

Lenzing AG

Kurz und heftig – der perfekte Sturm für potenzielle Anleihekäufer

Text: Philipp Bieber, Fondsmanager FAM Renten Spezial

Dank Nachfragerückgang und erheblicher Kostensteigerungen hat es den österreichischen Zellstoff- und Faserproduzenten Lenzing im 2. Halbjahr 2022 voll erwischt. Die Erholung scheint jedoch auf gutem Weg zu sein, so dass die Hybridanleihe (WKN A285WB) mit erstem Kündigungstermin im September 2025 und einer Yield-to-Call von rund 14% für jedes Euro High Yield-Portfolio eine Bereicherung darstellen sollte.

„Fasern fürs Leben“ heißt es auf der Homepage der Lenzing AG. „Ob Fashion, Heimtextilien, Schutzanzüge, Outdoorbekleidung, Kosmetikartikel, Hygieneprodukte, High-Tech – Sie werden staunen, wo wir von Lenzing unsere Fasern im Spiel haben“ – und das bereits seit 1890. In diesem Jahr erwarb der Ternitzer Fabrikant Emil Hamburger die „Starlingermühle“ in der oberösterreichischen Marktgemeinde Lenzing und nahm darin kurz darauf eine Zellstoff- und Papierfabrik in Betrieb.

Langer Weg zum Durchbruch

Die Auflösung von Cellulose ist grundsätzlich ein schwieriger, langer (2–3 Tage), wenig wissenschaftlicher Prozess, der schon vor etwa 100 Jahren kommerziell eingesetzt wurde. Er ist nicht nachhaltig und findet unter dem Einsatz von schädlichem Schwe-

felkohlenstoff und Schwefelwasserstoff als Nebenprodukte statt. Daher arbeiteten seit den 1960er- und 1970er-Jahren die führenden Viskoseproduzenten Courtaulds, Akzo Nobel und Lenzing an Spinnprozessen mit dem alternativen Lösungsmittel N-Methylmorpholinoxid (NMMO), das ursprünglich Wissenschaftler von Eastman Kodak entdeckt und entwickelt haben. Zwischen Lenzing und dem Unternehmen Courtaulds gab es zur Jahrtausendwende einen langjährigen Patentstreit, der schließlich beigelegt wurde. In der Zwischenzeit hatte Courtaulds sein Fasergeschäft an Akzo Nobel verkauft, welches wiederum von der Beteiligungsgesellschaft CVC Capital Partners 1998 übernommen wurde. CVC wollte die Lenzing AG übernehmen, was aber von der EU-Wettbewerbskommission unterbunden wurde. Am Ende kaufte Lenzing das Lyocell-Geschäft von Courtaulds und übernahm somit auch die Marke TEN-CEL™ samt Vertriebsmannschaft, womit der nachhaltige Durchbruch der zukunftsweisenden Lyocellfaser am Markt gelang.

Unangefochtener Weltmarktführer

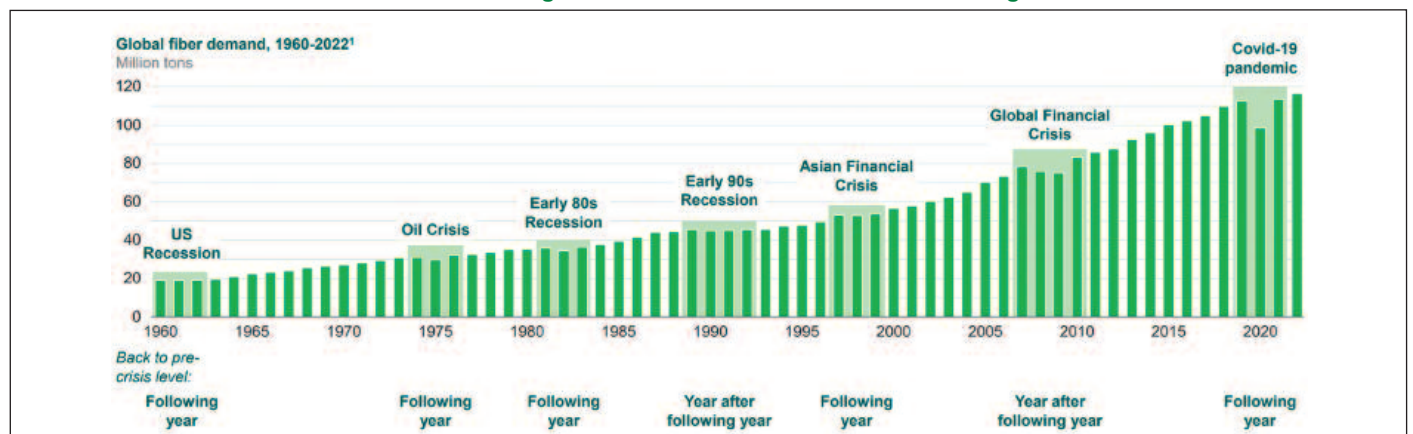
Heute ist die Lenzing-Gruppe der Weltmarktführer bei der Herstellung von Fasern aus dem Rohstoff Holz. Alle wesentlichen Neuerungen im Bereich botanischer Cellulosefasern der vergangenen Jahrzehnte kom-



Philipp Bieber, CFA
Fondsmanager FAM Renten Spezial

men aus dem Haus der Österreicher. 2022 wurden 74% der Umsätze mit Spezialfasern generiert (z.B. Lyocell-, Modal- und Viskose-Spezialfaser), bis 2024 wird Lenzing über 75% der Faserumsätze mit den umweltverträglichen Lyocell- und Modalfasern erwirtschaften. Mit einem Weltmarktanteil von über 50% ist Lenzing schon heute klarer Marktführer bei der Produktion von Lyocellfasern. Verstärkend kommt hinzu, dass die chinesischen Wettbewerber nur bei sehr niedriger Werksauslastung überhaupt dazu in der Lage sind, bei der Lyocellfaserproduktion die erforderliche Qualität zu liefern. Lenzings Marktanteil liegt deshalb de

Abb. 1: Über 60 Jahre kontinuierliches Nachfragewachstum bei schneller Krisenerholung



¹ Für 2022 geschätzt. Quellen: The Fiber Year; ICAC International Cotton Advisory Committee; Lenzing.

facto noch deutlich höher als offiziell ausgewiesen. Da nachhaltiges Lyocell bisher nur 1% der gesamten Textilproduktion ausmacht, rechnet das Unternehmen insbesondere in diesem Bereich mit sehr starkem strukturellem Wachstum.

Ihre Produkte vermarktet die Lenzing-Gruppe unter den Markennamen TENCEL™, Veocel™, EcoVero™ und Lenzing™. Der Brand TENCEL™ ist eine sehr anerkannte Marke, die für hohe Qualität steht (wie z.B. auch Gore-Tex bei Oberbeklei-

dung). Entsprechend hoch ist die Nachfrage bekannter Textilhandelsgrößen wie Inditex und H&M, wodurch Lenzing eine Prämie für die Marke TENCEL verlangen kann. Die Co-Branding-Programme mit TENCEL- und Veocel-Marken sind seit 2021 exponentiell gewachsen und die Markenwahrnehmung nimmt ebenfalls stetig zu.

Historisch hohe Zukunftsinvestitionen

Das Unternehmen notiert seit 1985 an der Wiener Börse, mit einer aktuellen Marktkapitalisierung von ca. 1,9 Mrd. Euro. Das

Eigenkapital ist etwas größer als die vollkonsolidierte Nettoverschuldung. Hauptaktionär der Lenzing AG ist mit 50 Prozent plus zwei Aktien seit über 20 Jahren die österreichische Beteiligungsgesellschaft B&C Industrieholding GmbH, eine Managementholding der B&C Privatstiftung, die unabhängig von wirtschaftlichen oder politischen Interessen Dritter agiert.

Bei Lenzing hat in den vergangenen 30 Jahren eine immer stärkere Internationalisierung stattgefunden, mit aktuellen Produktionsstandorten in China, Indonesien, Indien, Tschechien, USA und UK sowie weiteren Vertriebsstandorten in Singapur und der Türkei. Mit zwei neuen Standorten hat das Unternehmen die Kapazitäten zwischen 2020 und 2022 deutlich ausgebaut. Statt 250 Mio. Euro in den Jahren zuvor wurden in diesem Zeitraum kumulierte Investitionen von über 2 Mrd. Euro getätigt. In Thailand wurde 2022 die weltgrößte und hochmoderne Lyocellfaserproduktionsanlage eröffnet, in Brasilien ging im Rahmen eines Joint-Ventures (Lenzing: 51%; Dexco – vormals Duratex – 49%) das weltweit größte Faserzellstoffwerk an den Start. Das Werk glänzt mit einer absoluten Kostenführerschaft und es sichert die langfristige und nachhaltige Versorgung für Lenzings Cellulosefaserproduktion. Zusätzlich werden hier nun 144 MW saubere Energie pro Jahr generiert, von denen bis zur Hälfte in das brasilianische Stromnetz eingespeist werden. Die Baukosten für dieses größte Projekt in der Unternehmensgeschichte lagen bei 1,38 Mrd. US-Dollar und die Finanzierung erfolgt im Wesentlichen mittels langfristigen Fremdkapitals.

Operativ äußerst herausfordernd

Das operative Geschäft Lenzings war 2022 großen Belastungen ausgesetzt. Zum einen führten Lieferkettenschwierigkeiten im Rahmen von Corona und der damit eingehende Aufbau höherer Lagerbestände der Textilkunden sowie das inflationäre Umfeld zwar zu einer deutlichen Umsatzausweitung (+17%). Insbesondere im 2. Halbjahr wurde

Eckdaten zur Hybridanleihe von Lenzing

Name	WKN	Rating	Rang	First Call Date	Kupon	Kurs	Rendite p.a.
Lenzing AG	A285WB	ohne Rating	Nachrang	07.09.2025	5,750%	≈ 84	14,0%

Stand: 12.04.2023. Handelbarkeit für Privatanleger möglicherweise eingeschränkt. Stückelung: 100.000 Euro + 100.000 Euro

FAM Credit Scoring Model

5,750% Lenzing Hybrid mit Call 09/2025 (kein Rating)		XS2250987356	
1.) QUANTITATIVE ANALYSE - Cash Flow, Leverage, Liquidity, Trading			
Net Debt / EBITDA (Leverage)	4,5		8
Cash Flow Generierung, Profitabilität	4		8
Liquidität	3		4
Current Trading	2		5
Score - Qualitative Analyse	13,5		25
2.) QUALITATIVE ANALYSE - Geschäftsmodell			
Sektor: Spezifische u. strukturelle Wachstumstrends	8		10
Sektor: Marktstruktur & Wettbewerb, Industrie-Zyklizität	7,5		10
Wettbewerb: Wettbewerbsvorteile, Scale, Vielfalt	9		10
Wettbewerb: Strong Horse, Marktführer, Spielraum	8,5		10
Score - Qualitative Analyse	33		40
3.) RECAPITALISATION CHANCE			
Kapitalerhöhung, Equity Value, Ankerinvestor	6		8
Asset Sales	1,5		4
Politischer Value, Staatskassen, Systemrelevanz (bail-out)	0,5		3
Score - Recapitalisation Chance	8		15
4.) BOND SPECIFICS			
Prospekt (Secured 7, Unsecured 3, Nachrang 0)	0		7
Laufzeit (3 = kurze Laufzeit)	2,5		3
Rating (BB = 5, B = 3, CCC = 0), ggf. FAM-Einschätzung	3		5
Kapitalstruktur (Ankerinvestor/ PE, Leverage vs. EV Multiple)	4		5
Score - Bondspezifische Kriterien	9,5		20
Total Score	64		100

es aufgrund der nachlassenden Nachfrage in der EU und den USA aber immer schwieriger, die Kostensteigerungen weiterzugeben. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein Vorlauf von ca. sechs Monaten besteht, bis die Fasern von Lenzing zu Kleidung verarbeitet in den Verkaufsländern landen. Bis Ende letzten Jahres reduzierte Lenzing sein Personal deshalb auf 1.500 Angestellte (-15%) und tritt bei den Investitionen nun deutlich vorsichtiger auf. Das EBITDA rutschte mit 242 Mio. Euro ganze 33% unter das Vorjahresniveau (363 Mio. Euro). In der Folge brach der Kurs der Lenzing-Aktie, gemessen am Wert von Anfang 2022, um über 60% ein (aktuell noch -43%) und Besitzer der 5,75%-Hybridanleihe mussten in der Spitze Verluste von etwa 29% verkraften (aktuell noch -18,2%).

Auch der Cashflow war aufgrund des operativen Umfelds, mehr aber noch wegen der neuen Werke und des damit verbundenen Inventaraufbaus, klar negativ. Nach dem schwierigen zweiten Halbjahr wurde das Risikomanagement verschärft und für 2023 bereits das Gros der Energiekosten und Währungsrisiken zu vorteilhaften Konditionen abgesichert. Der Nettoverschuldungsgrad ist aufgrund des deutlich schwächeren EBITDAs und eines niedrigeren Liquiditätspol-

ters von 2,7x Ende 2021 auf 7,7x Ende 2022 (9,8x unter Berücksichtigung der EK-anrechnungsfähigen Hybridanleihe) vordergründig geradezu explodiert. Verzichtet man allerdings auf eine Vollkonsolidierung des 51% Brasilien-Joint-Ventures und berücksichtigt dies nur entsprechend seines Anteils, liegt der Nettoverschuldungsgrad „nur noch“ bei 5,6x (7,7x mit Hybrid).

Das Liquiditätspolster ist mit 686 Mio. Euro weiterhin hoch und das Fälligkeitsprofil sehr ausgeglichen über die kommenden Jahre verteilt. Unter der Annahme einer fortgesetzten Markterholung der Textilindustrie, wie wir sie aktuell sehen, rechnet das Management für 2023 mit einem EBITDA zwischen 320 Mio. Euro und 420 Mio. Euro. Gleichzeitig ist die Dividende für das Geschäftsjahr 2022 ausgesetzt worden. Das ursprüngliche Ziel, bis 2024 einen Verschuldungsgrad von unter 2,5x zu erreichen, wurde aufgrund des sehr herausfordernden operativen Umfelds schon Mitte letzten Jahres auf 2027 verschoben.

Hybridanleihe mit prohibitiv hohem Step-up-Kupon

Als Hybridanleihe ist die hier vorgestellte Schuldverschreibung nachrangig und sie wird dem Eigenkapital zugerechnet. Die An-

leihe ist aber kumulativ. Das bedeutet, dass ausgefallene Kuponzahlungen nachgeholt werden müssten (ohne Zinseszins). Erst dann dürfte es wieder zu Dividendenzahlungen kommen (sog. „Dividend Pusher“-Pflichtnachzahlung bei Dividendenausschüttung). Der erste Kündigungstermin ist der 7. September 2025, wobei andernfalls der Kupon von aktuell 5,75% bei Nichtkündigung auf 5-Jahres Euro-Swapsatz + 11,208% Spread angehoben würde. Dies entspräche aktuell einem Satz von 14,3%. Aufgrund dieses fast schon prohibitiv hohen Step-up des Kupons rechnet die FAM fest mit der Kündigung zum First Call Date in knapp zweieinhalb Jahren. Die Anleihe (WKN A285WB) handelt aktuell bei 84,0%, woraus sich eine Rendite von rund 14% zum ersten Kündigungstermin ergibt.

Die Lenzing Hybridanleihe ist neben c. 75 weiteren Titeln ein Portfoliobestandteil des FAM Renten Spezial (WKN A3C544). Der High Yield-Fonds mit Schwerpunkt Senior Corporate Bonds aus Europa hat in den vergangenen Jahren diverse Preise und Auszeichnungen gewonnen und wurde gerade erst am 23. März dieses Jahres mit dem Refinitiv Lipper Fund Award in der Kategorie „Bond EUR High Yield über 3 Jahre“ als bester Fonds ausgezeichnet. Das Fondsvolumen hat sich in den letzten zwei Jahren auf aktuell 66 Mio. Euro verdreifacht. Um den Investoren weiterhin eine starke Outperformance gegenüber dem europäischen High Yield-Markt und seinen Peers zu gewährleisten, erfolgt bei 100 Mio. Euro Anlagevolumen die Fondsschließung.

Fondsdaten FAM Renten Spezial

WKN	A3C544
Fondsvermögen	66m
Ausschüttungsrendite	5,2%
Porfoliorendite	12,5%
Modified Duration	2,7
Durchschnittsrating	B1/B2



© Lenzing AG