

Upfield B.V.

Rama macht das Frühstück gut

Text: Bieber, FAM Frankfurt Asset Management

Nicht nur als Brotaufstrich kann „Rama“ eine Bereicherung darstellen. So versprechen die Corporate High Yields des weltgrößten Margarineherstellers Upfield B.V., zu dessen Marken neben Rama auch Becel, Flora, Lätta usw. gehören, eine Endfälligkeitsrendite von immerhin 6,5% p.a. Gehen die Pläne des Managements auf, sind bei entsprechendem Anlagerisiko kurz- bis mittelfristig auch noch höhere Renditewerte drin.

Upfield ist das typische Beispiel eines primären Leveraged Buyouts (LBO) einer Private Equity Gesellschaft. Das Unternehmen verfügt über ein Portfolio von über 100 Marken, die verschiedene Zielmärkte, Zielgruppen und Preisklassen abdecken und in insgesamt 95 Ländern vertrieben werden. Sehr bekannt sind neben den bereits genannten Brands u.a. Blue Band, ProActiv, Bertolli oder Country Crock. Die Cash-Generierung von Upfield ist hoch, da die EBITDA-Marge bei einer gut investierten Anlagevermögensbasis (17 Fertigungswerke weltweit) deutlich über 20% beträgt.

Entstanden ist Upfield 2018 im Zusammenhang mit dem Spin-Off des Brotaufstrichgeschäfts der Unilever-Gruppe, zu der dieser Bereich seit Gründung im Jahr 1929 gehörte. Ein Übernahmeveruch durch Kraft Heinz im Februar 2017 veranlasste Unilever dazu, das gesamte Produktportfolio zwecks Steigerung der Aktionärsrendite zu überprüfen. Die Umsätze des Segments waren in den Jahren zuvor aufgrund abnehmenden Brotkonsums und zunehmender Beliebtheit al-

ternativer Brotaufstriche leicht rückläufig, weshalb der britische Konsumgüterhersteller nicht mehr bereit war, in das Wachstum des Margarinegeschäfts zu investieren. Upfield wurde zum Verkauf angeboten und der Finanzinvestor KKR erwarb Unilevers Brotaufstrichsparte im Juli 2018 für fast sieben Milliarden Euro im Rahmen eines LBOs mit einem anfänglichen Nettoverschuldungsgrad von 7,5x und einem Eigenkapitaleinsatz von knapp 2 Mrd. Euro.

Strategische Ausrichtung und Wachstumstreiber

Als weltweit größter Hersteller von Margarine und anderen pflanzlichen Brotaufstrichen erzielt Upfield in diesem Segment bereits jetzt einen doppelt so hohen Umsatz wie der stärkste Wettbewerber Danone. Die Gruppe setzt auf den Trend der gesunden Ernährung und der zunehmenden Verbraucherpräferenz hin zu pflanzlichen und veganen Lebensmitteln, indem sie ihre stärksten Marken um milchfreie, pflanzenbasierte Milchersatzprodukte erweitert. Der Fokus liegt hierbei auf pflanzlichen Butter-, Sahne- und veganen Käsealternativen. Ein wichtiger Schritt in diese Richtung war im Oktober 2019 die Akquisition von Arivia, dem griechischen Weltmarktführer für vegane Käsealternativen unter der Marke Violife. Die größte Wachstumsfantasie wird jedoch im Markt für Fleischersatz gesehen.

Angesichts der Unterinvestitionen von Unilever in das Margarinegeschäft und des strukturellen Nachfragerückgangs aus den



Philipp Bieber,
CFA, Portfoliomanager,
FAM Renten Spezial

Industrieländern investiert das Management als operativer Wachstumskatalysator kurz- bis mittelfristig 175 Mio. Euro für Marken- und Marketinginitiativen. Diese Initiativen umfassen insbesondere

- die Veränderung der Wahrnehmung von Margarine durch die Verbraucher sowie die Hervorhebung der gesundheitlichen Vorteile und der natürlichen Qualität der Kernproduktpalette im Vergleich zu Butter, verbunden mit einer Neugestaltung der Verpackung dieser Produkte,
- die Entwicklung des Markenportfolios und der Preisarchitektur für Schlüsselmarken,
- die Fokussierung auf den Geschmack gewisser Marken durch verbesserte Rezepturen und die Erhöhung des Fettgehalts in bestimmten Produkten.

Zudem ist eine Erhöhung der Marktdurchdringung in Schwellenländern, auf die bisher nur ein geringer Umsatzanteil entfällt, geplant. Gleichzeitig werden Wachstumschancen im globalen Lebensmittelsektor außerhalb des Einzelhandels gesehen. Mittelfristig sind darüber hinaus Kosteneinsparungen und Margenverbesserungen in Höhe von insgesamt 200 Mio. Euro in den Bereichen Einkauf, Herstellung, Lieferkette, Marketing und Vertriebsgemeinkosten eingeplant.



Operative Wende eingeleitet

In Europa wurde die Zahl der Artikel von 2.500 mittlerweile um die Hälfte und die Anzahl der verschiedenen Margarinerezepturen von 900 auf heute nur noch rund 50 reduziert. Dies wird vom Handel begrüßt und hat zu einem erhöhten Absatz geführt. Nach über einer Dekade mit abnehmenden Umsätzen konnten diese seit der Übernahme durch KKR im ersten vollen Geschäftsjahr 2019 wieder gesteigert werden – und zwar mit aufeinanderfolgenden Wachstumsquartalen. Die komplexe Trennung von Unilever wurde bis zum Sommer 2020 u.a. mit dem Aufbau eines neuen ERP- und IT-Systems erfolgreich und komplett vollzogen, auch wenn hierbei erhebliche Separierungs- und Restrukturierungskosten angefallen sind. Die operative Strategie des Unternehmens konzentriert sich aktuell insbesondere auf eine Beschleunigung des digitalen Marketings, die

Einführung von E-Commerce-Initiativen und den Eintritt in neue Märkte und Kanäle (z. B. Indien und Fast Food).

Hoher Verschuldungsgrad als aktueller Pferdefuß

Aufgrund der vorgenannten einmaligen Kosten und Akquisitionsausgaben ist der Verschuldungsgrad von Upfield jedoch weiterhin hoch. Nach Berechnungen der Ratingagenturen lag er zum Jahresende 2020 bei knapp 8x. Für das laufende sowie die kommenden Geschäftsjahre wird mit dem Wegfallen von Abspaltungskosten und einer Stabilisierung des Umlaufvermögens allerdings mit einem positiven Free Cashflow gerechnet.

Fazit

Der derzeit noch hohe Verschuldungsgrad und die schwache Cash-Generierung aufgrund der Separierung sind es dann auch,

die zu einer aktuellen Benotung der nachrangigen Upfield-Anleihe (5,75% SIGHCO 05/2026) zwischen lediglich B- und CCC+ durch die drei großen Ratingagenturen führen. FAM ist vom Investment in die Anleihe überzeugt aufgrund der klaren Marktführerschaft des Unternehmens in einem defensiven Sektor mit hoher Gewinnmarge und starker Cash-Generierung, der bereits erfolgreich vollzogenen Separierung vom Unilever-Konzern, der demonstrierten Fähigkeit zur Umsatzsteigerung seit der Übernahme, dem positiven strukturellen Wachstumstrend für pflanzenbasierte Ernährung und last but not least dem substanziellen Eigenkapitalinvestment von KKR. Aus diesen Gründen rechnet die FAM mit strategischen, operativen und finanziellen Fortschritten sowie einem nachhaltig profitablen Wachstum und daraus folgend einer graduellen Entschuldung von Upfield. Der aufs Jahr umgerechnete Ertrag eines Investments in die bis Mai 2026 laufende Schuldverschreibung mit der WKN A19Z93 könnte dank vorzeitiger überdurchschnittlicher Kursgewinne bei lediglich kurz- bis mittelfristiger Haltedauer deshalb sogar signifikant über die aktuelle Endfälligkeitsrendite von 6,5% hinaus ansteigen.

Kursverlauf Sigma Holdco/Upfield



Quelle: Bloomberg

Eckdaten der Sigma Holdco/Upfield-Anleihe

Name/Bezeichnung	WKN	Rating	Laufzeit	Kupon	Kurs	Rendite
Sigma Holdco B.V.	A19Z93	B- / B- / Caa1	15.05.26	5,750%	97,47	6,5%

Stand: 24.04.2021, Handelbarkeit für Privatanleger möglicherweise eingeschränkt, Stückelung: 100.000 Euro

DISCLAIMER

Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleine Grundlage für solche Transaktionen sind die Vertragsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.

Fremdkapitalstruktur

Barmittel	351
Betriebsmittellinie (700m Euro)	675
Besicherte Kreditlinien	4.346
Unbesicherte Anleihen	1.093
Nettoschulden	5.763
Proforma normal. EBITDA	725
Nettoverschuldungsgrad	7,9x

in Mio. Euro, Stand: 30.09.20