

Orange Switzerland

Anleihe 2012/19 mit interessantem Chance-Risiko-Profil

Martin Seitz, Zantke & Cie. Asset Management

Orange Switzerland ist gemessen am Umsatz der drittgrößte Mobilfunkanbieter in der Schweiz. Das Unternehmen wurde Ende 2011 von France Telecom an die Private Equity-Gesellschaft Apax Partners verkauft. Zur Finanzierung der Übernahme platzierte das Unternehmen zwei vorrangig besicherte 2019er Anleihen, eine EUR-Tranche mit variabler Verzinsung (3 Monats EURIBOR +525 Basispunkte) und eine CHF-Tranche mit einem fixen Kupon von 6,75%. Die beiden vorrangigen Anleihen wurden von der Holdinggesellschaft Matterhorn Mobile S.A. emittiert und sind vorrangig durch diverse Garantien der operativen Tochterunternehmen besichert. Moody's stuft die Bonität der vorrangigen Anleihen mit einem Ba3 Rating ein. Zudem emittierte Orange Switzerland eine vorrangig unbesicherte 2020er EUR-Anleihe mit einem Kupon von 8,25%. Die unbesicherte Anleihe wurde von der Holdinggesellschaft Matterhorn Mobile Holdings S.A., der Holdinggesellschaft von Matterhorn Mobile S.A., begeben und ist durch diverse nachrangige Garantien der operativen Tochtergesellschaften abgesichert. Aufgrund der strukturellen Nachrangigkeit bewertet Moody's die Bonität dieser Anleihe mit einem B3 Rating drei Stufen schwächer als die vorrangige Verschuldung. Wir stufen daher insbesondere das Chance-Risiko-Profil der vorrangigen 2019er EUR-Anleihe (Marktrendite ca. 5,4%, Discount Margin ca. +450 Basispunkte), attraktiv ein. Die Verzinsung der unbesicherten 2020er Anleihe (Marktrendite ca. 7,3%) liegt zwar höher, die etwas höhere Risikoprämie (ca. 530 Basispunkte über Swap) kompensiert das deutlich höhere Risiko jedoch nicht ausreichend.

Das Marktumfeld im Schweizer Mobilfunkmarkt ist mit einer niedrigen Arbeitslosenquote, einem geringen Wettbewerb und hohen Eintrittsbarrieren vergleichsweise stabil. Ende Februar 2012 wurden die Ergebnisse der 4G Spektrumauctionen verkündet. Ins-

gesamt nahmen an der Auktion vier Anbieter teil, jedoch bekamen nur Swisscom, Sunrise und Orange Switzerland einen Zuschlag. D.h. vorerst wird kein potenzieller vierter Anbieter in den attraktiven Mobilfunkmarkt vordringen, so dass der Wettbewerb relativ gering bleibt.

In den ersten 9 Monaten 2011 ist der Umsatz im Vergleich zur Vorjahresperiode um 5,4% auf 924 Mio. CHF gefallen. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) ging um 4,3% auf 264 Mio. CHF zurück. Die Finanzverbindlichkeiten liegen bei ca. 1,2 Mrd. CHF. Der Bruttoleverage (adjustierte Finanzverbindlichkeiten/12-Monats-EBITDA) liegt derzeit bei ca. 4x. Gemäß Moody's ist der Bruttoleverage für die aktuellen Bonitätsnoten angemessen. Orange Switzerland generiert derzeit eine vergleichsweise geringe EBITDA-Marge (EBITDA/Umsatz) in Höhe von ca. 27%. Der Eigentümer Apax hat eine positive Historie bei Investitionen im Telekommunikationssektor. Als ehemaliger Eigentümer des Konkurrenten Sunrise ist Apax mit dem lokalen Mobilfunkmarkt bestens vertraut. Apax sieht vor allem bei den Margen Verbesserungspotenzial. Allerdings steht Orange Switzerland in den nächsten Jahren vor großen Herausforderungen. Orange Switzerland muss sich in Zukunft operativ von France Telecom lösen.



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

Hierzu gehört auch die Platzierung eines neuen Markennamens bis Mitte 2013, obwohl der Name Orange weitere fünf Jahre verwendet werden darf. Im Februar 2012 sagte der Vorstandsvorsitzende des Konkurrenten Sunrise, dass ein Zusammenschluss von Sunrise (kontrolliert durch die Private Equity-Gesellschaft CVC) und Orange Switzerland ökonomisch sinnvoll sei. Obwohl die Wettbewerbsbehörde einen Zusammenschluss der beiden Unternehmen bereits ablehnte, streben die beiden Private Equity-Eigentümer dieses Ausstiegsszenario wahrscheinlich weiter an. Eine Fusion würde sich aufgrund der hohen Synergieeffekte positiv auf das Finanzprofil von Orange Switzerland auswirken.

