



Erfolgsstory Corporate Schuldscheindarlehen – Solide Adressen bleiben die Regel

Auch im Rekordjahr 2017 bot der Schuldscheinmarkt den Anlegern eine breite Auswahl an Titeln mit gesunden Bilanzrelationen. Erneut dominierten kleinere und mittlere Emittenten ohne externes Agenturen-Rating. In der Qualität der Finanzprofile standen diese den gerateten Unternehmen allerdings in nichts nach. Vielfach wiesen sie, wie schon in den vorangegangenen Jahren, sogar deutlich bessere Kreditkennzahlen auf. Auch ausländische Schuldner überzeugten weiterhin mit soliden Bonitäten. Allerdings zeigen die Fälle Steinhoff und Carillion, dass auch das vergleichsweise solide Schuldscheinsegment nicht gänzlich vor unternehmensspezifischen Risiken gefeit ist. Nicht zuletzt aufgrund der anhaltend hohen Anzahl neuer Emittenten, für die Finanzinformationen häufig nur in geringerem Umfang öffentlich verfügbar sind, dürfte daher die fundierte Kreditanalyse sowie die Informationsversorgung durch die emissionsbegleitenden Banken künftig noch an Bedeutung gewinnen.

AUTOR
Ulrich Kirschner, CFA
Senior Credit Analyst
Telefon: 0 69/91 32-28 39
research@helaba.de

REDAKTION
Stefan Rausch
Leiter Credit Research

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

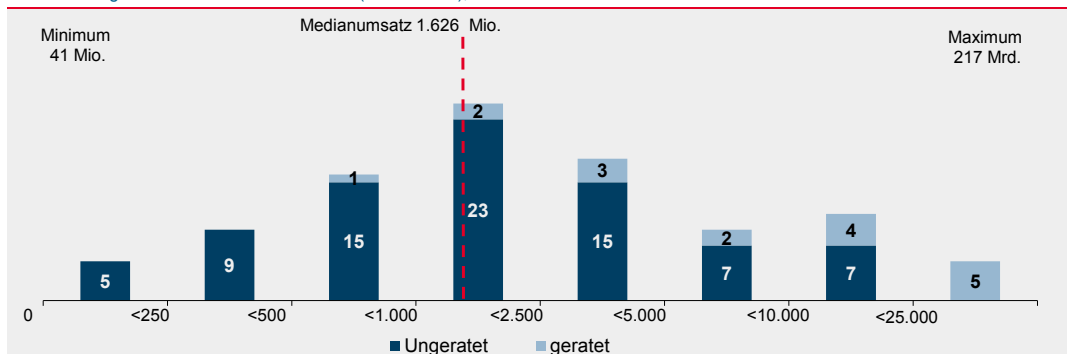
Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Externe Ratings bleiben auch im Rekordjahr 2017 die Ausnahme

2017 konnte der Corporate Schuldscheinmarkt an die Erfolge der vorangegangenen Jahre anknüpfen. Mit 27,7 Mrd. EUR in 150 Einzeltransaktionen wurden im abgelaufenen Jahr ca. 2 Mrd. EUR mehr als noch 2016 begeben und damit ein neues Rekordvolumen erreicht. Knapp drei Viertel des Dealvolumens kam von ungerateten Unternehmen. Bei der Anzahl der Transaktionen erreichten diese erneut einen Marktanteil von über 80 %. Im Wesentlichen war hierfür die nach wie vor hohe Anzahl kleinerer und mittlerer Emittenten verantwortlich, für die eine Kapitalbeschaffung über Schuldscheine aufgrund des niedrigeren Aufwands und der begrenzten Kosten in der Regel viele Vorteile bietet. Nicht zuletzt wegen des geringeren Finanzierungsbedarfs verfügt diese Emittentengruppe aber häufig nicht über ein externes Rating einer namhaften Agentur.

Ungeratete, kleinere Emittenten dominieren den Wachstumsmarkt

Emissionstätigkeit 2017 nach Umsatzklassen (in Mio. EUR); Anzahl der Transaktionen



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

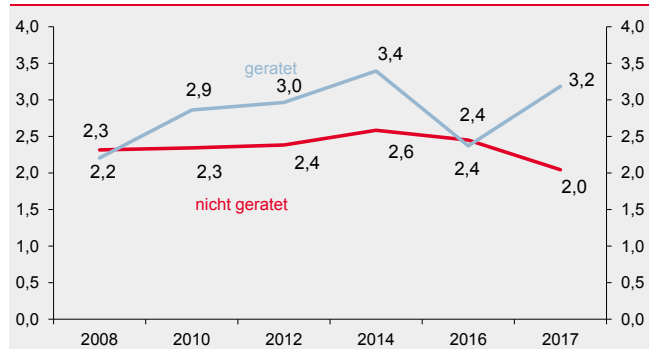
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden

Solide Kennzahlen bei ungerateten Emittenten weiterhin die Norm

Der Verzicht auf ein externes Rating war jedoch auch 2017 in der Regel kein Zeichen schlechter Bonität. Wir haben für die Emittenten aus diesem Jahr die angepassten Kreditkennzahlen¹ Nettoverschuldung / EBITDA, Operativer Cashflow / Nettoverschuldung sowie die Eigenkapitalquote berechnet. Die Ergebnisse decken sich mit denen unserer Studie zur Bonitätsentwicklung in den vorangegangenen Jahren (vgl. Credit Special vom 22.05.2017). So lag die ertragsbasierte Verschuldungsquote für die Gruppe der ungerateten Emittenten 2017 im Durchschnitt ein weiteres Mal unter dem Wert der Unternehmen mit Agenturen-Rating. Zudem hat sich die Relation Nettoverschuldung / EBITDA mit 2,0x im Median beziehungsweise 2,2x im Mittelwert gegenüber dem Vorjahr erneut verbessert.

Stabilere Verschuldung im ungerateten Segment

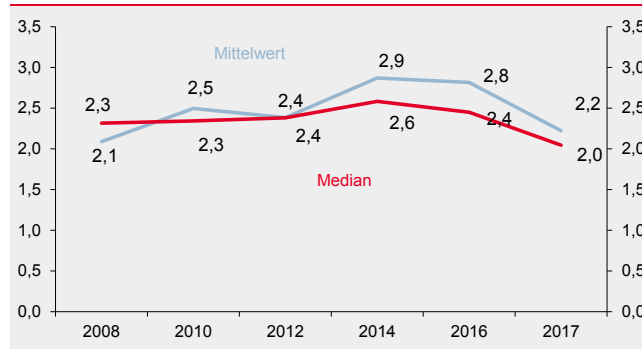
Adj. Nettoverschuldung / EBITDA (Medianwert, x-faches)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zuletzt weitere Verbesserung

Adj. Nettoverschuldung / EBITDA (ungeratete Emittenten, x-faches)

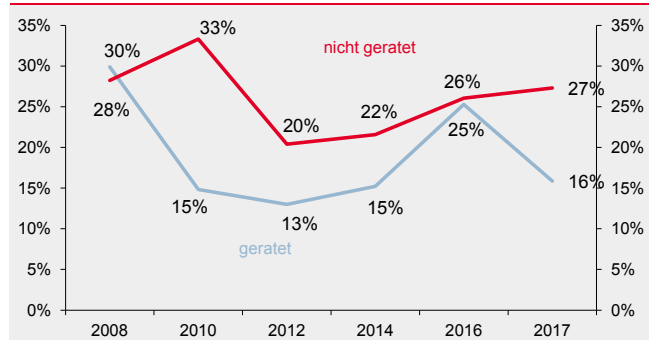


Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auch der cashflow-basierte Verschuldungsgrad und die Eigenkapitalquote belegen, dass die Gruppe der ungerateten Emittenten in Durchschnitt keineswegs schlechtere Finanzkennzahlen besitzt. Der Median der Relation Operativer Cashflow / Nettoverschuldung lag 2017 11 %-Punkte über dem Wert der gerateten Emittenten. Die Eigenkapitalquote hielt sich mit 37,9 % am oberen Rand der bisher beobachtbaren Werte.

Bessere Cashflow-basierte Kennzahlen und ...

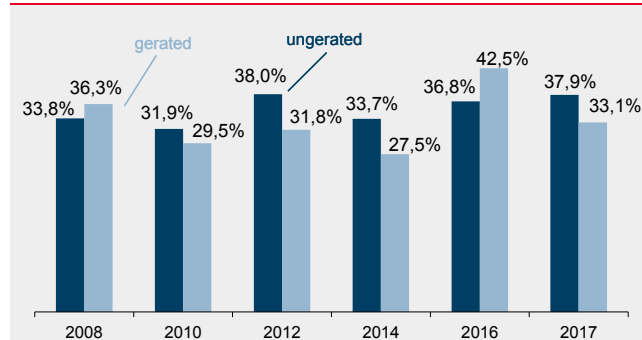
Adj. operativer Cashflow / Nettoverschuldung (Medianwert)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

... stabilere Bilanzstruktur im ungerateten Segment

Eigenkapitalquote (Medianwert)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

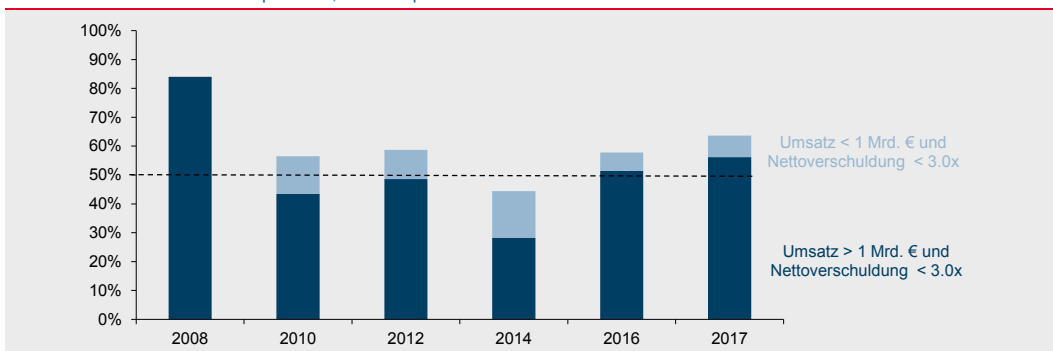
¹Im Wesentlichen adjustiert um Pensionen und operative Leasing-Verpflichtungen.

Gute Investmentqualitäten bauen Marktanteil aus

Die soliden Kreditkennzahlen ungerateter Emittenten weisen unseres Erachtens darauf hin, dass der Schuldscheinmarkt den Anlegern weiterhin eine breite Auswahl an Titeln mit hoher Investmentqualität bietet. Im abgelaufenen Jahr entfiel mehr als die Hälfte des Marktvolumens auf Unternehmen mit mehr als 1 Mrd. EUR Umsatz und einer angepassten Verschuldungsquote von unter 3,0x EBITDA. Damit hat sich der Anteil dieser aus unserer Sicht soliden Adressen gegenüber den vorangegangenen Jahren noch einmal erhöht.

Grundsolide Adressen stellen fast zwei Drittel des Marktvolumens

Neuemissionen nach Investmentqualitäten, in % des platzierten Volumens



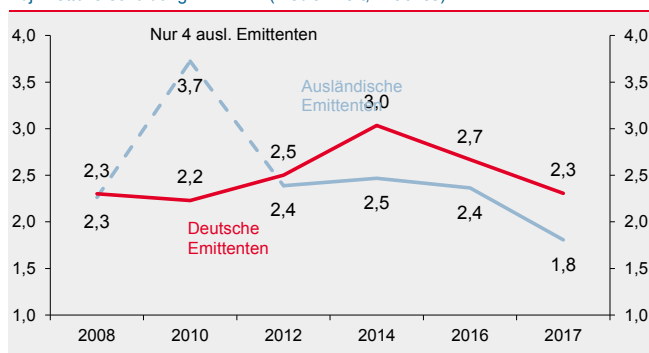
Quellen: Helaba Volkswirtschaft/Research

Ausländische Emittenten bieten weiter interessante Anlagechancen

Insbesondere die Gruppe der ausländischen Emittenten konnte 2017 erneut mit vergleichsweise guten Finanzprofilen aufwarten. Bei allen drei von uns berechneten Kreditkennzahlen ergaben sich im Median deutlich bessere Werte als für die heimischen Unternehmen. Die von uns berechnete Quote Nettoverschuldung / EBITDA lag mit 1,8x nicht nur deutlich unter der der Inländer, sondern war auch im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren sehr niedrig. Auch die Kennzahl Operativer Cashflow / Nettoverschuldung erreichte mit 33 % einen sehr guten Wert. Zudem waren die ausländischen Unternehmen gemessen am Umsatz im Schnitt deutlich größer als die deutschen Emittenten.

Ausländer mit niedrigerem Leverage ...

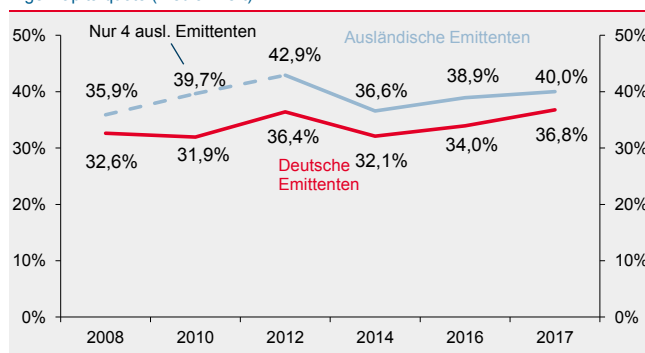
Adj. Nettoverschuldung / EBITDA (Medianwert, x-faches)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

... und sehr solider Eigenkapitalausstattung

Eigenkapitalquote (Medianwert)



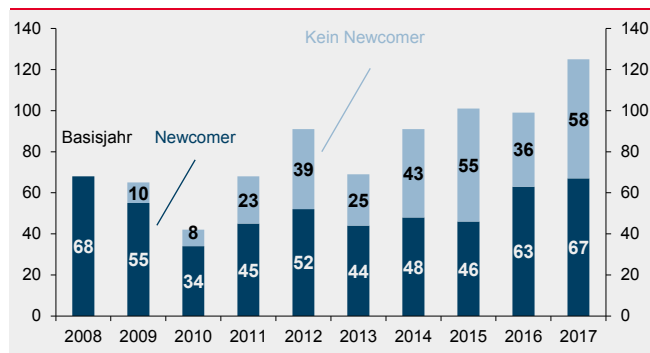
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auch Schuldscheinmarkt nicht vor Risiken gefeit

Gleichwohl ist das Segment durch die finanziellen Schwierigkeiten der ausländischen Schuldschein-Emittenten Carillion (Emission Juli 2017 iHv. ca. 125 Mio. EUR) und Steinhoff (Emission Juni 2015 iHv. 730 Mio. EUR) zuletzt in die Schlagzeilen geraten. Diese Fälle zeigen zwar, dass auch der vergleichsweise solide Schuldschein nicht gänzlich immun gegen Risiken ist. Allerdings sind für diese Entwicklung unternehmensspezifische Faktoren verantwortlich und keinesfalls etwaige strukturelle Schwächen des Schuldscheinmarktes.

Anhaltend hohe Zahl von Newcomern ...

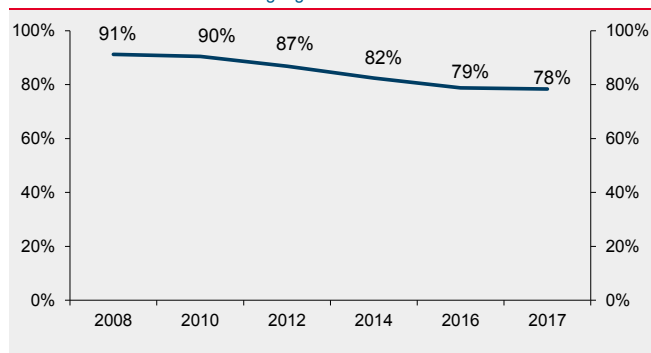
Anzahl der Erst- und wiederkehrenden Emittenten



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

...führt zu sinkendem Publizitätsniveau

Anteil der Firmen mit öffentlich zugänglichen Finanzdaten



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Kreditanalyse und Informationsversorgung wichtige Erfolgsfaktoren

Insgesamt zeigt unsere Analyse, dass sich die finanziellen Verhältnisse der Schuldschein-Emittenten auch im Spitzenjahr 2017 mehrheitlich in guter Verfassung befanden. Nicht zuletzt mit Blick auf die zunehmende Anzahl neuer Emittenten, für die Finanzinformationen häufig nur in geringerem Umfang öffentlich verfügbar sind, dürfte die fundierte Kreditanalyse jedoch an Bedeutung gewinnen. Auch die Funktion der emissionsbegleitenden Banken als Informations-Intermediäre wird u.E. immer wichtiger werden. ■