

Corporate Bonds in Deutschland 2013/14

Ein Vergleich zu europäischen Anleiheemittenten



Inhalt

Management Summary	4
1. Eine europäische Perspektive auf die Entwicklung der Unternehmensanleihemärkte	6
2. Der Unternehmensanleihemarkt in Deutschland	9
3. Der geregelte Markt für mittelständische Anleihen	16
4. Die Risikotragfähigkeit europäischer Anleiheemittenten	22
5. Fazit und Ausblick	26
Anhang	28

MANAGEMENT SUMMARY

1. Gemessen an der Zahl der begebenen Anleihen hat die Emission von Unternehmensanleihen in Deutschland im Jahr 2013 weiter zugenommen und auch im laufenden Jahr ist die Emissionstätigkeit als rege zu bezeichnen. Nachdem in den Jahren 2009 und 2010 lediglich 50 bzw. 64 Anleihen emittiert wurden, waren es 2011 bereits 82 Corporate Bonds. In den darauf folgenden beiden Jahren wurden nahezu 250 Anleihen emittiert – 118 in 2012 und 130 Anleihen im Jahr 2013. Bis zum August dieses Jahres konnten schon 94 Anleiheemissionen von deutschen Non-Financials verzeichnet werden. Der deutsche Anleihenmarkt umfasst derzeit insgesamt 606 Anleihen, die von 286 nicht-finanziellen Unternehmen begeben wurden.

2. Im Jahr 2012 hatte die Zahl der Corporate Bonds spürbar zugenommen. Entsprechend deutlich fiel der Anstieg des Emissionsvolumens aus, das sich im Vorjahresvergleich nahezu verdreifacht hat – von 17,0 auf 46,1 Mrd. Euro. Dieses Niveau konnte in 2013 nicht ganz gehalten werden. Insgesamt wurden Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 40,9 Mrd. Euro emittiert. Im laufenden Jahr wurden allein zwischen Januar und August Anleihen mit einem Volumen von insgesamt 34,7 Mrd. Euro begeben, so dass der Wert von 2013 durchaus übertroffen werden dürfte.

3. Die Emissionstätigkeit am geregelten Markt für mittelständische Anleihen hat im Jahr 2014 an Dynamik verloren. Seit 2010 wurden an den mittelständischen Anleihenmärkten Corporate Bonds mit einem nominalen Emissionsvolumen von rd. 5,2 Mrd. Euro

emittiert. Im Jahr 2011 konnte mit 1,51 Mrd. Euro das höchste Emissionsvolumen verzeichnet werden. Im Jahr 2013 wurden Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 1,40 Mrd. Euro begeben, nachdem das Volumen im Jahr 2012 auf 1,23 Mrd. Euro zurückgegangen war. Im laufenden Jahr konnte diese Dynamik der Emissionstätigkeit nicht konserviert werden. So wurden bis August dieses Jahres lediglich sechs Neuemissionen am geregelten Markt notiert. Dies spiegelt sich auch im Emissionsvolumen wider. Die Unternehmen emittierten in diesem Jahr Anleihen im Wert von insgesamt 0,28 Mrd. Euro.

4. Anhand unserer Corporate Bond-Datenbank haben wir ein Benchmarking der Bonität von Anleiheemittenten vorgenommen. Aufgrund der Panel-Struktur der Daten wurden Veränderungen und Entwicklungen im Zeitverlauf analysiert und nachvollzogen. Durch die detaillierte Erfassung aller verfügbaren Bilanzinformationen und die Anwendung der XBRL-Erfassungsstruktur ist – unabhängig von der Fragestellung – im Prinzip die Berechnung aller denkbaren Finanzkennzahlen möglich. Wir haben den Fokus auf die Eigenkapitalquote, die Gesamtkapitalrentabilität, den EBIT-Zinsdeckungsgrad sowie das Verhältnis zwischen Nettofinanzverbindlichkeiten und dem EBITDA gelegt.

5. Insgesamt kann festgestellt werden, dass die deutschen Unternehmen des Large Cap-Segments (Bilanzsumme \geq 500 Mio. Euro) ihre Eigenkapitalbasis in 2013 stärken konnten. Gleichzeitig folgen ihre Ertragskraft und ihr Zinsdeckungsgrad einem stabilen Trend. Auch die Verschuldung blieb im Vergleich zum Vor-

jahr konstant. Dagegen hat sich die finanzielle Risikotragfähigkeit der Mid Cap-Emittenten, also der Unternehmen mit einer Bilanzsumme unter 500 Mio. Euro, tendenziell verschlechtert. Zwar konnte der negative Trend der Eigenkapitalquote gestoppt werden – jedoch befindet sich die Eigenmittelausstattung auf einem relativ niedrigen Niveau. Der Zinsdeckungsgrad und ihre Gesamtkapitalrentabilität haben sich binnen Jahresfrist nochmal verschlechtert.

6. Im Rahmen unserer Untersuchung der Corporate Bond Märkte haben wir uns den europäischen Anleiheemittenten gewidmet. Dabei konzentrieren wir uns zunächst auf die Volkswirtschaften Belgien, Österreich, Frankreich, Spanien, Italien und das Vereinigte Königreich.

7. In Europa ist die Zahl der emittierten Anleihen pro Jahr seit dem Jahr 2009 stetig gestiegen. Während die Emittenten aus den sechs analysierten Volkswirtschaften und Deutschland in den Jahren 2009 und 2010 noch 137 bzw. 176 Anleihen emittiert hatten, konnten im Jahr 2011 bereits 194 Unternehmensanleihen registriert werden. Im darauf folgenden Jahr gewann die Emissionstätigkeit spürbar an Dynamik. So wurden 2012 insge-

samt 258 Anleihen emittiert. In 2013 konnte dieses Niveau mit 268 begebenen Corporate Bonds gehalten werden. Angesichts der Tatsache, dass zwischen Januar und August dieses Jahres bereits 207 Anleihen emittiert wurden, dürfte diese Marke im laufenden Jahr übertroffen werden. Auf dem europäischen Corporate Bond Markt sticht neben Deutschland das französische Segment heraus. So umfasst der Markt für auf Euro lautende französische Unternehmensanleihen insgesamt 398 Anleihen von Non-Financials, mit einem ausstehenden nominalen Emissionsvolumen von 263 Mrd. Euro.

8. Der Vergleich der finanziellen Risikotragfähigkeit europäischer Anleiheemittenten hat gezeigt, dass die deutschen Anleiheemittenten über eine vergleichsweise geringe Eigenkapitalbasis verfügen. Demgegenüber verfügen die deutschen Anleiheemittenten über eine hohe Ertragskraft – gemessen an der Gesamtkapitalrendite arbeiten sie rentabler als die Emittenten aus den anderen europäischen Ländern. Im Hinblick auf den Zinsdeckungsgrad befindet sich das deutsche Segment auf einem mit den übrigen europäischen Segmenten vergleichbaren Niveau.

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr, Chefvolkswirt

Tel.: +49 2131 109-5172 / E-Mail: b.mohr@creditreform-rating.de

1. Eine europäische Perspektive auf die Entwicklung der Unternehmensanleihemärkte

Zwar ist Deutschland nach wie vor durch ein bankbasiertes Finanzierungssystem gekennzeichnet und der Bankkredit nimmt eine zentrale Stellung in der Außenfinanzierung der Non-Financials ein. Jedoch ist die Unternehmensfinanzierung im Wandel begriffen. Ohne ein Ergebnis der Analyse vorwegnehmen zu wollen – gemessen an der Zahl der begebenen Anleihen hat die Emission von Unternehmensanleihen in Deutschland im Jahr 2013 weiter zugenommen und auch im laufenden Jahr ist die Emissionstätigkeit als rege zu bezeichnen.

Dies kann zum einen sicherlich auf eine stärkere Nachfrage der Investoren mit einer erhöhten Risikobereitschaft sowie die Renditeabstände zu anderen Anlagelassen wie Staatsanleihen zurückgeführt werden. Vor allem zeichnen sich aber Veränderungen in den Finanzierungsmustern im deutschen Unternehmenssektor ab. So haben wir in einer gemeinsamen Untersuchung mit der IKB im August dieses Jahres festgestellt, dass insbesondere die Finanzierung der Unternehmen aus den oberen Größensegmenten, deren Finanzierungsbedarf sich durch Internationalisierung und Innovation deutlich erhöht und verändert, einen starken Wandel erlebt. Die Firmen benötigen insgesamt mehr finanziellen Spielraum, den sie im Zuge der Umsetzung ihrer langfristigen Unternehmensstrategien flexibel für Sachinvestitionen, Akquisitionen und FuE-Projekte nutzen können. Die Finanzierungsmuster der Unternehmen geraten aber auch deshalb in Bewegung, weil die Banken verpflichtet sind, einen verschärften Regulierungsrahmen umzusetzen. Gleichzeitig müssen sie sich mit einem intensiven Wettbewerb und Überkapazitäten auseinandersetzen. Diese strukturellen Umbrüche haben deutliche Rückwirkungen auf die Unternehmensfinanzierung. Ferner haben sich die Konditionen der marktbasierter Finanzierung in den vergangenen Jahren wesentlich verbessert. So zeigt die Europäische Zentralbank, dass die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum im vergangenen Jahr auf ein Niveau unterhalb der Kreditzinsen der Monetären Finanzinstitute (MFI) gefallen sind (EZB Monatsbericht April 2014).

Vor dem Hintergrund, dass der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland in Bezug auf die Fundamentaldaten und Strukturmerkmale der Emittenten ein vergleichsweise intransparenter Markt ist, haben wir eine umfassende Datenbasis erstellt, die neben Informationen wie den Emissionsvolumina oder Fälligkeiten zu Anleihen alle relevanten Strukturdaten und Jahresabschlussinformationen zu deutschen Anleiheemittenten umfasst. Durch die Analyse der in der Datenbank enthaltenen Jahresabschlussinformationen sind wir in der Lage,

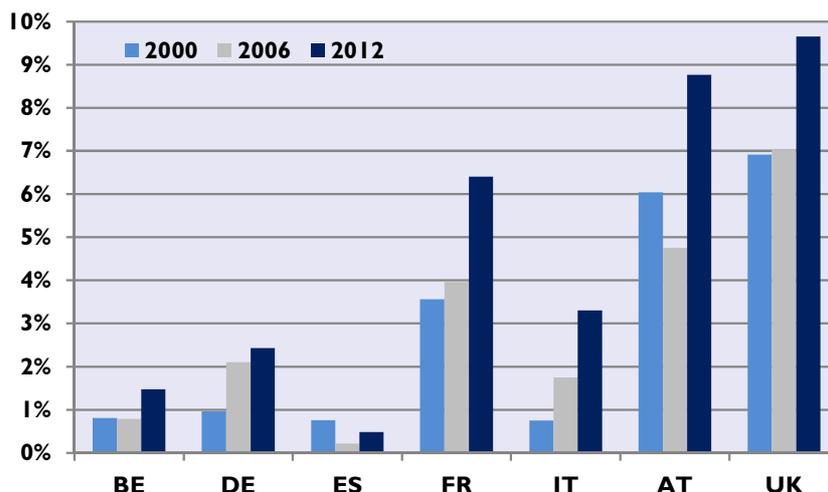
ein genaues Bild zu vermitteln, wie es um die Bonität und Risikotragfähigkeit der Unternehmen bestellt ist, die eine Anleihe begeben haben.

Im vergangenen Jahr haben wir erstmals den deutschen Anleihemarkt untersucht („Corporate Bonds in Deutschland“, September 2013) und den Trend einer verstärkten Nutzung des Anleihemarktes als Weg der Unternehmensfinanzierung sowie die Entwicklung der finanziellen Risikotragfähigkeit der Emittenten aufgezeigt. In einer Folgestudie haben wir den Fokus auf die Entwicklung des mittelständischen Anleihemarktes und der Emittenten gelegt („Mittelständische Anleihemärkte in Deutschland 2010-13“, März 2014). Diese Reihe setzen wir mit der vorliegenden Analyse fort. Dabei beleuchten wir neben der Marktentwicklung bis zum August dieses Jahres auch die Risikotragfähigkeit der Emittenten auf Basis der Jahresabschlussinformationen für die Jahre 2009 bis 2013 – sowohl für den Gesamtmarkt als auch für die mittelständischen Anleihe-segmente.

Der dritte Bestandteil dieser Untersuchung besteht in der Ausweitung auf den europäischen Anleihemarkt. Denn nicht nur die Unternehmensfinanzierung deutscher Non-Financials befindet sich im Wandel. So hat sich auch in Europa der Anteil der auf Schuldverschreibungen basierenden Finanzierung am Gesamtbestand der finanziellen Verbindlichkeiten im Verlauf der letzten Jahre deutlich vergrößert – auch wenn er weiterhin relativ niedrig ist (siehe Abb. 1).

Abbildung 1: Anteil der Schuldverschreibungen an den jeweiligen Gesamtverbindlichkeiten

Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften



Quelle: Eurostat, nicht-konsolidierte Finanzierungsrechnung, eigene Berechnungen

Die Corporate Bond-Datenbank, die kontinuierlich aktualisiert und um jede weitere Emission bzw. jeden weiteren Emittenten ergänzt wird, haben wir

dementsprechend um Daten europäischer Anleiheemittenten erweitert. Dabei werden ausschließlich börslich gehandelte Unternehmensanleihen von Non-Financials berücksichtigt, die in Euro denominated sind. Während die Informationen zur Risikotragfähigkeit der Emittenten aus den Jahresabschlüssen, Geschäftsberichten und Wertpapierprospekten entstammen, wurden die Informationen zu den Unternehmensanleihen über die Website der Börsen in Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf, Hamburg-Hannover sowie der Börsen in Berlin und München bezogen. Ausschlaggebend für die Einordnung als Unternehmensanleihe aus Deutschland, Frankreich, etc. war neben dem Sitz des Emittenten der in der International Securities Identification Number (ISIN) enthaltene Ländercode. Im Rahmen dieser Untersuchung wird zunächst der deutsche Corporate Bond Markt betrachtet, bevor ein Vergleich mit Emittenten aus Belgien, Österreich, Frankreich, Spanien, Italien und dem Vereinigten Königreich angestellt wird. Eine Ausweitung der Datenbank auf den gesamten europäischen Anleihemarkt ist vorgesehen.

2. Der Unternehmensanleihemarkt in Deutschland

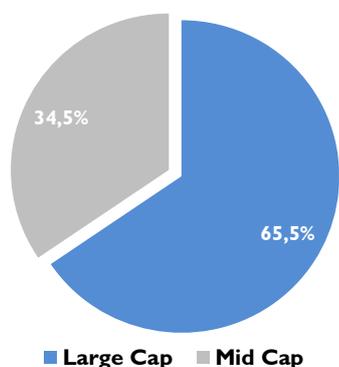
In dieser Studie wird anhand der Bilanzsummen der analysierten Unternehmen eine Differenzierung der Anleiheemittenten vorgenommen, die auf Großunternehmen oder Large Caps und mittelgroße Unternehmen oder Mid Caps abstellt. Dabei verfügen die Unternehmen aus dem Mid Cap-Segment nach unserer Definition über eine Bilanzsumme von unter 500 Mio. Euro. Dementsprechend beträgt die Bilanzsumme der Large Cap-Unternehmen 500 Mio. Euro oder mehr. In der Regel werden in Untersuchungen zu Anleihemärkten Annahmen einer Mindestgröße im Hinblick auf die Unternehmensgröße oder das Emissionsvolumen vorgenommen. Ohne die Segmentierung nach der Unternehmensgröße entstehen jedoch bei der Analyse deutscher Unternehmensanleihen meist verzerrte oder nur sehr unscharfe Bilder. Die strukturierten Daten unserer Datenbank ermöglichen eine Segmentierung der Emittenten und liefern somit Erkenntnisse, die in anderen Analysen nicht hinreichend durch statistische Daten belegt werden. Im Rahmen der vorliegenden Analyse wurden alle ausstehenden Anleihen bis zum Stichtag 31.08.2014 untersucht.

Marktentwicklung

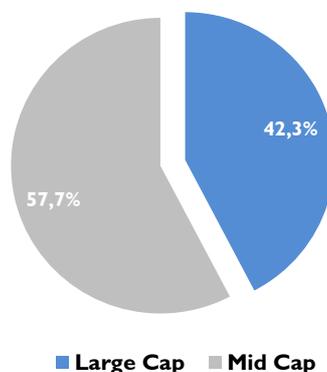
Der deutsche Anleihemarkt umfasst derzeit insgesamt 606 Anleihen, die von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden. Die Gesamtzahl der Anleiheemittenten beläuft sich auf 286 Unternehmen. Dabei haben wir unter den 286 Emittenten insgesamt 121 Large Caps registriert. Dies bedeutet, dass es sich bei gerade einmal zwei von fünf Emittenten (42,3%) um Large Cap-Unternehmen handelt. Gleichzeitig wird mit 65,5% die große Mehrheit der Unternehmensanleihen in Deutschland von Unternehmen aus dem Large Cap-Segment begeben (siehe Abb. 2).

Abbildung 2: Anleiheemissionen und Emittenten in Deutschland

Anleiheemissionen



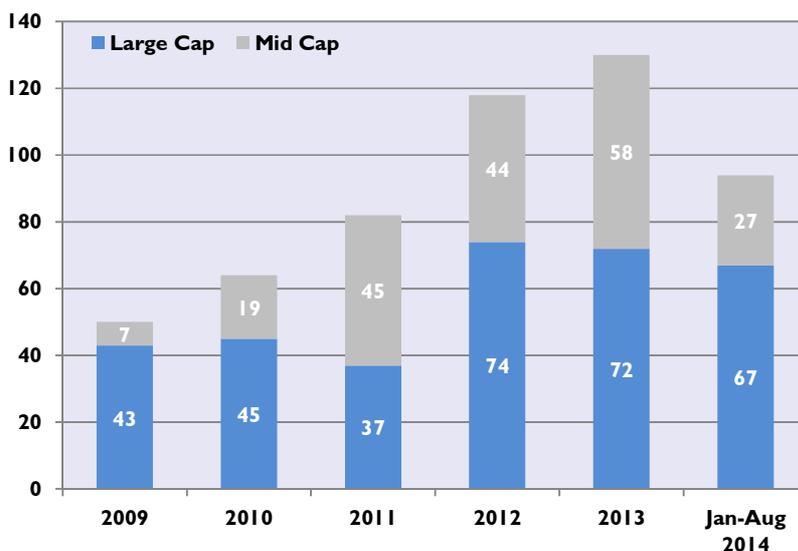
Emittenten



Die Zahl der emittierten Anleihen pro Jahr ist seit dem Jahr 2009 stetig gestiegen. Bemerkenswert ist vor allem, dass die Emissionstätigkeit seit 2012 spürbar an Dynamik gewonnen hat (siehe Abb. 3). Nachdem in den Jahren 2009 und 2010 lediglich 50 bzw. 64 Anleihen emittiert wurden, waren es 2011 bereits 82 Corporate Bonds. In den darauf folgenden beiden Jahren wurden nahezu 250 Anleihen emittiert – 118 in 2012 und 130 Anleihen im Jahr 2013. Im laufenden Jahr hält das positive Momentum an. Bis zum August dieses Jahres konnten schon 94 Anleiheemissionen von deutschen Non-Financials verzeichnet werden. Auffallend ist in diesem Zusammenhang, dass diese Entwicklung nicht allein von den Large Caps getragen wird. Die Emission von Anleihen scheint ebenso unter Mid Caps an Attraktivität zu gewinnen. Während die Emissionsaktivität bei den Large Cap-Unternehmen zwischen 2009 und 2011 tendenziell rückläufig war, hat der Umlauf von Mid Cap-Bonds seit 2009 sukzessive zugenommen. Im Jahr 2013 belief sich die Zahl der emittierten Anleihen von Mid Caps auf 58 (Jan-Aug 2014: 27 Anleihen).

Abbildung 3: Entwicklung der Emissionstätigkeit

Anzahl der Anleiheemissionen pro Jahr

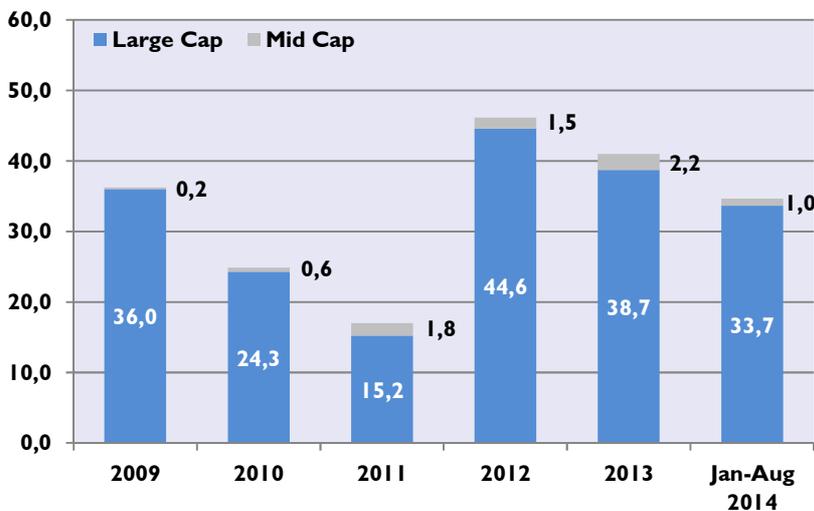


Gemessen am Emissionsvolumen war der Markt für auf Euro lautende deutsche Unternehmensanleihen bis 2011 geschrumpft (siehe Abb. 4). So betrug das jährliche Emissionsvolumen im Jahr 2011 nur noch 17,0 Mrd. Euro – nach 24,9 Mrd. Euro im Jahr 2010 und 36,2 Mrd. Euro in 2009. Zwar ist die Zahl der begebenen Anleihen in diesem Zeitraum angestiegen – der Anstieg in 2011 ist jedoch auf die verstärkte Emissionstätigkeit der Mid Caps zurückzuführen, deren Anleihen im Durchschnitt (Median) ein merklich geringeres Emissionsvolumen aufweisen (25 vs. 500 Mio. Euro). Im Jahr 2012 hatte sich die Zahl der Large Cap-Bonds nahezu verdoppelt. Entsprechend deutlich fiel der Anstieg des

Emissionsvolumens aus, das sich im Vorjahresvergleich nahezu verdreifacht hat – von 17,0 auf 46,1 Mrd. Euro. Dieses Niveau konnte in 2013 nicht ganz gehalten werden. Insgesamt wurden Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 40,9 Mrd. Euro emittiert. Im laufenden Jahr wurden allein zwischen Januar und August Anleihen mit einem Volumen von insgesamt 34,7 Mrd. Euro begeben, so dass der Wert von 2013 in 2014 durchaus übertroffen werden dürfte. Der Markt für Mid Cap-Bonds konnte im Jahr 2013 seinen bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2011 übertreffen. Insgesamt wurden Anleihen mit einem nominalen Emissionsvolumen von 2,2 Mrd. Euro emittiert, nachdem dieses 2011 bei 1,8 Mrd. Euro gelegen hatte und 2012 auf 1,5 Mrd. Euro gesunken war. Bis zum August dieses Jahres konnten Mid Cap-Unternehmen durch die Ausgabe von Unternehmensanleihen insgesamt 1,0 Mrd. Euro an Mitteln aufnehmen. Insgesamt beträgt das ausstehende Volumen deutscher Unternehmensanleihen (Non-Financials) rd. 247 Mrd. Euro, wobei sich der gesamte Umlauf an Large Cap-Bonds derzeit auf ca. 239,3 Mrd. Euro und der Umlauf an Mid Cap-Bonds auf ca. 7,5 Mrd. Euro beläuft.

Abbildung 4: Emissionsvolumen am Corporate Bond Markt

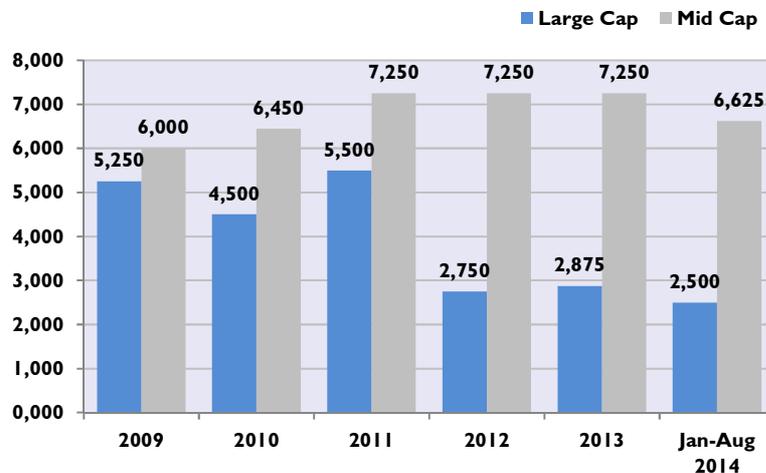
Nominales Emissionsvolumen in Mrd. Euro



Die Differenzierung nach der Unternehmensgröße zeigt signifikante Unterschiede in der Entwicklung der Nominalverzinsung der emittierten Anleihen (siehe Abb. 5). Während der durchschnittliche Kupon (Median) der Mid Cap-Bonds zwischen 2009 und 2013 in einer Spanne von 6,000 und 7,250% schwankte, ist die Höhe des Kupons der von Large Cap-Unternehmen begebenen Anleihen seit 2011 spürbar gesunken – von durchschnittlich 5,500% in 2011 auf 2,875% im Jahr 2013. Im laufenden Jahr ist der durchschnittliche Kupon sowohl bei den Mid Cap-Anleihen (6,625%) als auch den Large Cap-Anleihen (2,500%) leicht gesunken.

Abbildung 5: Entwicklung der Nominalverzinsung

Durchschnittlicher Kupon (Median) in %



Risikotragfähigkeit der Emittenten

Im Folgenden wird die Entwicklung der für die Beurteilung der Risikotragfähigkeit der Emittenten relevanten Finanzkennzahlen analysiert. Abhängig vom jeweiligen Größensegment, wird dabei auf Kennzahlen zur Kapitalstruktur, Rentabilität und Finanzkraft eingegangen. In Fortführung unserer früheren Analysen legen wir den Fokus auf die Eigenkapitalquote, die Gesamtkapitalrentabilität, den EBIT-Zinsdeckungsgrad sowie das Verhältnis zwischen Nettofinanzverbindlichkeiten und dem EBITDA (siehe im Anhang für eine Definition der Kennzahlen). Grundlage der Analyse sind alle Unternehmen, die zwischen 2009 und August 2014 eine Anleihe emittiert haben und die veröffentlichten Jahresabschlüsse und Wertpapierprospekte aus diesen Jahren. Um eine statistische Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse zu gewährleisten, wurden die Jahresabschlussinformationen strukturiert und rechnungslegungsübergreifend aufbereitet. In die Grundgesamtheit gehen auch bereits insolvente Unternehmen ein, sofern die von ihnen emittierte Anleihe noch gehandelt wird. Auch ohne diese Unternehmen ergibt sich ein weitestgehend vergleichbares Kennzahlenbild.

Die Eigenmittelausstattung der Large Cap-Unternehmen hatte sich zwischen 2009 bis 2012 kontinuierlich verschlechtert (siehe Abb. 6). In diesem Zeitraum ist die durchschnittliche Eigenkapitalquote (Median) um drei Prozentpunkte von 22,3 auf 19,3% gesunken. Am aktuellen Rand konnten die Unternehmen aus dem Large Cap-Segment ihre Eigenkapitalbasis deutlich stärken. So betrug die Eigenkapitalquote im Jahr 2013 durchschnittlich 21,7%. Dagegen ist die durchschnittliche Eigenkapitalquote der Mid Cap-Anleiheemittenten auf ihrem niedrigen Niveau von 2012 geblieben. Während das bereinigte Eigenkapital 2010 noch durchschnittlich 20,9% der bereinigten Bilanzsumme ausmachte,

belief sich die Eigenkapitalquote im Jahr 2011 auf nur noch 16,7%. Im Jahr 2012 und 2013 verzeichneten die Mid Cap-Unternehmen eine Eigenkapitalquote von nur noch 16,2%.

Abbildung 6: Eigenkapitalquote nach Größensegment

Angaben in %, Median und I./3. Quartil



Die Anleiheemittenten aus dem Large Cap-Segment konnten ihre Ertragskraft im Betrachtungszeitraum auf einem ordentlichen Niveau stabilisieren (siehe Abb. 7). Die durchschnittliche Gesamtkapitalrentabilität der Large Caps verbesserte sich im Jahr 2010 von 4,2 auf 5,9%. Zwar lag die Gesamtkapitalrendite im Jahr 2011 mit 5,7% etwas niedriger. Dieses Niveau konnten die größeren Anleiheemittenten jedoch in den beiden darauf folgenden Jahren halten. Demgegenüber waren die mittelgroßen Anleiheemittenten nicht in der Lage, mit dem zur Verfügung stehenden Vermögen nachhaltig Gewinne zu erzielen. Während die Mid Caps noch im Jahr 2011 eine Gesamtkapitalrentabilität von 5,2% erzielen konnten und sich damit in etwa auf dem Niveau der Large Cap-Unternehmen befanden, verschlechterten sich die Unternehmen des Mid Cap-Segments in den beiden Folgejahren auf 3,8 (2012) bzw. 3,5% (2013).

Die Untersuchung des EBIT-Zinsdeckungsgrads (EBIT Interest Coverage) offenbart gravierende Unterschiede zwischen den Unternehmen des Large Cap- und des Mid Cap-Segments (siehe Abb. 8). Bei den Large Caps hatte sich der Zinsdeckungsgrad von 1,4 im Jahr 2009 auf 2,4 in 2010 verbessert. Seitdem bewegt sich die EBIT Interest Coverage in der Spanne zwischen 2,2 und 2,5. Im Jahr 2013 belief sie sich auf 2,4. Dagegen scheinen die Mid Cap-Emittenten aktuell nicht in der Lage zu sein, ihre Zinszahlungen aus dem operativen Geschäft zu tätigen. Während das Verhältnis von EBIT zum Zinsaufwand zunächst von 0,8 im Jahr 2009 auf 1,6 im Jahr 2011 gestiegen war, sank der Zinsdeckungsgrad

2012 auf 1,0. Im vergangenen Jahr war der Zinsaufwand der Anleiheemittenten aus dem Mid Cap-Segment mit 0,7 nicht mehr durch ihr operatives Ergebnis gedeckt.

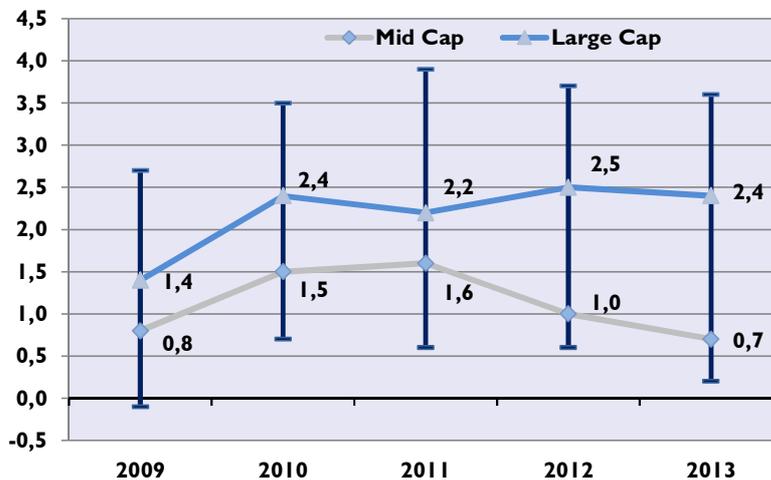
Abbildung 7: Gesamtkapitalrentabilität nach Größensegment

Angaben in %, Median und 1./3. Quartil



Abbildung 8: EBIT-Zinsdeckungsgrad nach Größensegment

Median und 1./3. Quartil



Zwar konnten die deutschen Unternehmen mit Anleihen mehr Mittel aufnehmen. Das Verhältnis von den Nettoverbindlichkeiten zum EBITDA signalisiert, dass jedoch gleichzeitig ihre Verschuldung zugenommen hat. Insbesondere in den vergangenen zwei Jahren hat die Verschuldung der Unternehmen merklich zugenommen. Die Kennzahl Net Debt/EBITDA bewegt sich bei den Large Cap- und den Mid Cap-Unternehmen auf einem vergleichbaren Niveau (siehe Abb.

9). Im Jahr 2012 war im Vergleich zum Vorjahreszeitraum sowohl bei den Large Caps als auch bei den Mid Caps ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen – von 4,1 bzw. 4,3 im Jahr 2011 auf 5,0 bzw. 6,0 in 2012. Am aktuellen Rand konnten die mittelgroßen Anleiheemittenten ihre Rückzahlungsfähigkeit verbessern (5,3), bei den Large Caps blieb das Verhältnis von Net Debt zu EBITDA konstant (5,0).

Abbildung 9: Net debt/EBITDA nach Größensegment

Median und 1./3. Quartil



3. Der geregelte Markt für mittelständische Anleihen

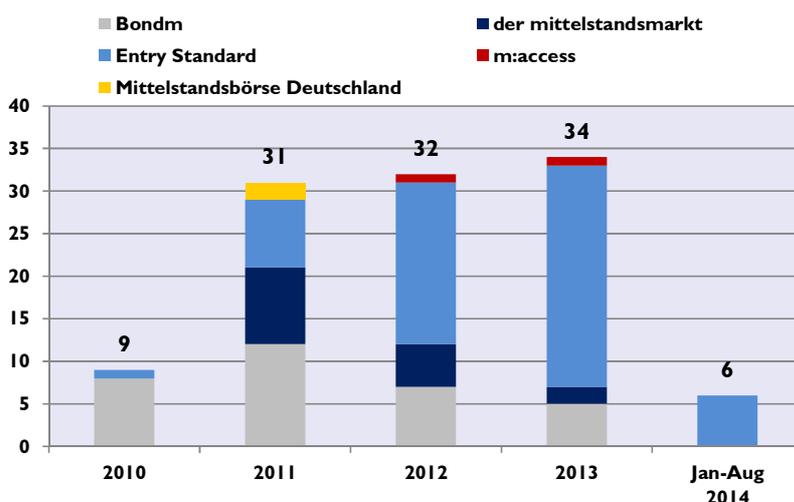
Unternehmen bietet sich seit 2010 die Möglichkeit, über die Börsensegmente in Düsseldorf (der mittelstandsmarkt), Frankfurt (Entry Standard), Hamburg-Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland), München (m:access) sowie Stuttgart (Bondm) Fremdkapital im Zuge einer Anleiheemission aufzunehmen. Diese Segmente bezeichnen wir in ihrer Gesamtheit als geregelten Markt. Dabei richten sich die Börsensegmente in erster Linie an mittelgroße Unternehmen, die Anleihen mit einem relativ geringen Emissionsvolumen emittieren wollen.

Marktentwicklung

An den mittelständischen Anleihemärkten in Deutschland sind bis zum August dieses Jahres insgesamt 112 Anleihen begeben worden (siehe Abb. 10). Dabei beläuft sich die Gesamtzahl der Emittenten auf 101 Unternehmen. Von diesen 112 Anleihen ist mehr als die Hälfte (60 Anleihen) am Entry Standard in Frankfurt emittiert worden. Weitere 32 Anleihen wurden am Bondm in Stuttgart begeben. Gemessen an der Anzahl der Emissionen rangiert das Segment „der mittelstandsmarkt“ in Düsseldorf mit 16 Anleihen an dritter Stelle. Indessen ist die Zahl der aktuell an diesen Märkten gelisteten Anleihen zurückgegangen und weicht aufgrund von Delistings und Ausfällen der Emittenten von der oben genannten Zahl ab. Derzeit sind insgesamt 93 Anleihen am geregelten Markt notiert.

Abbildung 10: Emissionstätigkeit am geregelten Markt für mittelständische Anleihen

Anzahl der Anleiheemissionen pro Jahr

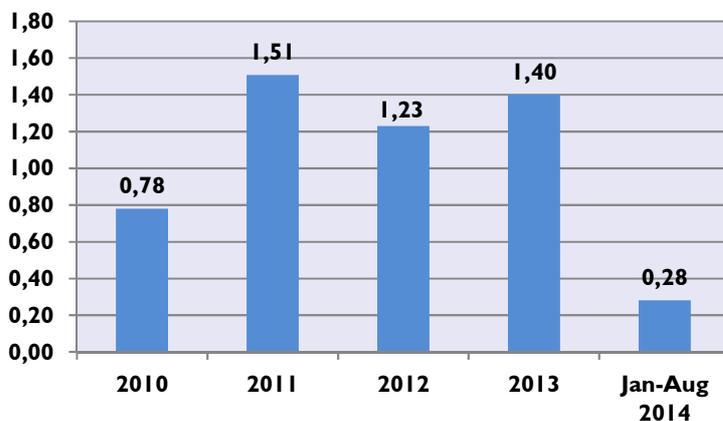


Seit 2010 wurden an den mittelständischen Anleihemärkten Corporate Bonds mit einem nominalen Emissionsvolumen von rd. 5,2 Mrd. Euro emittiert. Dabei

beläuft sich das durchschnittliche Emissionsvolumen der Anleihen auf 30 Mio. Euro (Median). Seit Bestehen der Börsensegmente im Jahr 2010 konnte im Jahr 2011 mit 1,51 Mrd. Euro das höchste Emissionsvolumen verzeichnet werden (siehe Abb. 11). Im Jahr 2013 wurden Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 1,40 Mrd. Euro begeben, nachdem das Volumen im Jahr 2012 auf 1,23 Mrd. Euro zurückgegangen war. Im laufenden Jahr konnte diese Dynamik der Emissionstätigkeit nicht konserviert werden. So wurden bis August dieses Jahres lediglich sechs Neuemissionen am geregelten Markt notiert. Dies spiegelt sich auch im Emissionsvolumen wider. Die Unternehmen emittierten in diesem Jahr Anleihen im Wert von insgesamt 0,28 Mrd. Euro.

Abbildung 11: Emissionsvolumen an mittelständischen Anleihemärkten

Nominales Emissionsvolumen in Mrd. Euro



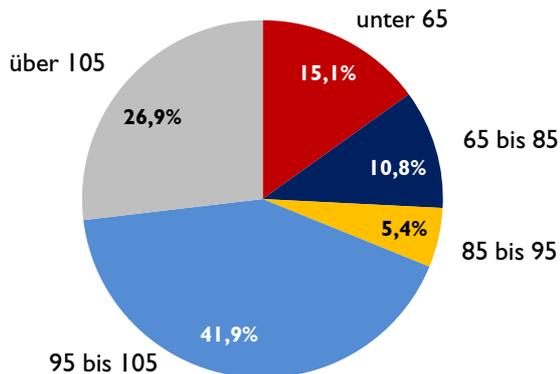
Der durchschnittliche Zinskupon ist in der Tendenz gestiegen. Im Jahr 2010 lag der durchschnittliche Kupon (Median) bei 7,000%. Im Jahr darauf bot eine an den mittelständischen Anleihesegmenten begebene Anleihe im Schnitt 7,375% und lag 2012 mit 7,250% auf einem vergleichbaren Niveau. Im laufenden Jahr liegt die durchschnittliche Kuponzinshöhe bei 7,3125%, nach 7,500% im Jahr 2013.

Von den seit 2010 am geregelten Markt aktiven Anleiheemittenten sind bis August 2014 insgesamt 15 Unternehmen ausgefallen – vier Unternehmen im Jahr 2012 und sieben in 2013. Mit Zamek, Rena, MIFA und Mox Telekom kamen 2014 vier weitere Ausfälle hinzu. Indessen sollten die Ausfälle der Anleihen am geregelten Markt nicht grundsätzlich auf die Solidität und Zukunftsfähigkeit der neuen Börsensegmente schließen lassen. So zeigt die Kursentwicklung bei den derzeit an den neu geschaffenen Börsen gelisteten notierten Papieren, dass das Gros der Emissionen im Markt eine durchaus positive Bewertung findet (siehe Abb. 12). Bei mehr als einem Viertel der Anleihen (26,9%) lag der aktuelle Kurs Ende August 2014 deutlich über dem Emissionskurs. Mehr als zwei Drittel (68,8%) der Anleihen notierten über 95%. Bei den Emissionen mit

aktuellen Kursen unter 65% handelt es sich in erster Linie um Unternehmen, für die ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde bzw. die sich in einem Restrukturierungsprozess befinden.

Abbildung 12: Mittelstandsanleihen nach Höhe der Kurse

Anteil in %, Stand Aug-14



Quelle: Bond Magazine, eigene Berechnungen

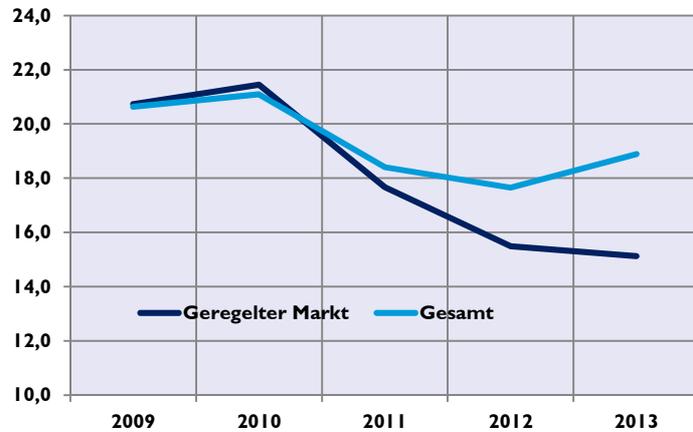
Risikotragfähigkeit der Emittenten

Grundlage der Analyse sind wie in Kapitel 2 die relevanten Daten aus den veröffentlichten Jahresabschlüssen und Wertpapierprospekten der Emittenten, die in unserer Corporate Bond-Datenbank enthalten sind. Dabei wurden auch die Emittenten von Anleihen in die Analyse einbezogen, deren Kurs aktuell unter 65% notiert. Hierdurch entsteht keine Unschärfe, da das Kennzahlenbild nicht wesentlich unterschiedlich ausfällt. Vielmehr wird ein genaueres Abbild des geregelten Marktes gegeben, da diese Anleihen immer noch gehandelt werden. Um eine Vergleichsbasis für die Anleiheemittenten des geregelten Marktes für Mittelstandsanleihen zu schaffen, wurde die Entwicklung des gesamten Marktes für Unternehmensanleihen deutscher Non-Financials gegenübergestellt.

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote (Median) der Emittenten am geregelten Markt verringerte sich zwischen 2010 und 2013 deutlich von 21,5 auf 15,1% (siehe Abb. 13). Demgegenüber konnte die Gesamtheit aller deutschen Non-Financials, die eine Anleihe emittiert haben, ihre Eigenkapitalausstattung im Jahr 2013 stärken. Nachdem die Eigenkapitalquote bereits 2012 in einem etwas geringeren Ausmaß zurückgegangen war (2012: 17,7%) als auf dem geregelten Markt für Mittelstandsanleihen (2012: 15,5%), erhöhte sich der Anteil des bereinigten Eigenkapitals an der bereinigten Bilanzsumme am aktuellen Rand auf 18,9%.

Abbildung 13: Eigenkapitalquote im Vergleich zum Gesamtmarkt

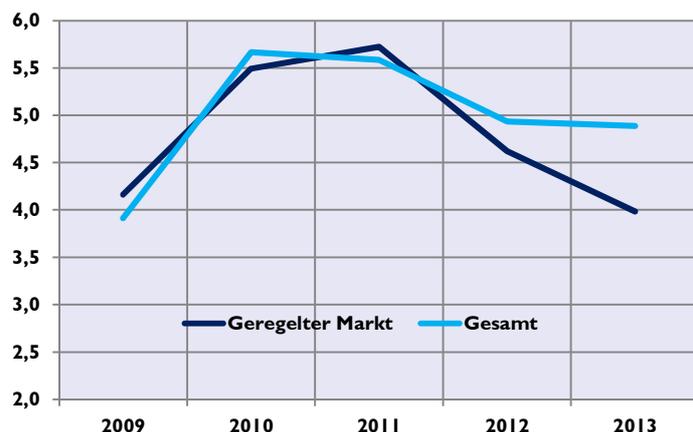
Angaben in %, Median



Gemessen an der Gesamtkapitalrentabilität konnten die Anleiheemittenten in Deutschland ihre Ertragskraft im vergangenen Jahr stabilisieren. So liegt das Rentabilitätsniveau im Jahr 2013 wie im Vorjahr bei 4,9% (siehe Abb. 14). Bei den Emittenten von Mittelstandsanleihen ging die Gesamtkapitalrentabilität weiter zurück. Nachdem die Gesamtkapitalrendite von 5,7% im Jahr 2011 auf 4,6% in 2012 gesunken war, reduzierte sich das Rentabilitätsmaß in 2013 auf 4,0%.

Abbildung 14: Gesamtkapitalrentabilität im Vergleich zum Gesamtmarkt

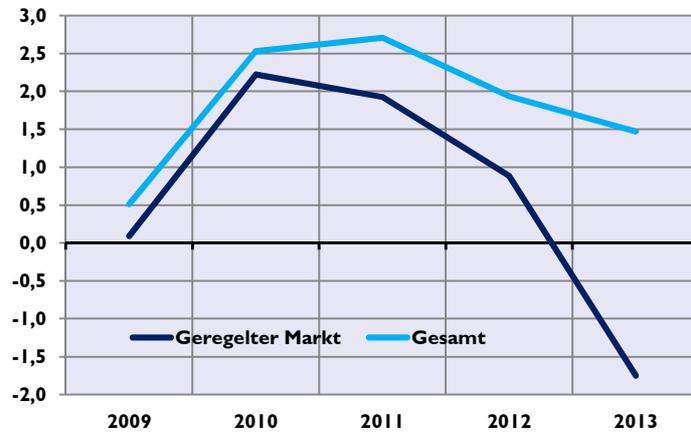
Angaben in %, Median



Noch drastischer fällt der Vergleich im Fall der Umsatzrentabilität (EBT-Marge) aus (siehe Abb. 15). So fiel die Umsatzrendite binnen Jahresfrist von 0,9% in 2012 auf -1,8% im Jahr 2013. Die Benchmark aller Emittenten am deutschen Anleihemarkt lag im vergangenen Jahr bei 1,5% – nach 1,9% in 2012.

Abbildung 15: Umsatzrentabilität im Vergleich zum Gesamtmarkt

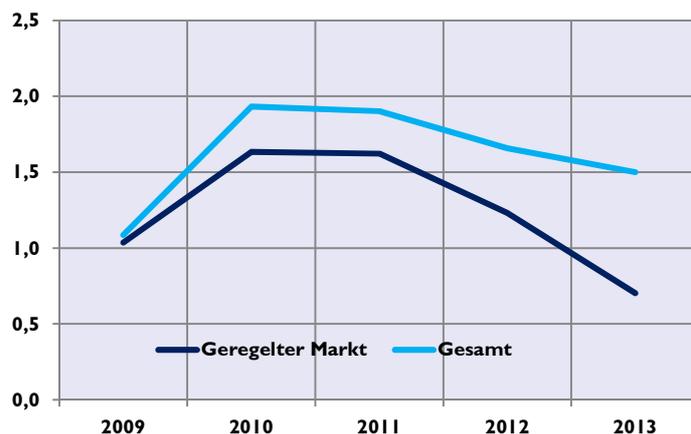
Angaben in %, Median



Die EBIT Interest Coverage der Emittenten von Mittelstandsanleihen konnte noch im Jahr 2010 von 1,0 auf 1,6 erhöht und im Jahr darauf konstant gehalten werden (siehe Abb. 16). Seitdem ist der Zinsdeckungsgrad jedoch rückläufig. Nach einem Rückgang auf 1,2 in 2012, sank der EBIT-Zinsdeckungsgrad im Jahr 2013 unter den Schwellenwert von 1,0 (0,7), so dass eine Zinsdeckung durch das operative Ergebnis nicht mehr gegeben ist. Zum Vergleich: Am gesamten Corporate Bond Markt liegt die EBIT-Zinsdeckung bei 1,5 (2012: 1,7).

Abbildung 16: EBIT-Zinsdeckungsgrad im Vergleich zum Gesamtmarkt

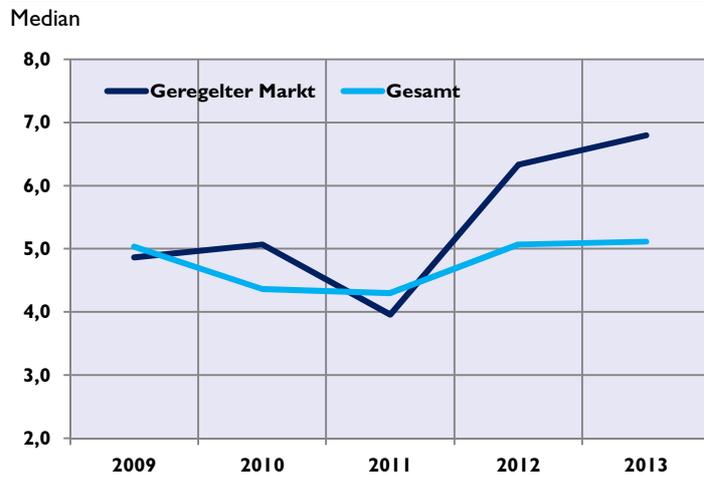
Median



Auch die Kennzahl Net Debt/EBITDA verschlechterte sich deutlich (siehe Abb. 17). Nach einem Rückgang von 5,1 auf 4,0 im Jahr 2011 stieg das Verhältnis zwischen Nettoverbindlichkeiten und EBITDA auf 6,3 in 2012 und 6,8 im Jahr 2013. Demgegenüber blieb das Verhältnis von Net Debt zu EBITDA im Durch-

schnitt aller deutscher Non-Financials, die eine Anleihe begeben haben, kontant bei 5,1, während es 2010 und 2011 noch bei 4,4 bzw. 4,3 gelegen hatte.

Abbildung 17: Net debt/EBITDA im Vergleich zum Gesamtmarkt



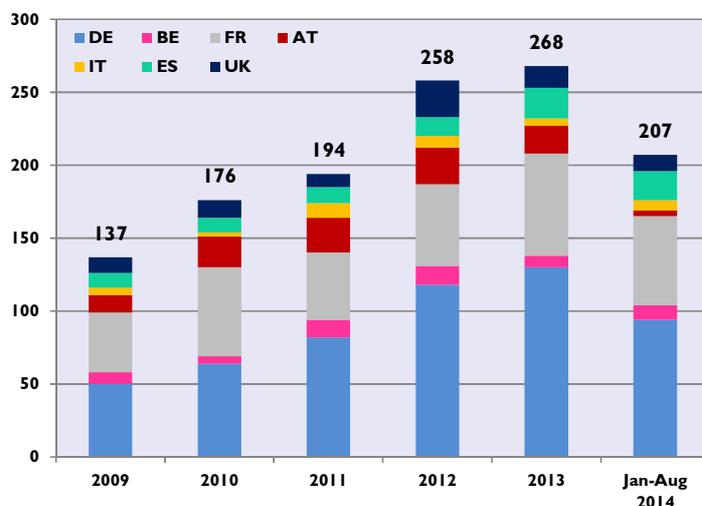
4. Die Risikotragfähigkeit europäischer Anleiheemittenten

In diesem Abschnitt wenden wir uns im Rahmen unserer Untersuchung der Corporate Bond Märkte den europäischen Anleiheemittenten zu. In einem ersten Schritt haben wir die Notierungen der an der Frankfurter Börse gehandelten Unternehmensanleihen europäischer Non-Financials, die in Euro denominated sind, in unsere Corporate Bond-Datenbank integriert. Analog zu unserer Analyse des deutschen Unternehmensanleihemarktes beleuchten wir die Emissionsvolumina und Emissionstätigkeit sowie die finanzielle Risikotragfähigkeit der europäischen Emittenten. Dabei konzentrieren wir uns zunächst auf die Volkswirtschaften Belgien, Österreich, Frankreich, Spanien, Italien und das Vereinigte Königreich. Es wurden wiederum alle ausstehenden Anleihen bis zum Stichtag 31.08.2014 untersucht.

In Europa ist die Zahl der emittierten Anleihen pro Jahr seit dem Jahr 2009 stetig gestiegen (siehe Abb. 18). Während die Emittenten aus den sechs analysierten Volkswirtschaften und Deutschland in den Jahren 2009 und 2010 noch 137 bzw. 176 Anleihen emittiert hatten, konnten im Jahr 2011 bereits 194 Unternehmensanleihen registriert werden. Im darauf folgenden Jahr gewann die Emissionstätigkeit spürbar an Dynamik. So wurden 2012 insgesamt 258 Anleihen emittiert – ein Zuwachs von rd. 33%. 2013 konnte dieses Niveau mit 268 begebenen Corporate Bonds gehalten werden. Angesichts der Tatsache, dass zwischen Januar und August dieses Jahres bereits 207 Anleihen emittiert wurden, dürfte diese Marke im laufenden Jahr übertroffen werden.

Abbildung 18: Emissionstätigkeit europäischer Anleiheemittenten

Anzahl der Anleiheemissionen pro Jahr



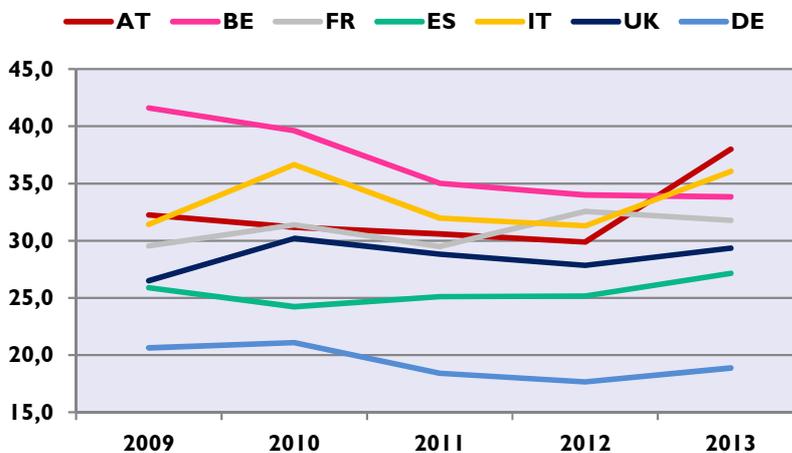
Quelle: Börse Frankfurt, eigene Berechnungen

Auf dem europäischen Corporate Bond Markt sticht neben Deutschland insbesondere das französische Segment heraus. So umfasst der Markt für auf Euro lautende französische Unternehmensanleihen insgesamt 398 Anleihen von Non-Financials, mit einem ausstehenden nominalen Emissionsvolumen von 263 Mrd. Euro. Das ausstehende Emissionsvolumen spanischer Corporate Bonds betrug zum Stichtag 67,6 Mrd. Euro (98 Anleihen). Unternehmensanleihen aus UK (108) kommen auf insgesamt 80,1 Mrd. Euro. Etwas weniger als die Hälfte ist es mit 36,6 Mrd. Euro bei italienischen Unternehmensanleihen von Non-Financials. Bemerkenswert ist hierbei, dass sich die Zahl der ausstehenden Anleihen auf gerade einmal 41 beläuft. Belgische und österreichische Anleiheemittenten emittierten 65 bzw. 135 Anleihen mit einem Volumen in Höhe von 23,5 bzw. 44.3 Mrd. Euro.

Gemessen an der durchschnittlichen Eigenkapitalquote (Median) ist es derzeit am besten um die Solvenz der Anleiheemittenten aus Österreich und Italien bestellt (siehe Abb. 19). Hier liegt die Eigenkapitalquote im Jahr 2013 bei 38,0 bzw. 36,1%. Mit einer Eigenmittelausstattung von 33,8% rangieren die belgischen Emittenten nur knapp dahinter. Die Eigenkapitalquote französischer Anleiheemittenten beträgt im Jahr 2013 durchschnittlich 31,8%. Dagegen beläuft sich die Eigenkapitalquote der spanischen Non-Financials, die eine Anleihe begeben haben, im Durchschnitt auf gerade einmal 27,2%. Auch die britischen Emittenten liegen mit einer Eigenkapitalquote von 29,3% unterhalb der 30%-Marke. Die deutschen Unternehmen bilden mit einer durchschnittlichen Eigenmittelquote von 18,9% das untere Ende des Spektrums. Betrachtet man die Entwicklung im Längsschnitt, wird deutlich, dass abgesehen von den belgischen (und deutschen) Unternehmen seit 2009 alle Anleiheemittenten ihre Eigenkapitalbasis stärken konnten.

Abbildung 19: Eigenkapitalquoten europäischer Anleiheemittenten

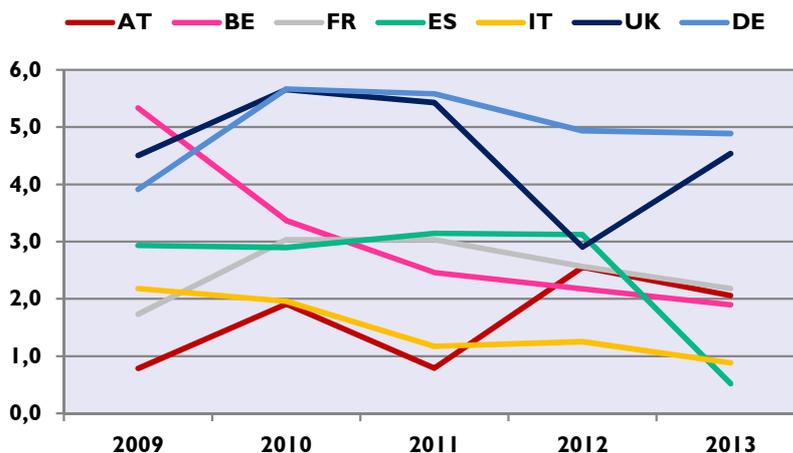
Angaben in %, Median



Während die deutschen Emittenten über vergleichsweise geringe Eigenkapitalpuffer verfügen, arbeiten sie deutlich rentabler als die Emittenten aus den anderen europäischen Ländern – und dies über den nahezu gesamten Betrachtungszeitraum hinweg (siehe Abb. 20). Die Gesamtkapitalrentabilität lag im Jahr 2013 bei durchschnittlich 4,9%. Lediglich die Emittenten aus UK sind im Hinblick auf ihre Ertragskraft auf einem vergleichbaren Niveau (4,5%). Dagegen zeigen sich die am Corporate Bond Markt aktiven Non-Financials aus Österreich oder Belgien mit Gesamtkapitalrenditen in Höhe von 2,1 bzw. 1,9% relativ ertragschwach. Eine im Durchschnitt deutlich niedrigere Gesamtkapitalrendite weisen die Emittenten aus Spanien mit 0,5% und Italien mit 0,9% auf. Während die Rentabilität der spanischen Anleiheemittenten erst am aktuellen Rand eingebrochen war – zuvor schwankte das Rentabilitätsmaß in einer Spanne zwischen 2,9 und 3,1%, ist die Gesamtkapitalrendite der italienischen Emittenten seit 2009 auf niedrigem Niveau rückläufig.

Abbildung 20: Gesamtkapitalrentabilität europäischer Anleiheemittenten

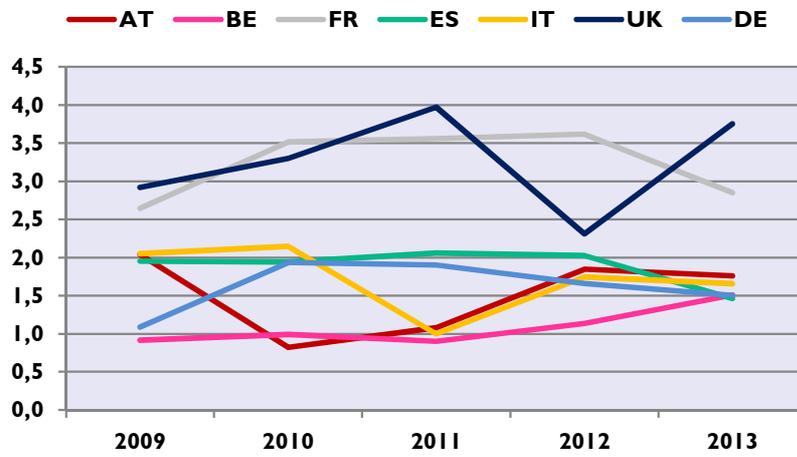
Angaben in %, Median



Den höchsten Zinsdeckungsgrad können im europäischen Vergleich die Anleiheemittenten aus UK und Frankreich vorweisen (siehe Abb. 21). So beläuft sich die EBIT Interest Coverage der britischen Emittenten im Jahr 2013 auf 3,8, während das Verhältnis von Betriebsergebnis zu Zinsaufwand bei den französischen Non-Financials im Schnitt 2,9 beträgt. Im Jahr zuvor verfügten mit 3,6 die französischen Emittenten über die höhere EBIT Interest Covarge (UK: 2,3). Bei den Emittenten aus den übrigen europäischen Nationen liegt die Zinsdeckung auf einem vergleichbaren Niveau – in der Spanne zwischen 1,5 und 1,8. Dabei sind in der mittelfristigen Entwicklung durchaus Unterschiede zu erkennen. Bei den Emittenten aus Belgien, Italien und Österreich hat sich der Zinsdeckungsgrad seit 2011 verbessert, während das Verhältnis von EBIT zum Zinsaufwand in Deutschland und Spanien in der Tendenz rückläufig ist.

Abbildung 21: EBIT Interest Coverage europäischer Anleiheemittenten

Median



5. Fazit und Ausblick

Die Praxis zeigt, dass eine transparente Darstellung von Finanzkennzahlen, die einen Aufschluss über die finanzielle Risikotragfähigkeit der Unternehmen geben, leider nicht die Regel ist. Zudem kommt es durchaus vor, dass Finanzkennzahlen von den Anleiheemittenten unterschiedlich definiert werden, so dass eine Vergleichbarkeit nicht gegeben ist.

Anhand unserer Corporate Bond-Datenbank haben wir ein Benchmarking der Bonität von Anleiheemittenten vorgenommen. Aufgrund der Panel-Struktur der Daten wurden Veränderungen und Entwicklungen im Zeitverlauf analysiert und nachvollzogen. Durch die detaillierte Erfassung aller verfügbaren Bilanzinformationen und die Anwendung der XBRL-Erfassungsstruktur ist – unabhängig von der Fragestellung – im Prinzip die Berechnung aller denkbaren Finanzkennzahlen möglich. Wir haben den Fokus auf die Eigenkapitalquote, die Gesamtkapitalrentabilität, den EBIT-Zinsdeckungsgrad sowie das Verhältnis zwischen Nettofinanzverbindlichkeiten und dem EBITDA gelegt.

Insgesamt kann festgestellt werden, dass die deutschen Unternehmen des Large Cap-Segments ihre Eigenkapitalbasis stärken konnten. Gleichzeitig folgen ihre Ertragskraft und ihr Zinsdeckungsgrad einem stabilen Trend. Auch die Verschuldung blieb im Vergleich zum Vorjahr konstant. Dagegen hat sich die finanzielle Risikotragfähigkeit der Mid Cap-Emittenten, also der Unternehmen mit einer Bilanzsumme unter 500 Mio. Euro, tendenziell verschlechtert. Zwar konnte der negative Trend der Eigenkapitalquote gestoppt werden – jedoch befindet sich die Eigenmittelausstattung auf einem relativ niedrigen Niveau. Der Zinsdeckungsgrad und ihre Gesamtkapitalrentabilität sind binnen Jahresfrist nochmal gesunken. Bereits in unserer Analyse im März 2014 hatten wir gezeigt, dass sich die Kennzahlen der Emittenten am Markt für Mittelstandsanleihen bis 2012 merklich verschlechtert hatten. Im Jahr 2013 hat sich die Situation im Hinblick auf die finanzielle Risikotragfähigkeit der Emittenten weiter eingetrübt.

Im Rahmen unserer Untersuchung der Corporate Bond Märkte haben wir uns in der vorliegenden Analyse den europäischen Anleiheemittenten gewidmet. Der Vergleich der europäischen Anleiheemittenten hat gezeigt, dass die deutschen Anleiheemittenten über eine vergleichsweise geringe Eigenkapitalbasis verfügen. Demgegenüber stechen die deutschen Anleiheemittenten in Bezug auf ihre Ertragskraft deutlich heraus – gemessen an der Gesamtkapitalrendite arbeiten sie rentabler als die Emittenten aus den anderen europäischen Ländern. Im Hinblick auf den Zinsdeckungsgrad befindet sich das deutsche Segment auf einem mit den übrigen europäischen Segmenten vergleichbaren Niveau.

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Europäisierung ihrer Geschäftstätigkeit wird Creditreform Rating die Untersuchung der Unternehmensanleihemärkte zukünftig noch stärker auf den europäischen Markt fokussieren. Dementsprechend wird die Datenbank über das bisherige Ländersample bestehend aus Belgien, Österreich, Frankreich, Spanien, Italien und dem Vereinigten Königreich hinausgehen und alle europäischen Anleihen aufnehmen. Der wesentliche Mehrwert besteht vor allem darin, dass die Datenbank neben den relevanten Daten zu den Anleihen vor allem Jahresabschlussinformationen und Strukturdaten zu deren Emittenten enthält, wodurch ein klares und detailliertes Bild bezüglich der finanziellen Risikotragfähigkeit der Anleiheemittenten in Europa gegeben wird. In diesem Zusammenhang werden wir in Zukunft das Creditreform Bilanzrating in unsere Corporate Bond-Datenbank integrieren. Ferner werden wir im Rahmen der Analyse der finanziellen Risikotragfähigkeit der Unternehmen aus den verschiedenen europäischen Volkswirtschaften die strukturellen Unterschiede in Bezug auf Aspekte wie die Rechnungslegung, die Struktur des Finanzsystems sowie in der Wirtschaftsstruktur des Unternehmenssektors (Branchen, Unternehmensgröße) in einen Begründungszusammenhang stellen.

ANHANG

Definition des bereinigten Eigenkapitals

Bereinigtes Eigenkapital	Nennkapital, Kapitalkonto I + Kapitalkonto II - ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital + Kapitalrücklage + Gewinnrücklagen/Rücklagen bei Personengesellschaften - Aufwendungen für Inangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebes und für die Eigenkapitalbeschaffung - aktivierter Geschäfts- oder Firmenwert - selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände - sonstige Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)-/US-GAAP-Positionen (EK) - Disagio - aktivische latente Steuern + passivische latente Steuern + Zuschüsse (inkl. 2/3 Baukostenzuschüsse) + Aufwandsrückstellungen + 1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil + Ausgleichsposten zur Konzernbilanz + Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter mit EK-Charakter (Rangrücktritt) + Genussrechtskapital + Minderheitsanteile am Eigenkapital + sonstiges Eigenkapital + Gewinnvortrag / - Verlustvortrag + Jahresüberschuss / - Jahresfehlbetrag + Bilanzgewinn / - Bilanzverlust
Bereinigte Bilanzsumme	Bereinigtes Eigenkapital + Summe Fremdkapital

Definition der Kennzahlen

$$\text{Eigenkapitalquote (\%)} = \frac{\text{bereinigtes Eigenkapital}}{\text{bereinigte Bilanzsumme}} \times 100$$

$$\text{EBIT Interest Coverage} = \frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{Zinsen u. ä. Aufwendungen}}$$

$$\text{EBT-Marge (\%)} = \frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{Umsatzerlöse}} \times 100$$

$$\text{Gesamtkapitalrentabilität (\%)} = \frac{(\text{Jahresüberschuss} + \text{Zinsaufwand})}{\text{bereinigte Bilanzsumme}} \times 100$$

$$\text{Net Debt / EBITDA} = \frac{(\text{Fremdkapital} - \text{Verb. aus L. u. L.} - \text{erhaltene Anzahlungen} - \text{liquide Mittel})}{(\text{Betriebsergebnis} + \text{Abschreibungen})}$$

© 2014 Creditreform Rating AG

Diese Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung ist ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur die vollständige Studie veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung der Studie ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die Creditreform Rating AG keine Gewähr. Die der Studie zugrundeliegenden Analysen und darauf beruhende Ergebnisse stellen keine Anlageempfehlungen dar.