
BOND MAGAZINE

DAS MAGAZIN FÜR EMITTENTEN UND INVESTOREN AM ANLEIHENMARKT

10. Jahrgang – Ausgabe 176 – 14.06.2021 – www.fixed-income.org

HSE

Mutter ist die Beste

Text: Markus Schmitt, High Yield-Portfoliomanager, Prisma Investment

HSE ist ein Omnichannel-Retailer, der Produkte im Fernsehen (TV-Commerce) und in anderen Kanälen (E-Commerce und Social Commerce) präsentiert und an jährlich ca. 1,7 Mio. aktive Kunden (Stand: 2019) verkauft. Das Produktsortiment umfasst rund 19.000 Artikel, die sowohl Lifestyle-Trends aufgreifen als auch Alltagsprodukte beinhalten. Das Produkt- und Sortimentsportfolio umfasst die Produktgruppen Mode (Umsatzanteil 2019: 36%), Kosmetik und Wellness (28%), Haushalt (14%), Schmuck (14%) sowie Home & Living (8%). Mit seinen TV-Sendern HSE24, HSE24 Extra und HSE24 Trend (in der DACH-Region) sowie Shopping Live (in Russland) erreicht das Unternehmen mehr als 78 Mio. Haushalte.

Ein Traum von einem Kernkunden

HSE hat sich zwar als Ziel gegeben, jüngere Altersklassen (Frauen ab 30 Jahren) mit einem erweiterten Produktportfolio und einem frischen, modernen Markenauftritt anzusprechen – und dies zunehmend über E-Commerce- und Social Media-Kanäle – allerdings bilden den Kundenkern zum Großteil ältere Damen und Hausfrauen, was medial oft etwas despektierlich kommentiert wird, im Kern aber der Wahrheit entspricht. Zu dieser gehört auch, dass in Deutschland Homeshopping-Kunden für mehr als 450 Euro pro Jahr einkaufen (Warenkorb-Wachstum seit 2008: ca. 6% pro Jahr), diese Kundengruppe dem linearen Fernsehen treu ist und zudem solvent. Etwas verspätet zum Muttertag lässt sich daher auch sagen: Mutter ist die Beste. Der Anteil der Personen in Deutschland, die gerne Homeshopping-Inhalte schauen, ist laut AWA in den vergangenen Jahren (auch vor der Covid-19-Pandemie) tendenziell gestiegen und der Anteil der Fernsehzuschauer relativ zur Bevölkerung liegt seit den 1980ern im Mittel bei rund 72%, allerdings mit einem negativen Trend zwischen 2004 (ca. 76%) und 2019 (ca. 70%) und einem nicht überraschenden Anstieg 2020 (ca. 72%). Strukturell lässt sich aus HSE wahrscheinlich kein schnell wachsendes E-

Commerce-Pure-Play mit Fokus auf Millennials mehr machen. Für eine funktionierende Credit Story ist dies jedoch nicht notwendig.

E-Commerce ist der Value Kicker

CEO von HSE ist Sandra Rehm, die 2019 zu HSE stieß. Sie bringt insbesondere E-Commerce-Erfahrung mit. Ebenso kamen ein neuer COO (Rainer Stäbler) und CFO (Michael Dippl) zur Gruppe. Der Fokus auf E-Commerce (heute bereits mehr als 30% Anteil am Gruppenumsatz; Desktop- und mobile Seitenaufrufe laut Similarweb in Deutschland: 1,1 Mio. im Mai 2021) ist der beste Hebel, um den Unternehmenswert zu steigern in Anbetracht der EBITDA-Multiplikatoren, die für solche Unternehmen bezahlt bzw. zu denen diese gehandelt werden. Ganz werden Equity-Investoren diese Story bei einem möglichen Börsengang in Anbetracht des „Low Growth“ Homeshopping-Schwerpunkts der Gruppe nicht kaufen, aber strategisch und hinsichtlich der Steigerung des Equity Value, der auch für die Anleihegläubiger als Puffer in der Kapitalstruktur dient, ist dies der richtige Weg.

Perfektes Timing der Refinanzierung

HSE hat im April 2021 die Emission von 380 Mio. Euro Senior Secured Fixed Rate Notes (XS2337308238) und 250 Mio. Euro Senior Secured Floating Rate Notes (XS2337308741) mit Fälligkeit im Oktober 2026 zur Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten und die Finanzierung einer Sonderdividende an den Sponsor zeitlich perfekt gewählt: Zum einen der Rückenwind durch die guten 2020er Zahlen (Umsatz: 809 Mio. Euro; +4,4% vs. Vorjahr; Adj. EBITDA: 161 Mio. Euro; +24,8%; Marge: 19,8%; Quelle: Moody's) und zum anderen die nicht enden wollende Credit-Rallye. Dennoch fielen die Kupons recht hoch aus. Pro forma der genannten Mittelverwendung stand der Rating-adjustierte Leverage (Moody's Definition: Bruttoverschuldung zu EBITDA) bei moderaten 4,5x.



Markus Schmitt,
High Yield-Portfoliomanager,
Prisma Investment

In den Vor-Covid-19-Jahren (2017-2019; Konsolidierungskreis der HSE24 Multichannel GmbH; veröffentlicht im Bundesanzeiger) schwankte der Umsatz der Gruppe um die Marke von 770 Mio. Euro (unter Berücksichtigung der Entkonsolidierung von Auslandsgesellschaften), d.h. organisches Wachstum wurde nicht erzielt. Im Jahr 2019 blieb der Umsatz nahezu konstant bei 775 Mio. Euro (2018: 776 Mio. Euro; 2017: 768 Mio. Euro) und profitierte hier von Umsatzzuwächsen in Russland, welche die Umsatzrückgänge in der DACH-Region nahezu ausglich. Das adjustierte EBITDA erhöhte sich deutlich auf 129 Mio. Euro (2018: 105 Mio. Euro; 2017: 133 Mio. Euro) und erreichte mit 16,7% bereits ein gutes Margenniveau. Hier war hingegen der Beitrag aus Russland rückläufig und die Kernmärkte trugen zur Erholung bei (Verkauf der italienischen Tochter sowie Kosteneinsparungsmaßnahmen).

Für 2021 erwarten wir, dass sich das Wachstum 2021 nach dem Sonderjahr 2020 normalisiert und dass trotz Impulsen durch den Fokus auf E-Commerce sich Wachstumsraten bestenfalls wieder dem niedrigen einstelligen Prozentbereich annähern (ggf. auch temporär negative Wachstumsraten durch

den Covid-19-Basiseffekt) bei einer weiterhin robusten Marge sowie der Generierung freier Cashflows. Ob der Anleihemarkt hier durchsieht oder die mögliche negative Ertragsentwicklung mit fallenden Anleihekursen quotiert wird, bleibt abzuwarten.

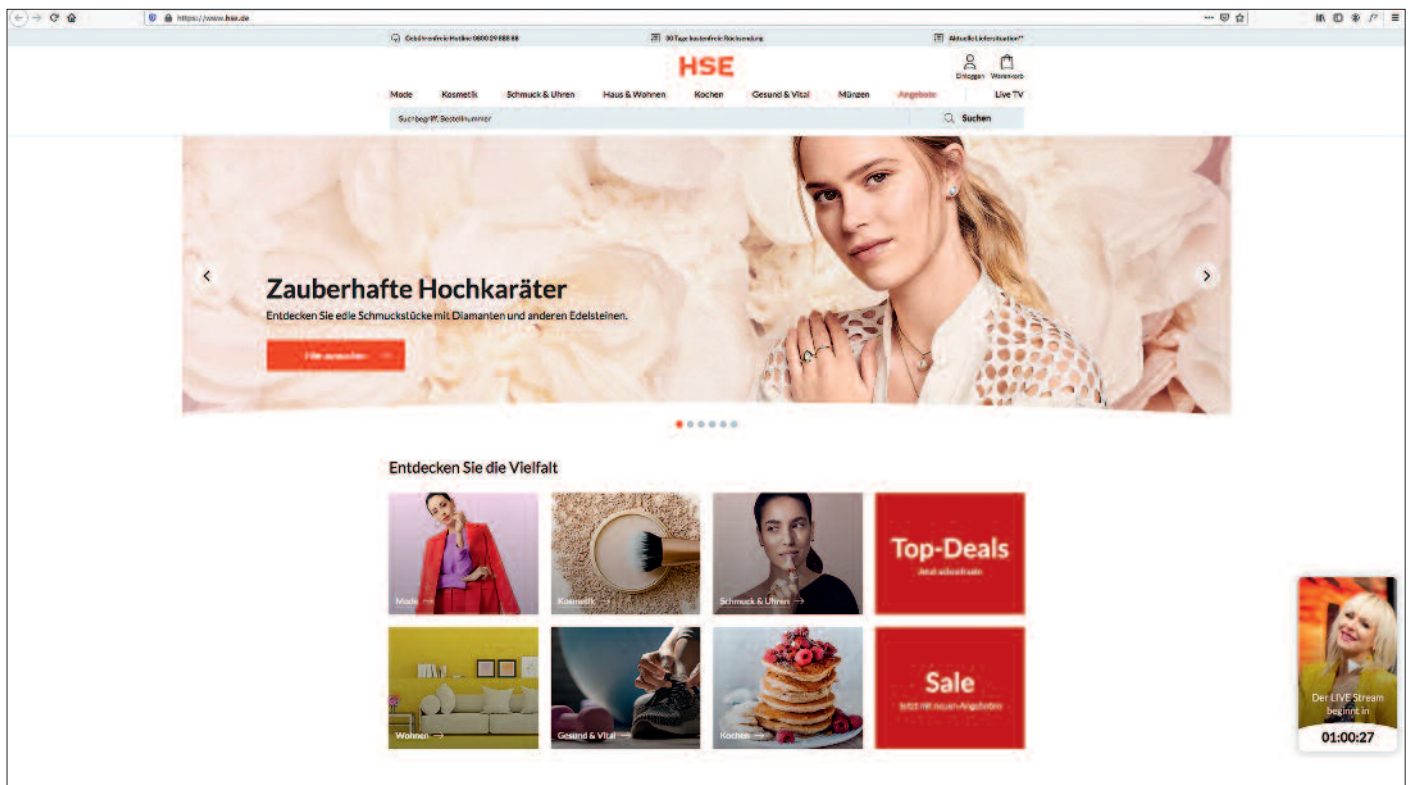
Track Record und grundsätzlich Entschuldungsfähigkeit

HSE bringt einige Faktoren mit, die das Unternehmen zu einem interessanten Emittenten machen: I) Lange Erfolgshistorie und graduelle Steigerung von Umsatz und Ertrag; II) Konkurrent QVC und HSE bilden in Deutschland ein Duopol mit einem Marktanteil von ca. 80%; III) niedrige Investitionsanfordernisse (ca. 2% des Umsatzes; teure Expansionsversuche wie in der Vergangenheit wird das neue Management erstmal meiden); IV) Fähigkeit materielle freie Cashflows zu generieren (ca. 40% „echte“ Cash Conversion, d.h. nach Capex („Asset Light“), Leases und Zinsen; attraktive adjustierte

EBITDA-Marge von ca. 20% und gleichzeitig überschaubare Adjustierungen); V grundsätzlich sehr gute Kundenbindung durch den Aufbau von Moderatorenpersönlichkeiten (z.B. Judith Williams; „Die Höhle der Löwen“) und eine exzellente und durchgetrimmte Verkaufsmaschinerie, die Echtzeit Angebot und Nachfrage verarbeitet, den Kunden in das Programm einbindet (Interaktion und Produktvorführungen) und so den Minutenumsatz möglichst ausreizt. Die historische Retourenquote von 35–40% ist aufgrund des hohen Modeanteils akzeptabel (vgl. z.B. Zalando: ca. 50%).

Unter ESG-Gesichtspunkten, die für Prisma Investment in der Asset Allokation wichtig sind, ist bei Einzelhändlern ein Fokus auf Produktions-, Arbeits- und Umweltstandards zu legen. Vor allem bei Unternehmen, die im Niedrig- oder Mittelpreissegment Produkte anbieten, welche überwiegend in Asien produziert werden. HSE versichert, dass man

mit ausgewählten Lieferanten zusammenarbeitet, die über Leitfäden verpflichtet seien, vertraglich definierte Standards einzuhalten. Produkte müssen sowohl die von dem Unternehmen gestellten produktspezifischen Anforderungen als auch nationale und europäische Rechtsanforderungen erfüllen. Die hauseigene Qualitätssicherung sorgt in einem mehrstufigen Prüfverfahren für einwandfreie Qualität der Artikel. HSE sagt ebenso, dass es großen Wert auf die Erfüllung von ökologischen Standards lege und versuche, Umweltauswirkungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette kontinuierlich zu verbessern. Dies wird man so letztlich bei jedem Unternehmen in den Leitsätzen finden. HSE ist allerdings in den letzten Jahren auch nicht Teil der zu Recht sehr kritischen Berichterstattung über die Textilbranche zu Arbeitsbedingungen und Unfällen in asiatischen Textilzentren gewesen – wie zum Beispiel das Unglück in der Textilfabrik Rana Plaza in Bangladesch von 2013. Hier ließen einige eu-



ropäische und deutsche Unternehmen Textilien produzieren. Wir sehen das Risiko für HSE derzeit als neutral an. Zu erwähnen ist noch, dass – Private Equity-typisch – die Corporate Governance aus unserer Sicht eingeschränkt ist.

Harter Wettbewerb und historisch hohe Dividenden an die Eigentümer

Berichten zufolge sahen einige Investoren die HSE-Refinanzierung kritisch in Anbetracht I) des grundsätzlich scharfen Wettbewerbs (zweistellige Anzahl von Homeshopping-Sendern in Deutschland und schnell wachsende Online-Konkurrenz, die neue Formate starten wie z.B. Amazon Live und Google Shoploop); II) des langfristigen Trends weg vom linearen Fernsehen; III) der verfehlten Wachstumsstrategie in einigen Ländern in der Vergangenheit (Expansionsversuche wie z.B. in den Vereinigten Arabischen Emiraten (erst 2018 gestartet) oder in Italien (2011 gestartet) wurden eingestellt oder veräußert); IV) der nicht erfolgten Refinanzierung der HSE Term Loans im Jahr 2019, die so interpretiert wurde, dass Gläubiger das HSE-Risiko meiden würden, was letztlich unbewiesen ist (HSE ist heute vollständig durch Anleihen finanziert, mit Ausnahme der Leases und des ungezogenen Revolvers); V) der regelmäßigen Ausschüttungen (nun die fünfte seit 2012) an die Eigner (Investment ist bereits über Dividenden zurückverdient und der Sponsor hat „nur noch“ Eigenkapital im Unternehmen), was Eigentümerunterstützung im Bedarfsfall unwahrscheinlicher werden lässt. Dies sind alles valide Punkte.

Dividenden an den Eigentümer The Providence Fund, der durch Providence Equity Partners beraten wird, sich mehrheitlich und ultimativ aber im Besitz der ICG Plc befindet, wird eine echte Entschuldung

auch in der Zukunft verhindern, da weitere Dividendenzahlungen zu erwarten sind. Dies schließt zudem Ratingverbesserungen aus. Für uns ist dies aus Kreditsicht dennoch eine akzeptable Hürde, da der freie Cashflow des Unternehmens grundsätzlich Handlungsspielräume zulässt – dies ist im High Yield-Markt oftmals nicht gegeben und insbesondere nicht dieser Tage. Ein Exit, aufgrund der langen Halteperiode seit 2012, ist kurz- bis mittelfristig anzunehmen und in der Analyse (in Verbindung mit den Prospektklauseln) zu berücksichtigen. Aus Vertraulichkeitsgründen können wir hier auf Bestandteile des Prospekts nicht eingehen. Die Anleihedokumentation ist aus unserer Sicht emittentenfreundlich, wie die meisten HY-Neuemissionen in den letzten Jahren, was eine tiefergehende Analyse des Geschäftsmodells erfordert.

Attraktives Chance-Risiko-Verhältnis

Insgesamt glauben wir, dass vorhandene Chancen die Risiken überwiegen. Die etwas liquidere fixe Tranche offeriert derzeit einen YTW (Mid-Price) von 4,7% (YAS-Workout-Annahme im Jahr 2025) und der Floater von 5,1% (YAS-Workout-Annahme 2023), die jeweiligen YTM's liegen 20 und 40 Basispunkte höher. Das ist sowohl ein attraktives absolutes Level als auch relativ zu Anleihen mit gleichen Ratings (B/B2) und Laufzeiten: Überrenditen von jeweils rund 110 und 150 Basispunkten lassen sich derzeit erzielen. Ebenso überdecken die Renditen zumindest den Net Leverage des Unternehmens (alte Faustregel) sowie auch um ein Mehrfaches den kalkulatorischen Expected Loss (auf Basis der 2019er Ausfall- und Recovery-Daten; auf Basis von Stressszenarien (PDs aus 2008/2009; 2020) wird eine Überdeckung des Expected Loss knapp verfehlt). Unter Durationsgesichtspunkten

und in Anbetracht der allgegenwärtigen Diskussion um steigende Langfristzinsen ist die Endfälligkeit beider Anleihen im Jahr 2026 noch akzeptabel.

DISCLAIMER

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken. Sie sind keine Aufforderung zur Zeichnung, zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Investments, von Fondsanteilen oder sonstigen Finanzprodukten. Historische Wertentwicklungen sind keine Garantie für Entwicklungen in der Zukunft. Diese sind nicht prognostizierbar. Alle Angaben sind ohne Gewähr.

Eckdaten zu den HSE-Anleihen

Name/Bezeichnung	WKN	Corporate Rating	Laufzeit	EUR Kupon	Kurs	Rendite
HSEFIN 5 5/8 10/15/26 (XS2337308238)	A3KQFV	B2/B	15.10.26	5,625%	103,20%	4,7%
HSEFIN Float 10/15/26 (XS2337308741)	A3KQFW	B2/B	15.10.26	Euribor (Zero Floor) + 575bp	101,20%	5,1%

Stand: 10.06.2021, Handelbarkeit für Privatanleger möglicherweise eingeschränkt, Stückelung 100.000 EUR + 1.000 EUR, Quelle: Bloomberg