

06.07.2004

Analyse über: **SEKTKELLEREI SCHLOSS WACHENHEIM**
Ereignis: Neue Präsentation

Unternehmensprofil	Markt u. Wettbewerb	Entwicklung 03/04	Perspektiven	Bilanz	highlights	Bewertung
--------------------	---------------------	----------------------	--------------	--------	------------	-----------

Fairer Wert:	14 €
Kurs:	8,3 €
Jahres Hoch/Tief:	8,50 € / € 6,00
ISIN:	DE0007229007
Segment:	General Standard
Wichtige Handelsplätze:	Stuttgart, Frankfurt
Geschäftsjahr:	1.7 – 30.6.



Börsenkapitalisierung:	65,7 Mio. €
Aktienanzahl:	7,92 Mio. Stk.
Aktionärsstruktur:	
Günther Reh AG	70,02%
Free Float	29,98 %

	02/03	03/04e	04/05e	05/06e
Umsatz	404	380	330	345
Ebitda	24,9	22,5	28	32
Ebit	12,8	10,2	20,5	25
Zinsen	4,8	4,6	4,2	3,8
good-will-Afa	4,4*)	0	0	0
EAT	1,7**)	7,2	9,5	10,5
EPS in €	0,7**)	0,9	1,2	1,32

zur besseren Vergleichbarkeit wurde 02/03 ebenfalls die Anwendung der neuen IAS/HGB-Bilanzierungsmethode unterstellt

*)würde nach IAS entfallen

**) Ausweis aufgrund früherer (damals gültiger) HGB-Bilanzierung

Beteiligungserträge (in Mio. Euro)

	02/03	03/04 e	04/05 e
CEVIM	0,97	2,5	4,0
AMBRA	2,41	2,0	3,0

Unerkannter Weltmarktführer

Schritt für Schritt hat die Familie Reh diesen Status erreichen können: Seit der Übernahme der Gesellschaft im Jahr 1995/96 wurde kontinuierlich auf dieses Ziel hingearbeitet. Der Umsatz betrug damals gerade mal 28 Mio. Euro und hat heute eine Höhe von knapp 400 Mio. Euro erreicht.

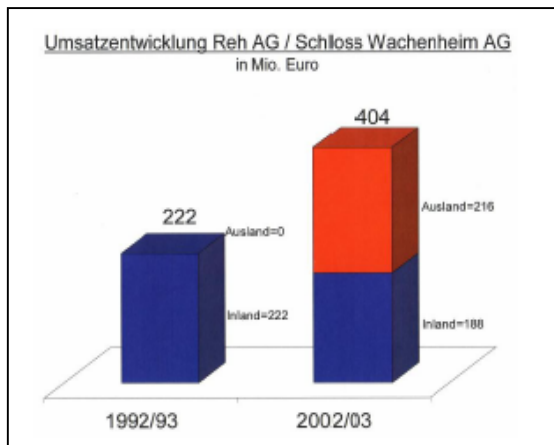
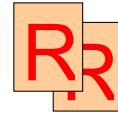
Die Erfolgsstory begann mit Einführung der Marke „Faber“ im Jahr 1972, bereits sieben Jahr später war dies der meistverkaufte Sekt in Deutschland. Auf dieser soliden Basis begann das Management, sich im nahen Ausland nach interessanten Beteiligungen umzusehen. In Frankreich wurde die Holding CEVIM (Compagnie Européenne des Vins Mousseaux S.A.) bis 2002 gemeinsam mit der Bacardi-Martini-Gruppe geleitet; zwischenzeitlich wurde deren Beteiligung erworben, sodaß CEVIM heute zu 100 Prozent zu Sekt Wachenheim gehört. Außerdem wurde die meistverkaufte Sektmarke „Charles Volner“ erworben und damit rückte Sekt Wachenheim auch in Frankreich zum größten Sekt- und Schaumweinersteller auf.

An der kleinen österreichischen Sektkellerei „Schlumberger“ hält Sekt Wachenheim eine Beteiligung von 10% am stimmberechtigten Aktienkapital. Diese Beteiligung wird ab 1.1.2005 besonders interessant werden, da ab diesem Zeitpunkt in Österreich die Sektsteuer wegfällt und dadurch zu wesentlich konkurrenzfähigeren Preisen angeboten werden kann.

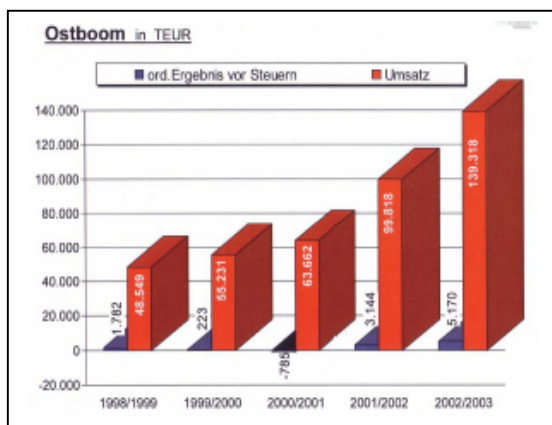
In 1993 wurden die Aktivitäten in Polen aufgenommen, wo Sekt Wachenheim heute der größte Anbieter ist: Zwar wurde das Wodka-Geschäft inzwischen wieder aufgegeben, doch die Tochter „AMBRA S.A.“ liefert zahlreiche marktführende Produkte im Bereich Sekt, Wein und Wermut. Der geplante Börsengang - spätestens im Q1/05 - ist eine logische Konsequenz des ausgezeichneten Standings in Polen.

In Rumänien hat Sekt Wachenheim ebenfalls den Fuß sicher auf dem Boden: Innerhalb von drei Jahren wurde „Karom Drinks S.R.L“ (Beteiligung: 56%) der zweitgrößte Anbieter in der Branche. Mit dem Kapital, das durch den polnischen Börsengang von Sekt Wachenheim eingenommen wird (etwa 40 Mio. Euro) sind u.a. weitere Expansionen in Russland und Rumänien geplant.

Durch die höheren Beteiligungserträge, die Umstellung der Bilanzierungsmethode sowie Restrukturierungsmaßnahmen wird sich im kommenden Geschäftsjahr eine nennenswerte Ergebnisverbesserung einstellen. Die AG hat zwar eine unterdurchschnittliche Eigenkapitalquote, diese rechtfertigt jedoch nicht den enormen Bewertungsabschlag. Kurse im Bereich von 14 -17 Euro erscheinen auf mittelfristige Sicht erzielbar zu sein.

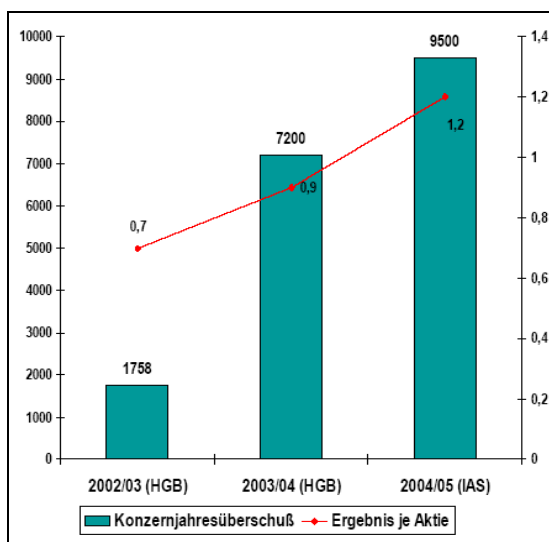


Quelle: Sekt Wachenheim



Quelle: Sekt Wachenheim

Entwicklung Konzernergebnis - Gewinn je Aktie



Markt u. Wettbewerb

In Deutschland ist der Wachenheim-Konzern Nummer zwei in der Sektherstellung, dicht angefochten von den Oetker-Marken (Henkell, Metternich, Rütgers, Carstens etc.). Die Rotkäppchen/Mumm-Gruppe (Familie Eckes) ist Marktführer. Wachenheim hat in 2002/03 Marktanteile von 22,9 auf 21,5 % zurückgefahren. Die Zahl der insgesamt verkauften Flaschen ist im Sektmarkt in Deutschland in den letzten 11 Jahren um fast 30 % gefallen.

Bei der Expansion in die Ostländer setzt Sekt Wachenheim hauptsächlich auf junge Unternehmen, die vom Stammhaus hinsichtlich Marketing, Vertrieb und Technologie unterstützt werden. Flexibilität und schnelle Umsetzung von Entscheidungen sind hier die Stärken der Trierer, die sie von der Konkurrenz unterscheiden.

Entwicklung 03/04

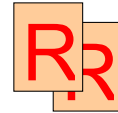
ENTWICKLUNG IM ERSTEN HALBJAHR 03/04

Der heiße Sommer 2003 beeinflusste das Konsumverhalten hinsichtlich alkoholhaltiger Getränke in Deutschland negativ; die Umsatzeinbußen konnten jedoch durch das traditionell gute Geschäft zu Weihnachten und zum Jahreswechsel teilweise wieder ausgeglichen werden.

In Frankreich konnte durch die Übernahme der Marke Charles Volner und die Erhöhung der Anteile an der CEVIM auf 100% der Umsatz insgesamt um 10,7% ausgeweitet werden. Ganzjährig ist in Frankreich ein Umsatz von ca. 90 Mio. Euro zu erwarten.

Obwohl der osteuropäische Markt sich insgesamt erwartungsgemäß gut entwickelte, hat sich durch Währungsumrechnungen der Umsatz um 5,5% reduziert.

In Deutschland wird das Ergebnis nicht weiter wachsen können, sondern - um das Ergebnis von 1 Million Euro (bei einem Umsatz von 175 Millionen) zu halten - muß weiter Personal abgebaut werden. Durch die Aufgabe des Wodka Geschäftes in Polen wird der Umsatz um 6 % zurückgehen. Da auch die HGB-Richtlinien hinsichtlich der Markenabschreibung genauso verändert wurden, wie bei der IAS Methode, wird der Jahresüberschuß deutlich von 1,7 auf 7,2 Mio. Euro ansteigen (vgl. gegenüberstehendes Chart).



Perspektiven

ERWARTUNGEN FÜR 2003/2004

Rationalisierungsmaßnahmen und eine Straffung der Produktpalette sollen der schwachen Konjunktur in Deutschland entgegenarbeiten.

Die Ergebnisse aus den ausländischen Töchtern und Beteiligungen, die immerhin einen Anteil von über 53% am Gesamtumsatz erbringen, sind differenziert zu sehen: So wird durch die Aufgabe des Wodkageschäftes in Polen mit einem Umsatz- und Ertragsrückgang von ganzjährig etwa 20% zu rechnen sein, nach ca. 115 Mio. Euro in 02/03 (gut 30%). Frankreich wird jedoch durch die neu hinzugekommenen Anteile „Charles Volner“ die Ertragskennzahlen deutlich wachsen lassen, hier wird ein Ergebnis von etwa 2,5 (0,97) Mio. Euro erwartet.

Bei dem reduzierten Umsatz von ca. 380 Mio. Euro ergibt sich schon ein deutlich gestiegenes Ergebnis je Aktie von 0,9 (0,7) Euro. Eine höhere Ausschüttung wird es höchstwahrscheinlich nicht geben, da das Unternehmen eine Verstärkung der Eigenkapitalbasis notwendig hat.

AUSSICHTEN FÜR 2004/2005

In der Gruppe ist über das Jahr 2004/05 aufgrund von Synergie-Effekten in Frankreich und der Stabilisierung des polnischen Zloty im Zielkorridor vor der Einführung des Euro in Polen und der Konsumerholung im Zuge des allgemeinen Wirtschaftsaufschwunges mit einer Tendenzwende im Umsatz und ca. 30 % höheren Erträgen auszugehen.

Mit 1. Juli 2004 wird die Rechnungslegung auf IAS / IFRS umgestellt werden. Die Ergebniskalkulation auf 1,20 Euro im laufenden Geschäftsjahr ist deshalb so transparent, weil zur Hauptversammlung im Feb. 04 die erwarteten Jahresüberschüsse für die einzelnen Beteiligungen für das kommende Jahr offen gelegt wurden. Der größte Ergebnisanstieg wird sich in Frankreich mit einem Zuwachs von 60% und einem Wachstum von 50% in Polen ergeben (vgl. Seite 1).

Sekt Wachenheim erwartet, dass das Geschäftssegment „entalkoholisierte Getränke“ immer größere Bedeutung erlangen wird. Deshalb werden auch die

bereits bestehenden Kapazitäten der Produktionsstätten in Deutschland ausgeweitet werden und arbeitet im Drei-Schicht-Betrieb. Märkte für diese Artikel sind neben Deutschland auch die angloamerikanischen Länder sowie Skandinavien. Für das erste Quartal 2005 ist ferner der Börsengang der polnischen Tochter AMBRA S.A. geplant, mit einem Teil des dadurch zufließenden Geld soll die Kooperation mit der russischen Sektellerei „KORNET“ ausgeweitet werden; dieses Unternehmen hat eine Tradition, die bis in die Zarenzeit zurück reicht und eine starke Position im russischen Markt. Produkte von KORNET sollen auch im deutschen Markt angeboten werden.

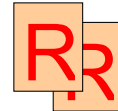
AUSSICHTEN FÜR 2005/2006

Schwergewicht der Umsatz- und Ertragsausweitungen wird weiterhin der Ost-Markt bleiben, da hier ein Nachholbedarf an westlichen Konsumgewohnheiten einerseits und aufgrund steigender Einkommen eine wachsende Konsumfähigkeit zu erwarten sind. Dabei spielt die Bevölkerungsstruktur eine große Rolle: Der Prozentsatz an jungen Menschen ist wesentlich höher als in Westeuropa, wovon sich auch Sekt Wachenheim ein großes Potential und einen dynamischen Markt erhofft.

Geplant ist, die führende Marktstellung im Bereich Wein- und Sektindustrie weiter auszubauen. In Deutschland will Sekt Wachenheim mittelfristig verstärkt in die Weinbranche expandieren und den Umsatzanteil von 7% (2002/03) in Richtung 25% vom Umsatz zu steigern.

Bilanzqualität

Bei im Markt eingeführten Marken sind die cash-flows gut zu kalkulieren. Mit 18% Eigenkapital sollte der Konzern die beiden ertragsstarken Töchter in Polen und in Frankreich an die Börse bringen, um damit u.a. die Bankverbindlichkeiten, die per 31.12.03 120 Mio. Euro betragen, tilgen zu können. Obwohl in Österreich die Sektsteuer zum 1.1.05 wegfällt und Schlumberger künftig zu deutlich niedrigeren Preisen anbieten kann, wird Sekt Wachenheim voraussichtlich seine Beteiligung an Schlumberger nicht erhöhen.



highlights

Die führende Marktstellung im Bereich Prosecco sowie die unangefochtene Alleinstellung im Bereich entalkoholisierter Weine und Sekte sind die herausragendsten Pluspunkte von Sekt Wachenheim in Deutschland.

Die Position in Frankreich ist fast kaum mehr steigerbar: der Marktanteil beträgt im Bereich Sekt und Schaumwein 50%, die Konkurrenz (Kriter/Patriarch) folgt mit 20% auf Platz zwei. Ähnlich ist die Situation in Polen im Sektmarkt (ebenfalls 50% Marktanteil), hier ist Wachenheim im Besitz aller wesentlichen Sektmarken.

Die geglückten Expansionen in der Vergangenheit und die geplanten Erweiterungen bzw. Absicherungen der bereits erreichten Positionen in Frankreich und Osteuropa sowie Russland zeigen, dass das Management zielstrebig an der Vergrößerung des Konzerns arbeitet.

Allein im Bereich Ostmärkte konnte der Umsatz innerhalb der letzten fünf Jahre knapp vervierfacht werden.

In den letzten Wochen hat sich die Bacardi-Gruppe von ihrem 10%-anteil an Sekt Wachenheim getrennt, da dies über die Börse erfolgte, kam der Kurs zeitweise nicht von der Stelle. Die stetige Öffentlichkeitsarbeit von Sekt Wachenheim hat jedoch dazu geführt, dass der Bekanntheitsgrad des Unternehmens an der Börse zwar gestiegen ist, aber noch lange nicht die höheren Ergebnisse des kommenden Geschäftsjahres widerspiegelt.

Bewertung

Sekt Wachenheim hat in 93/94 die Expansion in das Ausland rechtzeitig begonnen. Wäre die Gesellschaft nur allein im heimischen Markt aktiv geblieben, hätte es für den kontinuierlichen Rückgang der deutschen Erträge keinerlei Kompensation gegeben.

Aufgrund der Tatsache, dass auch das HGB hinsichtlich der goodwill-Abschreibungen an IAS angepasst worden ist, werden sich die Ergebnisse je Aktie wahrscheinlich nicht mehr spürbar unterscheiden. Der ist der Gewinnsprung von 03/04 auf 04/05 ist aber dennoch überdurchschnittlich hoch. Dieser ist auf die strategische Neuausrichtung der Beteiligungsaufstockung in interessanten Märkten zurückzuführen. Die Integration von Polen in die europäische Währungsunion innerhalb der nächsten drei Jahre lässt die polnischen Ergebnisse besser kalkulieren, die Ertragsverbesserungen in Frankreich können sich mittelfristig fortsetzen, wenn auch nicht mehr in diesem Ausmaß wie in 04/05.

Selbst wenn für das abgelaufene Jahr 03/04 eine Dividendenkürzung drohen könnte, dann ist dies keine große Rückschlagsgefahr, denn der Blick an der Börse ist auf den Ergebnisanstieg der nächsten Jahre gerichtet. Bei einem geschätzten Ergebnis von 1,20 Euro in 04/05 und zusätzlichem upside-Potential in 05/06 könnte die Aktie auf Basis von knapp 8 Euro mehr als eine realistische Verdoppelungschance sein, denn mit steigendem Umsatzanteil in den Ostländern ist Sekt Wachenheim neu einzuschätzen.

Disclaimer: Diese Analyse beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Der Inhalt dieser Analyse kann jederzeit wesentlich verändert werden. Diese Analyse ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf des analysierten Wertes. Rüttner Research und die mit ihm verbundenen Personen halten möglicherweise bis zu 0,3% des Grundkapitals des analysierten Unternehmens. Der Empfänger der Analyse akzeptiert durch Annahme der Studie die vorgenannten Einschränkungen.