

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.

HeidelbergCement Anleihe 2009 (14)

Der Baustoffkonzern HeidelbergCement war bereits im April 2009 das Thema unseres monatlichen Investmentberichts. Trotz der damals prekären Finanzlage des Unternehmens infolge der Übernahme der britischen Hanson PLC war es sehr risikoarm, in eine Anleihe mit vierwöchiger Restlaufzeit zu investieren. Heute ist die finanzielle Stabilität des Weltmarktführers für Zuschlagstoffe wesentlich besser.

Mit Schnelligkeit und Konsequenz erfolgten im Jahr 2009 mehrere Maßnahmen zur Verbesserung der Kapital- und Finanzierungsstruktur. Durch eine „Cash is King“-Initiative, die den Verkauf von Randaktivitäten, die Reduzierung des Working Capital sowie deutlich geringere Investitionen umfasste, konnten 1,5 Mrd. Euro an Liquidität geschaffen werden. Zusätzlich sorgte ein Fitnessprogramm für Einsparungen in Höhe von 0,5 Mrd. Euro. Zum Abbau der Verschuldung wurde eine Kapitalerhöhung über 2,3 Mrd. Euro durchgeführt. Des Weiteren konnte das Fristigkeitsproblem in der Refinanzierung durch die Begebung von verschiedenen Euro-Anleihen mit einer Laufzeit von fünf bis zehn Jahren im Volumen von 2,5 Mrd. gelöst werden. Die Entschlossenheit bei der Umsetzung dieser Maßnahmen und die offene Kommunikation, mit der das Management die Lehren aus den Fehlern einer unzureichenden Risikoaversion gezogen zu haben scheint, ist beeindruckend und zugleich ungewöhnlich. Mittlerweile sind die Bankver-

bindlichkeiten fast vollständig zurückgeführt. Die Nettoverschuldung konnte seit dem 31. Dezember 2008 von 11,6 Mrd. Euro auf 8,5 Mrd. Euro abgebaut werden. Das operative Ergebnis vor Abschreibungen und Amortisation deckt den Zinsaufwand derzeit mit einem zufriedenstellenden Faktor in Höhe von 3,6. Das nötigt selbst den Ratingagenturen Respekt ab. Trotz Staatsverschuldungen und Konjunktursorgen stuften Standard & Poor's, Moody's und Fitch die Kreditwürdigkeit von HeidelbergCement nach oben. Damit liegt das Rating seit dem Jahr 2011 mit stabilem Ausblick unmittelbar vor dem angestrebten Status „Investment-Grade“. Vor diesem Hintergrund erschien uns die im Jahr 2009 begebene Euro-Anleihe mit der kürzesten Restlaufzeit von fünf Jahren und einem jährlichen Kupon von 7,5% so attraktiv, dass wir bei Kursen um 100% des Nennwerts unser Ausgangsinvestment auf rund 3% des Fondsvermögens aufstockten.

Den starken Kursanstieg auf 107% innerhalb weniger Wochen nutzten wir im Oktober 2011 zum Verkauf unserer gesamten Position. Einerseits sahen wir kein weiteres Kurspotential, andererseits schätzten wir die Opportunitätskosten eines Verzichts auf 3% zusätzliche Liquidität höher ein als die verbliebene Restrendite von jährlich 5%.

Wir werden auch in Zukunft Anleihen mit vorhandenem Event-Schutz (z.B. durch die Verbesserung der Kapitalstruktur) kaufen, wenn uns die Börse attraktive Gelegenheiten bietet. Möglicherweise erneut HeidelbergCement.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky