

„Italiener, die Schnaps beschützen“ Guala Closures S.p.A.

Ja, es stimmt: Die Überschrift klingt erstmal nach Al Capone während der Prohibitionszeit. Diese Italiener betreiben aber legale „Schutzmaßnahmen“. Aus risikoadjustierter Perspektive ist es damit sicherlich besser als das klassische Geschäftsmodell von Mafiosi.

Wir beschäftigen uns heute mit dem italienischen Hersteller von Flaschenverschlüssen Guala Closures S.p.A. („Guala“).

Geschäftsmodell

Guala ist Weltmarktführer für Aluminiumverschlüsse für Schnaps, Wein und sonstigen Flaschen. Im Wesentlichen stellt die im Piemont beheimatete Firma 5 Produktkategorien her. Etwas über 40% des Umsatzes wird durch Sicherheitsverschlüsse oder auch sogenannte „non-refillable closures“ (deutsch: nicht wiederbefüllbar) generiert. Das kennt man beispielsweise von Whiskeyflaschen, die man mit einem lauten „Knack“ aufdreht und der aufdrehbare Deckel sich dann nicht mehr mit dem unteren Teil (dem Rock / Mantel) verschließen lässt. 19% des Umsatzes machen Aluminiumdrehverschlüsse für Weinflaschen aus. Weitere 29% sind sogenannte „Roll-On“ Aluminiumverschlüsse, die man beispielsweise von San Pellegrino Glaswasserflaschen kennt. Die letzten 10% des Umsatzes kommen zum einen aus Luxusverschlüssen, also aufwendig verzierten, oftmals größeren Verschlüssen und zum anderen aus Pharma- oder Nahrungsmittelverschlüssen.



Safety



Luxury



Wine

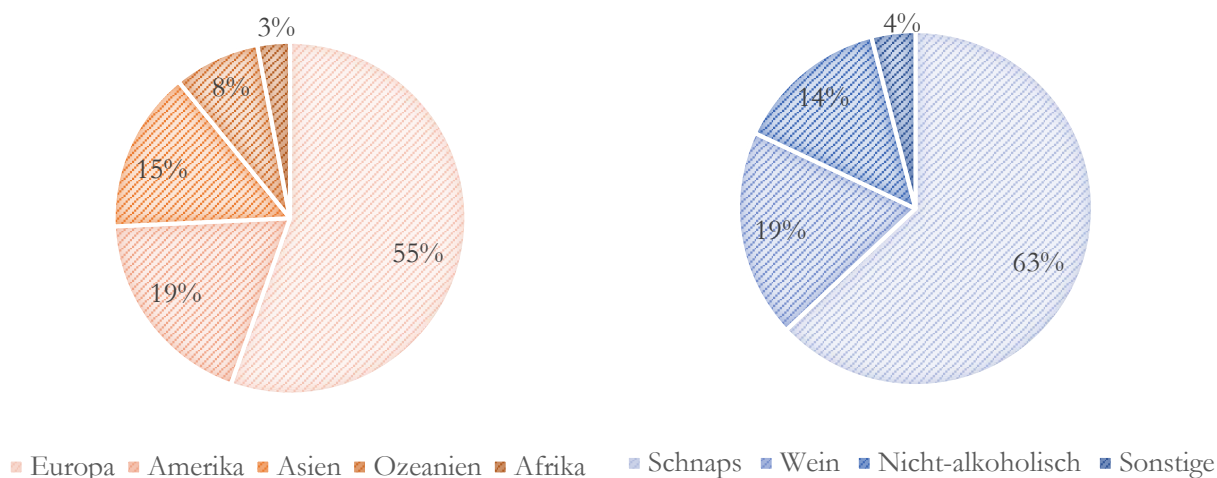


Roll-on



Others

Umsatzverteilung nach Geografie und Anwendungsfall



Guala gibt es bereits seit 1954 und ist heute auf 5 Kontinenten mit 29 Produktionsstätten vertreten. 2018 erwirtschaftete die Firma knapp €543m Umsatz und ein adjustiertes EBITDA von €105m. Von 2008 bis 2018 war das Unternehmen unter Eigentümerschaft des Private Equity Fonds „aPriori“¹ und konnte durch eine sauber exekutierte Buy & Build Strategie zu einer dominanten Größe auf dem Weltmarkt heranwachsen. Von 2008 bis 2018 kaufte Guala 13 kleinere Wettbewerber hinzu. CEO Marco Giovannini ist seit 1998 beim Unternehmen und ist maßgeblich dafür verantwortlich, dass das Unternehmen ein eigentliches „Commodity“-Produkt in eine unabdingliche Value-Add Komponente für die Getränkeindustrie verwandelte.

In Zahlen stellt sich das Geschäftsmodell wie folgt dar. Es fällt die für dieses Produkt überraschend hohe EBITDA Marge bei gleichzeitig verhältnismäßig geringen Investitionskosten auf. Insbesondere die Instandhaltungsinvestitionen (Maintenance Capex) fallen im Verhältnis zum Umsatz gering aus.

nn €m	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019e	FY2020e	FY2021e
Sales	487,8	520,5	500,3	534,8	543,1	578,7	623,8	638,0
% growth	-1,3%	6,7%	-3,9%	6,9%	1,5%	6,6%	7,8%	2,3%
EBITDA adj.	94,9	105,7	100,5	110,6	104,5	118,5	127,3	143,0
% of sales	19,4%	20,3%	20,1%	20,7%	19,2%	20,5%	20,4%	22,4%
Capex	33,8	22,7	31,3	28,9	36,0	36,5	36,5	35,0
% of sales	6,9%	4,4%	6,3%	5,4%	6,6%	6,3%	5,9%	5,5%
thereof maintenance capex	13,5	9,1	12,0	11,0	15,0	14,6	14,6	14,0
% of sales	2,8%	1,7%	2,4%	2,1%	2,8%	2,5%	2,3%	2,2%

Quelle: S&P Capital IQ

Qualität des Unternehmens

Die erzielte Marge und Stärke des Geschäftsmodells versteht man erst, wenn man sich mit einer wichtigen Besonderheit der globalen Schnapsindustrie beschäftigt. Schnaps ist das am vierthäufigsten gefälschte Produkt der Welt. Davor ordnen sich nur noch Audio/Video, Mode und Pharma ein. 12% des globalen Schnaps sollen laut Branchenverband INDICAM gefälscht sein. Das kann zum einen durch das Wiederbefüllen von Originalflaschen geschehen, zum anderen durch eine möglichst originalgetreue Kopie

¹ Die ehemalige Private Equity Abteilung von Credit Suisse

der Flaschen, Etiketten und Verschlüsse. Das Problem ist besonders in Osteuropa, Lateinamerika, Asien und Afrika groß.

Die komplexen und zahlreich patentierten Verschlüsse von Guala sind einer der effektivsten Schutzmechanismen für die globalen Markenhersteller. Wir haben es vorher auch nicht gehant, aber bspw. das Verschlussmodell „1612A“ von Guala besteht aus 9 verschiedenen Sicherheitskomponenten, von denen einige von außen nicht zu erkennen sind. (wen es interessiert, dem schicken wir gerne eine technische Abbildung davon zu). Diese Technik macht es natürlich unmöglich eine Flasche mit dem Originalverschluss wieder zu verschließen. Selbst wenn es ein professioneller Fälscherbetrieb schaffen würde, die Verschlüsse perfekt zu kopieren, würde es ihm vermutlich zu teuer sein. Nun sind diese komplexen Verschlüsse natürlich teurer als Standardverschlüsse und Konzerne wie Pernod Ricard, Diageo und Bacardi (übrigens alles Kernkunden von Guala) achten genau auf ihre Kosten. Die Rechnung für die Markenhersteller ist aber ganzheitlicher als der Deckungsbeitrag pro Flasche. Wenn ein Konsument eine Flasche gefälschten Johnnie Walker erwischt und am nächsten Tag wegen schlechter Qualität mit stärkeren Kopfschmerzen als sonst aufwacht, dann wird er beim nächsten Mal zu einer anderen Marke greifen. Dieser Verlust von Kunden kostet viel mehr als ein paar Cent Aufschlag für einen Sicherheitsverschluss. Guala trägt also mit einer im Gesamtkontext eher billigen Komponente viel zur Markenhygiene der großen Hersteller bei. Jetzt überrascht die hohe EBITDA Marge von Guala plötzlich nicht mehr.

Guala hat sich über die Jahre hinweg nicht nur mit M&A sondern auch durch Technologieführerschaft von der Konkurrenz abgesetzt. 60% des Marktes für Sicherheitsverschlüsse von Schnapsflaschen gehören Guala. Obwohl das Unternehmen sechs Mal so groß ist wie der nächste Wettbewerber, ruht sich niemand aus. Vor kurzem hat Guala in Kooperation mit Malibu Likör den ersten RFID Chip integrierten Verschluss auf den Markt gebracht.

All diese Dynamiken sorgen dafür, dass das Unternehmen organisch, bei konstanten Wechselkursen zwischen 5-10% p.a. wächst. 2018 konnten beispielsweise 6,5% organisches, währungsadjustiertes Wachstum verbucht werden. Das Jahr 2019 begann im ersten Quartal ebenfalls dynamisch mit 7,1% organischer, währungsadjustierter Umsatzsteigerung.

Wachstumstreiber

Der Schnapsmarkt an sich ist in der westlichen Welt nicht sonderlich berauschend. Die großen Mainstream Produkte wachsen mit der Inflation hauptsächlich durch allmähliche Preiserhöhungen. Die großen Hersteller generieren Wachstum darüber hinaus durch Verkomplizierung der Produktpalette und das damit sauberere Abschöpfen der Zahlungsbereitschaft von Konsumenten. (Hat einer unserer Leser noch einen Überblick darüber wie viele verschiedene Labelfarben Johnnie Walker mittlerweile hat?).

Guala gewinnt aber noch auf mehreren Ebenen. Immer mehr Hersteller erkennen, dass man Sicherheitsverschlüsse überall verwenden sollte. Der Markt ist immer noch relativ fragmentiert und hat Standardisierungspotential. Ballantine's Whiskey hatte sich beispielsweise dazu entschlossen global nur noch eine Art Verschluss (nämlich einen Sicherheitsverschluss) zu verwenden. Das können nur sehr wenige Verschlussproduzenten darstellen. Der fragmentierte Markt bietet sich auch weiterhin für eine Buy & Build Strategie an. Die jüngste Akquisition der schottischen UCP brachte zum Beispiel Johnnie Walker als neuen Kunden in die Guala Gruppe. Außerdem konnten gleich erhebliche Einkaufssynergien gehoben werden. UCP kaufte zuvor Aluminiumplatten in allen möglichen Größen ein. Guala hingegeben kauft ganze Rollen und schneidet diese selbst zu. Wenn man in ausreichenden Mengen produziert, ist dies signifikant günstiger.

Über Wein haben wir auch noch nicht gesprochen. Bei Aluminiumdrehverschlüssen hält Guala ebenfalls 30% des Weltmarktes. Die Penetration von Drehverschlüssen steigt an. Weltweit liegt diese heute bei ca. 22%. Das Potenzial ist groß. In China beispielsweise liegt die Drehverschluss-Penetration bei 8% - in UK, Australien oder Deutschland hingegen bei 85%, 70% bzw. 44%.

Bewertung

Wettbewerber und Verpackungshersteller wie Amcor, Orora oder Berry Global handeln zwischen 8-11x (13-15x) 2019e EBITDA (EBIT). Das impliziert für Guala bei einer für das Jahresende 2019 erwarteten

Nettoverschuldung von ca. €450m einen Aktienpreis zwischen €7-12. Dies entspricht einer Upside zum aktuellen Aktienkurs (€6,35) von +10% bis +90%.

Wenn man aber die Vergleichsgruppe auf Basis, der dem Geschäftsmodell zugrundeliegenden Qualität erweitert, sind Duft- und Geschmacksstoffhersteller wie Symrise, IFF oder Givaudan auch gute „Comps“ für Guala. Folgende Gemeinsamkeiten lassen sich festhalten:

- die Produkte werden in robusten, unzyklischen Endmärkten abgesetzt (es gibt einige direkte Überschneidungen bei Kunden im Getränke-segment)
- organische Wachstumstreiber führen längerfristig zu mittlerem bis hohem einstelligen Umsatzwachstum
- es lassen sich eine nachhaltige EBITDA-Marge um 20% und hohe Free Cash Flows erwirtschaften
- die Produkte machen einen kleinen Teil der Gesamtkosten der Endprodukte aus, liefern aber einen signifikanten Beitrag zur Kundenwahrnehmung
- einmal installiert sind die Produkte nur schwer ersetzbar, ohne die Kundenwahrnehmung zu beeinflussen
- es gibt interessante Buy-and-Build Chancen

Bei allen Gemeinsamkeiten unterscheiden sich die Sektoren aber erheblich bei der Bewertung. Symrise handelt bspw. zu 19x EBITDA und 27x EBIT (2019e). Guala liegt hier bei 7,5x und 11x.

Interessant ist aber auch, dass die Firma bei einer Bewertung von etwas über 7x EBITDA und einer Leverage Ratio (Nettoverschuldung / EBITDA) von 4x aktuell aussieht wie ein Private Equity Deal aus dem Lehrbuch (vielleicht etwas konservativ gehebelt). Allein der Entschuldungsprozess sollte über die nächsten 3-4 Jahre eine Rendite von fast 20% p.a. abwerfen – man bräuhete also nicht einmal ein Multiple Re-rating. Wir haben auch mit Bankern gesprochen und hörten, dass man mit bis zu 7x Leverage bei einer kompletten Übernahme der Firma rechnen könnte. Das heißt man könnte für das Unternehmen noch erheblich mehr als den heutigen Börsenwert bezahlen und trotzdem noch eine gute Rendite erwarten.

Wie konnte diese Opportunität entstehen?

Wir glauben, dass wir es zunächst mit einem missglückten Private Equity Exit zu tun hatten, auf den dann noch ein paar ungünstige Entwicklungen folgten. Private Equity Fonds haben typischerweise eine Laufzeit von 10 Jahren. Nachdem Guala im Jahr 2008 erworben wurde, musste der Exit Druck im Jahr 2017 sukzessive zugenommen haben. Es muss zwar einige interessierte Parteien gegeben haben, wenn man die Nachrichten von Ende 2017 liest, aber eine Einigung konnte wohl nicht rechtzeitig erzielt werden². So landete das Unternehmen in einer, vermutlich mit CEO Giovannini assoziierten, italienischen Special Purpose Acquisition Company (SPAC). SPACs sind in Italien gängige börsennotierte „Cash-Boxen“, über die Unternehmen quasi durch die Hintertür an der Börse landen. SPACs werden normalerweise zum einen von eingesessenen italienischen Industriellenfamilien, zum anderen von Privatanlegern finanziert. Als Guala im August 2018 dann an die Börse kam, war der Auftakt denkbar schlecht. Das Unternehmen wurde zum einen von hohen Aluminiumpreisen getroffen, zum anderen waren die Weinmärkte in Ozeanien durch schlechte Ernten belastet. (Die Aluminiumpreise hat Guala bereits im 1. Quartal 2019 durch Preiserhöhungen sogar überkompensiert.) Beide Themen drückten aber damals die Marge temporär unter die üblichen 20%. Eine solche Situation kurz nach dem Börsenauftritt sah denkbar dämlich aus. Die Aktie war noch nicht in der Breite bei europäischen Fondsmanagern platziert und viele Anleger wurden aus der Aktie geschreckt, ohne dass es inkrementelle Käufer gab. Der Preis sackte von ursprünglich €10 auf bis zu €5,34 im November 2018 ab. Mit den ersten Quartalsergebnissen 2019 hat sich der Preis bei etwas über €6 ein wenig stabilisiert.

Naja - sich auf weitere Prozente zu freuen, macht bei dieser Idee irgendwie Sinn...

² <https://www.reuters.com/article/guala-closures-ma/italys-guala-boss-puts-auction-on-hold-with-own-bid-plan-sources-idUSL8N1O44O6>

DISCLAIMERS

No Offer or Advice. The information contained herein has been prepared solely for informational purposes and is not an offer to sell or purchase or a solicitation of an offer to sell or purchase an interest in any securities. CCA reserves the right to change, modify, add or remove portions of any content at any time without notice and without liability. Those who access this do so at their own initiative. You acknowledge that the content of this document is for general, informational purposes only and is not intended to constitute an offer to sell or buy any securities or promise to undertake or solicit business, may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. We do not provide investment or other advice, and this is not to be deemed a recommendation that anyone buy, sell or hold any security or other investment or that you pursue any investment style or strategy. You should consult with your own advisers with respect to your individual circumstances and needs.

No Warranties or Liability. We are not responsible for any damages that result from your use of this information. We have compiled this in good faith and while we use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information, this is provided on an "as is" basis with no warranties of any kind. We do not warrant that the information is accurate, reliable, up to date or correct. Your use of this information is solely at your own risk.

Confidentiality. This information is confidential. Recipients may not disclose any of this information to any person or use it for any purpose other than those permitted by us in writing. Information in this document is exclusively directed towards professional investors domiciled in Germany according to section 31a of the Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG). Investment advice and investment brokerage according to section 1 paragraph 1a No. 1a German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG) will be provided for the account and under the liability of BN & Partners Capital AG according to section 2 paragraph 10 German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG). BN & Partners Capital AG has the required authorisation of Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) according to section 32 German Banking Act.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Diese „WM“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese „WM“ ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen. Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.

Datum: 15. Juli 2019. Herausgeber: CCA GmbH / Eschersheimer Landstraße 1-3/ 60322 Frankfurt handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.