

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.

Heid. Druckmaschinen AG Anleihe 2011 (18)

Nachdem wir bereits im Rahmen einer Sanierungskapitalerhöhung im Herbst 2010 erfolgreich in Aktien des weltweit größten Herstellers von Bogenoffsetdruckmaschinen investiert waren, ist das krisengeplagte Unternehmen erneut in unseren Fokus gerückt.

Unverändert befindet sich die Branche aufgrund der sinkenden Nachfrage nach Printmedien in einer dauerhaften strukturellen Krise. Von einem „Gewinner“ kann man bei der Heidelberger Druckmaschinen AG also nicht sprechen, weswegen sich für uns ein dauerhaftes Aktien-Engagement verbietet. Unser Interesse gilt stattdessen einer Anleihe im Volumen von 304 Mio. Euro, die am 15. April 2011 begeben wurde. Sie hat einen Kupon in Höhe von 9,25% p.a., mit halbjährlicher Zahlung. Die Laufzeit beträgt sieben Jahre. Die Anleihe ist 2014 (106,9%), 2015 (104,6%), 2016 (102,3%) und 2017 (100,0%) durch den Emittent und bei einem „Change of Control“ durch den Investor (101,0%) kündbar.

Das Marktvolumen ist in der Krise um die Hälfte eingebrochen und erholt sich nur schleppend. Trotz fortschreitender Digitalisierung sind wir nicht der Meinung, dass die seit 200 Jahren existierende Druckmaschinenbranche dem Untergang geweiht ist. Stattdessen dürfen die Konsolidierung der Überkapazitäten und der Kosten-, Effizienz- und Innovationsdruck anhalten. Heidelberg stellt sich dieser

Aufgabe als Branchenführer. Mit dem Erlös der Anleihe und einer neuen, bis Ende 2014 laufenden Kreditfazilität über 500 Mio. Euro konnte Heidelberg die bestehenden, teilweise durch Staatsbürgschaften besicherten Kredite ablösen. Die Kapitalerhöhung über 400 Mio. Euro trug im Vorfeld der Platzierung zu einem signifikanten Schuldenabbau bei. Operative Kosten wurden in gleicher Höhe reduziert. Dank der Maßnahmen ist es gelungen, die Nettofinanzverschuldung von 700 Mio. auf 250 Mio. Euro bzw. von 120% auf rund 30% des Eigenkapitals (900 Mio. Euro) und damit sogar unter das Vorkrisenniveau zu senken. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich auf 33%.

Wir kauften die Anleihe basierend auf einer Verzinsung von 9,5% p.a. Nach dem jüngsten Kursrückgang weist die Anleihe eine interne Verzinsung von 13% p.a. auf. Das Schwellenländerwachstum könnte dazu beitragen, dass Heidelberg die Prognosen eines positiven Vorsteuerergebnisses erfüllt. Unabhängig davon ist für uns einzig maßgeblich, ob der Kapitaldienst geleistet wird. Diese Bewährungsprobe wurde in der Krise erbracht. Aufgrund der aktuellen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und der Option, den Kapitalmarkt erneut nutzen zu können, gehen wir auch in Zukunft von entsprechenden Zins- und Tilgungszahlungen aus. Sowohl eine vorzeitige Ablösung der Anleihe als auch ein „Change of Control“ schließen wir dabei nicht aus. Denn der derzeitige Fremd- und Eigenkapitalwert von nur 700 Mio. Euro (3 Mrd. Euro Umsatz) könnte für asiatische Investoren interessant sein.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky