Helaba

Im Fokus: Credits

12. Oktober 2023

Corporate Schuldschein: Vorurteile fehl am Platz



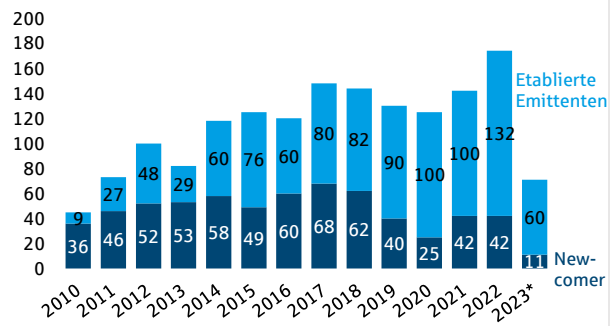
Ulrich Kirschner, CFA
Senior Analyst
T 069/91 32-28 39

Der Schuldscheinmarkt hat in den letzten Jahren eine steigende Anzahl von Newcomern angezogen. Gerade auch die zunehmende Zahl von nicht-deutschen Emittenten war ein wichtiger Treiber des Marktes. Zuletzt ist die dynamische Entwicklung des Emissionsvolumens in diesem Segment allerdings ins Stocken geraten. Ein wesentlicher Grund hierfür dürfte die Schieflage des französischen Pflegeheimbetreibers Orpea gewesen sein. Aktuell stellt sich für viele Investoren damit die Frage: Sind in den letzten Jahren zu viele neue Emittenten mit schwächeren Kreditprofilen an den Markt gekommen und haben insbesondere ausländische Unternehmen zu einer Verwässerung der bislang soliden Bonitäten in dem Segment geführt? Unsere Analyse zeigt, dass bis dato kein strukturelles Abrutschen der Kreditqualitäten am Schuldscheinmarkt erkennbar ist. Im Gegenteil: Das Segment bietet Investoren weiterhin eine breite Auswahl an Corporates mit investmentgrade-adäquaten Finanzstrukturen. Dies gilt insbesondere für ausländische Emittenten und Newcomer. Nichtsdestotrotz bleibt die sorgsame Kreditanalyse ein unabdingbarer Baustein des Investitionsprozesses.

In den vergangenen Jahren hat sich die Anzahl der am Schuldscheinmarkt aktiven Unternehmen merklich erhöht. Auch bei den Volumina ist ein deutlicher Wachstumstrend erkennbar gewesen. Zu dieser Entwicklung haben nicht zuletzt Schuldschein-Neulinge beigetragen, die im vergangenen Jahr knapp ein Viertel der platzierenden Unternehmen ausmachten. Insbesondere Corporates von jenseits der deutschen Grenze strömten an den Markt. 2022 lag ihr Anteil dank eines Rekordvolumens von über 14 Mrd. EUR bei knapp 45 %. Der Restrukturierungsfall des Schuldschein-Frequent Borrowers Orpea hat zuletzt bei vielen Investoren für Zurückhaltung gesorgt. Infolge dessen sank die Newcomer-Quote in den ersten sechs Monaten 2023 auf 15 %, den bisher niedrigsten Wert. Das von ausländischen Corporates platzierte Volumen ging mit 3,6 Mrd. EUR auf einen Anteil von rund 25 % zurück. Zudem traute sich bisher keine französische Adresse mit einer Transaktion öffentlich an den Markt.

Newcomer zuletzt ausgebremst

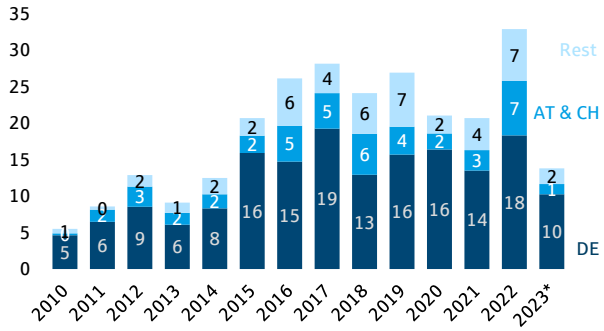
Corporate SSD: Anzahl der Emittenten



*Emissionen bis 30.06.2023 berücksichtigt
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Ausländer wichtige Emittentengruppe

Corporate SSD: Emissionsvolumen in Mrd. EUR



*Emissionen bis 30.06.2023 berücksichtigt
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

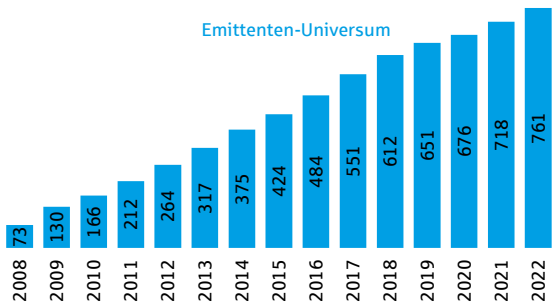
Dynamischer Verschuldungsgrad gibt wichtige Bonitätsindikation

Wir haben untersucht, ob die aktuell erhöhte Vorsicht der Anleger gegenüber den genannten Emittenten-Gruppen mit strukturellen Veränderungen im Bonitätsgefüge am Schuldscheinmarkt objektiv begründbar ist. Da die überwiegende Zahl der Schuldschein-Emittenten über kein öffentliches Agenturen-Rating verfügt und in einigen Fällen

nur begrenzt Finanzinformationen veröffentlicht werden, ist die Entwicklung der am Schuldscheinmarkt aktiven Kreditqualitäten nicht ganz einfach beobachtbar. Wir haben daher als Näherungsgröße für die Bonität die weit verbreitete Verschuldungskennzahl Nettoverschuldung zu EBITDA herangezogen[1] und daraus für die in einem Jahr aktiven Emittenten Durchschnitts- bzw. Medianwerte berechnet.

Trotz wachsendem Emittenten-Universum …

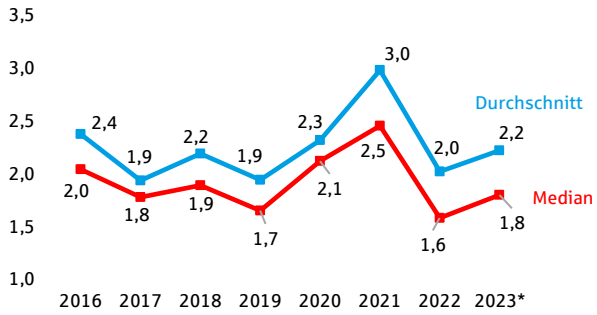
Corporate SSD: Kumulierte Zahl bisher aktiver Emittenten



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

… keine strukturelle Leverage-Verschlechterung

Corporate SSD: Nettoverschuldung / EBITDA (x-faches)**



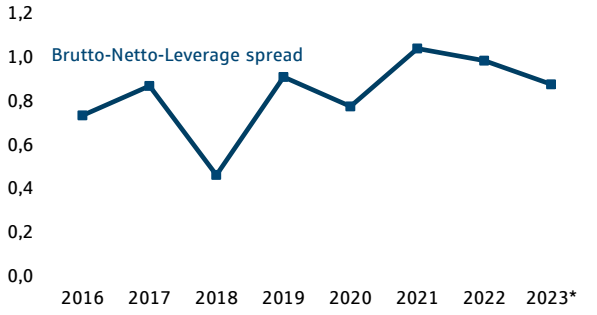
* bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt **Basierend auf den letzten zum Zeitpunkt der Transaktion verfügbaren Finanzdaten.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Verschuldungsquoten typischerweise in engen Bandbreiten

Seit 2008 betrachtet schwankte der Median der Kennzahl Nettoverschuldung/EBITDA in der Regel zwischen 1,6x und 2,3x. Nur im Krisenjahr 2021 fiel die Quote mit 2,5x etwas höher aus, blieb jedoch auch damals unter der kritischen Marke von 3x. In diesem Jahr hatte insbesondere die Corona-Krise die Ertragslage vieler Unternehmen merklich unter Druck gesetzt. 2021 lag der Anteil der aktiven Corporates mit einem Leverage von mehr als 5,0x mit 14 % deutlich über dem Niveau der vorangegangenen Jahre. Angesichts der unsicheren Rahmenbedingungen dürften insbesondere diese Unternehmen darauf bedacht gewesen sein, ihre Liquidität durch die Aufnahme neuer Mittel sicherzustellen. Auch die Tatsache, dass die Differenz zwischen Brutto- und Netto-Leverage 2021 den höchsten Wert erreichte, zeigt unserer Meinung nach, dass Liquiditätssicherung eines der wesentlichen Motive für Schuldscheintransaktionen in diesem Jahr war: Offenbar haben einige Akteure höhere Bruttoschulden akzeptiert, um im Rahmen einer vorausschauenden Finanzpolitik mehr bilanzielle Liquidität vorzuhalten.

2021: Liquiditätsvorsorge im Fokus

Differenz zwischen Brutto- und Nettoverschuldungsquote (x-faches)



*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

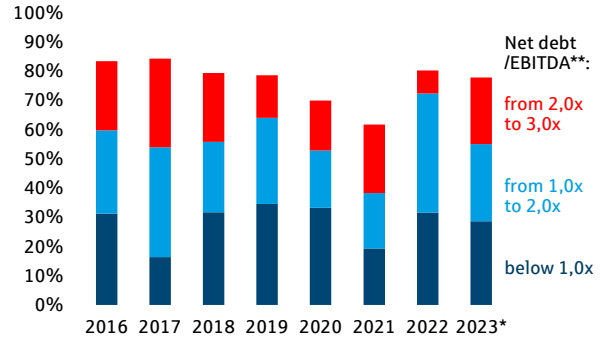
[1] Daten von knapp 1.000 Corporates aus dem Non-Financials-Segment, für die die entsprechenden Informationen öffentlich verfügbar waren, unter Ausschluss der Jahre 2009, 2011, 2013 und 2015.

Mehrheit der Emittenten mit Investmentgrade-kompatibler Verschuldung

2022 bewegten sich die durchschnittlichen Verschuldungsgrößen der Emittenten nach dem krisenbedingten Anstieg aber wieder in den üblichen Bandbreiten. Zudem erreichte die Relation Nettoverschuldung/EBITDA im Median mit 1,6x den bis dato niedrigsten Wert. Ein breit angelegtes, strukturelles Abrutschen der Kreditqualitäten am Schuldscheinmarkt ist daher unseres Erachtens aus den Daten nicht erkennbar. Die breite Mehrzahl der Corporates verfügt weiterhin über robuste Kreditprofile. 2023 kamen mehr als 75 % der Platzierungen von Corporates mit einer Investmentgrade-adäquaten Verschuldungsquote von weniger als 3,0x an den Markt – eine im historischen Vergleich übliche Größenordnung. Der Schuldschein bietet den Anlegern also unverändert eine breite Auswahl an Corporates mit soliden Finanzstrukturen.

Breite Auswahl solider Investments

SSD-Platzierungsvolumen nach Verschuldungsniveau (in %)



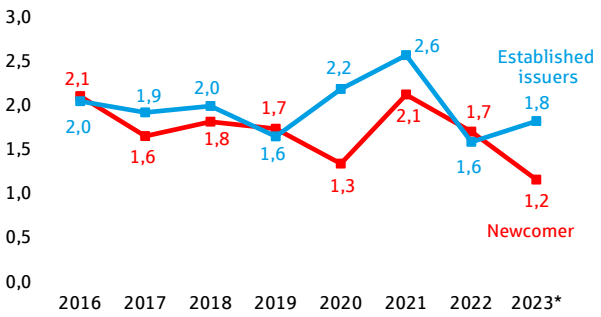
*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt **Basierend auf den letzten bei der Transaktion verfügbaren Finanzdaten.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Auch Debutemittenten überzeugen in der Regel mit gutem Zahlenwerk

Dies gilt insbesondere auch für die Newcomer am Schuldscheinmarkt. Seit 2016 betrachtet lagen die Median-Verschuldungsquoten in dieser Untergruppe in keinem Jahr substanziell über den Multiples der etablierten Emittenten. In vier der vergangenen sieben Jahre wiesen die Debut-Emittenten sogar deutlich bessere Bonitätskennzahlen auf – darunter auch in den Krisenjahren 2020 und 2021. Aktuell bewegt sich der Leverage-Grad bei niedrigen 1,2x. Auch der Blick auf die Verteilung des Emissionsvolumens in unterschiedlichen Verschuldungskategorien unterstreicht die Solidität des Segments. Mehr als 90 % des Platzierungsvolumens der Newcomer wurde zuletzt von Corporates mit einer Verschuldungsquote von maximal 3,0x begeben. Damit lag der Anteil etwas über dem allgemeinen Marktdurchschnitt.

SSD- Neulinge mit niedrigem Leverage

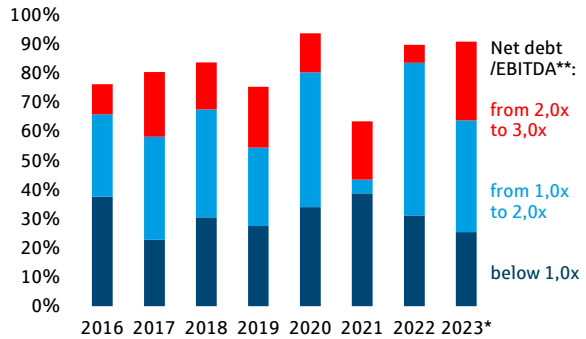
Nettoverschuldung / EBITDA im Median (x-faches)**



*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt **Basierend auf den letzten bei der Transaktion verfügbaren Finanzdaten.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Debut-Deals meist mit IG-adäquaten Kennzahlen

SSD-Platzierungsvolumen der Newcomer nach Verschuldungsniveau



*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt **Basierend auf den letzten bei der Transaktion verfügbaren Finanzdaten.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

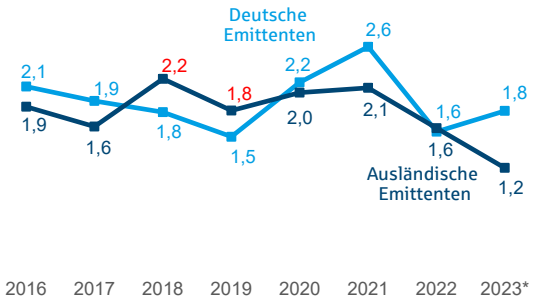
Hohes Verschuldungsniveau auch bei ausländischen Emittenten eher unüblich

Aufgrund der Orpea-Restrukturierung standen die Investoren ausländischen und vor allem den sonst recht aktiven französischen Emittenten zuletzt deutlich kritischer gegenüber – Eine Haltung, die mit Blick auf die soliden Finanzprofile dieser Unternehmen kaum nachzuvollziehen ist. So wies der französische Pflegeheim-Betreiber in all seinen Jahren als aktiver Schuldschein-Emittent (2012 bis 2022) einen im Vergleich zum Gesamtmarkt sehr hohen

Leverage auf. Im Durchschnitt lag die Kennzahl Nettoverschuldung/EBITDA-Kennzahl unter Einbeziehung aller Kreditverbindlichkeiten in dieser Zeit bei mehr als 8,0x, in der Regel ein klarer Hinweis auf eine Bonität im Sub-Investmentgrade-Bereich mit entsprechend erhöhter Ausfallwahrscheinlichkeit. Ein solches Verschuldungsniveau ist bei Schuldschein-Emittenten ausländischer bzw. französischer Provenienz keinesfalls üblich.

Ausländische Firmen mit soliden Kreditprofilen

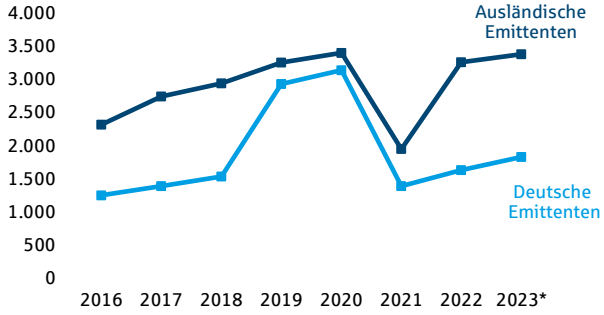
Corporate SSD: Nettoverschuldung / EBITDA im Median (x-faches)**



*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt **Basierend auf den letzten bei der Transaktion verfügbaren Finanzdaten.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Nicht-deutsche Emittenten tendenziell größer

Corporate SSD: Median-Umsatz bei Emission in Mio. EUR



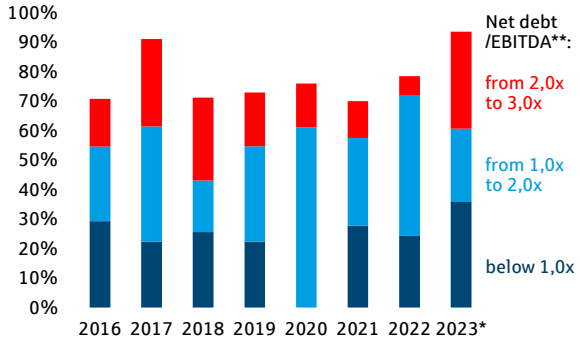
*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Pauschale Vorsicht gegenüber ausländischen Emittenten unbegründet

Die Median-Verschuldungsquote aller Emittenten von jenseits der deutschen Grenze lag in der Mehrzahl der letzten Jahre sogar unter der der deutschen Unternehmen, obwohl sie in der Regel größer sind und ihren Investoren daher tendenziell ein besseres Geschäftsprofil bieten. Im aktuellen Jahr beträgt der Leverage-Grad der ausländischen Unternehmen im Median 1,2x. Dies ist der bis dato niedrigste Wert, wenngleich sich die Kennzahl gegenüber den ersten Monaten des Jahres bereits wieder etwas erhöht hat. Offenbar wagten sich unter dem Eindruck der Marktverunsicherung in den letzten Monaten vorzugsweise jene Unternehmen an den Markt, deren überdurchschnittlich gute Finanzprofile einen reibungslosen Transaktionsablauf ermöglichten. In der Summe boten bisher mehr als 90 % des Emissionsvolumens aus ausländischer Hand Nettoverschuldungsrelationen von maximal 3,0x. Zudem verfügen die Emittenten auch über den Transaktionszeitpunkt hinaus über eine sehr solide Bonität. Wir haben den dynamischen Verschuldungsgrad der 125 Emittenten im Zeitablauf untersucht, die 2017 an den Markt gingen. Ergebnis: Sowohl die Gruppe der ausländischen als auch inländischen Emittenten wies nach 5 Jahren im Median eine niedrigere Nettoverschuldungsquote auf als zum Emissionszeitpunkt. Mit 1,4x lag die Relation Netto-Verschuldung/EBITDA der ausländischen Emittenten darüber hinaus deutlich unter der Kennzahl der heimischen Unternehmen.

Bonitätsstarkes Volumen erreicht Spitzenwert

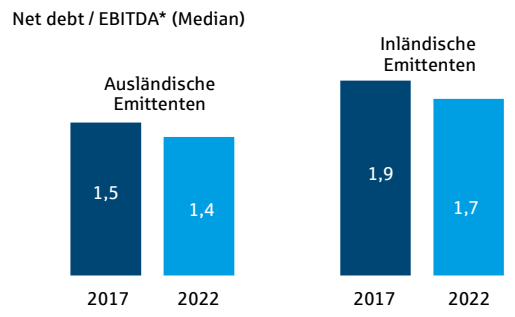
SSD-Volumen ausländischer Emittenten nach Verschuldungsniveau



*bis 19.09.2023 bekannte Emissionen berücksichtigt **Basierend auf den letzten bei der Transaktion verfügbaren Finanzdaten.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Finanzprofile auch nach einer Emission solide

Leverage der Emittenten 2017 im 5-Jahresvergleich



*ohne übernommene Emittenten und Unternehmen mit negativem EBITDA
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Auswahl an soliden Adressen bei Newcomern und ausländischen Emittenten noch breiter

Es hat sich also gezeigt, dass Newcomer aus dem In- und Ausland in der Regel mit ähnlich guten bzw. sogar besseren Kreditqualitäten als das Gesamtuniversum der SSD-Emittenten an den Markt kommen. Eine rein herkunftsbasierte Differenzierung in der Risikoeinschätzung ist somit wenig zielführend. Die beste Methode, Investmentrisiken abzuschätzen, bleibt unverändert die Einzelfall-basierte Kreditanalyse.



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
T +49 69 / 91 32 - 2024
Internet: **www.helaba.com**

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.