Helaba

Im Fokus: Credits

5. November 2021

Branchen im Schuldscheinmarkt 2021 - Wenig Appetit bei Zyklikern

Ulrich Kirschner, CFA
Senior Analyst
Tel. 069/91 32-28 39

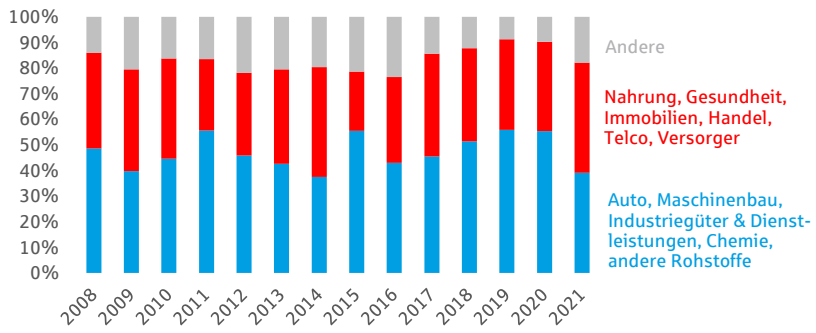
Emittenten aus den zyklischen Branchen Automotive, industrielle Dienstleistungen, Maschinenbau, Industriegüter, Chemie und ‚andere Rohstoffe' gehören seit jeher zu den festen Größen am Schulscheinmarkt. Im laufenden Jahr fiel ihr Anteil am Platzierungsvolumen jedoch auffällig niedrig aus. Hingegen blieben Unternehmen aus den defensiven Sektoren stark präsent. So nutzten Telekom-Anbieter das Segment zur Platzierung großer Tickets. Auch Versorger emittierten deutlich mehr als in den vergangenen Jahren. Bei Immobilienunternehmen setzte sich der langfristige Trend zu höheren Marktanteilen fort. Unseres Erachtens dürfte die Zurückhaltung der Zykliker insbesondere auf die umfangreichen Liquiditätssicherungsmaßnahmen im vorangegangenen Jahr zurückzuführen sein. Inzwischen haben viele Emittenten ihre Überschussliquidität jedoch deutlich reduziert. Die wirtschaftlichen Prognosen für das kommende Jahr verheißen zudem ein weiteres Anziehen der Geschäftsdynamik. Aufgrund des damit verbundenen Finanzierungsbedarfs sollten die konjunkturabhängigen Emittenten im Zuge dessen wieder stärker in Erscheinung treten.

2021 mit auffälliger Sektorrotation

Seit 2008 gerechnet haben die zyklischen Sektoren Automotive, industrielle Dienstleistungen, Maschinenbau, Industriegüter, Chemie und ‚andere Rohstoffe' im Schnitt knapp die Hälfte des Emissionsvolumens am Schuldscheinmarkt auf sich vereint. 2020 standen sie sogar für mehr als 55 % der Platzierungssumme. In den ersten zehn Monaten des laufenden Jahres hat sich das Bild jedoch gewandelt: Mit 39 % war der Marktanteil dieser Branchen so gering wie zuletzt 2014, obwohl die mit Abstand größte Transaktion mit 1 Mrd. EUR aus dem zyklischen Rohstoff-Sektor kam. Im Gegensatz dazu blieben defensiv ausgerichtete Branchen recht aktiv. Unternehmen aus den Bereichen Telekommunikation, Versorger, Nahrungsmittel, Handel, Gesundheit und Immobilen begaben 43 % des Emissionsvolumens – mehr als im historischen Schnitt, der in den Jahren 2008 bis 2020 bei 35 % lag. Dieser Zeitraum eignet sich unseres Erachtens gut als Vergleichsmaßstab, wurde bezogen auf die ersten zehn Monate mit 14,8 Mrd. EUR doch etwa so viel emittiert wie im laufenden Jahr (14,2 Mrd. EUR).

Defensive Emittenten dominieren Marktgeschehen 2021

Emissionsvolumen* nach Sektoren (Anteil in %)



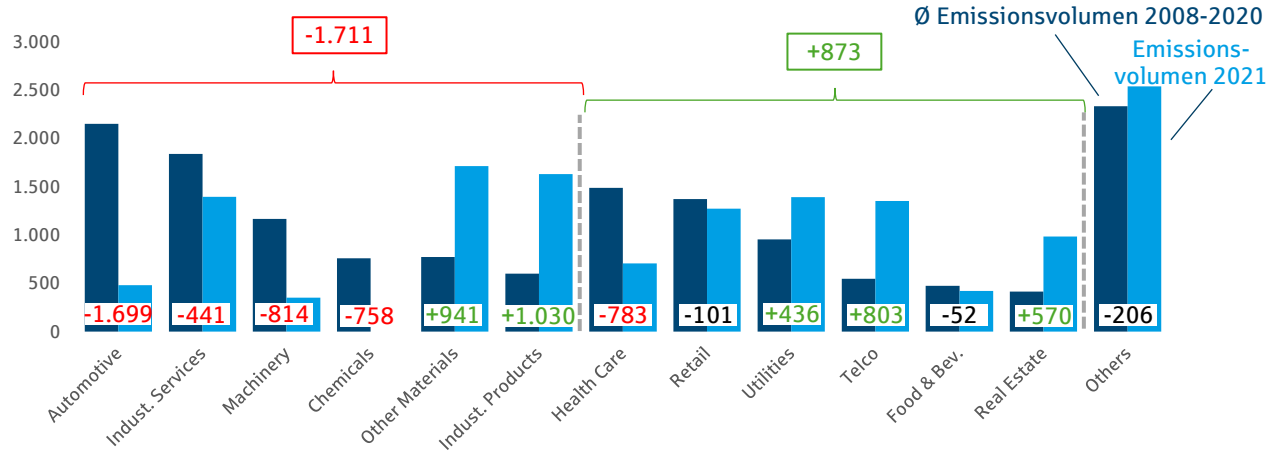
*Bis Ende Oktober 2021 valutiert.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Kräftiger Volumenrückgang bei Automotive, Maschinenbau und Chemie

In den zyklischen Sektoren fiel der Rückgang der Aktivität insbesondere im Bereich Automotive recht groß aus. Von Januar bis Oktober platzierten die Emittenten mit 480 Mio. EUR knapp 1,7 Mrd. EUR weniger als im Schnitt der vorangegangenen 13 Jahre. Deutlich geringere Volumina kamen auch von den Maschinenbau-Unternehmen (-814 Mio. EUR). Der ebenfalls konjunkturabhängige Chemiesektor war in diesem Jahr sogar noch gar nicht am Schuldscheinprimärmarkt präsent. Diese rückläufige Entwicklung wurde zwar durch die höheren Platzierungsvolumina in der Branche Industrieprodukte – der große Schuldschein von Traton brachte immerhin 700 Mio. EUR – und ‚andere Rohstoffe' mit dem Mega-Schuldschein von Mayr-Melnhof Karton AG (1 Mrd. EUR) etwas aufgefangen. In der Summe brachten die sechs sonst recht stark vertreten zyklischen Sektoren aber deutlich weniger an den Markt als üblich.

Zykliker aktuell nur unterdurchschnittlich am Markt präsent

Emissionsvolumen nach Sektoren*, jeweils in den ersten 10 Monaten des Jahres (in Mio. EUR)



*Dargestellte Sektoren umfassten in den ersten 10 Monaten der Jahre 2008 bis 2020 durchschnittlich rund 85 % des Volumens am Schuldscheinmarkt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

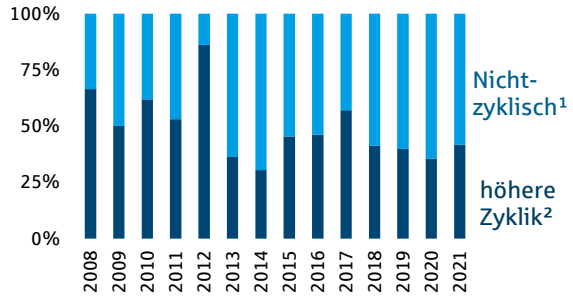
Marktanteil der Telekommunikationsbranche nahe Spitzenwert

Große Zugewinne sah hingegen die Telekommunikationsbranche: Mit knapp 1,4 Mrd. EUR Platzierungsvolumen vereinten die Emittenten im laufenden Jahr 9 % des Emissionsvolumens auf sich – verglichen mit 3 % im Mittel der vergangenen Jahre. Hier machten sich insbesondere die großen Platzierungen von United Internet (750 Mio. EUR) und der französischen Iliad (500 Mio. EUR) bemerkbar. Nur im Krisenjahr 2008 wurde von der Branche anteilig mehr platziert. Zwar kommen in der Regel bei steigender Tendenz jährlich 2 bis 3 Schuldscheine aus der Telekommunikationsbranche an den Markt. Die begebenen Volumina schwankten in den vergangenen Jahren allerdings teils erheblich. Bei jenen Emittenten, die einen erheblichen Teil ihres Refinanzierungsbedarfs mit Schuldscheinen decken, fallen die SSD-Transaktionen häufig recht groß aus. Insbesondere kleinere Anbieter bzw. Market Challenger ohne externes Rating scheinen das Instrument zu schätzen. Bei größeren Playern wird der SSD-Markt hingegen mit der Platzierung kleinerer Deals nur zur Beimischung des Finanzierungs-Mix genutzt. Wir erwarten daher, dass das beigesteuerte Volumen der Branche auch in Zukunft deutlichen Schwankungen unterliegen wird.

Handel und Nahrungsmittel mit stabilem Marktanteil – hohe Aktivität bei Versorgern

Handel: Defensive SSD-Emittenten dominieren

Anteil am Emissionsvolumen* im Sektor Handel (in %)



¹Consumer Staples (insbesondere Lebensmittel), ²Consumer Discretionary
*Bis Ende Oktober 2021 valutiert.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Mit 8,9 % des Emissionsvolumens bewegten sich Transaktionen des Handelssektors in den ersten zehn Monaten des Jahres in etwa auf dem Niveau der vergangenen Jahre. So trug die Branche seit 2008 durchschnittlich 9 % (stets zwischen 6 und 15 %) der Platzierungssumme bei. Allerdings haben sich die Gewichte innerhalb der Emittentengruppe in den letzten Jahren tendenziell zugunsten der weniger konjunkturabhängigen Adressen, wie Nahrungsmittelhändler, verschoben. Gleichwohl bleibt der Schuldscheinmarkt auch für Händler stärker zyklischer Konsumgüter eine beliebte Refinanzierungsquelle. 2021 wurden bisher 40 % des Sektor-Volumens von solchen Handelsunternehmen begeben.

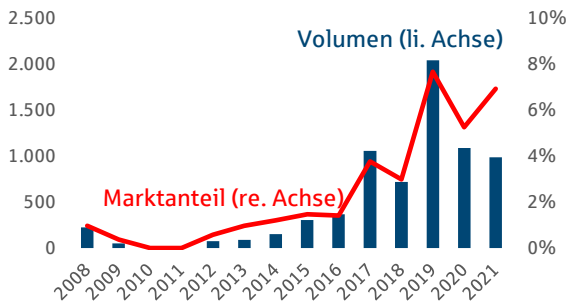
Versorger liegen mit einem Anteil von 10 % am SSD-Volumen aktuell deutlich über ihrer Quote der letzten Jahre (3 % - 6 %). Insbesondere für deutsche Stadtwerke und regionale Versorger erweist sich der Schuldschein als zuverlässige Refinanzierungsquelle und dies nicht zuletzt deshalb, weil sich das Segment für die Aufnahme kleinerer Summen (unter 100 Mio. EUR) mit unterschiedlichen Fälligkeitstranchen sehr gut eignet. Wir rechnen daher damit, dass insbesondere diese Versorger-Adressen den Markt weiterhin rege nutzen werden. Nahrungsmittelhersteller haben sich in den letzten Jahren zu einer festen Größe am Schuldscheinmarkt gemausert. Seit 2016 begaben diese Emittenten stets zwischen 3 und 5 % der Platzierungssumme. Mit einem Volumen von 3 % lag dieser klassische defensive Sektor zuletzt in der Bandbreite der letzten fünf Jahre.

Real Estate im Aufwind

Seit 2016 ist der Marktanteil von Schuldscheinen aus dem Bereich Real Estate rapide gestiegen und erreichte 2019 einen Spitzenwert von knapp 8 %. Nicht realisierte Immobilienprojekte sowie der zwischenzeitliche Anstieg der Spreads führten im vergangenen Jahr zwar zu einem stärkeren Rückgang der Emissionsdynamik. Inzwischen ist der Volumenanteil der Immobiliendeals aber wieder auf 7 % gestiegen. Insbesondere die günstigen Refinanzierungskosten sowie die gute Investorennachfrage haben die Emittenten des Sektors in den letzten Jahren vermehrt dazu bewogen, den Schuldscheinmarkt für die Aufnahme unbesicherter Mittel anzuzapfen. Gegenüber den sonst im Sektor üblichen besicherten Finanzierungen bietet sie den Unternehmen die Möglichkeit, Liquiditätspuffer in der Bilanz zu schaffen. Darüber hinaus setzen sich im Schuldscheinmarkt nachhaltige Finanzierungen immer stärker durch. Mit Blick auf energetische Immobiliensanierungen und nachhaltiges Bauen dürfte sich das Potenzial für entsprechende Schuldscheindeals gerade aus dem Immobiliensektor tendenziell weiter erhöhen.

Immobilienschuldscheine zunehmend populär

Marktvolumen* in Mio. € bzw. Marktanteil in %



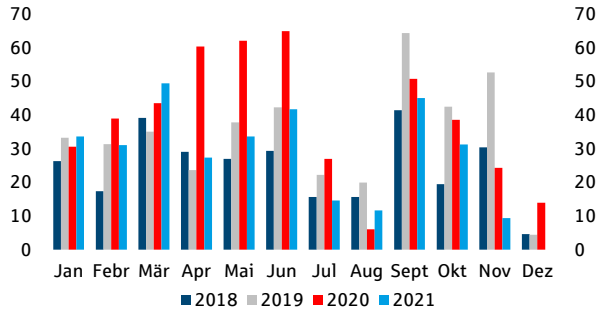
*Bis Ende Oktober 2021 valutiert.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Finanzprofile zyklischer Unternehmen vielfach durch Liquiditätsaufbau 2020 verzerrt

Warum haben zyklische und defensive Branchen den Schuldschein im laufenden Jahr so unterschiedlich genutzt? Die Corona-Krise hat insbesondere in den konjunkturabhängigen Branchen oft zu Verschlechterungen der Kreditkennzahlen geführt. Demensprechend dürften einige Treasury-Abteilungen den Gang an den Schuldscheinmarkt unter Eindruck schwächerer Jahresabschlüsse in diesem Jahr überdacht haben. Mit der sukzessiven wirtschaftlichen Erholung sollten einige dieser Transaktionen in kommenden Quartalen nachgeholt werden. Ein noch wichtigerer Punkt dürfte aber im Jahr 2020 zu suchen sein: Angesichts steigender Unsicherheit an den Kapitalmärkten und der schlechten Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise 2008 haben viele Corporates insbesondere zu Beginn der Corona-Pandemie umfangreiche Liquiditätspolster zugelegt. Dies belegen nicht zuletzt die rekordverdächtigen Platzierungsvolumina in den Monaten April bis Juni am EUR Corporate Bond-Markt. In Summe nahmen Non-Financials-Unternehmen in diesem Zeitraum 90 Mrd. EUR mehr auf als im Durchschnitt der vorangegangenen drei Jahre.

2020: Liquiditätssicherung am Bondmarkt

Emissionsvolumen* EUR Corporate Bonds (Volumen in Mrd. €)



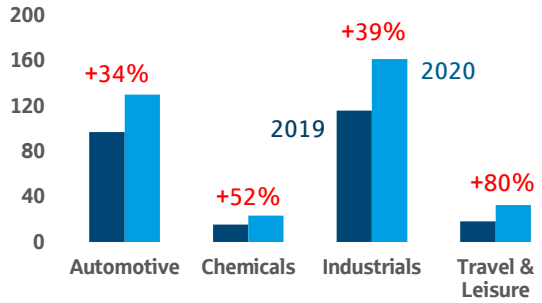
*Platzierungen bis 3. November 2021
Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Research & Advisory

Abbau der Überschussliquidität 2021 bislang im Vordergrund

In der Folge lag die bilanzielle Cash-Position bei vielen europäischen börsennotierten Unternehmen zum Jahresende 2020 signifikant über dem Stand des Bilanzstichtags 2019. Die liquiden Mittel der Non-Financials-Unternehmen, die im STOXX Europe 600 enthalten sind, schwollen binnen Jahresfrist von rund 750 Mrd. EUR auf 1 Bio. EUR an. Insbesondere Corporates aus zyklischen Branchen, die aufgrund ihres konjunkturabhängigen Geschäftsmodells bereits über vergleichsweise hohe Barmittel verfügten, hatten sich reichlich zusätzliches Geld beschafft. In der Rückschau dürfte sich der Aufbau zusätzlicher Liquidität gleichwohl nicht in jedem Fall als notwendig erwiesen haben. Anders als in der Finanzkrise sorgten nicht zuletzt die Ankaufsprogramme der EZB für anhaltend gute Refinanzierungsbedingungen. Mit der Erholung der wirtschaftlichen Lage standen viele Firmen nun vor der Aufgabe, die kostspielige Vorhaltung von Kassenbestand zu reduzieren. Entsprechend gering war die Notwenigkeit, weitere Mittel aufzunehmen. Allerdings dürften viele Unternehmen ihre Kassenbestände inzwischen wieder normalisiert haben. So wiesen beispielsweise zwei Drittel jener Unternehmen des STOXX Industrial Goods & Services, die zum 30. Juni 2021 Halbjahreszahlen berichteten, bereits eine deutlich niedrigere Cash-Position als noch zum Bilanzstichtag 2020 aus. Wir rechnen daher damit, dass sich das Engagement der zyklischen Unternehmen am Schuldscheinmarkt wieder erhöhen wird. Insbesondere in den Sektoren ‚Industrielle Güter und Dienstleistungen' haben sich seit Jahresmitte die Anzeichen einer Belebung vermehrt.

Signifikant höhere Kassenhaltung bei Zyklikern

Aggregierte Cash-Position in STOXX Sektor-Indizes (in Mrd. EUR)



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory
Redaktion Stefan Rausch
verantwortlich
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

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.