

Credit Research

Nutzen und Bedeutung für eine erfolgreiche Emission von Mittelstandsanleihen

Text: Manuel Hoelzle, GBC AG

Immer mehr mittelständische Unternehmen nutzen die Möglichkeit, sich über Unternehmensanleihen Fremdkapital zu beschaffen und sich damit am Kapitalmarkt zu finanzieren. Im Vorfeld der Anleihenemission sollte das Thema Investorenansprache und Investoreneinfor- mation in den Fokus des Mittelständlers rücken. Neben dem rechtlich verbindlichen Wertpapier- prospekt und dem mittlerweile von nahezu al- len Börsen vorgeschriebenen Ratingbericht stellt ein Credit Research-Bericht ein weiteres bede- utendes Instrument zur erfolgreichen Investoren- information und -ansprache dar.

Möglichkeiten zur Risikoeinschätzung für Anleger wichtig

Um Investoren zu überzeugen und für die Zeich- nung der eigenen Anleihen zu gewinnen, muss der Emittent den Anlegern die Risikoeinschät- zung des Unternehmens und der Unterneh- mensanleihe ermöglichen – und dies möglichst transparent, einfach und schnell.

Hierfür sollte der Emittent den potenziellen In- vestoren folgende drei Unterlagen zur Verfügung stellen:

1. Wertpapierprospekt (zur rechtlichen Risikoeinschätzung)
2. Ratingbericht (zur wirtschaftlichen Bonitätseinschätzung auf Basis historischer Daten)
3. Credit Research-Bericht (zur wirtschaft- lichen Bonitätseinschätzung auf Basis von zukunftsgerichteten Analystenprognosen und Einstufung der Anleihe im Markt- vergleich)

Im Wertpapierprospekt müssen die möglichen rechtlichen Risiken zum Unternehmen und der Unternehmensanleihe detailliert aufgelistet und beschrieben werden. Anleger erhalten damit beispielsweise klare Informationen



Dipl. Kfm. Manuel Hoelzle,
Chefanalyst, GBC AG

über Eigentumsverhältnisse, mögliche laufende Rechtsstreitigkeiten sowie die Details zu den An- leihenbedingungen. Somit wird eine rechtliche Risikoeinschätzung für Anleger möglich. Bei öf- fentlichen Anleihenemissionen ist ein Wertpa- pierprospekt i.d.R. gesetzlich vorgeschrieben.

Des Weiteren schreiben mittlerweile fast alle Börsen die Bereitstellung eines Emittentenra- tings zur Bonitätseinschätzung vor. Dem Anleger wird dabei eine gute Risikoeinschätzung des Mit- telstandsunternehmens auf Basis historischer Daten ermöglicht, sofern neben der Ratingnote (wie z.B. BBB) zumindest ein Auszug, bestmög- lich jedoch der gesamte Ratingbericht zur Verfü- gung gestellt wird.

Wertpapierprospekt und Rating-Bericht sind aus unserer Sicht notwendige, aber noch nicht aus- reichende Informationen für die Investoren im Rahmen einer Emission von Unterneh- mensanleihen. Denn weder der Wertpapierprospekt noch das Rating beinhalten i.d.R. transparente Prognosen über die weitere Unternehmensent- wicklung des Mittelstandsunternehmens. Gerade die erwartete Zukunftsentwicklung ist aber für Investoren besonders wichtig.

Und auch die Analyse und Einordnung der Ausstattungsmerkmale der Anleihe (z.B. Höhe des Zinskupons, Anleihenlaufzeit, Zinszahlungsintervalle, Kündigungsrechte etc.) und der Vergleich zu am Markt bereits gehandelten oder kürzlich begebenen Anleihen (sog. Peergroup-Vergleich) werden durch den Wertpapierprospekt und das Rating noch nicht ermöglicht.

Credit Research-Bericht bietet Prognosen zur Unternehmensentwicklung

Hier setzt ein Credit Research-Bericht an. Zum einen werden der Wertpapierprospekt und der Ratingbericht als wichtige Informationsgrundlagen herangezogen. Des Weiteren verarbeitet der Credit Research-Analyst aber zusätzlich zahlreiche weitere Informationen und Erkenntnisse aus eigenen Recherchen und Gesprächen mit dem Management des Mittelstandsunternehmens. So beinhaltet ein Credit Research

schließlich insbesondere auch klare Prognosen und Schätzungen über die weitere Unternehmensentwicklung.

Zukünftige Bonität ist entscheidend für die Kaufentscheidung von Investoren

Gerade eine fundierte Analyse und Prognose der weiteren Unternehmensentwicklung ist für Anleiheinvestoren selbstredend von besonderer Bedeutung. Denn insbesondere aus dem zukünftigen operativen Gewinn muss das Mittelstandsunternehmen die Zinszahlungen und auch (falls nicht vorzeitig prolongiert wird) die zukünftige Rückzahlung tragen können. Hierbei sind Kennzahlen wie z.B. prognostizierte Zinsdeckungsgrade (Interest Coverage Ratio) von entscheidender Bedeutung. Dadurch lässt sich auf Basis der Prognosen eine „zukünftige Bonität“ bestimmen.

Abb. 1: PeerGroup-Vergleich

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung bei Basisblende Kurve*	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (typisch)	Credit Review	Zinsverzugs	Ausschüttungshöhe	CoC (Charge of Costs)
KTO Agrar AG I	6,70%	5	6,66%	18.09.2013	BBB	50,00	ja	30	nein	nein
Helma Eigenheimbau AG	6,500%	5	6,500%	01.12.2013	BBB	10,00	ja	nein	nein	nein
S.A.G. Seehafen AG I	6,200%	5	7,200%	16.12.2010	BBB+	50,00	ja	20	nein	nein
EBE ID GmbH	6,100%	5	6,100%	01.02.2011	A-	50,00	nein	7	nein	nein
M&G IKS GmbH	7,000%	5	6,148%	08.02.2011	BB-	50,00	ja	30	nein	nein
CENTROSOLAR AG	7,000%	5	10,824%	18.02.2011	BBB	50,00	nein	60	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,100%	5	7,347%	01.03.2011	BBB+	100,00	nein	7	nein	ja
ARISTON R. Estate AG	7,200%	5	7,700%	14.03.2011	-	25,00	nein	nein	nein	nein
JOFF. WERKZEUGE AG	6,000%	5	6,227%	16.03.2011	BB-	30,00	nein	30	nein	ja
Garnier Friseur GmbH	7,200%	5	6,220%	20.04.2011	BBB	50,00	nein	60	nein	ja
Solar Energy AG	6,500%	5	5,909%	07.04.2011	BB-	10,00	nein	60	nein	nein
Payon Solar AG	7,000%	5	11,802%	08.04.2011	BBB	50,00	ja	20	nein	nein
goldes Gate	6,300%	2,5	9,241%	11.04.2011	BB-	30,00	nein	60	nein	nein
UNWHEELS	7,000%	5	6,617%	19.04.2011	BB+	50,00	ja	30	ja	ja
Semper Mein Underberg	7,000%	5	6,206%	20.04.2011	BB+	50,00	nein	4,4	nein	ja
Valmetia	7,000%	5	7,447%	20.04.2011	BB-	50,00	nein	43	nein	ja
SauVita GmbH	6,000%	5	6,660%	17.05.2011	A	15,00	nein	15	nein	ja
REIFF Reifen GmbH	7,200%	5	6,939%	27.05.2011	BBB+	30,00	nein	30	nein	ja
FFK Environment GmbH	7,200%	5	8,124%	01.06.2011	BB+	20,00	ja	60	ja	ja
AVW Grund AG	6,000%	4,5	6,000%	01.06.2011	BBB+	50,00	ja	20	ja	nein
KTO Agrar AG B	7,000%	5	6,846%	04.06.2011	BBB	70,00	nein	30	nein	nein
BKN Biostrom AG	7,000%	5	7,000%	06.06.2011	BBB	20,00	nein	20	nein	nein
SKG Schaufel Industrie	9,000%	5	9,240%	16.06.2011	CCC+	50,00	nein	20	ja	ja
Kalpa International GmbH	7,000%	5	6,011%	16.06.2011	BB+	30,00	nein	4,4	nein	ja
S.A.G. Seehafen AG B	7,000%	5	6,206%	19.07.2011	BBB+	50,00	nein	20	nein	nein
SolarWeld AG	6,510%	5	6,714%	19.07.2011	-	100,00	nein	30	nein	ja
M&M. Spielzeugen GmbH	7,200%	5	6,840%	19.07.2011	BB	30,00	nein	30	nein	ja
Winbrach AG	6,000%	5	7,640%	19.07.2011	BBB+	75,00	ja	30	nein	ja
Plus Property Group GmbH	6,000%	5	6,770%	19.07.2011	-	50,00	nein	5	ja	ja
ANSTETS EWEBAK	7,000%	5	7,126%	19.07.2011	BBB+	20,00	ja	60	ja	nein
Milchreit	7,190%	5	7,699%	-	-	-	-	-	-	-
Median	7,180%	5	6,809%	-	-	-	-	-	-	-
e.n.o. energy GmbH	7,371%	5	6,257%	30.08.2011	BB+	30,00	ja	3	ja	ja

* Credit Research durch GBC ** Credit Research durch andres INSTITUTE *** Kurse zum 30.08.2011

Abb. 2: Prognose zur Unternehmensentwicklung

e.n.o. energy GmbH^{TS}

Unternehmensprofil
 Branche: Windkraft, Erneuerbare Energien
 Fokus: Herstellung, Projektentwicklung, Finanzierung, Wartung, Service von WKA
 Mitarbeiter: 82 Stand: 31.12.10
 Gründung: 1999
 Firmensitz: Ostseebad Park
 Vorstand: Karsten Porm

Das Kerngeschäft der e.n.o. energy GmbH ist die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Windparks in Deutschland. Dabei fungiert die Gruppe als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betriebsgesellschaft. Innerhalb der Gruppe werden darüber hinaus Produkte und Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von WEA (Windenergieanlagen) angeboten. Neben der Projektierung und Entwicklung, dem Bau und der Windenergieanlagenherstellung werden auch die Bereiche Service & Wartung sowie Vertrieb und Finanzierung abgedeckt.

Prognosen auf Konzernbasis

In Mio. € Q3-Jahr	2010	2011e	2012e	2013e
Gesamtrendite	45,11	65,02	115,95	134,14
EBITDA	4,43	4,20	11,71	15,08
EBIT	3,97	3,74	11,22	14,60
-Jahresüberschuss	2,30	2,16	5,87	8,24

ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)

	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA-Zinsdeckung	2,11	2,58	3,12	3,88
EBIT-Zinsdeckung	1,59	2,29	2,99	3,76
EK-Quote	24,9 %	19,3 %	27,4 %	35,4 %
Total Debt/EBITDA	3,04	10,92	3,82	2,87
Total Net Debt/EBITDA	-2,03	5,62	1,96	1,43

Im Credit Research ist zudem die geplante Mittelverwendung aus der Unternehmensanleihe ein essenzieller Faktor, und so stellt beispielsweise eine Vor-Anleihen-Betrachtung (Pre-Money) und Nach-Anleihen-Betrachtung (Post-Money) eine transparenzfördernde Information für Investoren dar.

Einstufung und Bewertung der Unternehmensanleihe bietet wichtigste Entscheidungsunterstützung

Abschließend ist die Einstufung und Bewertung der Anleihe im Marktvergleich die wichtigste entscheidungsunterstützende Information für den Investor.

Denn eine in der Emission befindliche Unternehmensanleihe konkurriert selbstredend mit anderen bereits am Markt notierten Anleihen. Im Credit Research-Bericht wird deshalb die

Positionierung der Mittelstandsanleihe mit ihrem Rendite-Risiko-Profil auf Basis der Ausstattungsmerkmale transparent sichtbar gemacht. Kann die Anleihe überzeugen, so erhält diese vom Analysten einen entsprechenden Positivvermerk, z.B. „Überdurchschnittlich Attraktiv“, und damit beste Voraussetzungen für eine erfolgreiche Anleiheemission.

Abb. 3: Rating (adjustiert)/Effektivzinsmatrix von 2011 emittierten Unternehmensanleihen

