

URA Monitoring vom 14.7.2021: die dritte Hörmann-Anleihe (2019/2024)

Mit hoher Liquidität aus der Corona-Krise

Dieser Anleihecheck betrifft die in 2019 emittierte Anleihe Hörmann III 2019/2024 über 50 Millionen Euro (4,5%) mit einer Laufzeit von 5 Jahren.

Geschäft:

Das Familienunternehmen Hörmann Industries GmbH ist eine Tochter der Hörmann Holding GmbH & Co. KG und hält als Zwischenholding ohne eigene operative Geschäftstätigkeit verschiedene Gesellschaften auf vier Geschäftsfeldern: Automotive (52% Umsatzanteil in 2020; metallische Komponenten und Systeme wie Chassis- und Karosserieteile für europäische Hersteller von Nutzfahrzeugen insb. von LKWs), Communication (28%; v.a. Sirenenwarnsysteme, Kommunikationssysteme für Bahnbetriebe, elektronische Sicherheitssysteme), Engineering (16%; v.a. Generalplanung für Fabrikbau- und Logistikprojekte) sowie Services (4%; technische Dienstleistungen v.a. zur Werksinstandhaltung). Wichtigster Kunde ist die MAN Truck & Bus AG (Teil der VW-Tochter Traton) mit über 40% Umsatzanteil in 2019 (neuere Zahlen wurden nicht veröffentlicht).

Im Geschäftsjahr 2020 fielen der Umsatz um 101 Millionen bzw. 16% auf 521 Millionen und das EBIT um 11 Millionen bzw. 47% auf 13 Millionen Euro. So realisierte der mit Abstand größte Bereich Automotive Corona-bedingt ein negatives EBIT von -16 Millionen Euro: Wegen Werkschließungen bei den Kunden waren auch die Hörmann-Werke in März bis Mai 2020 zeitweise geschlossen; hinzu kam eine Corona-Welle in der Slowakei im 4. Quartal 2020. Das negative EBIT enthält zudem 6 Millionen Sonderaufwendungen für die Werksverlagerung von Penzberg in die Slowakei (planmäßig abgeschlossen zum 30.6.2020). Dies konnte durch die starken Bereiche Engineering und v.a. Communication teilweise ausgeglichen werden. Damit zahlte sich die Diversifikationsstrategie mit Akquisitionen, stärker weg vom zyklischen LKW-Markt, aus. So sank der Umsatzanteil von Automotive seit 2015 von 79% auf 52% im GJ 2020, während der Konzernumsatz gleichzeitig um 20% zulegen.

Im 1. Quartal 2021 kam es zu einer Erholung über Plan gegenüber dem durch Corona beeinflussten Vorquartal, v.a. bei Automotive und Communication: Der Umsatz stieg von 131 auf 138 Millionen, das EBIT v.a. wegen der deutlich verbesserten Kapazitätsauslastung bei Automotive von 0,3 auf 5,5 Millionen Euro. Lediglich der negative Free Cashflow verschlechterte sich von -1,7 auf -2,8 Millionen.

Für 2021 plant Hörmann eine Steigerung des Umsatzes von 521 auf 540-560 Millionen sowie des EBIT von 13 auf 20 Millionen Euro (EBIT-Marge rd. 3,7%). Preissteigerungen z.B. bei Eisenerz und Engpässe bei der Materialbeschaffung sowie höhere Personalkosten zur Sicherstellung der Lieferfähigkeit trotz der Engpässe erschweren jedoch die Zielerreichung speziell bei Automotive. Mittelfristig soll im Konzern eine EBIT-Marge von 5% erreicht werden.

Zinszahlung:

Die um Sondereffekte bereinigte und kontinuierlich verbesserte EBIT-Zinsdeckung ist als sehr gut zu bezeichnen. Der Cashflow vor Ertragsteuern und Zinsen war in den letzten 5 Jahren stets deutlich positiv und betrug im Schnitt das 10-Fache der Zinszahlungen. Auch in Anbetracht der unverändert hohen Liquidität von 80 Millionen Euro sind die drei ausstehenden Zinszahlungen für die Anleihe 2019/2024 gesichert.

Tilgung:

Hörmann hat neben der Anleihe nur 10 Millionen Bankverbindlichkeiten. Diese wurden im Oktober 2020 „vorsorglich“ in Anspruch genommen, von einem 40 Millionen KfW-Kreditrahmen seit Juli 2020. Auffälliger sind dagegen im Anhang des Geschäftsberichts die hohen „sonstigen finanziellen Verpflichtungen“ außerhalb der Bilanz aus Leasing-, Miet-, Pacht- und sonstigen längerfristigen Verträgen (35 Millionen Euro bzw. 11% der berichteten Bilanzsumme).

Die Kennzahl „Nettofinanzschulden zu bereinigtem EBITDA“ ist als ausgezeichnet zu bezeichnen, da Hörmann als einer von ganz wenigen Emittenten von „Mittelstandsanleihen“ sogar nach Abzug der Anleihe eine positive Nettoliquidität hat (Liquidität inkl. geringfügiger Wertpapiere des Umlaufvermögens minus passivierte Finanzschulden inkl. Anleihen).

Der Free Cashflow (Mittelzufluss laufendes Geschäft inkl. Zinsergebnis minus Investitionssaldo) war in 4 der letzten 5 Jahre positiv (Ausnahme 2019: höhere Investitionen durch den Start der Werksverlagerung in die Slowakei und ein hohes Darlehen an den Käufer des zum 31.3.2019 entkonsolidierten Penzberg-Werks).

Das aktuelle Investorenvertrauen ist wie bei den beiden vorherigen Anleihen sehr hoch: Die Anleihe III (2019/2024) notierte bisher durchweg über 105%; während der Corona-Krise erholte sich der Kurs nach einem Rückgang auf 70% schnell wieder auf über 100%. Bei 80 Millionen Liquidität zum 31.3.2021 und einem künftig weiterhin positiven Free Cashflow wäre die Refinanzierung der im Juni 2024 fälligen Anleihe von 50 Millionen sogar aus dem Cashflow möglich; eine neue Anleihe wäre problemlos emittierbar.

Fazit:

Die Ergebnis-, Cashflow- und Verschuldungssituation ist als sehr gut zu bezeichnen. Die 3 ausstehenden Zinszahlungen sind bereits aus der vorhandenen Liquidität problemlos zahlbar. Zuletzt 80 Millionen Liquidität lt. Bilanz und ein wohl auch in Zukunft positiver Free Cashflow sind ein gutes Polster zur Bewältigung auch einer eventuell wieder aufflammenden Corona-Krise in der zyklischen LKW-Branche und zur Refinanzierung der Anleihe in 2024. Zudem bestanden zum 31. März 2021 freie Kreditlinien in Höhe von 72,5 Millionen Euro.

Die Bewertung durch das Scoring von URA Research, den URA Emissions Check, liegt bei 3 Haken (Notation „gut mit Risiken“; von max. 5 Haken).

URA Research verwendet bei seiner Anleiheanalyse eine standardisierte Methode, die sich ausschließlich an den Interessen der Investoren orientiert. Zu den Kunden zählen Vermögensverwalter und Family Offices.