

Die Credit Research-Analyse: Wichtiges Instrument für Investoren?

Nutzen und Bedeutung für eine erfolgreiche Emission von Mittelstandsanleihen

Text: Cosmin Filker, GBC

Immer mehr mittelständische Unternehmen nutzen die Möglichkeit, sich über Unternehmensanleihen Fremdkapital zu beschaffen und sich damit am Kapitalmarkt zu finanzieren. Im Vorfeld der Anleiheemission sollte das Thema Investorenansprache und Investoreninformation in den Fokus des Mittelständlers rücken. Neben dem rechtlich verbindlichen Wertpapierprospekt und dem mittlerweile von nahezu allen Börsen vorgeschriebenen Ratingbericht stellt eine Credit Research-Analyse ein bedeutendes Instrument zur erfolgreichen Investoreninformation und -ansprache dar.

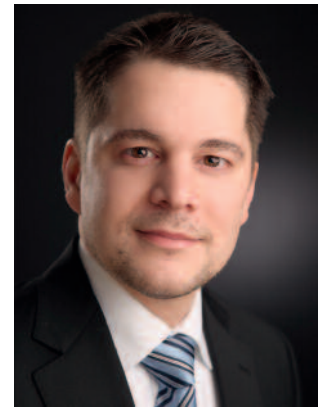
Möglichkeiten zur Risikoeinschätzung für Anleger wichtig

Um Investoren zu überzeugen und für die Zeichnung der eigenen Anleihen zu gewinnen, muss der Emittent den Anlegern die Risikoeinschätzung des Unternehmens und der Unternehmensanleihe ermöglichen – und dies möglichst transparent, einfach und schnell.

Hierfür sollte der Emittent den potenziellen Investoren folgende drei Unterlagen zur Verfügung stellen:

1. **Wertpapierprospekt** (zur rechtlichen Risikoeinschätzung)
2. **Ratingbericht** (zur wirtschaftlichen Bonitätseinschätzung auf Basis historischer Daten)
3. **Credit Research-Analyse** (zur wirtschaftlichen Bonitätseinschätzung auf Basis von zukunftsgerichteten Analystenprognosen und Einstufung der Anleihe im Marktvergleich)

Im Wertpapierprospekt müssen die möglichen rechtlichen Risiken zum Unternehmen und der Unternehmensanleihe detailliert aufgelistet und beschrieben werden. Anleger erhalten damit beispielsweise klare Informationen über Eigentumsverhältnisse, mögliche laufende Rechtsstreitigkeiten sowie die Details zu den Anleihenbedingungen. Somit wird eine rechtliche Risikoeinschätzung für Anleger möglich. Bei öffent-



Cosmin Filker, Finanzanalyst, GBC AG

lichen Anleihenemissionen ist ein Wertpapierprospekt i.d.R. gesetzlich vorgeschrieben.

Des Weiteren schreiben mittlerweile fast alle Börsen die Bereitstellung eines Emittentenratings zur Bonitätseinschätzung vor. Dem Anleger wird dabei eine gute Risikoeinschätzung des Mittelstandsunternehmens auf Basis historischer Daten ermöglicht, sofern neben der Ratingnote (wie z.B. BBB) zumindest ein Auszug, besser jedoch der gesamte Ratingbericht, zur Verfügung gestellt wird.

Wertpapierprospekt und Ratingbericht sind aus unserer Sicht notwendige, aber noch nicht ausreichende Informationen für die Investoren im Rahmen einer Emission von Unternehmensanleihen. Denn weder der Wertpapierprospekt noch das Rating beinhalten i.d.R. transparente Prognosen über die weitere Unternehmensentwicklung des Mittelstandsunternehmens. Gerade die erwartete Zukunftsentwicklung ist aber für Investoren besonders wichtig.

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 gehandel-

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung (Kursdatum: 24.11.14)	Rückzahlungsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Covenants Investorenschutzrechte		
							Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar SE (2010/2015)	6,75%	5	6,88%	15.09.2010	BBB-	50,00	30	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,50%	5	7,38%	08.02.2011	B+	50,00	30	nein	nein
German Pellets GmbH	7,25%	5	6,45%	01.04.2011	BB+	80,00	60	nein	ja
Semper idem Unterberg GmbH	7,13%	5	3,60%	20.04.2011	B+	70,00	k.A.	nein	ja
Valensina GmbH	7,38%	5	6,62%	28.04.2011	BB-	50,00	45	nein	ja
SonVita Sozial gGmbH	6,50%	5	3,16%	17.05.2011	BB+	15,00	15	nein	ja
Albert Reif GmbH & Co. KG	7,25%	5	5,48%	27.05.2011	BB	30,00	30	nein	ja
KTG Agrar SE (2011/2017)	7,13%	6	6,57%	06.06.2011	BBB-	200,00	30	nein	nein
Katjes GmbH & Co. KG	7,13%	5	4,33%	19.06.2011	BB+	45,00	k.A.	nein	ja
MS Spacingen GmbH	7,25%	5	2,47%	15.07.2011	BBB-	30,00	30	nein	ja
EYEMAXX AG (2011/2016)	7,50%	5	6,85%	26.07.2011	BBB-	25,00	60	ja	nein
GIF - Ges. für Industriefor. mbH	8,50%	5	4,97%	20.09.2011	BB+	15,00	60	ja	ja
Euroboden GmbH	7,38%	5	7,70%	16.07.2013	BB	15,00	30	ja	ja
BioEnergy Taufkirchen GmbH KG	6,50%	7	6,50%	30.07.2013	BBB-	15,00	30	nein	ja
Grand City Properties S.A.	6,25%	7	6,77%	24.07.2013	BB+	350,00	ja	nein	ja
HELMA Eigenheimbau AG	5,88%	5	4,42%	19.09.2013	BBB	35,00	7	ja	ja
VST Building Technologies AG	8,50%	6	18,35%	02.10.2013	B	15,00	14	ja	ja
Ferratum Capital Germany GmbH	8,00%	5	8,00%	21.10.2013	BBB-	25,00	15	ja	ja
Gebr. Sanders GmbH & Co.KG	8,75%	5	16,33%	22.10.2013	B+	22,00	7	ja	ja
Altmeier Präzision AG	7,50%	5	5,89%	29.10.2013	BB	30,00	7	nein	ja
Hörmann Fatraso GmbH	6,25%	5	6,64%	05.12.2013	BB	50,00	15	ja	ja
Sympatec Holding GmbH	8,00%	5	15,46%	03.12.2013	B+	13,00	7	ja	ja
Neue ZWL GmbH	7,50%	5	6,24%	04.03.2014	BB-	25,00	7	ja	ja
GEWA 5 to 1 GmbH & Co. KG	6,50%	4	7,82%	24.03.2014	BBB	35,00	30	ja	nein
Penell GmbH	7,75%	5	8,31%	10.06.2014	B+	5,00	20	ja	ja
VEDES AG	7,13%	5	6,12%	24.06.2014	BB	20,00	7	ja	ja
Beate Uhse AG	7,75%	5	7,98%	09.07.2014	BB-	30,00	30	ja	ja
EYEMAXX AG (2013/2019)	8,00%	5,5	10,27%	30.09.2014	BB	30,00	30	nein	ja
Herbawi GmbH	7,75%	5	8,03%	09.10.2014	B+	10,00	20	ja	ja
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	6,50%	5	6,90%	07.10.2014	BBB-	25,00	30	ja	ja
KTG Agrar SE (2014/2019)	7,25%	5	7,28%	15.10.2014	BBB-	50,00	30	nein	nein
Mittelwert	7,44%		12,14%						
Median	7,38%		7,16%						
ent energy GmbH	7,38%	5	3,41%	30.08.2011	B	25,00	3	ja	ja

ten oder kürzlich begebenen Anleihen (sog. Peer Group-Vergleich) werden durch den Wertpapierprospekt und das Rating noch nicht ermöglicht.

Credit Research schließt Informationslücke

Eine Credit Research-Analyse schließt diese Informationslücke. 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 den Anleihekauf

Gerade eine fundierte Analyse und Prognose der weiteren Unternehmensentwicklung ist für Anleiheninvestoren 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.

In Credit Research-Analysen ist zudem die geplante Mittelverwendung aus der Unternehmensanleihe ein essentieller Faktor und

so stellt beispielsweise eine Vor-Anleihen-Betrachtung (Pre-Money) und Nach-Anleihen-Betrachtung (Post-Money) eine transparenzerhöhende Information für Investoren dar.

Analyse der Attraktivität der Unternehmensanleihe im Marktvergleich

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. In der Credit Research-Analyse 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.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	113,99	142,50	171,00	205,20
EBITDA	8,77	10,57	13,40	16,37
EBITDA-Marge	7,7%	7,4%	7,8%	8,0%
EBIT	7,34	9,19	12,00	14,87
EBIT-Marge	6,4%	6,4%	7,0%	7,2%
Kennzahlen				
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	5,34	5,32	5,36	5,95
EBIT-Zinsdeckungsgrad	4,46	4,62	4,80	5,41
EK-Quote in %	24,1	28,0	28,8	31,3
Total Debt / EBITDA	4,32	4,17	3,91	3,45
Total Net Debt / EBITDA	4,14	3,77	3,31	2,78
ROCE in %	12,6	13,1	14,7	16,4
Total Debt / Capital	0,65	0,62	0,62	0,59

