

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

Telefónica S.A. Anleihe 2007 (14)

Die spanische Telefónica S.A. ist mit mehr als 300 Mio. Kunden und rund 270.000 Mitarbeitern eines der weltweit größten Unternehmen der Telekommunikationsbranche. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 erzielte der Konzern einen Umsatz von 63 Mrd. Euro und ein operatives Ergebnis (EBITDA) von rund 20 Mrd. Euro. Hierin spiegelt sich die gute internationale Positionierung des im Jahr 1924 gegründeten und bis heute stark expansiven Unternehmens wider. Mit der Marke Movistar ist Telefónica in Lateinamerika und auf dem Heimatmarkt in Spanien Marktführer. Im restlichen Europa ist Telefónica mit O2 vertreten, nachdem die gleichnamige britische Telefongesellschaft im Jahr 2005 für umgerechnet 26 Mrd. Euro in bar erworben wurde.

Das operative Ergebnis vor Abschreibungen überdeckt die Schwierigkeiten einer hochregulierten Branche, deren Unternehmen große Summen investieren müssen, um den Technologiesprüngen standhalten und den Kampf um die Loyalität des Kunden gewinnen zu können. Die Branche ist gekennzeichnet durch einen trägen, aber intensiven Verdrängungs- und Preiswettbewerb. Dieser hat trotz der Zunahme des Datenvolumens einen kontinuierlichen Rückgang der Umsätze mit Telekommunikationsdiensten zur Folge. Aus diesen Gründen meiden wir Aktien von Unternehmen aus dieser Branche. Dagegen weckte eine Anleihe von Telefónica unser Interesse. Sie wurde mit

einem Volumen von 1,5 Mrd. Euro begeben und weist eine geringe Restlaufzeit von weniger als zwei Jahren auf. Der jährliche Kupon beträgt 4,674%. Trotz des guten Ratings von Standard & Poor's (BBB+) notierte die Anleihe zwischenzeitlich bei 101% und damit rund 300 Basispunkte (Asset Swap Spread) unter ihrem fairen Wert. Der Grund dürfte in der Verschuldungskrise Spaniens liegen. Tatsächlich trägt Spanien aber nur zu 27% zum Umsatz und zu 25% zum EBITDA von Telefónica bei. Rund die Hälfte der Erträge erzielt der Konzern in Lateinamerika, vor allem in Brasilien.

Maßgeblich für unseren Kauf zu einem Kurs von 101% war die Schuldentragfähigkeit, die sich aus der Finanz- und Ertragslage des Unternehmens komfortabel darstellen lässt. Die Nettoverschuldung ist mit 56 Mrd. Euro zwar hoch, im Verhältnis zum etwa dreifachen des operativen Cashflows jedoch vertretbar. Nach Abzug der Investitionen deckt der Cashflow die Zinsbelastung um den vierfachen Wert. Die Fälligkeiten bis zur Rückzahlung unserer Anleihe können weitgehend aus der vorhandenen Liquidität und den bestehenden Kreditlinien bedient werden. Die jederzeitige Kapitalmarktfähigkeit des weltweit agierenden Konzerns, seine Vermögenswerte und die operative Ertragskraft stellen für uns eine komfortable Sicherheitsmarge dar.

Zwischenzeitlich hat die Anleihe ihre Unterbewertung fast vollständig abgebaut. Unverändert betrachten wir sie als rentablen Liquiditätsersatz, der unseren Fonds stabilisiert.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky