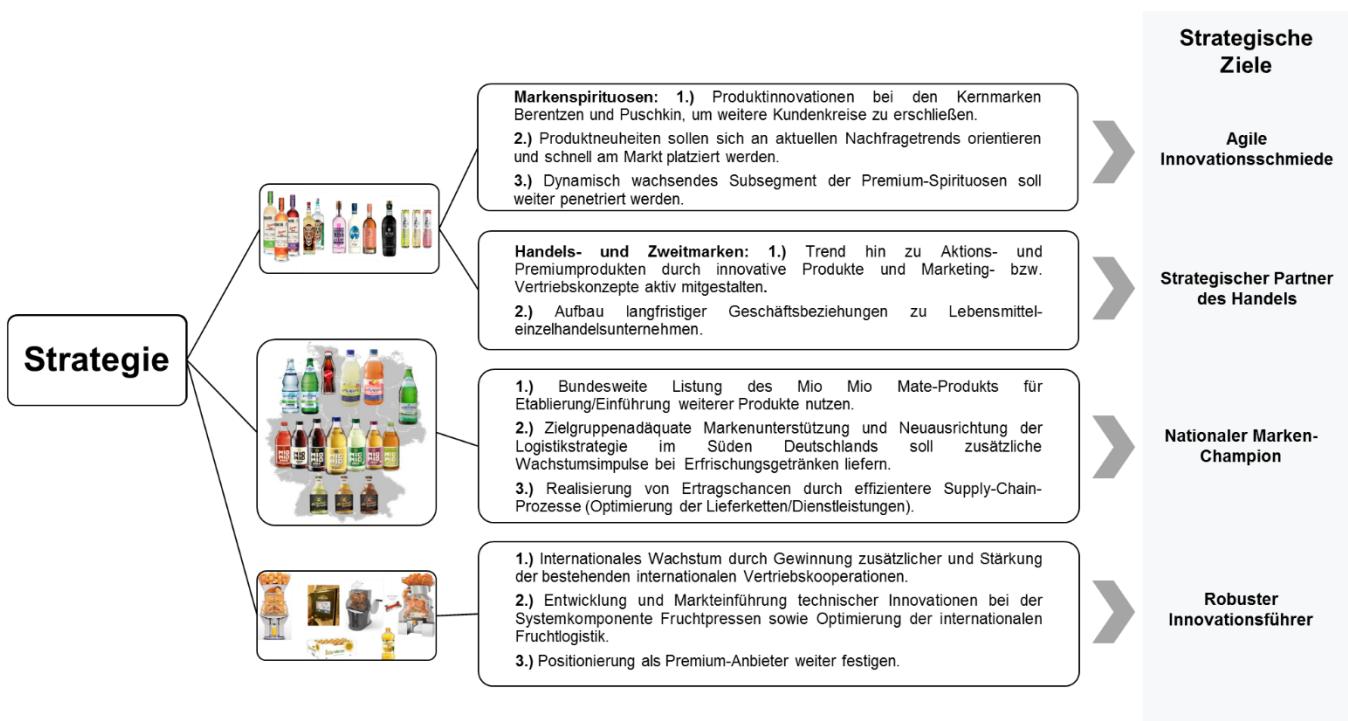
...auch preisgünstige Geräte für Emerging Markets

Strategie

Spirituosen und alkoholfreie Getränke spannen ein breites Spektrum an Produkten auf, die von unterschiedlichen Kundengruppen zu unterschiedlichen Anlässen konsumiert bzw. nachgefragt werden. Ziel der Berentzen-Gruppe ist es, in diesem Marktumfeld als Anbieter von Getränken für jeden Anlass wahrgenommen zu werden. Der operative Schwerpunkt soll hierbei primär auf solche Produktarten gelegt werden, welche die aussichtsreichsten Wachstumsaussichten und stärksten Wertschöpfungspotenziale aufweisen.

Berentzen liefert Getränke für jeden Anlass

Strategie nach Segmenten



Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

In der Grafik oben sind die Strategien für die einzelnen operativen Segmente der Berentzen-Gruppe abgetragen. Das Segment „Übrige Segmente“, unter dem im Wesentlichen das Auslandsgeschäft mit Markenspirituosen subsumiert wird, wurde in der Grafik nicht abgebildet, da sich die Strategie für dieses Segment mit der Strategie für die Spirituosen deckt. Wesentlicher Unterschied ist, dass es sich bei den vertriebenen Produkten weder um Handels- noch Zweitmarken, sondern um im Ausland vertriebene, eigene Markenprodukte wie Berentzen oder Puschkin handelt und diese über externe Vertriebspartner im Ausland abgesetzt werden.

Ein weiterer wichtiger, strategischer Baustein betrifft die Optimierung der Produktions- und Logistikprozesse mit dem Ziel, Effizienz- und Produktivitätssteigerungen zu realisieren, die auf allen Segmentebenen durch Kostenreduktionen zum Tragen kommen. Dies ermöglicht es dem Unternehmen, sich nicht nur durch Produktinnovationen, sondern auch durch Umsetzung von Preiswettbewerbsstrategien von der Konkurrenz abzugrenzen.

Eigene Markenprodukte werden im Ausland über externe Vertriebspartner abgesetzt

Kostenreduktionen unterstützen Preiswettbewerbsstrategien

Marktumfeld

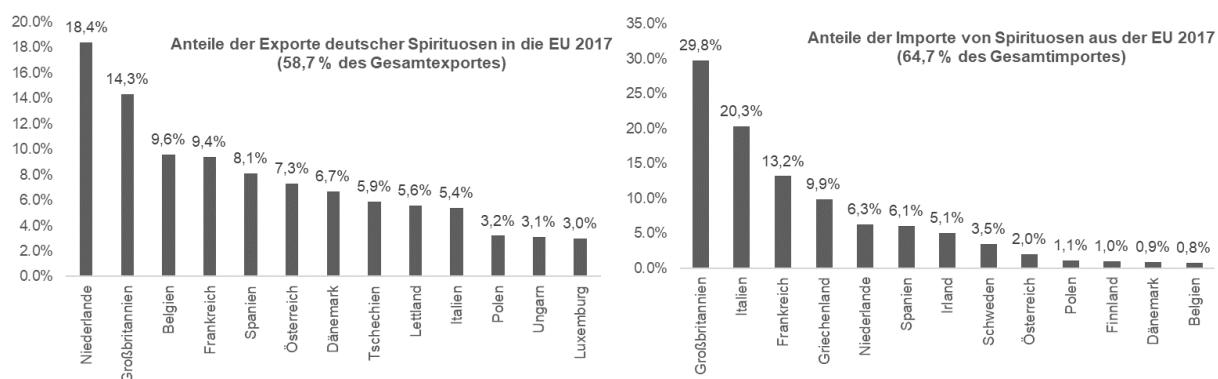
Spirituosenindustrie

Spirituosenindustrie Ausland

Im Jahr 2017 wurden weltweit Spirituosen im Wert von 368 Mrd. USD umgesetzt (4,4 % ggü. Vorjahr). Im gleichen Jahr lag der Umsatzanteil der Spirituosen an den weltweit abgesetzten alkoholischen Getränken bei 44 %. (Quelle: Statista Consumer Market Outlook 2018). Branchenbeobachter erwarten, dass sich das globale Umsatzvolumen mit Spirituosen zwischen 2017 und 2021e im Durchschnitt um 3,3 % pro Jahr ausweiten wird.

Spirituosen: Globales Wachstum von durchschnittlich 3,3 % p.a. erwartet

Deutsche Import- und Exportquoten von Spirituosen



Quelle: Bundesverband der Deutschen Spirituosen-Industrie und -Importeure e. V. (BSI), FMR

Rund 58,7 % der gesamten deutschen Spirituosenexporte wurden 2017 in europäische Länder exportiert (linke Grafik oben). Hauptabnehmer deutscher Spirituosen waren im gleichen Jahr die Niederlande, in die 18,4 % der gesamten deutschen Spirituosenerzeugnisse exportiert wurden. 64,7 % der gesamten deutschen Spirituosenimporte entstammen dem europäischen Ausland (rechte Grafik oben). Größter Lieferant von Spirituosen war mit einem Anteil von 29,8 % Großbritannien.

Deutsche Spirituosenindustrie

Deutschland ist innerhalb der Europäischen Union der größte Absatzmarkt für Spirituosen. Im Jahr 2017 produzierten nach Angaben von Branchenbeobachtern 49 Betriebe mit insgesamt 2.953 Beschäftigten 575,4 Mio. Flaschen à 0,7 Liter an Spirituosen. Der Bundesverband der Deutschen Spirituosen-Industrie und -Importeure e. V. (BSI) schätzt, dass im gleichen Jahr 291 Mio. Flaschen ins Ausland exportiert und rund 471 Mio. Flaschen an Spirituosen aus dem Ausland importiert wurden. Der Pro-Kopf-Verbrauch von Spirituosen in Deutschland bewegt sich schon seit Jahren zwischen 5,4 und 5,5 Litern im Jahr. Bei den alkoholischen Getränken nimmt der Bierkonsum mit 101,1 Litern Pro-Kopf-Verbrauch im Jahr die Spitzenposition ein.

Spirituosen - Pro-Kopf-Verbrauch seit Jahren stabil

Pro-Kopf-Verbrauch in Deutschland (in Liter Fertigware)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bier	107,4	109,3	107,3	106,6	106,6	105,9	104,1	101,1
Spirituosen	5,4	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4
Wein	20,5	20,6	20,8	21,1	20,7	20,5	21,1	20,9
Schaumwein	3,9	4,5	4,5	4	3,9	3,7	3,7	3,9

Quelle: Bundesverband der Deutschen Spirituosen-Industrie und -Importeure e. V. (BSI), FMR

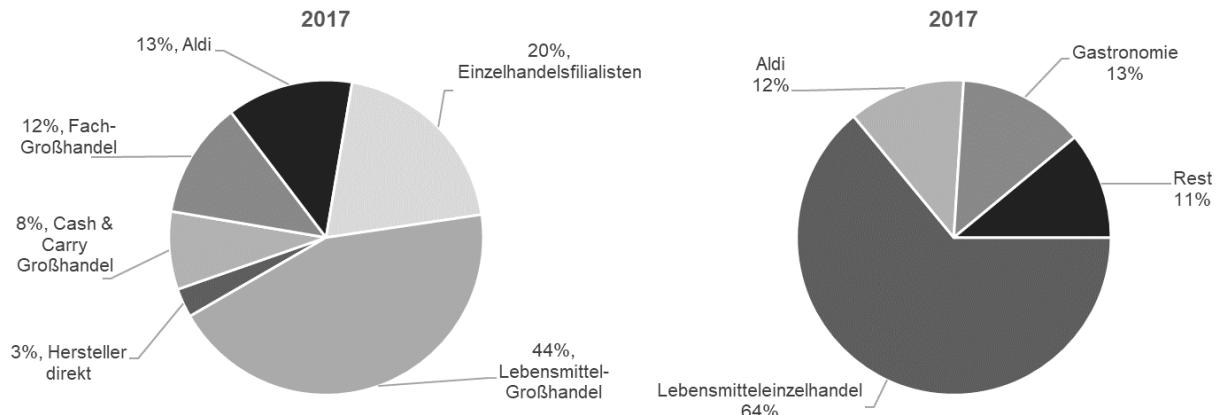
Deutschland ist für die Berentzen-Gruppe nach wie vor der wichtigste Absatzmarkt für Spirituosen. Im Jahr 2018 setzte das Unternehmen rund 82 % der insgesamt 83,2 Mio. 0,7-Liter-Flaschen an Spirituosen auf dem deutschen Spirituosenmarkt ab. Allerdings verzeichnete die Berentzen-Gruppe auf ihrem Heimatmarkt einen Rückgang der Absatzmengen um -1,3 % (2017: 69,2 Mio. 0,7-Liter-Flaschen). Parallel dazu reduzierte sich auch der nationale Gesamtabsatz von Spirituosen, der nach Angaben des Marktforschungsinstituts Nielsen im Jahr 2018 allerdings nur um lediglich -0,57 % auf 572,1 Mio. 0,7-Liter-Flaschen abgefallen ist (2017: 575,4 Mio. 0,7-Liter-Flaschen).

Während der Rückgang beim nationalen Gesamtabsatz für eine schwache Nachfrage nach Spirituosen steht, deutet der überproportionale Rückgang der Absatzmengen bei der Berentzen-Gruppe auf ein intensives Wettbewerbsumfeld hin. Und trotzdem ist es den Marktteilnehmern gelungen, Preissteigerungen bei den abgesetzten Spirituosen durchzusetzen, was auf die Umsetzung werthaltiger Marketingkonzepte und eine verstärkte Fokussierung auf Premium-Spirituosen zurückgeführt werden könnte. Denn obwohl im Jahr 2018 auf dem deutschen Spirituosenmarkt ein Rückgang bei den Absatzmengen verzeichnet wurde, stieg der Gesamtumsatz von 4,62 Mrd. Euro im Jahr 2017 auf 4,67 Mrd. Euro im Jahr 2018 leicht an (+1,1 %). Branchenbeobachter erwarten für die kommenden Geschäftsjahre 2019e - 2021e eine ähnliche Marktentwicklung mit einer flachen bis leicht abnehmenden Umsatzentwicklung.

Schrumpfender Markt für Spirituosen und intensives Wettbewerbsumfeld

Preissteigerungen trotz schwacher Nachfrage und wettbewerbsintensivem Marktumfeld

Spirituosenabsatz in den verschiedenen Handelsformen (linke Grafik) und Absatzmittlerstruktur



Quelle: Bundesverband der Deutschen Spirituosen-Industrie und -Importeure e. V. (BSI), FMR

Der Groß- und Einzelhandel stellt die wichtigsten Absatzkanäle für Spirituosenhersteller (Grafik vorherige Seite, links) dar. Im Jahr 2017 wurden rund 76 % der Spirituosen an Einzelhändler geliefert, die diese in der Regel direkt an Endkonsumenten weiterveräußern. 13 % der über Großhändler vertriebenen Spirituosen werden über Gastronomiebetriebe an Endkunden weiterveräußert (siehe rechte Grafik oben). Lediglich 3 % der Spirituosen wurden 2017 direkt über die Spirituosenhersteller selbst abgesetzt.

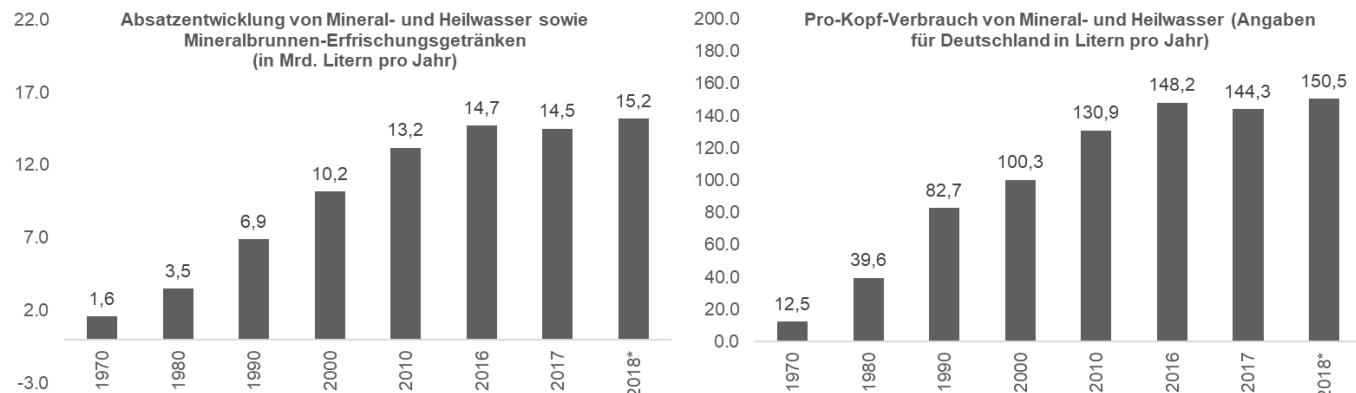
76 % der Spirituosen werden über Einzelhändler an Endkunden veräußert

Der Markt für alkoholfreie Getränke

Der Pro-Kopf-Verbrauch von Mineral- und Heilwässern in Deutschland ist nach einem deutlichen Rückgang in 2017 (-2,63 %) wieder deutlich angezogen und hat sogar einen neuen Höchststand erreicht. Rund 150 Liter Mineral- und Heilwasser konsumierte jeder Bundesbürger im Jahr 2018 (+4,3 %; rechte Grafik unten). Die Absatzentwicklung von Mineral- und Heilwasser sowie Mineralbrunnen-Erfrischungsgetränken zeichnete mit einem Anstieg von 4,8 % eine etwas dynamischere Entwicklung. Der überproportionale Anstieg ist primär auf die erfreuliche Entwicklung bei den Mineralbrunnen-Erfrischungsgetränken zurückzuführen. Etwa jede vierte von den Brunnen abgesetzte Flasche ist mittlerweile ein Mineralwassermischgetränk wie z.B. Schorle, Mineralwasser plus Frucht oder Mineralwasser mit Aroma.

Mineral- und Heilwässern sowie Mineralbrunnen-Erfrischungsgetränke zeigen höheres Wachstum als Spirituosen

Gesamtabsatz (linkes Bild) und Pro-Kopf-Verbrauch von Mineralwässern in Deutschland



Quelle: Verband Deutscher Mineralbrunnen e. V. (*vorläufige Zahlen), Januar 2019; FMR

Zwischen 2010 und 2018 ist der Gesamtabsatz von Mineral- und Heilwässern und der Pro-Kopf-Verbrauch dergleichen im Durchschnitt um jährlich 1,78 % beziehungsweise 1,76 % pro Jahr angestiegen. Wie bereits zuvor beschrieben, entwickelte sich der Pro-Kopf-Verbrauch in sämtlichen Subkategorien im Bereich der alkoholischen Getränke seitwärts bis negativ (siehe Tabelle auf Seite 20). Dass sich der Konsum von Mineral- und Heilwässern in den letzten Jahren erhöht hat, kann auf verschiedene Ursachen zurückgeführt werden. Für den deutlichen Anstieg beim Konsum im Jahr 2018 verantwortlich war sicherlich der außergewöhnlich heiße Sommer, der nicht nur bei den Mineral- und Heilwässern, sondern auch bei sonstigen Erfrischungsgetränken zu einer deutlichen Nachfragesteigerung führte.

Pro-Kopf-Verbrauch von Mineral- und Heilwässern entwickelt sich im Vergleich zu alkoholischen Getränken positiv

Pro-Kopf-Verbrauch von alkoholfreien Getränken nach Getränkearten

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	CAGR (2012-2018)
Limonaden	82.9	83.5	79.4	78.9	77.9	75.5	82.3	-0.1%
Schorlen/Wasser plus Frucht-Getränke	7.6	7.5	7	7.9	7.8	7.9	7.6	0.0%
Wasser mit Aromen	7.4	6.8	6.2	5.3	5.3	5.6	5.7	-4.3%
Dät. Erfrischungsgetränke	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	-2.2%
Angereicherte Getränke und Energiegetränke	3.2	3.2	3.5	3.8	3.8	4.4	4.9	7.4%
Brausen und sonstige Erfrischungsgetränke	5	4.8	4.1	4	4.1	4.1	4.6	-1.4%
Kaffee- und Teegetränke	7.6	8	7.5	7.3	7.4	7.1	6.3	-3.1%
Fruchtsaftgetränke	10.9	11.3	11.2	10.9	10.7	10.5	11	0.2%
Erfrischungsgetränke (insgesamt)	125.4	125.9	119.6	118.8	117.7	115.8	123.1	-0.3%

* vorläufige Zahlen

Quelle: Wirtschaftsvereinigung Alkoholfreie Getränke e.V.; FMR

Den stärksten Anstieg im Jahresvergleich verzeichneten hierbei die Subsegmente Limonaden, angereicherte Getränke und Energiegetränke sowie Brausen und sonstige Erfrischungsgetränke, deren Pro-Kopf-Verbrauch in 2018 gegenüber dem Vorjahr zwischen 9 % und 12 % zulegte. Am dynamischsten entwickelte sich jedoch die Subkategorie „Angereicherte Getränke und Energiegetränke“, die zwischen den Jahren 2012 und 2018 beim Pro-Kopf-Verbrauch mit einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg von +7,5 % p.a. deutlich zulegte.

Im Mehrjahresvergleich dominieren „Angereicherte Getränke und Energiegetränke“

Der internationale Markt für Frischsätze

Die weltweite Nachfrage nach frischem Obst und Gemüse zeigt seit Jahren einen stetigen Aufwärtstrend, der auch für die kommenden Jahre erwartet wird. So schätzen die Marktexperten von Oliver Wyman, dass sich die globale Nachfrage nach Obst und Gemüse von 2,1 Billionen Euro in 2015 auf rund 4,8 Billionen Euro mehr als verdoppeln wird (Quelle: Passport Euromonitor / Fruit Logistica Trend Report 2018 / Oliver Wyman).

Globale Nachfrage nach Obst und Gemüse dürfte sich bis 2030 mehr als verdoppeln

Von dieser Entwicklung betroffen sein dürfte auch die Nachfrage nach Zitrusfrüchten wie Orangen, Grapefruit, Zitronen oder Mandarinen, die wie die vielen anderen Obst- und Gemüsesorten von dem seit Jahren andauernden Trend hin zu gesunder Ernährung profitieren. Das gestiegene Ernährungsbewusstsein hat im Laufe der Zeit auch neue und innovative Vertriebswege für die konsumierten Früchte hervorgebracht, durch die Werte und Produkteigenschaften wie Frische, biologische und regionale Herkunft sowie Nachvollziehbarkeit im Entstehungsprozess für die Endkonsumenten transparenter werden.

Trend hin zu gesunder Ernährung und nachhaltiger bzw. ökologischer Erzeugung

Dass sich der Trend hin zu gesunder Ernährung auch in wirtschaftlichen Zahlen widerspiegelt, belegt die Marktstudie der Vereinigung der europäischen Fruchtsaftindustrie AIJN (Association of the Industry of Juices and Nectars from Fruits and Vegetables of the European Union) aus dem Jahr 2018. So verlief der Absatz von Smoothies (aus dem Amerikanischen stammende Bezeichnung für kalte Mixgetränke aus Obst und optional Milchprodukten, die frisch zubereitet oder als Fertigprodukte verkauft werden) in den wichtigsten europäischen Märkten zuletzt deutlich positiv. Das Absatzwachstum im Jahr 2017 lag in Frankreich bei 55,6 %, in Deutschland bei 35,6 % und in Österreich bei 15,2 %.

Dynamische Absatzentwicklung bei frisch zubereiteten Fruchtsaftgetränken in Europa

Wettbewerb

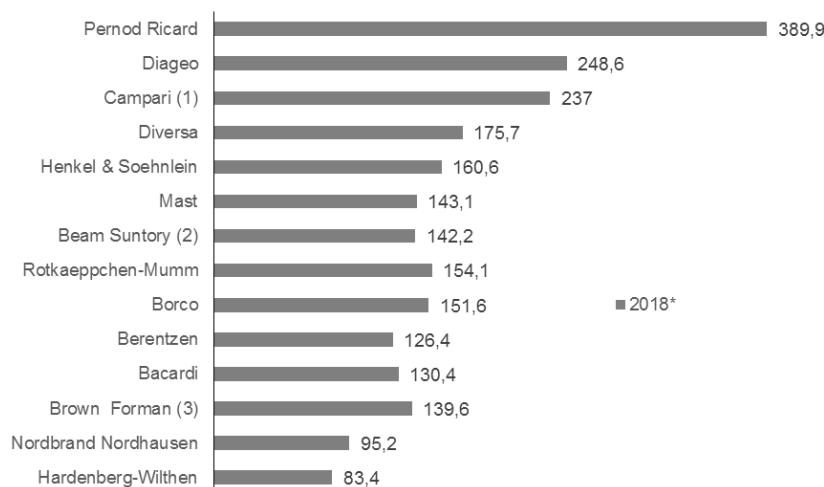
Die Berentzen-Gruppe steht in den einzelnen operativen Segmenten mit einer unterschiedlichen Anzahl von Unternehmen in Wettbewerb, die sich hinsichtlich der Produktsortimente, der Größe, dem Grad der Internationalität sowie der umgesetzten Wettbewerbsstrategien voneinander unterscheiden. Grundsätzlich handelt es sich beim Getränkemarkt um einen hoch kompetitiven Sektor, der sich durch eine große Produkt- und Qualitätsvielfalt auszeichnet.

Große internationale Wettbewerber wie Pernod Ricard (aktuelle Marktkapitalisierung: rund 42 Mrd. Euro) sind im deutschen Spirituosenmarkt mit etablierten und bekannten Markenspirituosen (Rum Havana Club, Whiskey Chivas Regal, Ramazotti, Vodka Absolut etc.) vertreten. Den großen, international aufgestellten Unternehmen stehen meist auch größere Marketingbudgets für die Bewerbung ihrer Spirituosen zur Verfügung. Auch können die auf Skaleneffekten beruhenden Kostenvorteile an Kunden weitergegeben werden, was einen zusätzlich verschärfenden Effekt auf das Wettbewerbsumfeld hat.

Wettbewerb durch große Marketingbudgets und auf Skaleneffekten beruhenden Kostenvorteilen

Umsätze führender Spirituosenhersteller und Distributeure (in Mio. Euro)

Umsätze (inkl. aller Steuern) im Lebensmitteleinzelhandel, Cash & Carry - Märkten und der Gastronomie in Deutschland (nur Markenspirituosen, keine Handelsmarken)



(1) Im März 2016 übernahm Campari den Orangenlikörhersteller Grand Marnier aus Frankreich.
 Ende des Jahres 2017 wurde des Weiteren der Cognac-Hersteller Bisquit Cognac übernommen.

(2) Im April 2014 kaufte Suntory das Spirituosenunternehmen Beam Inc.

(3) Im April 2016 kaufte Brown-Forman die Marken GlenDronach, BenRiach und Glenglassaugh.

* 2018 bis KW 52/2018

Quelle: W&W Publishers Consultants, FMR

Neben Pernod Ricard sind viele weitere große und international tätige Spirituosenhersteller und Distributeure in Deutschland tätig, die in der oberen Grafik abgebildet sind. Wie den ergänzenden Kommentaren unter der Grafik zu entnehmen ist, konnten in den Jahren zuvor im deutschen Markt für Spirituosen Konsolidierungstendenzen beobachtet werden, wodurch die Marktkonzentration zuletzt deutlich gestiegen ist. Die konträr zu den Absatzmengen steigenden Preise für Spirituosen könnten neben den bereits erwähnten Marken- und Produktstrategien auch auf die zunehmende Konzentration und damit einhergehende Marktmacht der einzelnen Marktteilnehmer zurückzuführen sein.

Konsolidierungstendenzen im deutschen Markt für Spirituosen

Eine etwas andere, wenn auch nicht minder intensive Wettbewerbssituation zeigt sich auf dem deutschen Markt für alkoholfreie Getränke, obgleich auch hier eine starke Heterogenität hinsichtlich der Unternehmensgröße der Marktteilnehmer vorzufinden ist. Neben globalen Playern wie der CCEP DE, die ihren Hauptsitz in Berlin hat und rund 3,8 Mrd. Liter an Coca-Cola-Markenprodukten in Deutschland absetzt, kämpfen auch große nationale Wettbewerber wie die Mitteldeutsche Erfrischungsgetränke GmbH & Co. KG, Hansa-Heemann AG oder die Schäff-Gruppe in Deutschland um Marktanteile. Daneben existieren regional geprägte mittelständische Getränkebetriebe sowie viele kleine lokal verwurzelte Betriebe, die in Nischen aktiv sind (Quelle: Branchenanalyse Getränkeindustrie, Oktober 2017, Hans-Böckler-Stiftung).

Der deutsche Markt für alkoholfreie Getränke zeigt im Vergleich zum Spirituosenmarkt eine weniger konzentrierte Marktstruktur und wenn überhaupt nur mäßige Konsolidierungstendenzen. Wettbewerb findet ähnlich wie bei Spirituosen primär über die Entwicklung trendiger und innovativer Produkte und Qualität statt. Preis- und Mengenwettbewerbsstrategien lassen sich tendenziell leichter umsetzen. Die Marktexperten der Hans-Böckler-Stiftung beobachten zudem, dass die Grenzen zwischen Mineralbrunnen, Erfrischungsgetränkeherstellern, Saftherstellern und Brauereien immer mehr „verwischen“. Ziel der Sortimentserweiterungen war und ist es, die Diversifikation der operativen Erträge weiter voranzutreiben.

Die auf dem deutschen Markt für alkoholfreie Getränke zu beobachtenden Wettbewerbsstrategien lassen sich im Wesentlichen in vier Gruppen einteilen:

**Heterogene Marktteilnehmer
und intensives
Wettbewerbsfeld****Diversifikation der operativen
Erträge**

- 1. Deutschlandweite Markenstrategie (bspw.: Coca-Cola, Nestlé, PepsiCo):**
Im Vordergrund der Strategie steht die operative Ausrichtung auf eine Dach- oder wenige Kernmarken, unter denen deutschlandweit die Produktvarianten vertrieben werden.
- 2. Handelsmarkenhersteller: Ausrichtung auf Volumengeschäft und Kostenführerschaft (bspw.: Sinalco/Berentzen-Gruppe, MEG, Hansa-Heemann, Schäff-Gruppe):** Handelsmarkenstrategie mit Fokus auf das Massengeschäft unter Anwendung von aggressiven Preisstrategien (zufriedenstellende Margen werden über große Absatzmengen erzielt).
- 3. Markenartikelhersteller: Fokussierung auf Qualität und Region (bspw.: Hassia-Gruppe, Berentzen-Gruppe):** Klassische mittelständische Familienunternehmen, die sich auf die Herstellung von Regionalmarken im Premiumsegment fokussieren.
- 4. Kleinunternehmen und Startups: Nischenstrategie mit Trendprodukten (bspw.: Mio Mio/Berentzen-Gruppe, fritz cola, Premium-Cola):** Konsumtrends (bio, vegan, nachhaltig etc.) werden aufgegriffen, um sich mit innovativen Limonaden bzw. Cola-Getränken in der Nische zu platzieren.

Finanzkennzahlen

Historische Entwicklung

Gewinn- und Verlustrechnung

Wie in der unteren Tabelle abgebildet, sind die Umsätze des Unternehmens zwischen 2014 und 2018 Jahr für Jahr angestiegen. Der Umsatzrückgang in 2017 ist auf die Erstanwendung des IFRS 15 im Jahr 2018 zurückzuführen. Das Kernprinzip von IFRS 15 besteht darin, dass Umsätze zum Zeitpunkt der Übertragung von Gütern und Dienstleistungen auf Kunden in Höhe der Gegenleistung zu erfassen sind, mit der das Unternehmen im Gegenzug rechnen kann. Hierdurch wurden bestimmte Aufwendungen für Marketing und Werbung als Erlösschmälerung erfasst (12,21 Mio. Euro), die zuvor in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gebucht wurden. Außerdem enthalten die Umsatzerlöse nun einen Teil der Erträge aus Weiterberechnungen und Kostenerstattungen (445 TEUR), die zuvor in den sonstigen betrieblichen Erträgen subsumiert wurden. Durch die Umgliederungen ist der Umsatz im Jahr 2017 um 11,8 Mio. Euro auf 160,4 Mio. Euro abgefallen.

EBIT und Konzernbilanz von IFRS 15-Anwendung nicht betroffen

Berentzen-Gruppe AG – Gewinn- und Verlustrechnung

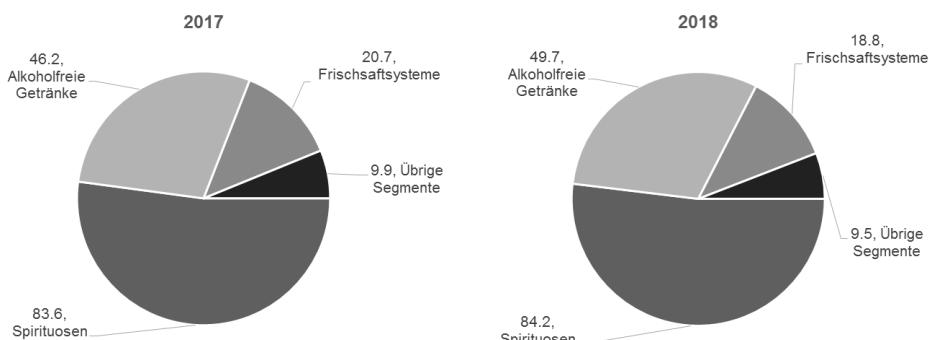
in Mio. EUR	IFRS	2014	2015	2016	2017	2018
Umsatzerlöse		153,4	158,5	170,0	160,4	162,2
Veränderung zum Vorjahr in %		0,6%	3,4%	7,2%	-5,7%	1,1%
Gesamtleistung		156,1	159,0	172,7	162,4	163,6
Veränderung zum Vorjahr in %		n.a.	-1,6%	7,9%	-5,6%	0,7%
Materialaufwand		-84,8	-83,5	-91,7	-93,1	-91,9
in % vom Umsatz		-55,3%	-52,7%	-53,9%	-58,0%	-56,7%
Rohertrag		71,3	75,6	81,1	69,3	71,7
in % vom Umsatz		46,5%	47,7%	47,7%	43,2%	44,2%
Personalaufwand		-20,7	-22,4	-23,9	-24,0	-24,6
in % vom Umsatz		-13,5%	-14,1%	-14,1%	-15,0%	-15,2%
Sonstiges betriebliches Ergebnis		-32,6	-38,0	-39,6	-28,9	-30,6
in % vom Umsatz		-28,2%	-27,2%	-25,9%	-21,0%	-21,8%
Adj. EBITDA		12,6	15,7	17,5	16,4	17,3
in % vom Umsatz		8,2%	9,9%	10,3%	10,2%	10,7%
Adj. EBIT		5,1	7,6	10,5	9,2	9,8
in % vom Umsatz		3,3%	4,8%	6,2%	5,8%	6,0%
Ergenissondereffekte		5,5	0,0	-0,1	-0,4	-0,8
Finanzergebnis (netto)		-4,2	-4,0	-4,1	-3,6	-1,6
EBT (Gewinn vor Steuern)		6,4	3,6	6,3	5,2	7,4
in % vom Umsatz		4,2%	2,2%	3,7%	3,3%	4,6%
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,44*	0,23	0,46	0,27	0,55
Dividende je Aktie in Euro		0,16*	0,20	0,25	0,22	0,28

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Im Jahr 2018 wurden rund 52 % der Konzernumsätze durch den Absatz von Spirituosen generiert (84,2 Mio. Euro), ein Anstieg von 0,75 % gegenüber dem Vorjahr. Auch das Segment der alkoholfreien Getränke verzeichnete, insbesondere aufgrund des starken Wachstums des Erfrischungsgetränks Mio Mio, einen Anstieg um 7,5 % auf 49,7 Mio. Euro. Im Segment der Frischsaftsysteme sowie bei den übrigen Segmenten, die im Wesentlichen den Auslandsabsatz von Markenspirituosen widerspiegeln, mussten hingegen Umsatrückgänge von 9,4 % bzw. 3,6 % verkraftet werden.

Frischsaftsysteme und Auslandsabsatz der Kernmarken Berentzen und Puschkin mit schwacher Entwicklung in 2018

Umsatz nach Segmenten (in Mio. Euro)

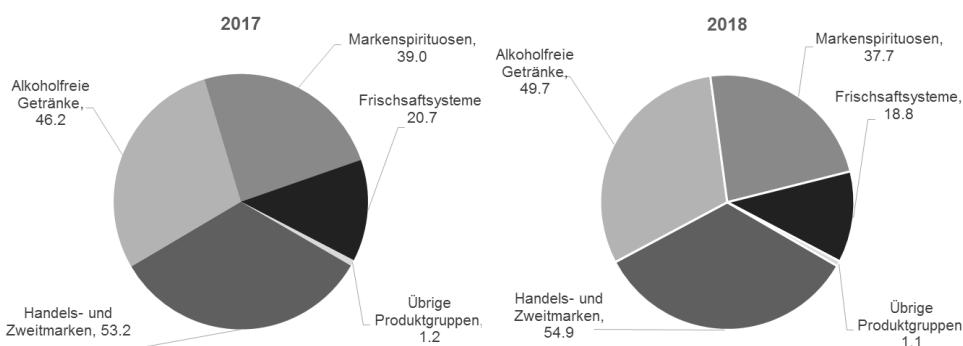


Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Dass sich die Markenspirituosen nicht den Erwartungen des Managements entsprechend entwickelt haben, zeigt auch die in der unteren Grafik abgetragene Umsatzaufteilung nach Produktgruppen. Deutlich positiv entwickelte sich das Geschäft mit Handels- und Zweitmarken, die für den exklusiven Vertrieb von eigens für Lebensmitteleinzelhändler entwickelte Markenspirituosen stehen.

Handels- und Zweitmarken: Entwicklungskompetenz von Markenspirituosen

Umsatz nach Produktgruppen (in Mio. Euro)



Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Die Berentzen-Gruppe generierte 2018 mit 126,9 Mio. Euro den Löwenanteil der Umsätze in Deutschland (Anteil Inlandsumsatz am Gesamtumsatz: 78,3 %). 32,8 Mio. Euro der Konzernumsätze wurden innerhalb Europas erwirtschaftet (20,2 %). Die Umsätze außerhalb Europas beliefen sich im Jahr 2018 auf 2,5 Mio. Euro.

Umsatzschwerpunkt in Deutschland

Wie aus der Tabelle auf der vorgehenden Seite ersichtlich, ist es dem Unternehmen trotz eines intensiven Wettbewerbs gelungen, die zwischen den Jahren 2014 und 2016 ausgeweitete, adjustierte EBITDA/EBIT-Marge auf gleich hohem Niveau zu halten. Lediglich 2017 sorgte ein überproportionaler Anstieg bei den Abschreibungen (bei den Sachanlagen) für einen Abfall der adjustierten EBIT-Marge, die sich 2018 wieder dem 2016er-Niveau angenähert hat. Das EBT ist aufgrund der geringeren Finanzierungskosten und trotz der Ergebnisbelastung im Zusammenhang mit den Rechtsstreitigkeiten in den USA (-0,8 Mio. Euro) deutlich um +14,2 % auf 7,4 Mio. Euro angestiegen.

In der Vergangenheit hat der Konzern regelmäßig Dividenden ausgeschüttet. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote lag zwischen 2014 und 2018 bei 60 %. 2018 wurden 51 % des Konzernüberschusses an die Aktionäre ausgeschüttet.

Stabile Margenentwicklung – signifikante Erhöhung des Vorsteuerergebnisses

Regelmäßige Dividendenzahlungen, auch in weniger profitablen Geschäftsjahren

Bilanz

Das Anlagevermögen bestand per Ende 2018 im Wesentlichen aus Sachanlagen (45,8 Mio. Euro), die rund 32 % der Bilanzaktiva repräsentierten. Sachanlagen bestehen aus Grundstücken/Gebäuden (19,9 Mio. Euro), technischen Anlagen und Maschinen (17,5 Mio. Euro) sowie Betriebs- und Geschäftsausstattungen (7,8 Mio. Euro). Zusammen mit den immateriellen Vermögensgegenständen, unter denen Firmenwerte (6,1 Mio. Euro), Marken/Kundenbeziehungen/technisches Know-How (5,3 Mio. Euro) sowie Lizenzen und sonstige immaterielle Vermögenswerte (0,7 Mio. Euro) subsumiert werden, beliefen sich die lang- bis mittelfristigen Vermögensgegenstände auf 59,4 Mio. Euro.

Lang- und mittelfristige Vermögensgegenstände beliefen sich 2018 auf 59,4 Mio. Euro

Aktiva

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018
Aktiva					
Anlagevermögen		61.0	60.3	60.3	59.4
in % der Bilanzsumme		33.7%	31.9%	42.1%	41.0%
Immaterielle Vermögensgegenstände		14.4	13.4	12.7	12.1
Sachanlagen		46.0	45.3	46.2	45.8
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien		0.0	0.8	0.8	0.7
Latente Steuern		0.1	0.2	0.0	0.0
Sonstige Vermögenswerte		0.6	0.7	0.7	0.8
Umlaufvermögen		119.9	128.9	83.1	85.5
in % der Bilanzsumme		66.3%	68.1%	57.9%	59.0%
Vorräte		32.3	35.6	37.0	39.9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		12.4	14.9	13.8	16.4
Laufende Ertragssteueransprüche		0.7	0.2	0.6	0.3
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		63.1	67.7	19.4	15.8
Sonstige kurzfristige finanzielle und nicht finanzielle Vermögenswerte		11.3	10.5	12.3	13.1
Summe Aktiva		180.9	189.2	143.4	145.0

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Größte Position innerhalb des kurzfristig gebundenen Umlaufvermögens bildeten per Ende 2018 die Vorräte (39,9 Mio. Euro). Die Vorratsposition enthält Gegenwerte für die im Produktionsprozess verarbeiteten Rohstoffe, Verpackungs- und Ausstattungsmaterialien sowie fertige und unfertige Erzeugnisse bzw. Handelswaren. Der Kassenbestand lag per Ende 2018 mit 15,8 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert von 19,4 Mio. Euro.

Das Eigenkapital des Unternehmens belief sich per Ende 2018 auf 47,4 Mio. Euro (siehe Tabelle auf nächster Seite). Die Eigenkapitalquote ist in den vergangenen Geschäftsjahren trotz regelmäßiger Dividendenzahlungen von 24,2% in 2015 auf 32,7 % in 2018 kontinuierlich angestiegen. Erhöhungen des Eigenkapitals aus Kapitalmaßnahmen haben in diesem Zeitraum nicht stattgefunden.

Wesentlich zum Anstieg des Eigenkapitals beigetragen hat neben einer nachhaltigen Profitabilität des operativen Geschäfts auch die erfolgreiche Rückführung der im Jahr 2012 emittierten Unternehmensanleihe, die im Jahr 2017 vollständig und fristgerecht zurückgeführt wurde. Dies erklärt auch die deutliche Reduktion der Bilanzsumme, die von 189,2 Mio. Euro in 2016 auf 143,3 Mio. Euro in 2017 abgefallen ist. Durch die Rückführung der Anleihe sind gleichzeitig auch die Finanzierungskosten des Konzerns signifikant gesunken, was sich deutlich im Netto-Finanzergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahrs niedergeschlagen und das Vorsteuerergebnis positiv beeinflusst hat (siehe Abschnitt Historische Entwicklung – Gewinn- und Verlustrechnung).

Vorräte dominieren Umlaufvermögen

Anstieg der Eigenkapitalquote

Rückzahlung der Anleihe verkürzt Bilanz und erhöht Vorsteuerergebnis

Passiva

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018
Passiva					
Eigenkapital		43.8	45.2	44.6	47.4
in % der Bilanzsumme		24.2%	23.9%	31.1%	32.7%
Gezeichnetes Kapital		24.6	24.4	24.4	24.4
Kapitalrücklage		6.8	6.8	6.8	6.8
Gewinnrücklagen		12.4	14.0	13.3	16.2
Langfristige Verbindlichkeiten		63.8	13.6	20.0	19.0
in % der Bilanzsumme		35.3%	7.2%	13.9%	13.1%
Langfristige Rückstellungen		12.0	11.7	11.0	9.9
Langfristige Finanzverbindlichkeiten		49.6	0.0	7.1	7.1
Latente Steuerverbindlichkeiten		2.3	1.9	1.9	2.0
Kurzfristige Verbindlichkeiten		73.3	130.3	78.9	78.5
in % der Bilanzsumme		40.5%	68.9%	55.0%	54.2%
Verbindlichkeiten aus Alkoholsteuer		44.3	44.4	43.3	42.3
Kurzfristige Rückstellungen		0.1	0.1	0.1	0.7
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten		0.6	1.0	2.1	2.8
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten		0.8	51.1	1.7	1.1
Verbl. a. L.u.L. und sonst. Verbindlichkeiten		27.6	33.8	31.7	31.6
Summe Passiva		180.9	189.2	143.4	145.0

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Der Großteil der Passiva besteht allerding aus kurzfristigen Verbindlichkeiten, die neben den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Verbindlichkeiten (31,7 Mio. Euro) insbesondere auch aus Verbindlichkeiten aus der Alkoholsteuer (43,3 Mio. Euro) bestehen. Hierbei handelt es sich um die angemeldete Alkoholsteuer für die Monate November und Dezember 2018, die aufgrund des Alkoholsteuergesetzes im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres an das Finanzamt abgeführt wurde. Sämtliche Umsatzangaben in diesem Research-Report werden ohne Alkoholsteuer ausgewiesen.

Alkoholsteuer größte Position innerhalb der kurzfristigen Verbindlichkeiten

Kapitalflussrechnung

Nachfolgende Tabelle zeigt, dass die Berentzen-Gruppe zwischen 2015 und 2018 stets positive Cashflows aus der operativen Tätigkeit generiert hat. Im Jahr 2015 ist der operative Cashflow mit 31,4 Mio. Euro überdurchschnittlich hoch ausgefallen. Grund hierfür war eine im Geschäftsjahr 2014 zum Geschäftsjahresende vorzeitig erfolgte Teilzahlung von Alkoholsteuerverbindlichkeiten von knapp 20 Mio. Euro. In den Folgejahren (2015 - 2018) wurde eine solche vorzeitige Teilzahlung nicht vorgenommen, was sich entsprechend positiv auf den Finanzmittelfonds am Anfang des Geschäftsjahres 2015 auswirkte.

Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit stets positiv

Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		31,4	12,3	4,1	5,6
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-6,5	-6,2	-7,8	-6,5
Free Cashflow		24,9	6,2	-3,7	-0,9
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		-2,7	-2,2	-45,0	-2,1
Veränderung des Finanzmittelbestandes		22,2	3,9	-48,7	-3,0
Finanzmittelbestand am 01.01.		41,0	63,1	67,1	18,4
Finanzmittelbestand am Ende der Periode		63,1	67,1	18,4	15,5

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Wie aus der Tabelle weiter hervorgeht, investierte das Unternehmen in der Vergangenheit regelmäßig in das Anlagevermögen und hier primär in Sachanlagen. Die Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände sind von 426 TEUR in 2015 auf 753 TEUR in 2018 kontinuierlich angestiegen.

Regelmäßige Investitionen in operative Prozesse

Zwischen 2015 und 2018 investierte die Berentzen-Gruppe durchschnittlich 6,7 Mio. Euro pro Jahr. Neben der Modernisierung der Produktionsstätten (Anschaffung eines leistungsstärkeren Glasabfüllers) wurde zudem in eine neue Lagerhalle am Standort Haselünne investiert. Im gleichen Zeitraum ist der freie Kapitalmittelzufluss (Free Cashflow) des Unternehmens kontinuierlich abgefallen und hat 2017 mit -3,6 Mio. Euro einen Tiefpunkt erreicht. Im abgelaufenen

Freier Kapitalmittelzufluss 2017 und 2018 negativ

Geschäftsjahr 2018 konnte der Free Cashflow deutlich gegenüber dem Vorjahr zulegen, auch wenn dieser mit -0,9 Mio. Euro erneut negativ ausgefallen ist.

Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit zeigt, dass zwischen 2015 und 2018 bis auf die bereits beschriebene Emission der Anleihe im Jahr 2012 keine weiteren Kapitalmaßnahmen stattgefunden haben. Die regelmäßigen Dividendenzahlungen spiegeln sich ebenfalls im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit wider.

Unter Berücksichtigung der Kontokorrentkredite von Kreditinstituten in Höhe von rund 300 TEUR lag der Kassenbestand per Ende 2018 bei 15,8 Mio. Euro (siehe Historische Entwicklung – Bilanz Aktiva).

Schätzungen

Gewinn- und Verlustrechnung

Die Berentzen-Gruppe erwartet für 2019 Konzernumsatzerlöse zwischen 164,7 und 173,4 Mio. Euro (2018: 162,2 Mio. Euro), ein adjustiertes Konzern-EBIT zwischen 9 und 10 Mio. Euro (2018: 9,8 Mio. Euro) sowie ein adjustiertes Konzern-EBITDA zwischen 17 und 18,8 Mio. Euro (2018: 17,3 Mio. Euro). Während der Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 die selbst gesteckten Gewinnziele erreichte, entwickelte sich der Konzernumsatz schlechter als erwartet. Die Berentzen-Gruppe verfehlte sogar knapp die im Q2/18 nach unten angepasste, prognostizierte Umsatzbandbreite zwischen 162,8 und 171,2 Mio. Euro.

Ursächlich für die unerwartete Umsatzentwicklung waren neben dem schwachen Absatz von Fruchtpressen im Segment Frischsaftsysteme insbesondere auch der schlechter als erwartet verlaufene Absatz alkoholfreier Getränke, der mit 7,5 % Umsatzwachstum auf Segmentebene immerhin am stärksten zulegen konnten. Während der Absatz von Fruchtpressen aufgrund der herausfordernden Markt- und Vertriebssituation auf dem wichtigen Markt Frankreich und in den USA nicht die Erwartungen erfüllen konnte, verlief im Segment der alkoholfreien Getränke die avisierte Erweiterung des Distributionsnetzwerkes im süddeutschen Raum ebenfalls nicht nach Plan.

Allerdings belegen die am 13. August veröffentlichten H1/19-Zahlen (siehe Tabelle unten), dass die Umsätze im Frischsaftsegment (9,9 Mio. Euro; +5,3 %) wieder deutlich zulegen. Auch im Segment der alkoholfreien Getränke zeigen die Halbjahresumsätze gegenüber der Vorjahresvergleichsperiode deutlich größere Steigerungen. Produktübergreifende Preiserhöhungen, die bereits im Q2/18 umgesetzt wurden und sich erst jetzt sukzessive im Umsatz widerspiegeln, stimulierten in diesem Segment ebenso wie die steigenden Absatzmengen des wachstumsstärksten Markenprodukts Mio Mio die Quartalsumsätze. Auch für die kommenden Jahre erwartet das Management von der Mio Mio-Produktfamilie starke Wachstumsimpulse, insbesondere durch einen deutschlandweiten Vertrieb, der bislang primär im Norden und der Mitte Deutschlands erfolgte. Der Mio Mio-Absatz ist im Jahr 2016 um 61 %, im Jahr 2017 um 50 % und im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 um 37,8 % angestiegen.

H1-Finanzkennzahlen für die Jahre 2017, 2018 und 2019

	H1/2017	Anteil	H1/2018	Anteil	Veränderung	H1/2019	Anteil	Veränderung
Konzernumsatzerlöse	80,0		78,4		(2,0%)	79,2		1,0%
Spirituosen	41,9	52,4%	40,7	51,9%	-2,9%	39,8	50,3%	-2,2%
Alkoholfreie Getränke	23,5	29,4%	24,1	30,7%	2,6%	25,3	31,9%	5,0%
Frischsaftsysteme	10,6	13,3%	9,4	12,0%	(11,3%)	9,9	12,5%	5,3%
Übrige Segmente	4,1	5,1%	4,2	5,4%	2,4%	4,3	5,4%	2,4%
EBITDA	7,6		8,2		7,9%	9,0		9,8%
EBITDA-Marge (in %)	9,5		10,4		9,5%	11,4		9,6%
EBIT	4,1		4,6		12,2%	5,0		8,7%
EBIT-Marge (in %)	5,2		5,8		11,5%	6,3		8,6%

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Frischsaftsysteme und alkoholfreie Getränke konnten Erwartungen nicht erfüllen

Frischsaftsysteme und alkoholfreie Getränke starten wachstumsstark ins laufende Geschäftsjahr

Ein Mehrjahresvergleich der H1-Umsätze (siehe Tabelle unten) zeigt zudem, dass es der Berentzen-Gruppe zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder gelungen ist, im Halbjahresvergleich Umsatzwachstum zu zeigen. Zudem verdeutlicht der Mehrjahresvergleich, dass die operativen Margen kontinuierlich ausgeweitet wurden. Der Berentzen-Gruppe ist es gelungen, sowohl die EBITDA- als auch die EBIT-Marge zwischen H1/16 und H1/19 im Durchschnitt um 9 % pro Jahr auszuweiten.

H1-Finanzkennzahlen - Mehrjahresvergleich

	H1/16	Beitrag 2016	H1/17	Beitrag 2017	H1/18	Beitrag 2018	H1/19	Erwarteter Beitrag 2019e
Umsatzerlöse	82,0	48,2%	80,0	49,9%	78,4	48,3%	79,2	46,86%
Veränderung zum Vorjahr in %	0,0%		-2,4%		-2,0%		1,1%	
Adj. EBITDA	7,2	41,1%	7,6	46,3%	8,2	47,3%	9,0	53,86%
in % vom Umsatz	8,8%		9,5%		10,5%		11,4%	
Adj. EBIT	4,0	38,0%	4,1	44,5%	4,6	46,9%	5,0	51,93%
in % vom Umsatz	4,9%		5,1%		5,9%		6,3%	

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Auf Basis der soliden H1/19-Finanzzahlen rechnen wir mit Umsätzen von 169 Mio. Euro in 2019e, was einem Umsatzwachstum von 4,2% entspricht. 2020e und 2021e prognostizieren wir Wachstumsraten von 3,8 % bzw. 3,5 %, die Umsatzerlöse von 181,5 Mio. Euro im Jahr 2021e implizieren.

Starke Wachstumsimpulse im laufenden Jahr 2019 verspricht sich das Management von Berentzen Signature, ein ab April im Handel erhältlicher, völlig neuartiger Premium-Fruchtlikör auf Obstbrandbasis. Ebenso zum Wachstum beitragen dürfte die Umsetzung von weiteren Neuprojektkonzepten im Segment Spirituosen, sowohl bei den Markenspirituosen als auch bei den Handels- und Zweitmarken. Im Segment Alkoholfreie Getränke wurden im Januar die Mio Mio-Produkte um zwei Sorten erweitert, so dass auch hier weitere Kundenkreise erschlossen werden dürften. Ebenfalls die Kundenkreise erweitern würde die erfolgreiche Markteinführung des Markenprodukts „Kräuterbraut“, einer ganz neuen Kräuterlimonadenmarke, deren Auslieferung im Mai 2020 starten soll.

Aber auch die bereits im Geschäftsbericht 2018 angekündigte Maßnahme, im Segment Frischsaftsysteme den Absatz von Fruchtpressen wiederzubeleben, dürfte für komplementäre Wachstumsimpulse sorgen. Erreicht werden soll dieses Ziel zum einen durch innovative Gerätetypen, die sich neben digitaler Konnektivität auch durch eine einfache Reinigung von der Konkurrenz unterscheiden. Zum anderen plant das Management mit einfach zu bedienenden mechanischen Fruchtpressen, die gegenüber den vollautomatischen Versionen deutlich günstiger sind, auch Länder zu erschließen, die einerseits eine relativ geringere Kaufkraft aufweisen, andererseits aber auch hohe Wachstumspotenziale bieten. Wie bereits beschrieben, ist es dem Unternehmen im Auftaktquartal sehr gut gelungen, den

Umsätze steigen bis 2021e auf 181,5 Mio. Euro

Viele Wachstumsimpulse stützen 2019er-Prognose

Absatz von Fruchtpressen sollte auch in den Folgequartalen positive Entwicklung zeigen

Absatz der Fruchtpressen anzukurbeln. Allerdings sollte sich die erfolgreiche Absatzstrategie auch in den Folgequartalen beobachten lassen.

Schätzungen - Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	IFRS	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatzerlöse		153,4	158,5	170,0	160,4	162,2	169,0	175,3	181,5
Veränderung zum Vorjahr in %		0,6%	3,4%	7,2%	-5,7%	1,1%	4,2%	3,8%	3,5%
Gesamtleistung		156,1	159,0	172,7	162,4	163,6	169,8	176,2	182,4
Veränderung zum Vorjahr in %		n.a.	-1,6%	7,9%	-5,6%	0,7%	3,7%	3,7%	3,4%
Materialaufwand		-84,8	-83,5	-91,7	-93,1	-91,9	-95,2	-98,3	-101,3
in % vom Umsatz		-55,3%	-52,7%	-53,9%	-58,0%	-56,7%	-56,3%	-56,1%	-55,8%
Rohertrag		71,3	75,6	81,1	69,3	71,7	74,6	77,9	81,1
in % vom Umsatz		46,5%	47,7%	47,7%	43,2%	44,2%	44,2%	44,4%	44,7%
Personalaufwand		-20,7	-22,4	-23,9	-24,0	-24,6	-25,5	-26,5	-27,6
in % vom Umsatz		-13,5%	-14,1%	-14,1%	-15,0%	-15,2%	-15,1%	-15,1%	-15,2%
Sonstiges betriebliches Ergebnis		-32,6	-38,0	-39,6	-28,9	-30,6	-32,5	-33,9	-35,4
in % vom Umsatz		-28,2%	-27,2%	-25,9%	-21,0%	-21,8%	-21,9%	-22,0%	-22,0%
Adj. EBITDA		12,6	15,7	17,5	16,4	17,3	16,7	17,5	18,2
in % vom Umsatz		8,2%	9,9%	10,3%	10,2%	10,7%	9,9%	10,0%	10,0%
Adj. EBIT		5,1	7,6	10,5	9,2	9,8	9,6	9,8	10,0
in % vom Umsatz		3,3%	4,8%	6,2%	5,8%	6,0%	5,7%	5,6%	5,5%
Ergenissondereffekte		5,5	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis (netto)		-4,2	-4,0	-4,1	-3,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EBT (Gewinn vor Steuern)		6,4	3,6	6,3	5,2	7,4	8,1	8,3	8,4
in % vom Umsatz		4,2%	2,2%	3,7%	3,3%	4,6%	4,8%	4,7%	4,6%
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,44*	0,23	0,46	0,27	0,55	0,60	0,61	0,63
Dividende je Aktie in Euro		0,16*	0,20	0,25	0,22	0,28	0,30	0,31	0,31

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Des Weiteren erwarten wir eine zu den Umsatzerlösen unterproportionale Entwicklung des prognostizierten Materialaufwands. Hinter dieser Annahme steht unsere Erwartung, dass die Berentzen-Gruppe steigende Rohstoffpreise durch entsprechende Produktpreisanpassungen, gestützt durch Preis-, Premiumisierungs- und Innovationsstrategien, an die Kunden weitergeben bzw. über den Abschluss von Terminkontrakten kostenseitig abfangen kann. Aber auch ein verbesserter Produktmix dürfte sich zukünftig über den unterproportionalen Anstieg der Materialkosten positiv auf die Rohertragsmarge des Konzerns auswirken. Die Materialaufwandsquote fällt in dem Prognosezeitraum von -56,2 % in 2019e auf -55,8 % in 2021e. Absolut erhöht sich der Materialaufwand von 91,9 Mio. Euro in 2018 auf 101,3 Mio. Euro in 2021e, was einem CAGR von 3,3 % entspricht.

Leicht überproportional zum Umsatz entwickeln wird sich nach unserer Einschätzung der Personalaufwand, der von -24,6 Mio. Euro in 2018 auf -27,6 Mio. Euro in 2021e ansteigt, was einem CAGR von 3,9 % entspricht. Unsere Schätzungen sehen somit einen leichten Anstieg der Personalkostenquote von -15,1 % in 2019e auf -15,2 % in 2021e vor. Diese Annahmen spiegeln den weiteren Aufbau von nationalen und internationalen Vertriebsstrukturen wider, auf Basis derer

Prognostizierte Materialaufwandsquote geht leicht zurück

Prognostizierte Personalaufwandsquote steigt leicht an

insbesondere die Absatzaktivitäten von Mio Mio-Produkten (Süddeutschland) sowie Citrocasa-Frischsaftsystemen (international) stimuliert werden sollen.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA) erwarten wir einen zu den Umsatzerlösen überproportionalen Anstieg im Prognosezeitraum von -21,9 % in 2019e auf -22,0 % in 2021e. Absolut erhöhen sich die SBA von 35,3 Mio. Euro in 2018 auf 40,0 Mio. Euro in 2021e, was einem CAGR von 4,2 % entspricht. In den SBA sind Kostenpositionen wie Vertriebskosten, Marketing, Mieten, Rechts- und Beratungskosten, Verpackungsrecycling, Leihpersonal sowie sonstige betriebliche Aufwendungen enthalten. Für das projizierte Unternehmenswachstum wird die Berentzen-Gruppe neben höheren Vertriebskosten und einer stärkeren Inanspruchnahme externer Dienstleister insbesondere auch mehr für Marketing ausgeben müssen, so dass ein überproportionaler Anstieg der SBA unserer Meinung nach eine durchaus realistische Annahme ist.

In Summe führen unsere Annahmen im Jahr 2019e zu einem adjustierten EBITDA von 16,7 Mio. Euro, das leicht unter der Ergebnisbandbreite des Konzerns liegt (EBITDA-Guidance 2019e: 17,0 bis 18,8 Mio. Euro). In den Folgejahren steigt das adjustierte EBITDA bei nahezu konstantem Margenniveau kontinuierlich an und erreicht im Jahr 2021e 18,2 Mio. Euro. Das prognostizierte adjustierte EBIT steigt ebenfalls während des Prognosezeitraums kontinuierlich auf 10,0 Mio. Euro an. Allerdings nimmt die adj. EBIT-Marge im Gegensatz zur adj. EBITDA-Marge im Prognosezeitraum leicht ab, da sich in unserem Modell die Abschreibungen überproportional zum adj. EBITDA erhöhen.

Überproportionaler Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen

Bilanz

Im Prognosezeitraum fällt das Anlagenvermögen leicht ab, da wir bei den immateriellen Vermögensgegenständen Investitionen unterstellen, die betragsmäßig unter den Abschreibungen liegen (siehe Tabelle nächste Seite). Im Gegensatz hierzu steigt die Bilanzposition „Anlagenvermögen“ im Prognosezeitraum stetig an. Da wir im Vergleich hierzu wachstumsbedingt deutlich stärkere Anstiege bei den Vorräten und Forderungen aus L.u.L. unterstellen, nimmt der Anteil des Umlaufvermögens an der Bilanzsumme im Prognosezeitraum von 59 % in 2018 auf 59,6 % in 2021e zu.

Da die Berentzen-Gruppe in unserem Modell im Prognosezeitraum positive Jahresüberschüsse erwirtschaftet, die über den antizipierten Dividendenausschüttungen liegen, steigt zwischen 2019e und 2021e das Konzern eigenkapital von 50,4 Mio. Euro auf 56,5 Mio. Euro an. Die Eigenkapitalquote steigt entsprechend von 35,0 % in 2019e auf 36,8 % in 2021e an.

Die Anteile der kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten an der Bilanzsumme sinken im Prognosezeitraum. Während die langfristigen Verbindlichkeiten nahezu unverändert bleiben, steigen die kurzfristigen Verbindlichkeiten insbesondere aufgrund steigender Verbindlichkeiten aus Alkoholsteuer und Verbindlichkeiten aus L.u.L. absolut an (siehe Tabelle nächste Seite).

Steigende Profitabilität im Prognosezeitraum

Wachstumsbedingter Anstieg beim Umlaufvermögen

Schätzungen - Aktiva

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Aktiva								
Anlagevermögen								
in % der Bilanzsumme		61,0	60,3	60,3	59,4	61,7	61,9	62,0
Immaterielle Vermögensgegenstände		33,7%	31,9%	42,1%	41,0%	42,8%	41,4%	40,4%
Sachanlagen		14,4	13,4	12,7	12,1	11,7	11,5	11,3
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien		46,0	45,3	46,2	45,8	46,9	47,4	47,7
Latente Steuern		0,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstige Vermögenswerte		0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		0,6	0,7	0,7	0,8	2,3	2,3	2,3
Umlaufvermögen								
in % der Bilanzsumme		119,9	128,9	83,1	85,5	82,5	87,6	91,4
Vorräte		66,3%	68,1%	57,9%	59,0%	57,2%	58,6%	59,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		32,3	35,6	37,0	39,9	41,7	43,1	44,4
Laufende Ertragssteueransprüche		12,4	14,9	13,8	16,4	17,6	19,2	20,9
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		0,7	0,2	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6
Sonstige kurzfristige finanzielle und nicht finanzielle Vermögenswerte		63,1	67,7	19,4	15,8	9,1	11,3	12,1
		11,3	10,5	12,3	13,1	13,5	13,5	13,5
Summe Aktiva		180,9	189,2	143,4	145,0	144,2	149,6	153,4

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Schätzungen - Passiva

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Passiva								
Eigenkapital								
in % der Bilanzsumme		43,8	45,2	44,6	47,4	50,4	53,4	56,4
Gezeichnetes Kapital		24,2%	23,9%	31,1%	32,7%	35,0%	35,7%	36,8%
Kapitalrücklage		24,6	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Gewinnrücklagen		6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
		12,4	14,0	13,3	16,2	19,2	22,1	25,1
Langfristige Verbindlichkeiten								
in % der Bilanzsumme		63,8	13,6	20,0	19,0	18,5	17,9	17,3
Langfristige Rückstellungen		35,3%	7,2%	13,9%	13,1%	12,8%	12,0%	11,3%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten		12,0	11,7	11,0	9,9	9,3	8,7	8,1
Latente Steuerverbindlichkeiten		49,6	0,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
		2,3	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten								
in % der Bilanzsumme		73,3	130,3	78,9	78,5	75,3	78,3	79,7
Verbindlichkeiten aus Alkoholsteuer		40,5%	68,9%	55,0%	54,2%	52,2%	52,4%	52,0%
Kurzfristige Rückstellungen		44,3	44,4	43,3	42,3	40,3	42,8	43,8
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten		0,1	0,1	0,1	0,7	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten		0,6	1,0	2,1	2,8	1,6	1,6	1,6
Verbl. a. L.u.L. und sonst. Verbindlichkeiten		0,8	51,1	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1
		27,6	33,8	31,7	31,6	32,1	32,6	33,0
Summe Passiva		180,9	189,2	143,4	145,0	144,2	149,6	153,4

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Kapitalflussrechnung

Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit steigt im Prognosezeitraum kontinuierlich an und erreicht 2020e/2021e wieder das Niveau aus dem Jahr 2016. Dies resultiert primär aus unserer Annahme einer moderateren Veränderung der sonstigen Aktiva, die den operativen Cashflow in 2017 und 2018 mit jeweils 5,0 Mio. Euro belastete. Unter Berücksichtigung der Investitionen in das Anlagevermögen, die von 7,9 Mio. Euro in 2019e auf 8,3 Mio. Euro in 2021e ansteigen, errechnet sich ein freier Cashflow, der sich von -4,0 Mio. Euro in 2019e auf 3,7 Mio. Euro in 2021e erhöht.

Freier Cashflow steigt von 0,6 Mio. Euro in 2019e auf 4,2 Mio. Euro in 2021e

Schätzungen - Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		31,4	12,3	4,1	5,6	3,9	12,8	12,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-6,5	-6,2	-7,8	-6,5	-7,9	-7,9	-8,3
Free Cashflow		24,9	6,2	-3,7	-0,9	-4,0	5,0	3,7
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		-2,7	-2,2	-45,0	-2,1	-2,7	-2,8	-2,9
Veränderung des Finanzmittelbestandes		22,2	3,9	-48,7	-3,0	-6,6	2,1	0,8
Finanzmittelbestand am 01.01.		41,0	63,1	67,1	18,4	15,8	9,1	11,3
Finanzmittelbestand am Ende der Periode		63,1	67,1	18,4	15,5	9,1	11,3	12,1

Quelle: Berentzen-Gruppe; FMR

Hinter dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit verbergen sich primär die antizipierten Dividendenausschüttungen, die wir zwischen 2019e und 2021e leicht von 0,30 auf 0,31 Euro je Aktie erhöhen. Die auf der jüngsten Hauptversammlung bekanntgegebene Dividendenpolitik des Unternehmens sieht vor, dass zukünftig immer mindestens 50 % des Konzerngewinns als Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

Dividendenausschüttungen

Unsere Annahmen führen in Summe zu einem steigenden Kassenbestand, der sich zwischen 2019e und 2021e von 9,1 Mio. Euro auf 12,1 Mio. Euro erhöht.

Anhang

Berentzen-Gruppe AG - GuV

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatzerlöse		158,5	170,0	160,4	162,2	169,0	175,3	181,5
Veränderung zum Vorjahr in %		3,4%	7,2%	-5,7%	1,1%	4,2%	3,8%	3,5%
Bestandsveränderung		0,5	2,7	2,1	1,4	0,8	0,9	0,9
in % vom Umsatz		0,3%	1,6%	1,3%	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%
Gesamtleistung		159,0	172,7	162,4	163,6	169,8	176,2	182,4
Veränderung zum Vorjahr in %		-1,6%	7,9%	-5,6%	0,7%	3,7%	3,7%	3,4%
Materialaufwand		-83,5	-91,7	-93,1	-91,9	-95,2	-98,3	-101,3
in % vom Umsatz		-52,7%	-53,9%	-58,0%	-56,7%	-56,3%	-56,1%	-55,8%
Rohertrag		75,6	81,1	69,3	71,7	74,6	77,9	81,1
in % vom Umsatz		47,7%	47,7%	43,2%	44,2%	44,2%	44,4%	44,7%
Sonstige betriebliche Erträge		5,1	4,4	4,7	4,7	4,6	4,6	4,6
in % vom Umsatz		3,2%	2,6%	2,9%	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%
Personalaufwand		-22,4	-23,9	-24,0	-24,6	-25,5	-26,5	-27,6
in % vom Umsatz		-14,1%	-14,1%	-15,0%	-15,2%	-15,1%	-15,1%	-15,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-43,1	-44,0	-33,6	-35,3	-37,1	-38,5	-40,0
in % vom Umsatz		-27,2%	-25,9%	-21,0%	-21,8%	-21,9%	-22,0%	-22,0%
Ergenissondereffekte		0,0	0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,0
Adj. EBITDA		15,7	17,5	16,4	17,3	16,7	17,5	18,2
in % vom Umsatz		9,9%	10,3%	10,2%	10,7%	9,9%	10,0%	10,0%
Abschreibungen auf Vermögenswerte		-8,1	-7,0	-7,2	-7,5	-7,1	-7,6	-8,2
in % vom Umsatz		-5,1%	-4,1%	-4,5%	-4,6%	-4,2%	-4,4%	-4,5%
Adj. EBIT		7,6	10,5	9,2	9,8	9,6	9,8	10,0
in % vom Umsatz		4,8%	6,2%	5,8%	6,0%	5,7%	5,6%	5,5%
Ergenissondereffekte		0,0	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis (netto)		-4,0	-4,1	-3,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EBT (Gewinn vor Steuern)		3,6	6,3	5,2	7,4	8,1	8,3	8,4
in % vom Umsatz		2,2%	3,7%	3,3%	4,6%	4,8%	4,7%	4,6%
Ertragssteueraufwand		-1,3	-2,0	-2,7	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5
in % vom EBT		37,2%	31,9%	51,1%	-30,5%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
Konzernergebnis		2,2	4,3	2,6	5,2	5,7	5,8	5,9
in % vom Umsatz		1,4%	2,5%	1,6%	3,2%	3,3%	3,3%	3,2%
Sonstiges Ergebnis		-0,6	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0
Konzern-Gesamtergebnis		1,6	3,5	1,7	4,9	5,7	5,8	5,9
in % vom Umsatz		1,0%	2,1%	1,1%	3,0%	3,3%	3,3%	3,2%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		9,6	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,23	0,46	0,27	0,55	0,60	0,61	0,63
Dividende je Aktie in Euro		0,20	0,25	0,22	0,28	0,30	0,31	0,31
Ausschüttungsquote in %		85%	54%	81%	51%	50%	50%	50%

Source: Berentzen-Gruppe; FMR

Berentzen-Gruppe AG - Bilanz

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Aktiva							
Anlagevermögen	61,0	60,3	60,3	59,4	61,7	61,9	62,0
in % der Bilanzsumme	33,7%	31,9%	42,1%	41,0%	42,8%	41,4%	40,4%
Immaterielle Vermögensgegenstände	14,4	13,4	12,7	12,1	11,7	11,5	11,3
Sachanlagen	46,0	45,3	46,2	45,8	46,9	47,4	47,7
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Latente Steuern	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögenswerte	0,6	0,7	0,7	0,8	2,3	2,3	2,3
Umlaufvermögen	119,9	128,9	83,1	85,5	82,5	87,6	91,4
in % der Bilanzsumme	66,3%	68,1%	57,9%	59,0%	57,2%	58,6%	59,6%
Vorräte	32,3	35,6	37,0	39,9	41,7	43,1	44,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,4	14,9	13,8	16,4	17,6	19,2	20,9
Laufende Ertragssteueransprüche	0,7	0,2	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	63,1	67,7	19,4	15,8	9,1	11,3	12,1
Sonstige kurzfristige finanzielle und nicht finanzielle Vermögenswerte	11,3	10,5	12,3	13,1	13,5	13,5	13,5
Summe Aktiva	180,9	189,2	143,4	145,0	144,2	149,6	153,4
Passiva							
Eigenkapital	43,8	45,2	44,6	47,4	50,4	53,4	56,4
in % der Bilanzsumme	24,2%	23,9%	31,1%	32,7%	35,0%	35,7%	36,8%
Gezeichnetes Kapital	24,6	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Kapitalrücklage	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Gewinnrücklagen	12,4	14,0	13,3	16,2	19,2	22,1	25,1
Langfristige Verbindlichkeiten	63,8	13,6	20,0	19,0	18,5	17,9	17,3
in % der Bilanzsumme	35,3%	7,2%	13,9%	13,1%	12,8%	12,0%	11,3%
Langfristige Rückstellungen	12,0	11,7	11,0	9,9	9,3	8,7	8,1
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	49,6	0,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Latente Steuerverbindlichkeiten	2,3	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	73,3	130,3	78,9	78,5	75,3	78,3	79,7
in % der Bilanzsumme	40,5%	68,9%	55,0%	54,2%	52,2%	52,4%	52,0%
Verbindlichkeiten aus Alkoholsteuer	44,3	44,4	43,3	42,3	40,3	42,8	43,8
Kurzfristige Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,7	0,2	0,2	0,2
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	0,6	1,0	2,1	2,8	1,6	1,6	1,6
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	51,1	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Verbl. a. L.u.L. und sonst. Verbindlichkeiten	27,6	33,8	31,7	31,6	32,1	32,6	33,0
Summe Passiva	180,9	189,2	143,4	145,0	144,2	149,6	153,4

Source: Berentzen-Gruppe; FMR

Berentzen-Gruppe AG - Cashflow-Rechnung

in Mio. EUR	IFRS	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Konzernergebnis		2,2	4,4	2,6	5,2	5,7	5,8	5,9
Ertragssteueraufwand		1,3	2,0	2,7	2,3	2,4	2,5	2,5
Zinserträge		-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zinsaufwendungen		4,0	4,1	3,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Abschreibungen auf Vermögenswerte		8,1	6,8	7,2	7,5	7,1	7,6	8,2
Wertminderung/-aufholungen auf Vermögenswerte		-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Effekte		-0,8	-1,0	-0,9	-0,5	-1,4	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Rückstellungen		-0,3	-0,2	-0,7	-0,4	-1,1	-0,6	-0,6
Gewinne/Verluste aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens		-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Forderungsabtretungen durch Factoring		-2,6	-5,8	3,0	-1,0	-1,2	-1,6	-1,7
Abnahme/Zunahme sonstiger Aktiva		5,8	0,7	-5,0	-5,5	-3,7	-1,4	-1,3
Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus Alkoholsteuer		20,8	0,1	-1,1	-1,0	-2,0	2,5	1,0
Zunahme/Abnahme der sonstigen Passiva		-0,4	6,3	-2,3	0,0	0,5	0,5	0,4
Aus der laufenden Geschäftstätigkeit generierte Zahlungsmittel		37,3	17,7	9,4	8,1	7,8	16,9	16,0
Gezahlte Ertragssteuern		-2,1	-1,4	-1,9	-1,2	-2,4	-2,5	-2,5
Erhaltene Zinsen		0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Gezahlte Zinsen		-3,9	-4,0	-3,5	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		31,4	12,3	4,1	5,6	3,9	12,8	12,0
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des immat. Anlagevermögens		0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das immat. Anlagevermögen		-0,4	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sachanlagevermögens		2,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagenvermögen		-6,9	-6,0	-7,6	-6,0	-7,0	-6,8	-7,0
Einzahlungen aus Abgängen von finanziellen Vermögenswerten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Zuwendungen der öffentlichen Hand		0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Zugänge zum Konsolidierungskreis		-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-6,5	-6,2	-7,8	-6,5	-7,9	-7,9	-8,3
Einzahlungen aus der Aufnahme von Krediten		0,0	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen im Zusammenhang mit der Aufnahme von Krediten		0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen im Zusammenhang mit der Begebung von Anleihen		0,0	0,0	-50,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung		-1,5	-1,9	-2,3	-2,1	-2,6	-2,8	-2,9
Auszahlungen für den Erwerb eigener Anteile		-1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		-2,7	-2,2	-45,0	-2,1	-2,7	-2,8	-2,9
Veränderung des Finanzmittelbestandes		22,2	3,9	-48,7	-3,0	-6,6	2,1	0,8
Finanzmittelbestand am 01.01.		41,0	63,1	67,1	18,4	15,8	9,1	11,3
Finanzmittelbestand am Ende der Periode		63,1	67,1	18,4	15,5	9,1	11,3	12,1
Kontokorrentkredite von Kreditinstituten		0,0	0,6	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegen Kreditinstitute		63,1	67,7	19,4	15,8	9,1	11,3	12,1

Source: Berentzen-Gruppe; FMR

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 85 WpHG, der EU-Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) sowie der Delegierten Verordnung 2016/958 und der Delegierten Verordnung 2017/565 einschließlich Informationen über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), den/die Ersteller und die zuständige Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar und reflektieren die Meinung des jeweiligen Verfassers. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG für Schäden gleich welcher Art, und die FMR Frankfurt Main Research AG haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die FMR Frankfurt Main Research AG keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die FMR Frankfurt Main Research AG, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet die FMR Frankfurt Main Research AG für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt.

Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Unsere Informationen und Empfehlungen in dieser Studie stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Erstellung und Aushändigung dieser Studie werden wir gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Diese Studie ersetzt keinesfalls eine Anlageberatung.

Die Einschätzungen, insbesondere Prognosen und Kurserwartungen, können möglicherweise nicht erreicht werden. Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der FMR Frankfurt Main Research AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

2. Pflichtangaben

- a) Erstmalige Veröffentlichung: 22.08.2019,
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
- e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten – im gesetzlich zulässigen Rahmen – zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

- a) Weder die FMR Frankfurt Main Research AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person
 - (i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;
 - (ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;
 - (iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen:

(iv.) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandanten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
Berentzen-Gruppe Aktiengesellschaft	-

b) Die FMR Frankfurt Main Research AG hat mit der Oddo Seydler Bank AG einen Kooperationsvertrag geschlossen, auf dessen Grundlage sie diese Finanzanalyse erstellt. Die Oddo Seydler Bank AG wiederum handelt im Auftrag der Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

Weder die Oddo Seydler Bank AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

(i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;

(ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;

(iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen:

(iv.) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
Berentzen-Gruppe Aktiengesellschaft	iii, vi

Bewertungs-Historie der letzten 12 Monate:

Datum	Empfehlung	Kurs bei Veröffentlichung	Kursziel
22.08.2019	KAUFEN	6,08 EUR	10,00 EUR

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

FMR Frankfurt Main Research AG

Sitz: Frankfurt am Main; HRB 113537, Amtsgericht Frankfurt am Main; Vorstand: Marcus Silbe

b) Ersteller

Enid Omerovic, Senior Analyst

c) Diese Studie darf ausschließlich für eigene interne Zwecke des Adressaten innerhalb des EWR oder der Schweiz genutzt werden.

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.

Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.

Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige

Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

Wie haben die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die wir grundsätzlich als zuverlässig einschätzen. Wir haben aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend können wir die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen nicht gewährleisten oder zusichern. In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. Factset, Bloomberg u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. BörsenZeitung, FAZ, Handelsblatt, Wallstreet Journal u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwendet. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniszahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniszahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der FMR Frankfurt Main Research AG, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechenden Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 80 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Die Analysten der FMR Frankfurt Main Research AG beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften der FMR Frankfurt Main Research AG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.