Helaba

Im Fokus: Credit

24. Juli 2024

Hybridanleihen:
Finanzierungs-Joker für die grüne Transformation



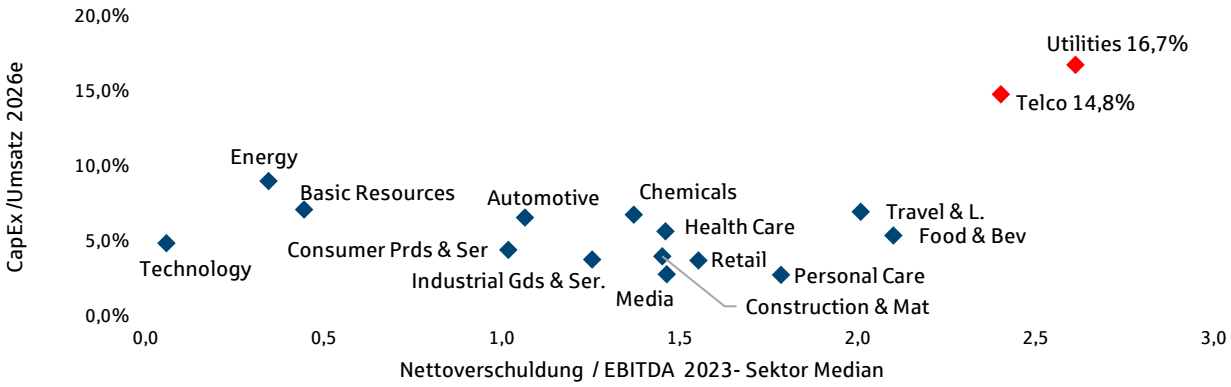
Ulrich Kirschner, CFA
Senior Analyst
T 069/91 32-28 39

Mit der grünen Transformation der Wirtschaft kommen auf viele Unternehmen erhebliche Investitionen zu. Insbesondere in kapitalintensiven Branchen, wie Telekommunikation und Versorger, stellt sich die Frage, wie diese Ausgaben in Zukunft finanziert werden können, ohne die Verschuldungsquoten zu überdehnen. Eine probate Lösung stellt unseres Erachtens die Begebung von Hybridkapital dar. Zumal sich das Instrument hervorragend als zweckgebundene grüne Anleihe ausgestalten lässt. Auch der Zeitpunkt erscheint derzeit günstig, wenn man sich den signifikanten Rückgang der Finanzierungskosten sowie das verbesserte Pricing gegenüber alternativen Finanzierungsformen vor Augen führt.

Neben der Digitalisierung und den Maßnahmen zur Diversifizierung der Lieferketten sorgt insbesondere der Umbau der Wirtschaft hin zu einer klimafreundlichen Produktion dafür, dass die Investitionsausgaben vieler Unternehmen in den kommenden Jahren weiterwachsen werden. Insbesondere die netzbasierten Infrastruktur-Branchen Telekommunikation und Versorger ächzen unter den finanziellen Belastungen, die die Aufrüstung der Telefonnetze von Kupfer- auf Glasfaserkabel bzw. die Investitionen in die alternative Energieerzeugung mit sich bringen. Im Schnitt müssen in diesen Sektoren deutlich mehr als 10 % des Umsatzes für Investitionsausgaben (CapEx) aufgewendet werden - Tendenz steigend. Allein für die im STOXX 600 enthaltenen Versorger und Telekommunikationsunternehmen wird von den von Bloomberg gefragten Analysten für die kommenden Jahre ein gewaltiges Investitionsbudget in Höhe von jährlich knapp 160 Mrd. EUR prognostiziert. Angesichts der bereits recht hohen Verschuldungsquoten dieser Gesellschaften rückt die Frage in den Vordergrund, wie diese Ausgaben gestemmt werden können, ohne die Kreditprofile der Konzerne zu sehr unter Druck zu setzen.

Versorger und Telekommunikation: Großer Finanzmittelbedarf trifft auf bereits erhöhte Verschuldung

Stoxx 600 Sektoren: CapEx / Umsatz (%) und Nettoverschuldung / EBITDA (x-faches)*



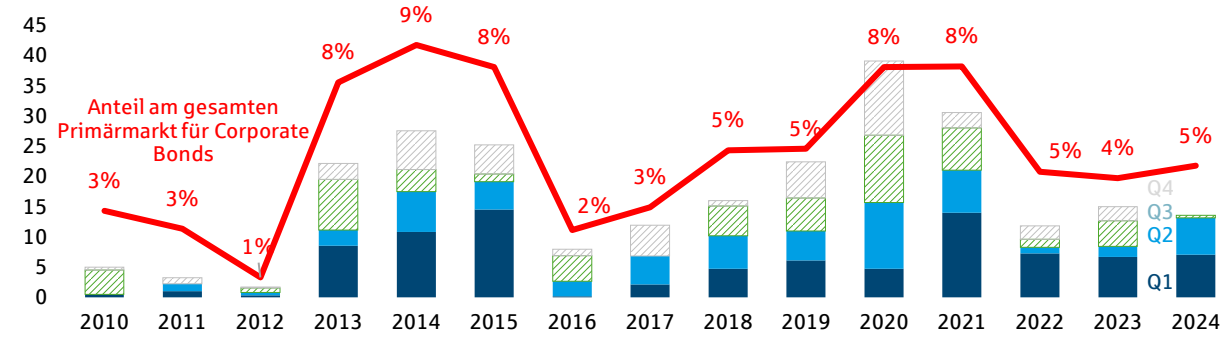
*Stand: 07.05.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Hybridanleihen stärken Eigenkapital ohne Verwässerungseffekte für die Eigentümer

Eine Möglichkeit zur Bilanzstärkung ist die Zufuhr von Eigenkapital per klassischer Kapitalerhöhung. Allerdings ist dieser Weg häufig versperrt, da die Eigentümer (unter anderem angesichts knapper öffentlicher Kassen) oft nicht willens oder in der Lage sind, frische Mittel nachzuschießen und somit eine Verwässerung ihres Anteils hinnehmen müssten. Eine Alternative, die diese Nebenwirkungen vermeidet, kann die Platzierung einer Hybridanleihe sein. Erfüllt sie bestimmte Kriterien, darf sie nach dem Rechnungslegungsstandard IFRS bilanziell dem Eigenkapital zugeordnet werden. Hierfür ist insbesondere erforderlich, dass sie in der Rangfolge hinter allen anderen Finanzverbindlichkeiten steht, die Kuponzahlungen ausgesetzt oder verschoben werden können und die Anleihe keine feste Endlaufzeit aufweist. Auch die Rating-Agenturen erwarten bei ihrer Bonitätsbeurteilung eine sehr lange Laufzeit oder die Aufschiebbarkeit der Kuponzahlung, um die Titel zumindest teilweise als Eigenkapital zu berücksichtigen. In der Regel beträgt der zuerkannte Equity Credit dann 50 % (vgl. hierzu **Credit Special - Hybridanleihen: Rechtzeitig Abwehrkräfte stärken**, vom 11. November 2020, S. 2).

Hybridinstrumente deutlich gefragter als im Vorjahr

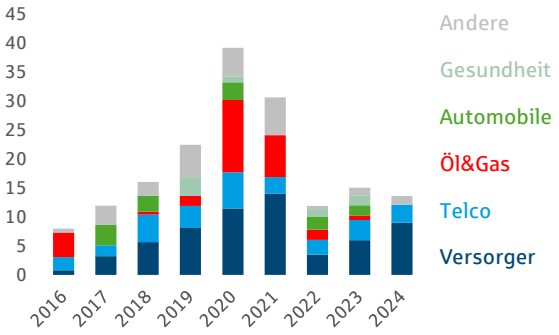
EUR Hybridanleihen: Emissionsvolumen in Mrd. EUR bzw. Anteil am Primärmarkt für EUR Corporate Bonds in %*



*Stand: 15.07.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Telco & Versorger aktuell wichtigste Branchen

EUR-Hybridanleihen, Platzierungsvolumen in Mrd. EUR*



* Stand: 15.07.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aufgrund seiner Vorteile ist es nicht verwunderlich, dass sich das Instrument insbesondere in schwierigen Phasen, wie etwa den Corona-Jahren, hoher Beliebtheit erfreute und dabei half, die Bonitätsprofile einiger Unternehmen zu stabilisieren, als die Erträge und Kreditkennzahlen unter Druck kamen. Aber auch am aktuellen Rand ist eine erneute Belebung des Marktsegmentes festzustellen. Wenngleich der Anteil mit 5 % am gesamten Volumen des Primärmarktes für EUR Corporate Bonds aufgrund dessen starker Dynamik noch als moderat einzustufen ist, wurde absolut gesehen in der ersten Jahreshälfte mit 13 Mrd. EUR mehr Hybridkapital begeben als im Gesamtjahr 2022 und fast so viel wie 2023.

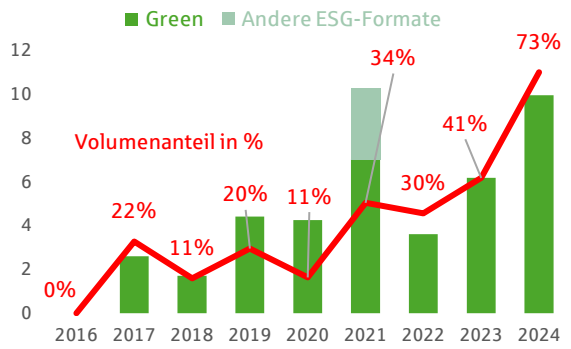
Grün wird zum dominierenden Emissionsformat im Hybridbereich

Angesichts des zugrundeliegenden Finanzierungszwecks drängt es sich geradezu auf, eine Hybridanleihe mit einer Nachhaltigkeitskomponente auszustatten. Der Marktanteil zweckgebundener grüner Finanzierungen hat im Hybridsegment in den letzten Jahren stetig zugenommen und in den ersten sechs Monaten 2024 mit 73 % des

gesamten Platzierungsvolumens einen neuen Rekordwert erreicht. Mit Blick auf den weiterhin sehr hohen Investitionsbedarf in der Infrastruktur-nahen Branche gehen wir davon aus, dass Emissionen mit ESG-Komponente weiterhin eine tragende Rolle spielen werden.

Grüne Titel steigern Anteil im Hybridsegment …

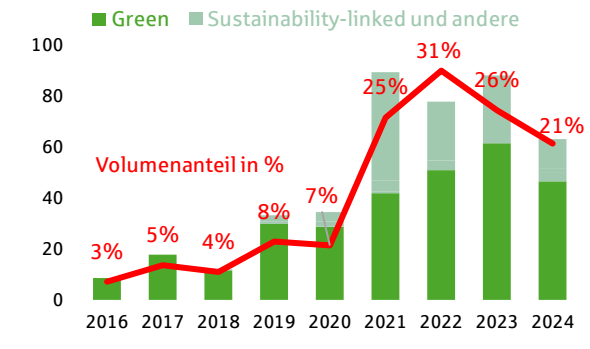
Platzierungsvolumen Hybrid-Bonds mit ESG-Komponente in Mrd. EUR



*Stand: 15.07.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

… entgegen den allgemeinen Markttrend

Platzierungsvolumen EUR-Corporate Bonds in Mrd. EUR

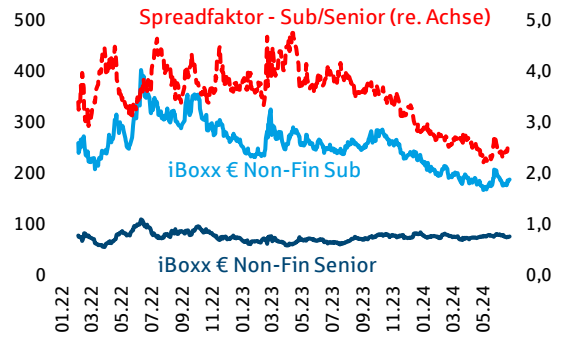


*Stand: 15.07.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Merklich gesunkene Refinanzierungskosten öffnen günstiges Emissionsfenster

Nachrangtitel mit günstigerem Spread-Niveau

iBoxx indices: Asset Swap Spread in Bp*

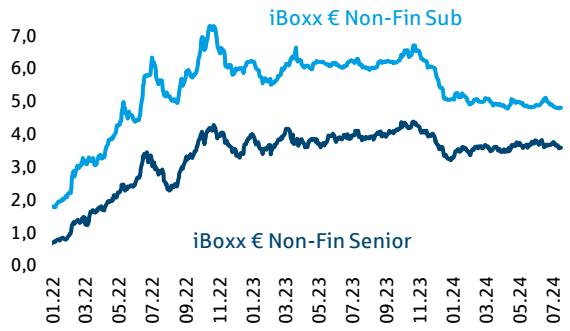


*Stand: 15.07.2024
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Zu der Belebung der Emissionstätigkeit in diesem Jahr hat nicht zuletzt auch die günstige Entwicklung der Refinanzierungskosten bei Hybridanleihen beigetragen. Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2023 haben die Risikoprämien nachrangiger Unternehmensanleihen begonnen, merklich zu fallen. Aktuell ist der Asset Swap Spread des iBoxx € Non-Financials Subordinated nur noch ca. 40 Bp. von seinem Tiefstand der letzten zehn Jahre entfernt. Dagegen haben sich die Spreads unbesicherter Senior-Bonds im Wesentlichen seitwärts bewegt. Das relative Spread-Verhältnis IBoxx € Non-Financials Subordinated zu Senior liegt gegenwärtig bei nur noch 2,5x und war zuletzt vor vier Jahren für einen kurzen Zeitraum ähnlich niedrig. In der Summe dürften die Finanzierungskosten einer Hybridplatzierung aufgrund der gestiegenen Basiszinsen zwar über dem Niveau liegen, das Corporates bei Platzierung noch vor Mitte 2022 erzielen konnten. Sie sind jedoch augenblicklich deutlich günstiger als zu jedem anderen Zeitpunkt in den letzten 2 Jahren. Wir erachten den Zeitpunkt für die Begebung einer Hybridanleihe derzeit daher als außerordentlich günstig. Die recht hohen Überzeichnungen bei vielen der jüngsten Transaktionen zeigt zudem, dass sich das Finanzierungsinstrument einer hohen Nachfrage bei den Investoren erfreut. Mit Blick auf den ungewissen Ausgang der aktuellen geopolitischen Krisen könnte daher eine zeitnahe Realisierung von entsprechenden Refinanzierungsplänen für manche Treasury-Abteilungen sinnvoll sein.

Renditen so niedrig wie seit 2 Jahren nicht mehr

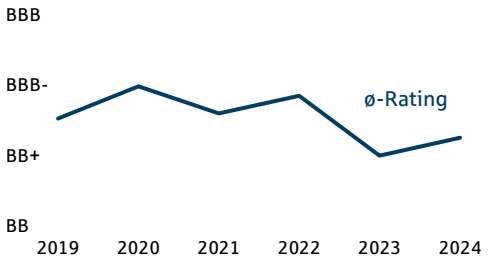
iBoxx indices: Rendite in %*



*Stand: 15.07.2024
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Ø-Rating in der üblichen Bandbreite

Volumengewichtetes Durchschnittsrating der Hybridbonds*



*Sofern Rating vorhanden. Stand: 15.07.2024
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Ausgewählte Hybrid-Emissionen seit Anfang 2023*

Datum	Emittent	Branche	Kupon	erstes Call-Datum	Emissionsvolumen in Mio. EUR	Composite Rating	Green	Aktueller Z-Spread
08.07.2024	EESTI ENERGIA AS	Versorger	7,88	15.07.2029	400	B+	Ja	484
20.06.2024	ALLIANDER NV	Versorger	4,50	27.03.2032	500	BBB+	Ja	171
11.06.2024	KONINKLIJKE KPN NV	Telekommunikation	4,88	18.06.2029	500	BB+	Ja	191
05.06.2024	ENGIE SA	Versorger	5,13	14.03.2033	1.035	BBB-	Ja	246
05.06.2024	ENGIE SA	Versorger	4,75	14.03.2030	800	BBB-	Ja	208
04.06.2024	A2A SPA	Versorger	5,00	11.06.2029	750	BB+	Ja	245
23.05.2024	ALSTOM SA	Industrie	5,87	29.05.2029	750	BB	Nein	238
21.05.2024	ENERGIAS DE PORTUGAL SA	Versorger	4,75	28.02.2030	750	BB+	Ja	209
16.05.2024	TOPSOE AS	Chemie	6,75	23.05.2029	200	NA	Ja	347
04.04.2024	TERNA RETE ELETTRICA	Versorger	4,75	11.01.2030	850	BB+	Ja	224
27.03.2024	ORANGE SA	Telekommunikation	4,50	15.12.2030	700	BBB-	Nein	181
25.03.2024	BRITISH TELECOMMUNICATIO	Telekommunikation	5,13	03.07.2029	750	BB+	Nein	212
14.03.2024	ARKEMA	Chemie	4,80	25.03.2029	400	BBB-	Nein	202
14.03.2024	TENNET HOLDING BV	Versorger	4,88	21.12.2031	550	BB+	Ja	216
14.03.2024	TENNET HOLDING BV	Versorger	4,63	21.03.2029	550	BB+	Ja	199
06.03.2024	TELEFONICA EUROPE BV	Telekommunikation	5,75	15.01.2032	1.100	BB	Ja	264
05.03.2024	ORSTED A/S	Versorger	5,13	14.09.2029	750	BB+	Ja	213
20.02.2024	ENEL SPA	Versorger	4,75	28.02.2029	900	BB+	Nein	210
29.01.2024	PORR AG	Industrie	9,50	06.11.2028	135	NA	Nein	453
16.01.2024	ENBW ENERGIE BADEN - WU	Versorger	5,25	23.10.2029	500	BBB-	Ja	191
09.01.2024	IBERDROLA FINANZAS SAU	Versorger	4,87	16.01.2031	700	BBB-	Ja	184
13.11.2023	VEOLIA ENVIRONNEMENT SA	Versorger	5,99	22.11.2028	600	BB+	Nein	218
08.11.2023	VAR ENERGI ASA	Öl und Gas	7,86	15.11.2028	750	BB	Nein	281
02.11.2023	APA INFRASTRUCTURE LTD	Versorger	7,13	09.11.2028	500	BB+	Nein	233
04.10.2023	ACCOR SA	Freizeit und Reise	7,25	11.01.2029	500	BB	Nein	222
20.09.2023	BAYER AG	Gesundheit	7,00	25.09.2031	1.000	BB+	Nein	367
20.09.2023	BAYER AG	Gesundheit	6,63	25.09.2028	750	BB+	Nein	345
30.08.2023	TELEFONICA EUROPE BV	Telekommunikation	6,75	07.06.2031	750	BB	Ja	261
29.08.2023	VOLKSWAGEN INTL FIN NV	Automobile	7,88	06.09.2032	750	BBB-	Ja	309
29.08.2023	VOLKSWAGEN INTL FIN NV	Automobile	7,50	06.09.2028	1.000	BBB-	Ja	241
24.05.2023	VODAFONE GROUP PLC	Telekommunikation	6,50	30.05.2029	750	BB+	Nein	191
05.04.2023	ORANGE SA	Telekommunikation	5,38	18.01.2030	1.000	BBB-	Nein	183
09.03.2023	SANOMA OYJ	Medien	8,00	16.03.2026	150	NA	Nein	318
08.03.2023	ELIA GROUP SA/NV	Versorger	5,85	15.03.2028	500	BB+	Nein	206
16.02.2023	PURMO GROUP OYJ	Industrie	9,50	23.02.2026	60	NA	Ja	621
25.01.2023	TELEFONICA EUROPE BV	Telekommunikation	6,14	03.02.2030	1.000	BB	Ja	238
24.01.2023	RED ELECTRICA CORP	Versorger	4,63	07.05.2028	500	BBB	Ja	147
19.01.2023	EUROPEAN ENERGY AS	Versorger	10,75	26.01.2027	115	NA	Ja	-
18.01.2023	IBERDROLA FINANZAS SAU	Versorger	4,88	25.04.2028	1.000	BBB-	Ja	164
17.01.2023	EUROFINS SCIENTIFIC SE	Industrie	6,75	14.04.2028	600	BB	Nein	332
16.01.2023	ENERGIAS DE PORTUGAL SA	Versorger	5,94	23.01.2028	1.000	BB+	Ja	209
09.01.2023	ENEL SPA	Versorger	6,63	16.04.2031	750	BB+	Nein	244
09.01.2023	ENEL SPA	Versorger	6,38	16.04.2028	1.000	BB+	Nein	197

*Stand: 22.07.2024
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
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.