

Credit View: Lumen Technologies

14. Februar 2023/JUP

Ratings

Bonitätseinstufung (Senior Secured)
Empfehlung (USD/EUR/CHF)
Fundamentals

B+ (bisher BB-)
OW / - / -
Declining (wie bisher)

Sektor

Moody's / S&P / Fitch
Market Implied (ASW)
ESG Assessment

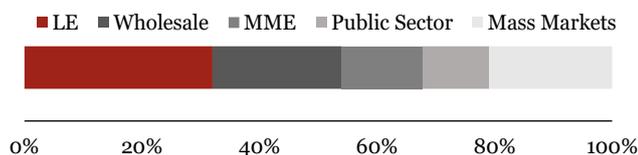
Telecomm. Services
Ba3 (sta) / BB (neg) / BB+ (sta)
USD: B- / EUR: - / CHF: -



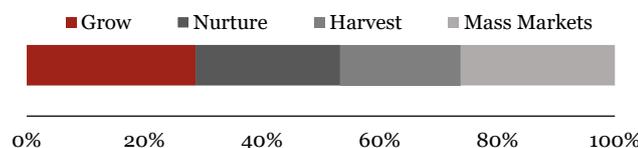
Konklusion

Lumen Technologies (Lumen) verzeichnete in den vergangenen Jahren wegen einer strukturell rückläufigen Nachfrage einen stetigen Umsatzrückgang. Um diesen Trend zu brechen, wurden diverse Legacy-Geschäftsfelder verkauft, der Glasfasernetzwerkausbau vorangetrieben und ein Turnaround-Plan vom neuen Management vorgestellt. Diese Massnahmen dürften aber erst mittelfristig die Umsätze stabilisieren und in den kommenden Jahren in signifikant tieferen Margen, negativen FCF und deutlich erhöhtem Net Leverage resultieren (Fundamentals **Declining**). Wir reduzieren unsere Einstufung für die unbesicherten Finanzschulden von Lumen auf **B**, respektive auf **B+** für die besicherten Anleihen und bleiben vorsichtig auf den Namen.

Segmente - Umsatz



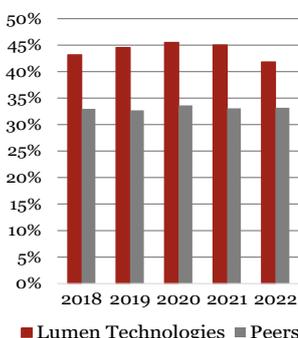
Umsatz nach Produktgruppen gemäss Turnaround-Plan



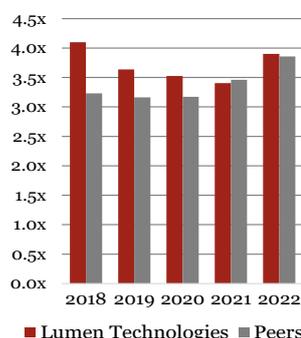
Cashflow Analyse

USDm	2019	2020	2021	2022
Cash from Operations (CFO)	6'680	6'524	6'501	4'735
Capital Expenditures (CAPEX)	-3'628	-3'729	-2'900	-3'016
Free Cashflow before Dividends	3'052	2'795	3'601	1'719
Dividends	-1'100	-1'109	-1'087	-780
Increase/Decrease in Capital Stocks	0	0	-1'000	-200

EBITDA/Sales



Net Leverage (adj.)*



Peervergleich

2022 (USDm)	Lumen	Charter	Tele & Data	AT&T
Total Sales	17'769	54'922	5'367	122'752
EBITDA/Sales (adj.)	41.8%	40.0%	20.4%	39.1%
Net Leverage (adj.)	3.9x*	4.5x	3.8x	3.2x
EBITDA/Interest (adj.)	4.9x	134.6x	7.0x	5.9x
CAPEX/Sales	17.3%	17.4%	17.7%	16.3%
FCF before Dividends/Sales	9.8%	10.3%	-2.5%	10.3%
EV/EBITDA (adj.)	3.4x	7.1x	6.9x	6.2x
Net Debt (adj.) / EV	78.5%	64.0%	55.2%	51.9%
I-CV Rating / Composite	B+/BB	BB/BB-	-/BB+	BBB+/BBB

* Net Leverage Berechnungen mit adj. EBITDA, siehe Anmerkung zur Schuldenstrukturabelle

Geschäftsrisikoprofil

Lumen Technologies ist ein amerikanischer Anbieter von Kommunikations- & Datenverbindungen (Breitband-Internet, Ethernet, MPLS, Festnetztelefonie, TV) sowie entsprechenden Service-Diensten (Cloud, Netzsicherheit) für Private und Geschäftskunden. Erstere machen rund 26% des Umsatzes (Mass Markets) aus und weisen eine höhere Wechselrate als Geschäftskunden auf. Diese wiederum werden in die Segmente Large Enterprise (LE), Wholesale, Mid-Market Enterprise (MME) und Public Sector unterteilt. Mit dem abgeschlossenen Verkauf des LatAm- (3Q22; USD 2.7 Mia.) und der geplanten Veräusserung des EMEA-Geschäfts (Ende GJ23; USD 1.8 Mia.) ist das Unternehmen fast ausschliesslich in den USA tätig. Lumen verzeichnet in den vergangenen Jahren einen stetigen Umsatzrückgang, da ein signifikanter Anteil der margenstarken Dienstleistungen (Festnetztelefonie, Kupferbreitband, IP-basierte Netzwerke) strukturell rückläufig sind. Der Teilverkauf des schrumpfenden Ortsnetzbetreiber-Geschäfts (ILEC; USD 7.5 Mia.) und der Glasfaserausbau konnten diesen Trend bisher nicht brechen. Der von dem neuen Management (4Q22) angekündigte Turnaround-Plan soll die Nachfrageentwicklung durch erhöhten Fokus auf Unternehmenskunden und wachsende Dienstleistungen stabilisieren. Neben Umsetzungsrisiken wird dies wegen einhergehenden hohen Investitionen (Opex & Capex) mittelfristig aber vorerst in einem deutlichen Margendruck resultieren. In Anbetracht der starken Konkurrenz speziell bei Privatkunden durch AT&T, Verizon oder Charter erachten wir die strategische Ausrichtung aber als opportun.

Besitzstruktur: Im Streubesitz

Finanzrisikoprofil

Lumens Finanzkennzahlen werden stark durch die Devestitionen geprägt. Der Umsatz wird sich zwar um rund USD 3 Mia. reduzieren, das strukturelle rückläufige Wachstum kann dadurch aber leicht verlangsamt werden. Dies geht aber zu Lasten der Profitabilität (4Q22 EBITDA-Marge: 33.6% vs. 42.8% im 4Q21) während die Capex wegen des Glasfaserausbaus hoch bleiben. Lumen verwendete die Devestitionserträge für die Schuldenbedienung und setzte die Dividende im 4Q22 aus. Nichtsdestotrotz stieg der Net Leverage im GJ22 auf geschätzte 3.9x an. Um den Umsatz zu stabilisieren, sieht der Turnaround-Plan nun hohe Investitionen vor. Wir gehen davon aus, dass sich diese erst mittelfristig materialisiert und der Umsatz als auch die Profitabilität sich über den Prognosehorizont rückläufig entwickeln werden. Da wegen des Glasfaserausbaus auch die FCFs negativ ausfallen dürften, rechnen wir trotz konservativerer Finanzpolitik mit einem stetigen Net Leverage Anstieg auf 4.6x im GJ25.

Management Strategie / Guidance

- GJ23: Adj. EBITDA USD 4.6-4.8 Mia.; FCF USD 0-200 Mio.; Capex USD 2.9-3.1 Mia.; Net Leverage 4.0-4.3x (Lumen 4Q22 bei 3.7x); Margendruck durch Synergien-Abbau (Devestitionen)
- GJ24: Stabilisierung des Umsatzes und der Margen

Stärken / Schwächen

+ Etablierter Anbieter; hoher Anteil an Geschäftskunden
± Veräusserungen stärken den Fokus auf das Kerngeschäft, führen aber zu deutlich tieferen Margen
- Erwartet negative FCF-Generierung durch Glasfaserausbau
- Strukturell rückläufiges Wachstum; Net Leverage Anstieg; Nachrangigkeit; Komplexe Konzern-Struktur

Points to watch

- Stabilisierung des Umsatzes und Margen; Umsetzung des Turnaround-Plans; Synergieverluste (Devestitionen)
- Finanzpolitik (Aktionärsvergütungen); CMD am 05.06.2023

Prognose basierend auf Bloomberg Consensus

USDm	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net Revenue/Sales	20'712	19'687	17'478	14'631	13'973	13'693
	<i>Revenue growth (yoy)</i>					
	-3.5%	-4.9%	-11.2%	-16.3%	-4.5%	-2.0%
EBITDA (adj.)	9'425	8'867	7'309	4'565	4'318	4'204
	<i>EBITDA Margin</i>					
	45.5%	45.0%	41.8%	31.2%	30.9%	30.7%
Funds from Operations (FFO)	7'090	7'192	4'195	3'013	2'893	2'859
Change in Working Capital	-566	-691	540	-20	-5	21
Cash from Operations (CFO)	6'524	6'501	4'735	2'993	2'888	2'880
	<i>Cash Conversion</i>					
	69.2%	73.3%	64.8%	65.6%	66.9%	68.5%
Capital Expenditures (CAPEX)	-3'729	-2'900	-3'016	-3'000	-3'100	-3'200
Free Cash Flow before Dividends	2'795	3'601	1'719	-7	-212	-320
Dividends	-1'109	-1'087	-780	0	0	0
Free Cash Flow after Dividends	1'686	2'514	939	-7	-212	-320
Net Cash Received/Paid for Acquisition/Divestiture	0	0	8'369	1'800	0	0
Borrowings / Repayment of Debt	-3'054	-1'667	-8'293	-1'000	0	0
Increase/Decrease in Capital Stocks	0	-1'000	-200	0	0	0
Others (Intangibles, LT Investments, FX, Disc. Op.)	78	135	83	-1'000	0	0
Net Change in Cash	-1'290	-18	898	-207	-212	-320
Increase (-) / Decrease (+) in Net Debt (adj.)	1'547	3'031	10'519	793	-212	-320

Key Ratios	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net Debt (adj.)	33'215	30'184	19'665	18'872	19'084	19'404
Net Leverage (adj.)	3.5x	3.4x	2.7x	4.1x	4.4x	4.6x
Gross Leverage (adj.)	3.6x	3.4x	2.9x	4.4x	4.6x	4.7x
EBITDA / Interest (adj.)	5.0x	5.2x	4.9x	3.7x	3.5x	3.2x
Asset Cover (EV / Net Debt (adj.))	132%	143%	127%	118%	115%	111%
EV / EBITDA (adj.)	4.7x	4.9x	3.4x	4.9x	5.1x	5.1x
FCF before Dividends/Sales	13.5%	18.3%	9.8%	0.0%	-1.5%	-2.3%
FCF after Dividends/Net Debt (adj.)	5.1%	8.3%	4.8%	0.0%	-1.1%	-1.6%

Source: Bloomberg, I-CV Estimates

Wichtigste Annahmen

- Umsatz- und EBITDA-Annahmen einerseits wegen verbleibendem hohem Anteil an Legacy-Produkten und andererseits wegen inflationärem Kostendruck und Auflösungen von Synergien aus Devestitionen leicht konservativer als Konsensus
- Hohe Capex für den Glasfaserausbau resultieren in negativen FCF (tiefer als BBG)
- Verkauf des EMEA-Geschäfts über USD 1.8 Mia im GJ23, teils für Schuldenbedienung verwendet; keine Aktionärsvergütungen
- Others: Nachzahlung ausstehender Steuern für die Devestitionen über USD 1 Mia. im GJ23

Provisorische Schuldenstruktur für das GJ22*

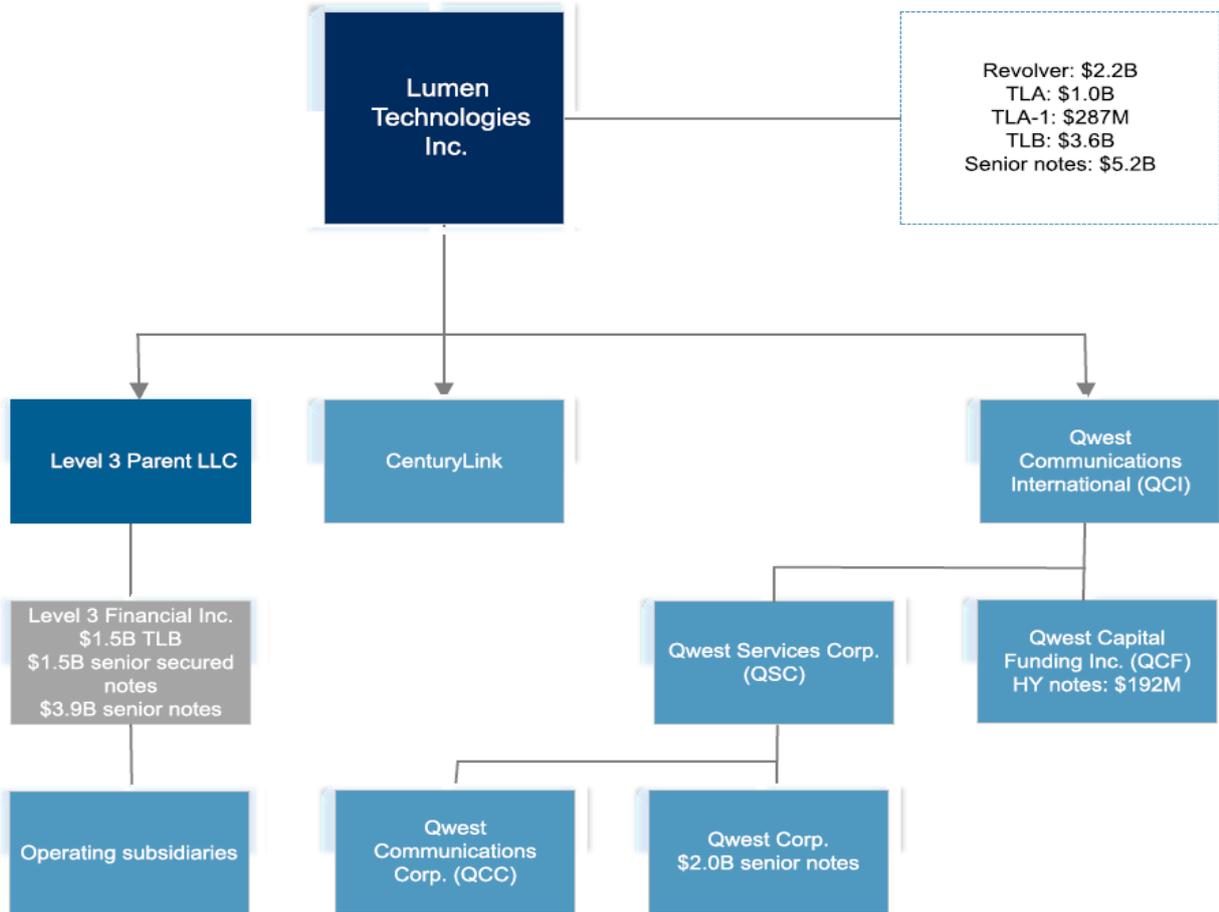
Instrument	Amount (USDbn)	Priority	Leverage	Asset Cover
Subsidiary Debt	9.1	1	1.6x	286%
Lease Liabilities	0.7	1	1.8x	266%
Secured Credit facilities (USD 2 Mia; 2025)	0.3	2	1.8x	259%
Term Loans	6.2	2	2.9x	160%
Secured Bonds (2027)	1.3	2	3.2x	149%
Senior Unsecured Bonds (2025-2042)	4.4	3	3.9x	119%
Total Debt (adj.)	21.8			
Cash & Marketable Securities	1.3			
Net Debt (adj.)	20.6		3.7x	126%
Market Capitalization	5.4			
Enterprise Value	26.0			
LTM EBITDA (adj.)	5.5			

*Die Schuldenstrukturtafel ist provisorischer Natur, da Lumen den detaillierten GJ22 Jahresabschluss noch nicht publiziert hat. Für die Net Leverage Berechnung wurde der von Lumen ausgewiesene, um Devestitionen bereinigte GJ22 EBITDA herangezogen.

Covenants / Liquidität / Fälligkeitsprofil der Schulden

- Die Schulden der Tochtergesellschaften (Qwest Corp, Qwest Capital Funding und Level 3) sind vorrangig gegenüber den besicherten und unbesicherten Anleihen von Lumen
- Besicherte Kreditfazilität enthält u.a. zwei «Financial Covenants»: Auf Gruppenebene darf der Gross Leverage 4.75x nicht übersteigen und die Zinsdeckung darf 2x nicht unterschreiten. Lumen hat wenig Spielraum bezüglich den Covenants und wir gehen davon aus, dass bei einer allfälligen Verletzung die Kreditfazilität zwar erneuert werden kann, dies aber mit schlechteren Konditionen einhergeht
- S&P (17.11.2022) sieht bei den Senior Unsecured Bonds von Lumen einen Recovery-Wert von rund 25%, bei den Senior Secured Bonds ein Wert von 95%

Holdingsstruktur



Quellen: S&P Global Ratings

Disclaimer

This document is provided for information purposes only and does not constitute neither an offer to purchase any financial products nor an invitation to engage in any other transaction. All of the information contained or referred to in this document has been carefully selected and obtained from sources that Independent Credit View AG (hereafter I-CV) believes to be reliable. No guarantee is assumed as to the accuracy, timeliness or completeness of the information. I-CV reserves the right to change the opinions expressed in this document without prior notification and without providing reasons. I-CV does not accept any liability arising from the use of this document nor the potential legal, regulatory, tax or accounting implications. I-CV does not accept liability for the success of its recommendations. Ratings refer solely and exclusively to credit risk and do not include interest rate risks or any other market risks. The partial or complete dissemination or reproduction of the information from this document is prohibited.