

## **URA Monitoring vom 12.11.2021: die dritte Katjes-Anleihe (2019/2024)**

### **Ergebnis vor Sondererträgen deutlich verbesserungsfähig**

Dieser Anleihecheck betrifft die in 2019 emittierte Anleihe Katjes III 2019/2024 über 110 Millionen Euro.

#### **Geschäft:**

Die Katjes International GmbH & Co. KG („Katjes International“, im Folgenden kurz „Katjes“) ist zusammen mit der für die Süßwaren der Marke Katjes in Deutschland zuständigen Schwestergesellschaft Katjes Fassin GmbH & Co. KG sowie der Venture Capital-Gesellschaft Katjesgreenfood Teil der familiengeführten Katjes-Gruppe. Katjes International ist eine reine strategische Holding für sogenannte Fast Moving Consumer Goods in Westeuropa (im Wesentlichen Süßwaren wie Bonbons, Dragees, Fruchtgummi, Lakritz; außerdem neuerdings Hautpflegeprodukte). Die Emittentin ist damit abhängig von Erträgen und Ausschüttungen der Tochtergesellschaften. Die Anleihegläubiger sind daher gegenüber den Gläubigern der Tochtergesellschaften strukturell nachrangig. Katjes hat in den letzten Jahren als strategischer Investor zahlreiche führende etablierte Markenfirmen zu günstigen Preisen übernommen, zuletzt auch außerhalb des Süßwaren-Sektors. Mit diesen Akquisitionen sollen Synergiepotentiale in Einkauf, Produktion und Cross-Selling sowie durch die Übertragung von Management-Know-how realisiert werden, außerdem die Marken und die Nachhaltigkeit der Produkte (z.B. weniger Zucker, mehr vegane Inhalte) gestärkt werden. So vertreibt die Tochter Dallmann´s die Produkte der Tochter Bübchen. Töchter in Deutschland, die alle nicht unter der Marke „Katjes“ laufen, sind Piasten (Nr. 1 bei Schokolinsen), Dallmann´s (Nr. 1 bei Salbeibonbons in deutschen Apotheken) und Bübchen (Nr. 1 bei Hautpflegeprodukten für Kinder und Säuglinge). Auch die ausländischen Töchter Candy Kittens (GBR), Dulcioliva (ITL), Harlekijntjes (NDL) und Sperlari (ITL) sowie die nicht voll konsolidierte 23%-Beteiligung CPK (FKR), in die Katjes Ende 2018 ihre zuvor voll konsolidierten Töchter Continental Sweets / CSB (BEL) und Lutti (FKR) eingebracht hatte, sind in einzelnen Ländern und in einzelnen Süßwaren-Segmenten die Nr. 1 oder 2.

Die Katjes-Gewinne der letzten Jahre profitierten von einer regen Akquisitionstätigkeit. Wegen des aus verschiedenen Gründen niedrigen Kaufpreises der übernommenen Firmen entstand mehrmals ein hoher negativer Goodwill (Kaufpreis unter dem Buchwert des Eigenkapitals). Dieser wird lt. IFRS sofort im vollen Umfang über die GuV-Rechnung gewinnsteigernd verbucht, während er lt. HGB passiviert und gegebenenfalls später erfolgswirksam aufgelöst würde.

In 2020 stieg der Umsatz um 4% auf 218 Millionen Euro. Die Nachfrage war durch Corona kaum negativ beeinflusst. Die berichtete EBITDA-Marge übertraf mit 11,3% die prognostizierten 7 bis 8% und das mittelfristige Ziel von 10%. Rechnet man jedoch den nicht zahlungswirksamen Ertrag aus dem negativen Goodwill (Akquisition von Bübchen) heraus, so blieb nur noch eine bereinigte EBITDA-Marge von 4,0% übrig.

Im saisonal renditeschwächeren 1. Halbjahr 2021 stieg der Umsatz zwar akquisitionsbedingt um 25% auf 101 Millionen Euro (Konsolidierung der Tochtergesellschaft Bübchen seit Mai 2020), die bereinigte EBITDA-Marge erreichte aber nur noch 0,5% (inkl. des erfolgswirksamen negativen Goodwills aus der Akquisition von Dulcioliva waren es 3,1%). Die berichtete EBIT-Marge war mit -4,3% sogar deutlich negativ. Das Ergebnis war belastet durch stark gestiegene Verwaltungs- und auch Vertriebskosten. Der Free Cashflow war trotz einer deutlichen Verbesserung beim Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit negativ.

Für das Geschäftsjahr 2021 werden durch ein starkes 2. Halbjahr (Weihnachtssaison) ein Umsatz von 230 bis 250 Millionen Euro und eine EBITDA-Marge von 8 bis 9% angestrebt, noch unter dem mittelfristigen Ziel von 10%.

**Zinszahlung:**

Die um Sondereffekte bereinigte EBIT-Zinsdeckung per 30.6.2021 (annualisiert) ist als kaum ausreichend zu bewerten. Dagegen war der Cashflow vor Ertragsteuern und Zinsen in den letzten 5 Geschäftsjahren positiv und betrug im Schnitt das 2,2-Fache der Zinszahlungen. Damit sollten die künftigen 3 Zinszahlungen im April (jeweils 4,7 Millionen Euro) aus dem Cashflow und der vorhandenen Liquidität (zuletzt 23 Millionen Euro) möglich sein.

**Tilgung:**

Das Investorenvertrauen in Katjes ist hoch: Alle 3 bisherigen Anleihen (2011/2016, 2015/2020, 2019/2024) waren bei der Emission bereits deutlich überzeichnet; die beiden ersten Anleihen wurden vorzeitig zurückgezahlt. Sie notierten bis auf kurze Unterbrechungen stets über 102%. Katjes konnte daher im Juli 2015 die 1. Anleihe und im Mai 2019 die 2. Anleihe jeweils problemlos 1 Jahr früher mit Hilfe einer Folgeanleihe refinanzieren. Auch der Kurseinbruch auf 77% in der Corona-Krise wurde viel schneller als bei den meisten „Mittelstandsanleihen“ wieder aufgeholt.

Dabei ist die Kennzahl „Nettofinanzschulden zu EBITDA“ per 30.6.2021 (annualisiert und bereinigt um Sonderfaktoren) als kaum ausreichend zu bewerten. Der Free Cashflow (Mittelzufluss laufendes Geschäft inkl. Zinsergebnis minus Investitionssaldo) war in den letzten 10 Jahren nur in 2018, 2015 und 2013 positiv; selbst wenn man die Akquisitionen aus dem Investitionssaldo herausrechnet, war mit 2017 nur ein 4. Jahr positiv. In 2020 und 2019 war sogar der Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit (inkl. Zinsergebnis) schon negativ.

Wegen des verbesserungswürdigen Free Cashflows dürfte die Refinanzierung der am 12.4.2024 fälligen Anleihe wieder mit Hilfe einer Folgeanleihe erfolgen.

**Fazit:**

Katjes ist immer noch weit vom Erreichen des vor 9 Jahren ausgegebenen EBITDA-Ziels von 10% entfernt, wenn man die regelmäßig anfallenden sehr hohen Sondererträge durch preisgünstige Akquisitionen herausrechnet. Die Synergienutzung nach den zahlreichen Akquisitionen, neuerdings auch außerhalb des Süßwaren-Segments, scheint noch einiges Potential zu haben. Cashflow und vorhandene Liquidität dürften für die 3 ausstehenden Zinszahlungen reichen. , jedoch nicht für die Refinanzierung der Anleihe in 3 Jahren (110 Millionen). Die Refinanzierung der Anleihe in 3 Jahren (110 Millionen) dürfte wegen des meist negativen Free Cashflows wieder mit einer 4. Anleihe erfolgen. Hier muss Katjes darauf vertrauen, dass das Investorenvertrauen in den Markennamen „Katjes“, der übrigens nicht der Emittentin, sondern der Schwestergesellschaft Katjes Fassin gehört, weiterhin so hoch bleibt wie bisher.

Die Bewertung durch das Scoring von URA Research, den URA Emissions Check, liegt bei 1 Haken (Notation „hohe Risiken“; von max. 5 Haken), genau an der Grenze zu 2 Haken.

*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.*