

Qualitative Kreditanalyse bei europäischen Hochzinsanleihen

Ottmar Wolf und
Philipp Bieber

Ratingagenturen nutzen für Ihre Bonitätseinstufung von Unternehmen als wesentlichen Input die letzten drei Jahresabschlüsse sowie die aktuellen Quartalsberichte und nehmen insbesondere eine Finanzanalyse vor. In der Praxis hat sich beim Management von High Yield Portfolios aber das stärker qualitativ ausgerichtete Credit Scoring Modell der Wallrich Wolf Asset Management AG (WWAM) bewährt, welches den Blick nach vorne richtet. Entscheidend ist meistens die Stärke des Geschäftsmodells und nicht die Bilanz.

Europäische Unternehmensanleihen mit einem spekulativen Rating (BB und schlechter) weisen im Schnitt aktuell eine Rendite von rund 3% auf. Damit ist «European Corporate High Yield» auf absoluter Basis nicht länger interessant. Allenfalls noch auf relativer Basis, etwa im Vergleich zu Bundesanleihen oder Immobilien, ist diese Assetklasse in der Breite noch diskussionswürdig. Auf den zweiten Blick ist aber auch festzustellen, dass das aktuelle Makroumfeld gerade diese Assetklasse begünstigt. Zu nennen sind hier die endlich wieder florierende Wirtschaft in Europa, die weiterhin sehr tiefen Zinsen (Stichwort «Anlagenotstand»), die fortgesetzten Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank sowie der gute Zugang zu Finanzierungen für Unternehmen und die nach wie vor sehr niedrigen Ausfallraten, die sich auch 2018 fortsetzen dürften.

Die konstruktive Marktstimmung zeigt sich auch beim sehr geringen Renditeabstand der unterschiedlichen High Yield Ratings. So liegen die Credit Spreads für Single-B und BB-Emissionen aktuell äußerst nah zusammen. Gleichzeitig gelingt es den Emittenten, die Prospekte mehr und mehr zu ihren Gunsten zu gestalten (u.a. schwache Covenants). Noch ist der High Yield Markt zwar ein gutes Stück von der absoluten Sorglosigkeit des Jahres 2007 entfernt, es ist aber festzuhalten, dass die

Geldflut der Notenbanken viele Investoren in Risiken treibt, die eigentlich nicht genügend Reward bieten.

Gleichzeitig handelt es sich bei den europäischen Hochzinsanleihen um ein äußerst heterogenes Marktsegment, welches zudem vergleichsweise ineffizient ist. Die allermeisten Investoren treffen ihre Entscheidungen ratinggetrieben und gerade große High Yield Accounts sind schon fast gezwungenermaßen bei jedem großen Deal («Flow Names») dabei. So gab es in 2017 einige unattraktiv gepreiste Neuemissionen. Zu nennen sind hier u.a. die Anleihen von Stada, Wind Tre und der Hybridbond von Danone mit jeweils sehr tiefen Credit Spreads. Zugleich lassen sich aber auch im derzeitigen Marktumfeld durchaus noch einzelne Papiere mit einer attraktiven Rendite von Emittenten finden, die ein qualitativ hochwertiges Geschäftsmodell aufweisen. Als Beispiele hierfür sind etwa die 2017 neu begebenen Hochzinsanleihen der Reederei CMA CGM oder von Burger King France zu nennen. Auch der Hybridbond von Grenke Leasing war attraktiv gepreist. Der Sekundärmarkt bietet ebenfalls immer wieder interessante Gelegenheiten mit Credit Spreads, die weit über dem Marktdurchschnitt liegen, so z.B. das kanadische Pharmaunternehmen Valeant, bei welchem der Turnaround zu gelingen scheint.

HY Bull Points

Tiefe Ausfallraten

Positives Makroumfeld global und insb. jetzt auch in Europa

Verschuldungsgrad der Unternehmen ist noch akzeptabel

Durchschnittliche Kreditqualität am Top-Level

Hohe „Private Equity Schecks“ u.a. aufgrund hoher Unternehmensbewertung

HY Bear Points

Niedrige \emptyset Credit Spreads

Absolute Renditen sind zu tief

Dokumentation ist auf Seiten der Emittenten („Covenant Lite“)

Möglicherweise mangelhafte Liquidität wenn bspw. EZB-Support endet

Emittenten werden zunehmend opportunistisch

Quelle: LCD (S&P), Moody's, BoAML, WWAM

Quick Scoring zur Eingrenzung der Grundgesamtheit

WWAM - Credit Quick Score

Beispiel	Bilanz	GuV/ FCF	Relevanz	Quick Score
Burger King France	Green	Green	Green	Green
Grenke Leasing	Green	Green	Yellow	Green
Takko	Yellow	Green	Red	Red

Quelle: Wallrich Wolf Asset Management AG

Bei den noch verbliebenen «echten Hochzinspapieren» (ab rund 5% Rendite) empfiehlt sich zur Eingrenzung der Grundgesamtheit in einem ersten Schritt ein sogenanntes Credit Quick Scoring, welches drei wesentliche Kriterien abfragt, von denen mindestens zwei zufriedenstellend ausfallen müssen. Die Kriterien sind:

- Relevanz: Hier werden Kriterien abgefragt, wie z.B. Marktanteile, Sektornische, «Burggraben», strategische Bedeutung des Unternehmens, starke Shareholder, herausragende Assets oder Patente.
- Bilanz: Das Augenmerk liegt zunächst bei der Liquidität, dem Verschuldungsgrad, der Transparenz in der Finanzierungsstruktur (z.B. Holdco vs. Opco Debt, Off-balance Sheet Debt), dem Fälligkeitsprofil und natürlich dem Leverage (= Net Debt/EBITDA).

- Cash-Generierung: Operatives Cash Flow Profil mit Analyse der EBITDA-Marge, Working Capital Turnover und Capex Control.

INTENSIVE PRÜFUNG MIT DEM WWAM CREDIT SCORING MODELL. Bei einem positiven Quick Scoring folgen dann vor jedem Investment eine detaillierte, fundamentale Kreditanalyse und eine genaue Einschätzung der Risiken nach unserem WWAM Credit Scoring Modell. Das Hauptaugenmerk des Modells liegt auf der qualitativen Kreditanalyse. Vereinfacht dargestellt wird untersucht, ob das jeweilige Geschäftsmodell werthaltig und stabil ist. Gesucht werden sogenannte «Strong Horse Companies». Das Modell fragt hierzu in Anlehnung an die Porters Five Forces Analyse und den Economic Moat rund 20 Kriterien ab. Die finale Einschätzung erfolgt anschließend immer nach ausführlicher Diskussion im Team. Die Grundüberzeugung ist, dass ein starkes Geschäftsmodell mit einzigartigem Charakter fast immer überleben wird, selbst wenn die aktuellen Finanzkennzahlen schlecht aussehen.

Selbstverständlich beinhaltet das WWAM Credit Scoring Modell aber neben der qualitativen Unternehmensanalyse auch eine quantitative Analyse. Hier liegt der Fokus auf klassischen Credit Kennzahlen wie z.B. Zinsdeckungsgrad, Leverage, operativer Cash Flow und Free Cash Flow. Besonders wichtig ist die Stabilität in der operativen Cash-Generierung zur Entschuldung des Unternehmens. Die fünf wichtigsten Erkenntnisse zum Cash Flow sind:

- Ein Unternehmen mit mehr Cash Flow ist besser als eines mit wenig Cash Flow.
- Besser ist ein positiver als ein negativer Trend im Cash Flow.
- Ein hoher Zinsdeckungsgrad ist zu bevorzugen.
- Ein geringerer Verschuldungsgrad ist grundsätzlich besser als ein hoher.
- Bedachte langfristige Investitionen sind bei einem Unternehmen erforderlich, um zu überleben und zu wachsen.

Die vier Bausteine des WWAM Credit Scoring Modells	
WWAM Rating Modell	
Quantitative Analyse - GuV & Bilanz - Cash Flow Generierung - Verschuldungsgrad - Liquidität	Qualitative Analyse - Stärken & Herausforderungen - Makrorisiken und Sektorzyklizität - Strukturelle Wettbewerbsvorteile - Porter's Five Forces: Strong Horse
Recapitalisation Chance - Börsennotierung - Investorenqualität - Politische Interessen	Bondspezifische Kriterien - Senior Secured vs. Unsecured - Transparenz der Finanzstruktur - Prospekt, anwendbares Recht

Ein weiterer Baustein des Ratingmodells ist die Prüfung der Anleihedokumentation (z.B. Besicherung, Nachrangigkeit, Covenants), was gerade in der nächsten Krise eine wesentliche Rolle spielen wird (Warren Buffet: «Wenn die Flut weg ist, und es herrscht Ebbe, dann sieht man, wer alles ohne Badehose geschwommen ist.»), weil die Qualität der Prospekte in den letzten Jahren zu Ungunsten der Kreditgeber abgenommen hat. Das Augenmerk liegt hier auf der Frage, wo die jeweilige Hochzinsanleihe in der Kapitalstruktur steht. Wer steht von der Rangfolge her davor (z.B. andere Kreditgeber), wer dahinter (z.B. die Aktionäre).

Oftmals existieren neben den High Yield Bonds auch Bankkredite. Dann ist zu prüfen, ob diese Bankkredite vorrangig oder gleichrangig zu den Bonds sind und welche Covenants («Kreditklauseln») diese Bankkredite haben bzw. ob es auch Covenants für die Hochzinsanleihen gibt oder ob es eine sog. «Investment Grade Documentation» ist, die keine Covenants beinhaltet. Für den Worst Case, also eine Insolvenz oder Restrukturierung, ist die Frage des Vertragsrechts sehr relevant, unter dem die Anleihe begeben wurde. So ist z.B. bei angelsächsischem Vertragsrecht (englisches Recht oder New Yorker Recht) die Position der Kreditgeber weitaus besser als z.B. bei italienischem oder französischem Vertragsrecht. Folglich sind die Verwertungsquoten («Recovery Rates») im Schnitt beim angelsächsischen Recht deutlich höher.

DIE CHANCE EINES COMEBACKS. Eine Besonderheit des WWAM Credit Scoring Modells stellt die sogenannte «Recapitalisation Chance» dar. Hier geht es um die Fragestellung, inwiefern die Firma notfalls dazu in der Lage wäre, sich von außen neues Kapital zu beschaffen. Eine starke Recap-Chance ist zu vermuten, wenn z.B. Asset Sales problemlos möglich wären, oder das Unternehmen börsennotiert und stark genug ist, um mittels einer Kapitalerhöhung neue Aktien am Markt zu platzieren (Klaus Kaldemorgen, Multi-Asset-Fondsmanager der DWS über High Yield: «Die Aktie ist immer mein Puffer.»). In der Praxis kommt als Alternative zu einer Kapitalerhöhung oftmals auch das Begeben von Wandelanleihen vor. In Ausnahmefällen kann auch die Hilfe vom Staat («Bail out») ein Rettungsanker für die Bondholder sein, was beispielsweise in Frankreich gelegentlich der Fall ist. Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit sind hier der Atomkonzern Areva oder auch der Röhrenhersteller Vallourec. Schließlich können auch Patente bzw. Technologien oder interessante Rohstoffvorkommen ein Eckpfeiler der Recap-Chance sein, wenn es z.B. für asiatische Unternehmen darum geht, mittels Übernahmen an Know-how bzw. Ressourcen zu gelangen.

Starkes Augenmerk auf Qualität und Recap-Chance	
WWAM Credit Scoring Modell	Max. Score
1.) Quantitative Analyse	25
2.) Qualitative Analyse	40
- Stärken & Herausforderungen	10
- Makrorisiken und Sektorzyklizität	10
- Strukturelle Wettbewerbsvorteile	10
- Porter's Five Forces: Strong Horse	10
3.) Recapitalisation Chance	15
4.) Bondspezifische Kriterien	20
Total Score	100

UNTERSCHIEDE NICHT NUR IM DETAIL. All diese Kriterien mit entsprechender Gewichtung führen zu einem Total Score (maximale Punktzahl = 100), mit dem die Investmententscheidung dann validiert bzw. noch einmal in Frage gestellt wird. Dabei ist ein Mindestscore von 50 erforderlich, um ein Investment überhaupt in Erwägung zu ziehen. Verglichen mit den Ratings BB, B bzw. CCC der drei wesentlichen Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch betragen die Scores beim WWAM Modell für investierbare Anleihen des genannten Ratings tendenziell 60-70 bei BB, 55-65 bei B bzw. 50-60 bei CCC-Anleihen. In einzelnen Fällen kann es auch gravierende Abweichungen geben,

und zwar insbesondere dann, wenn das Geschäftsmodell hervor- ragend ist und «lediglich» die Bilanz von einem hohen Leverage gekennzeichnet ist. Dies sind oftmals die interessantesten Investment Cases. Ebenfalls typischerweise attraktiv sind Anleihen ohne Rating, da sich eine solche Vorgehensweise i.d.R. nur gut aufgestellte Firmen erlauben können und gleichzeitig die Investorenbasis deutlich verkleinert ist. Abweichungen zwischen dem WWAM Credit Scoring Modell und den Ratingagenturen ergeben sich außerdem oftmals bei Turnaround-Situationen. Hier liegen aufgrund der schwierigen Historie i.d.R. noch schwache Bonitätseinstufungen von Moody's und Co. vor, während das WWAM Credit Scoring sich auf die aktuell bereits bessere Lage und vor allem auf das gute Momentum konzentriert. Die Ratingagenturen engagieren hochqualifizierte, professionelle und erfahrene Finanzanalysten, die sehr effizient das Unternehmensrisiko und das Risiko der jeweiligen Anleihe mit einem fundamentalen und strukturierten Ansatz bewerten. Allerdings können die Agenturen nicht den aktuellen Preis der Anleihe, sondern nur die bestehenden Finanzzahlen berücksichtigen. Auch wenn hinsichtlich der Zukunft des Unternehmens Zweifel bestehen, können Ratingagenturen infrage gestellte Aussichten im Rating nicht zum Ausdruck bringen, sondern diese nur mit ex post Kennzahlen bewerten. Mit den Jahren haben die Agenturen - ähnlich wie die EZB oder die Fed - «Kommunikations-Tools» entwickelt, um ihre Sichtweise ihres erwarteten Outlooks auszudrücken. Dennoch können die Ratings von Hochzinsanleihen insgesamt eher als reaktiv denn als proaktiv beschrieben werden.

ZUSAMMENFASSUNG DES WWAM CREDIT SCORING MODELLS.

Unternehmen, die im Quick Score mindestens zwei von drei Kriterien erfüllen, werden im Sinne der Kriterien eines «Strong Horse^[1] Unternehmens», welches Merkmale wie z.B. Marktführerschaft, Kostenführerschaft, Price-Leader, solides Management bzw. positive Produktrends aufweist, detailliert unter die Lupe genommen. Typischerweise ist die Cash-Generierung dieser Strong-Horses positiv und selbst ein hoher Verschuldungsgrad ist dann kontrollierbar.

DIE BESONDERHEITEN BEI LBOs. Einen hohen Leverage und damit verbunden auch schwache Finanzkennzahlen und ein schwaches Rating weisen zumeist High Yield Bonds auf, die im Rahmen eines frischen Private Equity Buyouts (Leveraged Buyout, LBO) begeben werden. Da der Markt - wie beschrieben - immer noch sehr stark auf den Einstufungen der drei großen Agenturen basiert und anhand dieser Ratings auch die Credit Spreads bei New Issues «festgelegt» werden, können bei solchen LBOs manchmal attraktive Chancen entstehen. Im aktuellen Risk-On-Modus können hier aber durchaus auch Risiken für Investoren lauern. Dies ist am Beispiel des Stada-LBO gut zu sehen, bei dem das EBITDA zugunsten des Unternehmens mehrfach «bereinigt» und damit künstlich hochgeschraubt wurde. Gleichzeitig war aber trotzdem die Nachfrage bei den neuen Stada-Bonds dermaßen hoch, dass der ursprünglich bereits knapp bemessene Credit Spread während der Zeichnungsphase mehrfach aggressiv gesenkt wurde. Bei jedem LBO gilt es einzuschätzen, ob das Unternehmen für eine zügige Entschuldung durch die operative Cash-Generierung sorgen sollte oder ob es durch add-on Akquisitionen sinn-

volle Synergien heben kann. Dies sind sicherlich positive Aspekte, die bei Stada durchaus gegeben sein dürften. In unserem Investmentprozess sind wir jedoch bereits früher gedanklich ausgestiegen, weil das Chance-Risiko-Profil aufgrund der nur geringen Zinskupons uninteressant war.

Die Relative Value Analyse spielt für unser High Yield Portfoliomanagement eine wesentliche Rolle. Ebenfalls wichtig sind die Antizipation der Liquidität im Sekundärmarkt, die Steuerung des Investitionsgrades und die Staffelung der Fälligkeitsstruktur. Ein weiteres Kriterium sind die jeweiligen Anleihepreise im Sekundärmarkt, die vorzugsweise möglichst nicht über par oder gar über dem Call-Preis liegen sollten.

Die Einschätzung des gegenwärtigen Risikoappetits des europäischen High Yield Marktes wird auf täglicher Basis diskutiert. Die Risk-on und Risk-off Phasen sind zumeist mit dem Aktienmarkt korreliert, aber die Höhe des Credit Spreads bietet einen vergleichsweise guten Anhaltspunkt für das aktuelle Chance-Risiko-Profil. Hierzu fehlt im Aktienmarkt unseres Erachtens ein entsprechendes Pendant, welches eine so klare Indikation bietet. Daher stehen wir einem «Timing» bei High Yield Bonds grundsätzlich weniger ablehnend gegenüber als bei Aktien.

FAZIT. Alphagenerierung ist bei europäischen Hochzinsanleihen grundsätzlich möglich und derzeit letztlich auch erforderlich, um lohnenswerte Returns auch von hier ab darzustellen. Ein qualitätsgetriebenes Credit Scoring Modell, schnelle Entscheidungsprozesse, eine gewisse Portion Mut sowie ein möglichst geringes Anlagevolumen sind die entscheidenden Erfolgsfaktoren im High Yield Portfoliomanagement für das kommende Jahr.

Investment Case: Qualitätsanalyse bei der 6% Burger King France 2025 Anleihe

- Markenbekanntheit, Burger King als globaler Brand
- Langfristige Mietverträge in 1A-Standorten
- Duopol im französischen Fast Food Markt mit hohem Upside des Burger King-Marktanteils
- Starkes Management – CEO war zuvor 20 Jahre lang in Führungspositionen bei McDonald's Europa
- Starker strategischer Sponsor mit Groupe Bertrand aus der französischen Gastronomie

Burger King France	Score	Max
1.) Quantitative Analyse	9,0	25,0
2.) Qualitative Analyse	31,9	40,0
a) Stärken & Herausforderungen	7,5	10,0
b) Makrorisiken und Sektorzyklichkeit	9,0	10,0
c) Strukturelle Wettbewerbsvorteile	8,0	10,0
d) Porter's Five Forces: Strong Horse	7,4	10,0
3.) Recapitalisation Chance	6,5	15,0
4.) Bondspezifische Kriterien	11,5	20,0
Total Score	58,9	100,0

Quelle: Wallrich Wolf Asset Management AG, Lucrur Analytics, CreditSights

AUTOREN. Ottmar Wolf und Philipp Bieber sind bei der Wallrich Wolf Asset Management AG für das Management der High Yield Mandate zuständig.