

Credit Insight: 5. Oktober 2023 / KEF, JUP, WUM

Welche Unternehmen scheitern an der bevorstehenden Fälligkeitswand?

Einführung

Die ultralockere Geldpolitik im Nachgang zur globalen Finanzkrise im Jahre 2008 hat zu systematischen Fehlanreizen geführt. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass der von den westlichen Zentralbanken vor 18 Monaten gestartete und aggressivste Zins-erhöhungszyklus seit 1980 diverse Problemfelder offenlegt (z.B. US-Bankenkrise, Immobilienblase Europa). Gleichzeitig sind die jüngsten Botschaften der westlichen Notenbankgremien klar, an der restriktiven Geldpolitik wird vorläufig festgehalten und die Zinsen werden für längere Zeit auf erhöhten Niveaus verharren. Ein Tiefschlag also für all jene Marktteilnehmer, welche beharrlich auf eine rasche Zinssenkung spekulier(t)en.

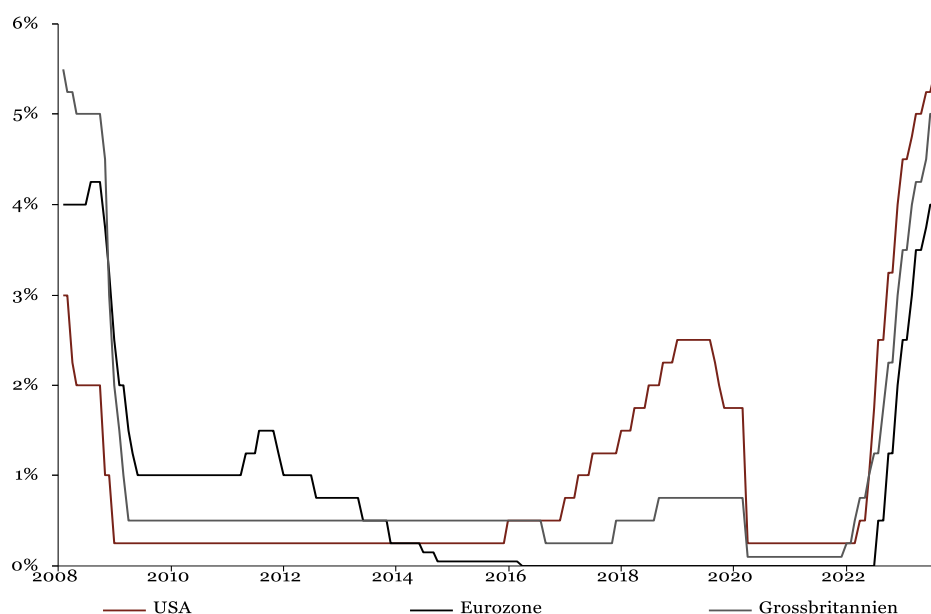
«Higher for Longer» ist das Gebot der Stunde. Aus Kreditsicht ergeben sich dadurch sowohl negative als auch positive Implikationen. Aus Sicht der Investoren gilt es die attraktiven Renditen gerade bei Schuldern mit hoher Kreditqualität hervorzuheben. Auf der Gegenseite stehen die drastisch gestiegenen Refinanzierungskosten der Emittenten. Mit Blick auf die bevorstehende Fälligkeitswand, sind besonders Schuldner mit verletzlichen Bonitätsprofilen und hoher Zinssensitivität gefährdet (z.B. High-Yield, Immobilien).

Gleichzeitig bleibt die konjunkturelle Lage fragil. Somit stehen die Unternehmen drei Problemen gegenüber: 1) steigende Finanzierungskosten infolge des markant höheren Zinsumfelds, 2) Ertragsdruck aufgrund inflationsbedingt höherer Kosten und der eingetrübten Wirtschaft und 3) Refinanzierungsrisiken angesichts der bevorstehenden Fälligkeitswand. Als Konsequenz daraus könnte die Schuldendienstfähigkeit und -rückzahlung einzelner Emittenten leiden.

Vor diesem Hintergrund messen wir in unserer fundamentalen Bonitätsanalyse folgenden Faktoren stärkere Bedeutung zu: Laufzeitenstaffelung, Zinsmix (variabel, fix), Zinsdeckung, FCF-Profil und finanzielle Flexibilität (Liquidität, Ausschüttungspolitik, Verkäufe, etc.).

Trotz Zinsschock erweisen sich die Märkte bisher als resilient. Dies ist erstaunlich, denn steigende Zinsen in Kombination mit den hohen ausstehenden Unternehmensschulden ergeben einen gefährlichen Cocktail. Grund genug für uns eine Standortbestimmung vorzunehmen und den fundamentalen Gesundheitszustand der Unternehmen einzuordnen. In diesem Credit Insight zeigen wir auf, welche Sektoren und Schuldner am stärksten von Refinanzierungsrisiken betroffen sind und legen dar, wo Investoren attraktive Renditen erzielen können.

Abbildung 1: Rasant steigende Leitzinsen läuten Wende im Kreditzyklus ein



Quelle: Refinitiv Datastream

Refinanzierungsrisiken ergeben sich vor allem bei High Yield Emittenten sowie zyklischen, konsum- und zinssensitiven Sektoren

Die abrupte Zinswende stellt eine Herausforderung für Unternehmen mit hohem kurzfristigem Refinanzierungsbedarf dar. Dieser ist unter anderem auf die dynamische Emissionstätigkeit in den Pandemie Jahren zurückzuführen. Denn während der Covid-Krise haben viele Emittenten Liquiditätspolster aufgebaut und die Fälligkeitsprofile verlängert. Gerade Emittenten mit tiefen Bonitätsnoten haben das damalige günstige Umfeld genutzt, um die Laufzeitenstruktur zu optimieren bzw. um an den Kapitalmarkt zu gelangen. Diese Schulden müssen nun refinanziert werden.

Die gute Nachricht ist, dass der kurzfristige globale Refinanzierungsbedarf im Unternehmensbereich im laufenden Jahr abgebaut werden konnte. Dies gilt insbesondere für das spekulative Segment. Zudem bewegen sich die jährlichen Refinanzierungsniveaus des Investment Grade Bereichs (IG) bis Ende 2028 auf ähnlicher Flughöhe wie in der Vergangenheit (siehe Abbildung 2). Schuldner in dieser Ratingkategorie dürften mit den bevorstehenden Fälligkeiten gut umgehen können. Dies gilt insbesondere auch für IG-Schuldner im I-CV Corporate Universum, welche mehrheitlich aus einer Position der Stärke agieren und über bilanzielle Puffer verfügen.

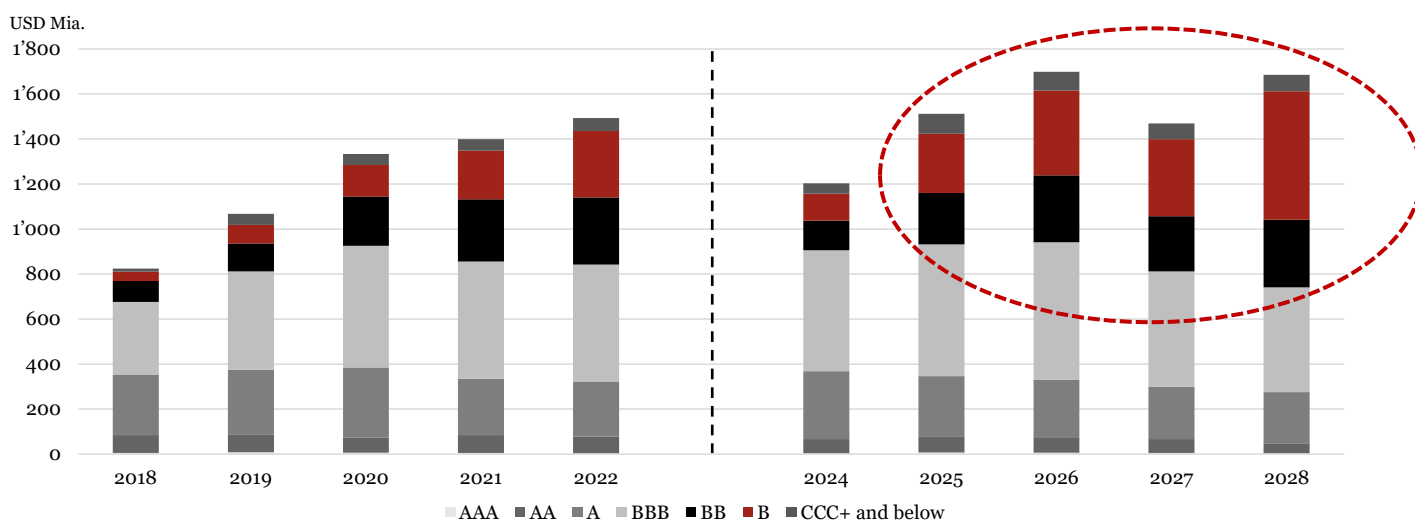
Gleichzeitig ist im Rahmen der Kapitalkostenoptimierung der Erhalt einer möglichst hohen Bonitätsnote sowie die Sicherung des Kapitalmarktzugangs auf der Corporate-Agenda weit nach oben gerückt. Damit haben sich die in der Vergangenheit beobachteten Prioritäten bei der Kapitalallokation weg von maximaler Gewinnausschüttung an die Aktionäre hin zu mehr Schuldendisziplin verschoben. Insbesondere High Grade Schuldner dürften ihre finanzielle Flexibilität nutzen, um angesichts der unattraktiven Finanzierungsbedingungen Schulden abzubauen.

Problematischer sieht dies im High Yield (HY) aus. Wie in Abbildung 2 ersichtlich, hat sich der Ratingmix beim mittelfristigen Refinanzierungsbedarf markant verschlechtert. Basierend auf S&P Daten liegt der HY-Anteil an den globalen Fälligkeitsvolumen für Unternehmensschulden bis 2028 bei über 40%. Ein deutlicher Anstieg ggü. 33% in der Vergleichsperiode und einer der höchsten Werte seit fast 20 Jahren. Beängstigend dabei ist der grosse Anteil an sehr verletzbare Emittenten mit einer Bonitätsnote von B oder tiefer.

Bis anhin hat sich das Spiel auf Zeit nicht ausbezahlt, sprich der Handlungsdruck steigt. Denn die HY-Fälligkeitswand rückt un-aufhaltsam näher. Die Spitze wird 2026 erreicht. Typischerweise gehen Unternehmen die Refinanzierungsthematik bis zu 18 Monate vor Fälligkeit an (ams OSRAM als jüngstes Beispiel). Erschwerend wirkt, dass mittlerweile gewisse Finanzierungsquellen nicht mehr zur Verfügung stehen. Zwar dürfte der Private Debt Markt bis zu einem gewissen Grad als Auffangbecken fungieren (siehe Pläne von Kudelski), doch in letzter Konsequenz indiziert dieses Umfeld steigende Ausfallraten bzw. höhere Risikoprämien für spekulative Emittenten.

Der Refinanzierungsbedarf nach Sektoren zeigt wenig überraschend, dass kapitalintensive Sektoren wie Versorger, Energie oder Telekom mit Infrastrukturcharakter bis 2027 hohe Fälligkeiten aufweisen. Angesichts der defensiven Geschäftsrisikoprofile, insbesondere mit Blick auf die tiefen Sub-IG Anteile bei Versorgern und Energie, dürfte dies unproblematisch sein. Schwieriger könnte es für Telekom- oder Gesundheitsunternehmen im spekulativeren Bereich werden (z.B. Lumen Technologies). Kritisch sehen wir vor allem stark konsumabhängige, zyklische sowie zinssensitive Branchen wie Auto, Chemie & Verpackungen (CP&ES), Einzelhandel, Konsumgüter, Immobilien, Technologie, oder Medien. Besonders auffällig sind der hohe Refinanzierungsbedarf im Konsumgüterbereich sowie der dominante Sub-IG Anteil bei Medien.

Abbildung 2: Globaler Refinanzierungsbedarf von Unternehmensschulden nach Ratingkategorie auf Basis S&P Universum



Quelle: S&P, I-CV

Zinsdeckungspuffer mehrheitlich hoch, aber sinkend bzw. vereinzelt schon kritisch

Zur Beurteilung der Schuldendienstfähigkeit analysieren wir unter anderem den Zinsdeckungsgrad (EBITDA/Bruttozinsen) der Unternehmen. Dabei gilt je höher, desto besser. Als Faustregel erachten wir einen Schwellenwert von Minimum 5.0x EBITDA für Unternehmensschuldner im IG-Bereich als angemessen. Darunter liegende Werte deuten auf ein verletzliches Finanzrisikoprofil hin.

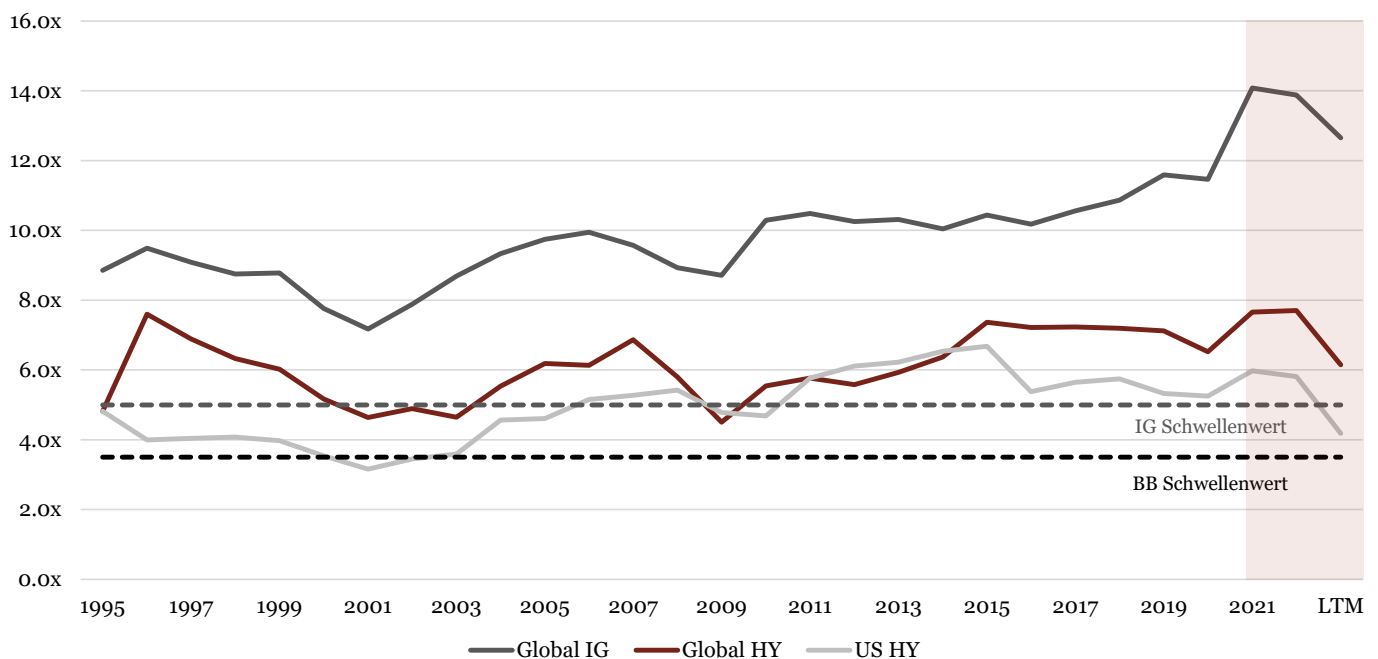
Der aktuelle Blick auf das I-CV Corporate Universum (ex-Immobilien) zeigt eine komfortable Zinsdeckung mit Niveaus, welche deutlich über den Schwellenwerten liegen. Grundsätzlich gilt dies sowohl für IG-Unternehmensschuldner als auch HY-Emittenten innerhalb unserer Abdeckung.

Selbstredend gibt es aber innerhalb des I-CV Universums deutliche Unterschiede. Bereits auf Basis Regionen ergibt sich ein differenziertes Bild. Wir stellen fest, dass europäische Unternehmen tendenziell konservativere Zinsdeckungen ausweisen als US-Gesellschaften.

Wenig überraschend ist, dass sich die Zinsdeckung per LTM 1H23 reduziert hat, wenn auch mehrheitlich von hohen Niveaus aus. Grund dafür sind die Ertragseinbussen in konsumorientierten bzw. zyklischen Sektoren (z.B. Konsumgüter, Chemie, Technologie). Kritisch sehen wir insbesondere Schuldner, bei welchen der Zinsdeckungsgrad bereits unter 3.5x EBITDA, dem BB Schwellenwert, liegt (z.B. BRF, Electrolux, Paramount Global, Pemex, Seagate). Gleichzeitig gilt es zu beachten, dass der Effekt des höheren Zinsniveaus vielerorts noch gar nicht reflektiert ist. Abhängig vom Fälligkeitsprofil und Refinanzierungsbedarf erwarten wir einen graduellen Anstieg der Zinsbelastung, wobei dieser bei HY-Schuldner mit traditionell hohem Anteil an variablen Fremdfinanzierungsinstrumenten schneller erfolgen wird.

Abschliessend erwarten wir, dass sich die Zinsdeckung angesichts des Ertragsdruck in Kombination mit steigenden Refinanzierungskosten weiter reduzieren wird. Immerhin verfügt der Grossteil der Unternehmen in unserem Universum über einen ausreichenden Puffer. Unter Druck stehen vor allem vereinzelt HY-Emittenten, bei welchen eine enge Bonitätsüberwachung unumgänglich ist.

Abbildung 4: Entwicklung regionaler Zinsdeckungsgrad (EBITDA/Bruttoschulden) im I-CV Corporate Universum*



*Basierend auf dem I-CV Corporate Index, welcher sich total aus circa 430 internationalen Unternehmensschuldnern zusammensetzt, die in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Quelle: Unternehmensangaben, I-CV

Konklusion & Empfehlungen

Der Zinsschock stellt insbesondere für verletzte Emittenten eine Herausforderung dar. Dieser wird nicht unmittelbar, sondern erst über die Zeit hinweg die volle Wirkung entfalten.

Ein Grossteil der Unternehmensschuldner im I-CV Universum agiert in diesem herausfordernden Marktumfeld aus einer Position der Stärke (hohe Zinsdeckung, ausgewogene Fälligkeitsprofile, robuste Bilanzen). Stützend wirkt auch die immer noch überdurchschnittliche Liquidität auf den Unternehmensbilanzen. Insgesamt erwarten wir, dass High Grade Emittenten angesichts der unattraktiven Finanzierungsbedingungen vermehrt Schulden abbauen werden. Denn die Ratingpflege ist im Rahmen der Kapitalkostenoptimierung auf der Agenda der Finanzchefs wieder nach oben gerückt.

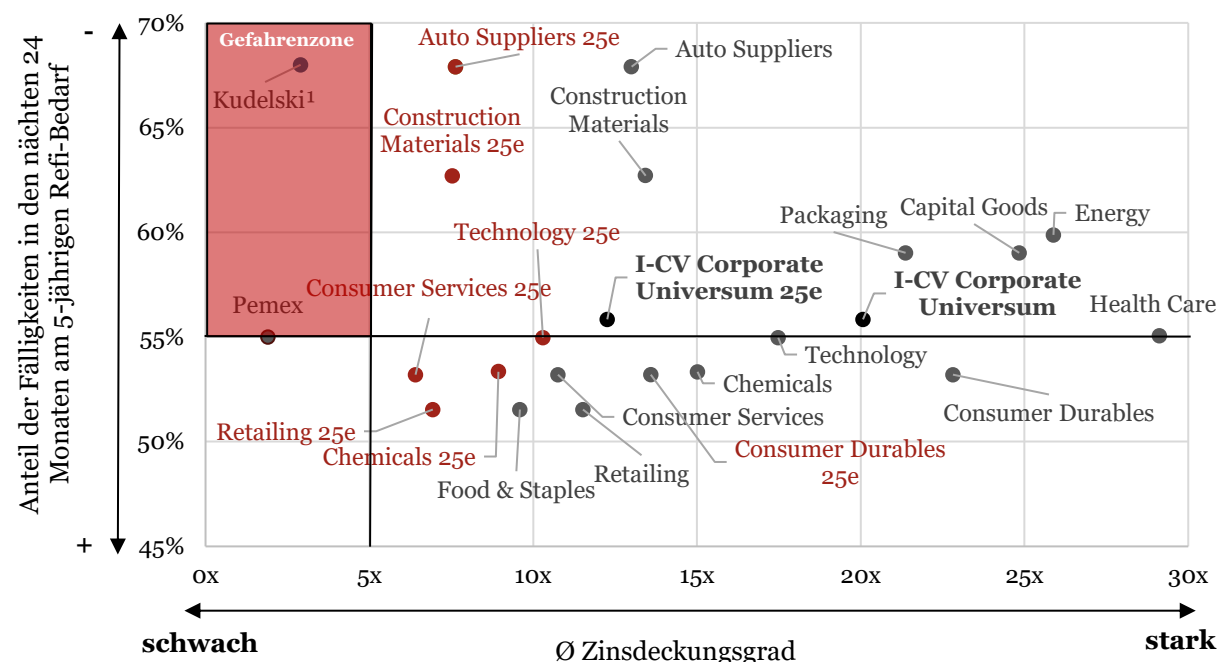
Ausserdem zeigt der I-CV Zinsdeckungs-Stresstest basierend auf einem Stagflationsszenario, sprich ein Umfeld mit wirtschaftlicher Stagnation und Inflation, dass der Schuldendeckungsdienst auch unter widrigen Bedingungen gewährleistet sein sollte. Zwar wird sich das Zinsdeckungs-niveau von den bisherigen Höchstwerten abschwächen, doch bleibt dieses für das Gros der Emittenten immer noch über den kritischen Schwellenwerten.

Bedrohlicher sieht die Situation im HY-Bereich aus. Gerade für sehr verletzte Schuldner mit einer Bonitätsnote von B und geringer stellt die bevorstehende Fälligkeitswand ein Problem dar, welche im Endeffekt in diesem Bereich zu höheren Ausfallraten bzw. Kreditrisikoprämien führen wird. Ebenfalls Vorsicht geboten ist bei Unternehmen, welche bereits heute eine tiefe Zinsdeckung bzw. hohen Refinanzierungsbedarf aufweisen (z.B. Kudelski, Lumen Technologies, Pemex, Warner Bros. Discovery).

Wir empfehlen Anleiheninvestoren sich weiterhin auf qualitativ hochwertige Schuldner vor allem aus defensiven Sektoren zu konzentrieren. Opportunitäten mit attraktiven Rendite-/Risikoprofilen ergeben sich bei Unternehmen insbesondere im IG-Bereich mit Fokus auf Emittenten mit robusten Finanzrisikoprofilen und guter Marktstellung (z.B. AT&T, BAT, BP, CEZ, Honeywell, Toyota). Zudem bieten sich Chancen bei soliden, etablierten IG-Emittenten innerhalb der Kapitalstruktur (z.B. EU-Hybrids: Iberdrola). Vorsichtiger wären wir im HY-Segment und würden hier ebenfalls höhere Qualitäten ins Visier nehmen (min. BB-Kategorie).

Bitte kontaktieren Sie uns beim Bedarf an einer individualisierten I-CV Empfehlungsliste (koepfli@i-cv.ch).

Abbildung 5: Entwicklung Zinsdeckung im Stagflations-Stresstest für ausgewählte Sektoren im I-CV Corporate Universum*



*Basierend auf dem I-CV Corporate Index, welcher sich total aus circa 430 internationalen Unternehmensschuldnern zusammensetzt, die in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind; *Kudelski Refinanzierungsbedarf in den nächsten zwei Jahren >80% der Gesamtschulden

Quelle: Unternehmensangaben, I-CV

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.