

URA Monitoring vom 30.9.2021: die dritte Karlsberg-Anleihe (2020/2025)

Stabil durch schwierige Corona-Zeiten gekommen

Dieser Anleihecheck betrifft die in 2020 emittierte Anleihe Karlsberg III 2020/2025 über 50 Millionen Euro (4,25%) mit einer Laufzeit von 5 Jahren.

Geschäft:

Die Karlsberg Brauerei GmbH (kein Bezug zur dänischen Carlsberg A/S), ein saarländisches Familienunternehmen in 6. Generation, ist eine Tochter der Karlsberg Holding GmbH und diese wiederum der Karlsberg Brauerei Kommanditgesellschaft Weber. Innerhalb der Karlsberg-Gruppe bestehen teilweise komplexe Beziehungen bei Finanzierungsmaßnahmen wie Cash Pooling (wechselseitige Verrechnungs- und Kontokorrentabrede mit der Holding) oder bei Shared Services. Deshalb ist die Bilanz durch hohe Anteile an verbundenen Unternehmen und Ausleihungen / Forderungen gegen verbundene Unternehmen / Gesellschafter geprägt, zusammen über 35% der Bilanzsumme.

In dem veröffentlichten Einzelabschluss naturgemäß nicht konsolidiert werden die beiden 100%igen Tochtergesellschaften Karlsberg Logistik Service GmbH und Karlsbräu CHR S.A.S., Saverne/Frankreich (sollte Anfang 2020 vor Corona eigentlich verkauft werden). Gleiches gilt für die 13%-Beteiligung an der börsennotierten Mineralbrunnen Überkingen-Teinach GmbH & Co. KGaA.

Karlsberg ist im Gegensatz zu vielen anderen Emittenten von „Mittelstandsanleihen“ selbst voll operativ tätig und die Nr. 1 im Saarland bei Pils und alkoholfreien Biermischgetränken sowie deutschlandweit bei alkoholhaltigen Biermischgetränken ohne Radler (Marke MiXery). Außerdem werden internationale Partnermarken exklusiv in Deutschland vertrieben, wie Bundaberg aus Australien (bekannt für Ginger Beer).

Im Geschäftsjahr 2020 fiel der Umsatz um 13 Millionen bzw. 10% auf 113 Millionen Euro. Hier wirkten sich die durch Corona bedingte mehrwöchige Schließung der Gastronomie und Hotellerie sowie die Absage von Veranstaltungen negativ v.a. auf den renditestarken Fassbierabsatz aus. Dies konnte durch die höhere Nachfrage im Lebensmitteleinzelhandel und in den Getränkefachmärkten nur teilweise ausgeglichen werden.

Das EBITDA (inkl. Beteiligungsergebnis) hielt sich mit einem Rückgang um nur 0,4 auf 21,1 Millionen Euro deutlich besser als der Umsatz. Dies ist der Erfolg der seit Jahren verstärkten Fokussierung auf das renditestarke Markengeschäft (Verringerung der Lohnfertigung), der regelmäßigen Einführung neuer Gebinde-, Geschmacks- und Getränkesorten, der Anfang 2020 durchgesetzten Preiserhöhungen sowie der bei Corona sofort eingeleiteten Kosten- und Kapitalsenkungsmaßnahmen. Das um außergewöhnliche Erträge und Aufwendungen adjustierte EBITDA nach Karlsberg-Definition hat sogar um 1,6 auf 21,3 Millionen Euro zugelegt und lag über der eigenen Prognose. Karlsberg rechnet hier allerdings u.a. nicht die Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen heraus, die in 2020 außergewöhnlich stark von 1,0 auf 2,9 Millionen Euro gestiegen sind; ebenso nicht die unquantifizierten Erträge aus Verkäufen von Baugrundstücken und CO₂-Zertifikaten.

Karlsberg berücksichtigt in der Rechnungslegung neuerdings 4,6 Millionen Euro Werbekostenzuschüsse nicht mehr als Erlösschmälerung, sondern als Verkaufsförderungsaufwand innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, was per Saldo zu einer Umsatzerhöhung führt. Deshalb stieg im 1. Halbjahr 2021 der Umsatz lt. veröffentlichter GuV-Rechnung um 1,3 auf 59 Millionen Euro. Bei einer gegenüber 2020 unveränderten Rechnungslegung zur Umsatzdefinition ist er allerdings um 3,3 Millionen Euro gesunken. Es waren Gastronomie und Hotellerie mit 20 Wochen noch deutlich länger geschlossen als in 2020 (7 Wochen), und eine Flaschenabfülllinie fiel 2 Wochen lang aus.

Das adjustierte EBITDA, von der genannten Rechnungslegungsänderung nicht beeinflusst, fiel gegenüber dem 1. HJ 2020 um 2,1 auf 9,5 Millionen Euro.

Mit der Karlsberg Holding besteht ein Ergebnisabführungsvertrag, so dass das bilanzielle Eigenkapital, aktuell 28% der Bilanzsumme, seit 2011 absolut betrachtet stagniert. Den 43 Millionen Eigenkapital stehen außerdem 17 Millionen Forderungen gegen Gesellschafter gegenüber.

Als Lieferant von durch Corona besonders beeinträchtigen Branchen macht Karlsberg für das Gesamtjahr 2021 nur eine vage Prognose: moderater Umsatzanstieg (ohne die genannte Rechnungslegungsänderung ist dies tatsächlich ein Rückgang) und moderater Rückgang beim adjustierten EBITDA (erhöhte Marketing- und Vertriebsaufwendungen).

Zinszahlung:

Die um Sondereffekte bereinigte EBIT-Zinsdeckung ist als befriedigend zu bezeichnen. Der Cashflow vor Ertragsteuern und Zinsen war in den letzten 5 Jahren stets deutlich positiv und betrug im Schnitt das 4-Fache der Zinszahlungen. Auch in Anbetracht von 8 Millionen Liquidität, nicht quantifizierter Forderungen aus Cash Pooling und 13,5 Millionen Euro ungenutztem Kreditrahmen sind die 4 ausstehenden Zinszahlungen von je 2,1 Millionen Euro für die Anleihe 2020/2025 gut machbar.

Tilgung:

Karlsberg hat neben der Anleihe nur 6,6 Millionen Bankverbindlichkeiten sowie 3,4 Millionen Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing. Corona-spezifische staatliche Darlehen wurden nicht benötigt.

Die Kennzahl „Nettofinanzschulden zu bereinigtem EBITDA“ ist als befriedigend zu bezeichnen.

Der Free Cashflow (Mittelzufluss laufendes Geschäft inkl. Zinsergebnis minus Investitionssaldo) war in den letzten 3 Jahren deutlich positiv, zumindest wenn man die stark schwankenden „Veränderungen im Rahmen der kurzfristigen Finanzdisposition“ eliminiert (im Investitionssaldo erfasste Cash Pooling-Transaktionen mit verbundenen Unternehmen).

Im Halbjahresabschluss 30.6.2021 veröffentlichte Karlsberg für die Kapitalflussrechnung nur Zwischensummen. Auch hier war der Free Cashflow deutlich positiv, deutlich profitierend von den nicht quantifizierten Cash Pooling-Transaktionen.

Das aktuelle Investorenvertrauen ist wie bei den beiden vorherigen Anleihen sehr hoch: Die Anleihe III (2020/2025) notierte bisher durchweg über 105%. Vom üblichen Corona-Kurssturz war sie wegen der kurzen Historie (Emission 28.9.2020) nicht mehr betroffen. Karlsberg organisiert die Fremdfinanzierung traditionell vorwiegend über Anleihen. Wenn das Investorenvertrauen hoch bleibt, dürfte, unterstützt durch einen künftig weiterhin positiven Free Cashflow, dies auch bei der Refinanzierung der im September 2025 fälligen Anleihe von 50 Millionen möglich sein.

Fazit:

Karlsberg hat sich vor dem Hintergrund eines stagnierenden und preissensitiven klassischen Biermarktes schon früh in Wachstumssegmenten wie Biermischgetränke und alkoholfreie Biere positioniert und sorgt kontinuierlich für Sortimentserweiterungen. Auch bei der Ausgliederung eines Teils der Pensionsverpflichtungen (größere Unabhängigkeit des Jahresergebnisses von dem kontinuierlich sinkenden Abzinsungssatz, Senkung des Zinsaufwands, Erhöhung der Eigenkapitalquote) gehört Karlsberg unter den Emittenten von „Mittelstandsanleihen“ zu den Innovatoren. Die künftigen Zinszahlungen für die Anleihe sollten problemlos aus dem positiven Free Cashflow möglich sein. Die Refinanzierung der laufenden Anleihe III (50 Millionen) in 2025 sollte bei einem anhaltend hohen Investorenvertrauen mit einer 4. Anleihe machbar sein, unterstützt durch den bekannten Markennamen und die bisher überzeugende Präsenz am Anleihemarkt.

Die Bewertung durch das Scoring von URA Research, den URA Emissions Check, liegt bei 3 Haken (Notation „gut mit Risiken“; von max. 5 Haken), genau an der Grenze zu 2 Haken und ist wegen der durch Corona beeinträchtigten Kundenbranchen mit einem „watch“ versehen.

URA Research verwendet bei seiner Anleiheanalyse eine standardisierte Methode, die sich ausschließlich an den Interessen der Investoren orientiert. Zu den Kunden zählen Vermögensverwalter und Family Offices.