

Schaeffler

Aus Chance-Risiko-Sicht erscheint die 8,75%-ige Anleihe interessanter als die neuen PIK Toggle Notes

Text: Martin Seitz, Zantke & Cie. Asset Management

Der Automobilzulieferer Schaeffler hat am 18. Juli 2013 PIK („payment in kind“) Toggle Notes mit einem Emissionsvolumen von ca. 1,5 Mrd. Euro emittiert. Die Anleiheemission war ein wesentlicher Bestandteil eines 3,875 Mrd. Euro schweren Refinanzierungspaketes zur Umschuldung der Verbindlichkeiten auf Holdingebene. Mit der Refinanzierung zu verbesserten Konditionen hat Schaeffler einen weiteren wichtigen Meilenstein zur Entschuldung und zur strategischen Weiterentwicklung erreicht. Platziert wurde jeweils mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 6,875% eine Euro-Tranche über 800 Mio. Euro sowie eine USD-Tranche über 1 Mrd. USD. Laut einer Pressemitteilung der Schaeffler AG war die Neuemission bereits nach kurzer Zeit mehr als vierfach überzeichnet. Begeben wurden die Anleihen auf Holdingebene von der Schaeffler Holding Finance B.V. Damit sind diese strukturell nachrangig zu den ausstehenden Anleihen, die auf der operativen Ebene emittiert wurden. Garantiert werden die neuen Anleihen von der Holdinggesellschaft Schaeffler Verwaltungs GmbH. Da es keine direkten Garantien der operativen Einheiten gibt, ist die Emittentin von der Abführung von Dividenden der Schaeffler AG so-

wie der Continental AG abhängig. Aufgrund der strukturellen Nachrangigkeit stufen die Ratingagenturen Moody's und S&P die Kreditqualität der neuen Anleihe mit B2 bzw. B- im Vergleich zu den bestehenden vorrangig besicherten Anleihen (Ba3/B+) deutlich geringer ein. Zudem ist die neue Anleihe mit einer PIK Toggle Option ausgestattet, d.h. das Unternehmen hat die Möglichkeit, die Kupons statt mit Cash-Zahlungen durch die Ausgabe von zusätzlichen Anleihen zu bezahlen, wenn die Liquidität der operativen Einheit unter 1 Mrd. Euro bzw. der Covenant-Spielraum unter 10% fällt. Das Unternehmen räumt sich hiermit zwar einen höheren finanziellen Spielraum für wirtschaftlich schwierige Zeiten ein, aber für den Anleger erhöht sich durch den möglichen Aufschub der Cash-Zahlung auch das Risiko. Positiv ist hier anzumerken, dass die Kupons in den ersten beiden Jahren in Cash bezahlt werden müssen. Zudem kann Schaeffler die Anleihe bereits nach einem Jahr zu einem Preis von 105,156 (nach zwei Jahren zu 103,438, nach drei Jahren zu 101,719 und nach vier Jahren zu pari) zurückkaufen. Nachrangige PIK Toggle Notes wurden zuletzt vor allem von Finanzinvestoren genutzt, um Cash aus den kontrollierten Unternehmen abzuzie-



Martin Seitz, Fondsmanager,
Zantke & Cie. Asset
Management GmbH

hen. Schaeffler hingegen nutzt dieses Finanzierungsinstrument lediglich zur Umschuldung bestehender Verbindlichkeiten. Daher haben die ausstehenden Anleihen auf die Ankündigung positiv reagiert. Zudem ist die Verschuldung auf Holdingebene, zu der auch die neue Anleihe zählt, größtenteils durch den Wert der direkten 13,8% Beteiligung an der Continental AG (Marktwert aktuell ca. 3 Mrd. Euro), abgesichert. Weitere 36,1% an Continental werden von der Schaeffler AG gehalten. Allerdings strebt Schaeffler derzeit keinen Verkauf der Beteiligung an.

Unternehmen

Schaeffler zählt zu den größten familienkontrollierten Unternehmen in Europa. Das Unternehmen generiert ca. 2/3 des Umsatzes im Segment Automotive und 1/3 im Segment Industrie. Schaeffler beschäftigt ca. 76.000 Mitarbeiter in über 50 Ländern und hat bei den Kernprodukten Top 3 Marktpositionen. Rund 24% des Gesamtumsatzes werden im relativ stabilen After-Market-Geschäft erzielt. Im Segment Automotive stellt Schaeffler insbesondere Komponenten für Getriebe, Motoren und Chassis und im Segment Industrie Kugellager für Antriebe,



Windturbinen, Flugzeuge, Züge, Motorräder usw. her. Schaeffler ist geographisch gut diversifiziert (Umsatz: 30% Europa ohne Deutschland, 26% Deutschland, 23% Asien-Pazifik, 16% Nordamerika und 5% Südamerika). Im Segment Automotive erwirtschaftet Schaeffler rund die Hälfte des Umsatzes mit den Top 10 Kunden. Die Kundendiversifikation im Segment Industrie, wo nur rund 15% des Umsatzes mit den Top 10 Kunden generiert werden, ist hingegen deutlich höher.

Operative Entwicklung/Finanzprofil

Im ersten Quartal 2013 berichtete Schaeffler im Vergleich zur Vorjahresperiode einen Umsatzrückgang von 3,6%. Dieser ist insbesondere auf die schwache Entwicklung im Segment Industrie (-15,4%) zurückzuführen. Im Bereich Automotive (+2,8%) konnte der Umsatz insbesondere aufgrund der positiven Entwicklung in den Regionen Nordamerika und Asien-Pazifik hingegen gesteigert werden. Das operative Ergebnis (EBITDA) ging überproportional um 6,7% zurück, da die Marge im Segment Industrie

unter Druck kam. Für das Gesamtjahr erwartet das Unternehmen trotz des schwachen Jahresauftakts ein Umsatzwachstum von ca. 4% und eine EBIT-Marge von ca. 13% (Q1 2012: 12,9%). Aufgrund des leichten Schuldenabbaus hat sich das Finanzprofil auf der operativen Ebene mit einem Nettolverage (Nettoverschuldung/EBITDA) von 3,3x (Ende 2012: 3,2x) nur leicht verschlechtert. Der adjustierte Nettolverage auf der Holdingebene liegt mit rund 6x jedoch deutlich höher.

Fazit:

Die neue PIK Toggle-Anleihe eignet sich aufgrund der strukturellen Nachrangigkeit und der relativ hohen Verschuldung auf der Holdingebene sowie der PIK Toggle- und der Call-Optionen nur für Investoren mit hoher Risikobereitschaft und einer gewissen Kapitalmarktexpertise, was bereits durch die Mindestanlagesumme von 100.000 Euro bzw. 200.000 USD zum Ausdruck kommt. Im Vergleich zu anderen Single-B Anleihen handelt die Anleihe mit einer Umlaufren-

dite von ca. 6,5% gerechnet auf die Endfälligkeit im August 2018 unserer Ansicht nach fair. Interessant ist die Anleihe vor allem für Anleger, die an eine vorzeitige Rückzahlung der Anleihe glauben (Rendite bis zum ersten Kündigungstermin im August 2014 ca. 9,9%). Aus Chance-Risiko-Sicht stufen wir insbesondere die vorrangig besicherte 8,75% Schaeffler Anleihe (ISIN: XS0741939788, Laufzeit: Februar 2019, Mindestanlage: 100.000 Euro), deren Rendite mit ca. 3,4% bis zum ersten Kündigungstermin im Februar 2014 und mit ca. 5,8% bis zur Fälligkeit zwar niedriger ist, aufgrund des deutlich geringeren Risikos attraktiver ein.



Anzeige

equinetBank AKTIENGESELLSCHAFT „Die Unternehmer unter den Bankern“

<p>SANHA</p> <p>7,75% Corporate Bond € 25 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Mai 2013 equinetBank</p>	<p>DF DEUTSCHE FORFAIT AG</p> <p>7,875% Corporate Bond € 30 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Mai 2013 equinetBank</p>	<p>EKOTECHNIKA</p> <p>9,75% Corporate Bond € 60 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Apr 2013 equinetBank</p>	<p>SALAMANDER AREAL</p> <p>6,75% Corporate Bond € 30 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Nov 2012 equinetBank</p>
<p>EKOSEM-AGRAR</p> <p>8,5% Corporate Bond € 60 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Nov 2012 equinetBank</p>	<p>KTG Energie AG</p> <p>7,25% Corporate Bond € 25 Mio.</p> <p>Selling Agent</p> <p>Sep 2012 equinetBank</p>	<p>S 04</p> <p>6,75% Corporate Bond € 35 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Jun 2012 equinetBank</p>	<p>EKOSEM-AGRAR</p> <p>8,75% Corporate Bond € 50 Mio.</p> <p>Sole Lead Manager Sole Bookrunner</p> <p>Mär 2012 equinetBank</p>

(ausgewählte Transaktionen)

Corporate Finance

- Mergers & Akquisitions
- Börsengänge/Kapitalmarkttransaktionen
- Anleiheemissionen
- Private-Equity-Beratung
- Debt Advisory

Research & Sales

- Research
- Betreuung institutioneller Kunden
- Aktienplatzierungen
- Roadshows

Financial Markets

- Designated Sponsoring Aktien/Renten
- Brokerage Aktien/Renten
- Specialist Aktien/Renten
- Anleiheplatzierungen
- Elektronisches Orderrouting



Exklusiver Deutschland-Partner des European Securities Network (ESN)

equinet Bank AG
Frankfurt am Main
www.equinet-ag.de
Tel. 0049 (0)69 58997-0