

## ANLEIHE UNTER DER LUPE

## Kursrutsch bei Südzucker

Das nachrangige Zinspapier ist unter Druck geraten - zu Recht.

- ▶ Tilgung des Spezialbonds ist ungewiss.
- ▶ Auch die Zinsen sind nicht gesichert.

Andrea Cünnen  
Frankfurt

**F**este Zinsen von 5,25 Prozent, bei einem Anleihekurs von nur 98,6 Prozent des theoretischen Rückzahlungswerts von 100 Prozent. Das bietet der weltgrößte Zuckerproduzent Südzucker, der zwar seine Gewinnprognose Anfang April angesichts der sinkenden Preise am Weltzuckermarkt erneut drastisch reduziert hat, dessen Zahlungsfähigkeit die Ratingagenturen mit Dreifach-B-Plus aber dennoch als ordentlich einstufen. Das ist eine Kombination, die Anlegern auf den ersten Blick das Wasser im Mund zusammenlaufen lässt. Doch wie immer gilt: Je höher die Rendite, desto höher das Risiko.

Der Haken bei dem Südzucker-Bond ist, dass es sich um eine nachrangige Anleihe - einen sogenannten Hybrid-Bond - handelt. Diese Papiere zeichnen sich im Wesentlichen durch drei Dinge aus: Erstens werden ihre Besitzer bei einer Insolvenz des Unternehmens erst nach allen anderen Gläubigern bedient. Zweitens gibt es die Zinsen nur, wenn der Schuldner bestimmte Finanzkennzahlen einhält. Drittens kann der Schuldner die Anleihe zwar nach einer gewissen Zeit tilgen, muss das aber nicht.

Besonders problematisch ist bei Südzucker der letzte Punkt: Mitte Mai bei der Vorlage der Bilanz für das Geschäftsjahr 2013/2014, das bei Südzucker im Februar endet, erwähnten Unternehmenschef Wolfgang Heer und Finanzvorstand Thomas Kölbl eher beiläufig, dass es die „aktuell präferierte Option“ sei, die Anleihe nicht zum ersten möglichen Termin Ende Juni 2015 zu tilgen. Danach kann sich der weltgrößte Zuckerproduzent alle drei Monate entscheiden, ob er die Anleihe kündigt. Theoretisch kann diese aber auch unendlich weiterlaufen. Das ist eine bittere Pille für die Besitzer der hybriden Anleihe.

„Da nicht klar ist, ob und wann die Anleihe zurückbezahlt wird, lässt sich die effektive Verzinsung nicht mehr auf traditionelle Weise berechnen“, erklärt **Martin Wilhelm, Geschäftsführer der Vermögensverwaltung IfK - Institut für Kapitalmarkt**: „Von daher ist es kein Wunder, dass der Kurs der Anleihe Mitte Mai erneut deutlich abgesackt ist.“

Dazu kommt, dass auch die Zinszahlungen des Hybrid-Bonds von Südzucker ungewiss sind. Zinsen bekommen die Anleger nämlich gemäß der Anleihebedingungen nur, wenn der Cashflow des Konzerns



**Bittere Pille für Südzucker:** Sinkende Preise am Weltmarkt.

mindestens fünf Prozent des Umsatzes ausmacht. Für das abgelaufene Jahr liegt diese Quote noch bei 8,9 Prozent, und damit wird auch der Zinskupon von 5,25 Prozent gezahlt. Für die nächsten Jahre ist das aber alles andere als gesichert.

Südzucker-Chef Heer prognostiziert für das kommende Jahr zwar einen Umsatz von über sieben Milliarden Euro und einen Mittelüberschuss aus dem laufenden Geschäft von unter 450 Millionen Euro. Damit würde der Cashflow knapp 6,5 Prozent des Umsatzes ausmachen, und die Zinsen würden fließen. Mindestens nötig wäre dafür bei einem Umsatz von sieben Milliarden Euro ein Cashflow von 350 Millionen Euro.

„Angesichts der Tatsache, dass der Konzern für das nächste Jahr einen Einbruch des operativen Gewinns um fast 70 Prozent auf 200 Millionen Euro angekündigt hat, dürfte ein so hoher Cashflow aber eher schwer zu erwirtschaften sein“, warnt Vermögensverwalter **Wilhelm**. Außerdem sei den Prognosen von

Südzucker nicht mehr recht zu trauen, nachdem der Konzern die Gewinnerwartungen bereits mehrfach reduziert hat.

Gerold Deppisch von der Landesbank Baden-Württemberg, geht zwar davon aus, dass der Kupon auch im nächsten Jahr gezahlt wird, aber: „Wie es danach weitergeht, lässt sich heute kaum prognostizieren“, meint der Kreditanalyst.

**Doch das ist noch nicht alles.** Selbst wenn Südzucker auch im nächsten Jahr noch Zinsen zahlt, werden die geringer ausfallen als aktuell. Ab Juni 2015 gibt es nämlich nicht mehr den fixen Kupon von 5,25 Prozent, sondern einen variablen Zinssatz mit einem Aufschlag von 3,1 Prozentpunkten auf den dreimonatigen Interbankenzinssatz Euribor. Und dieser Zinssatz ist im Niedrigzinsumfeld dramatisch auf nur noch 0,3 Prozent gefallen.

Anleger, die den Bond bereits gekauft haben, müssen nach Ansicht von Deppisch jetzt nicht in Hektik verfallen. Er empfiehlt Investoren, das Papier zunächst zu halten. Von Käufen raten Vermögensverwalter **Wilhelm** und andere Experten aber gerade Privatanlegern ab. Auf den Punkt bringt **Wilhelm** das so: „Lange Zeit war der Südzucker-Hybrid ein super Investment für den Endkunden, aktuell ist er aber komplex und zu undurchsichtig.“

## Südzucker

Hybrid-Anleihe, Kurs in Prozent



## Konzernkennzahlen\*

Operativer Gewinn	658 Mio. €
Umsatz	7,3 Mrd. €
Cashflow	689 Mio. €
Cashflow/Umsatz	8,90 %
Internet	www.suedzucker.de

\*Geschäftsjahr zum 28.02.  
Handelsblatt Quellen: Bloomberg, Unternehmen

## Kennzahlen der Anleihe

Kurs	98,60 %
Kupon bis 30.06.2015	5,25 %
Kupon nach dem 30.06.2015	3-Monats-Euribor plus 0,31 Prozentpunkte
Laufzeit	unendlich
Rating (S&P/Moody's)	BB+/Ba1
ISIN	XS0222524372