

ista

Stabiles Geschäftsmodell, guten Marktposition und hohe Eintrittsbarrieren

Text: Martin Seitz, Zantke & Cie. Asset Management

ista International ist das weltweit führende Unternehmen für die verbrauchsgerechte Erfassung und Abrechnung von Heizkosten, Warm- und Kaltwasserkosten sowie anderen Hausnebenkosten. Das Dienstleistungsangebot umfasst die komplette Wertschöpfungskette, wie beispielsweise die Lieferung und Installation der Messgeräte, die Ablesung des Verbrauchs sowie die Erstellung von individuellen Kostenabrechnungen. Auf dem deutschen Kernmarkt generiert ista 55% der Umsatzerlöse und ist hier mit einem Marktanteil von 26% die Nummer zwei hinter Techem. Neben Deutschland ist das Unternehmen in 24 weiteren Ländern, darunter Frankreich (13% der Umsatzerlöse), den USA, Russland und China, vertreten. Der geographische Fokus liegt auf Zentraleuropa, wo 75% der Umsatzerlöse und 86% des operativen Ergebnisses (EBITDA) erwirtschaftet werden. Seit 2013 wird ista mehrheitlich zu 85,5% durch die Private Equity-Gesellschaft CVC Capital Partners kontrolliert. Die restlichen 14,5% hält das Management.

Geschäftsmodell

Das Unternehmen erzielt 53% der Umsatzerlöse mit Dienstleistungsverträgen (Services), die gewöhnlich eine Vertragslaufzeit von acht bis neun Jahren haben. Im Seg-

ment Hardware, wo die typische Vertragslaufzeit ca. sieben Jahre beträgt, generiert ista 36% der Umsatzerlöse. Die restlichen 11% werden mit gebündelten Hardware- und Serviceverträgen (Multiple Elements Arrangements) erwirtschaftet. Das Geschäftsmodell ist dank der vergleichsweise langen Vertragslaufzeiten relativ stabil und kaum vom Wirtschaftszyklus abhängig. Zudem wurden in den letzten drei Jahren pro Jahr weniger als 3% der bestehenden Serviceverträge gekündigt, was auf eine hohe Zufriedenheit der Kunden bzw. eine geringe Bereitschaft zum Anbieterwechsel hindeutet.

Branche

Die Branche zeichnet sich durch relativ hohe Eintrittsbarrieren aus. Im Kernmarkt Deutschland ist die Marktsättigung sehr hoch, da Vermieter bereits seit 1981 getrennte Energie- und Wasserabrechnungen für die einzelnen Mieteinheiten erstellen müssen. Außerhalb von Deutschland ist die Regulierung derzeit noch deutlich weniger streng und die Marktpenetration dementsprechend niedrig. Allerdings nimmt die Anzahl der Länder, die eine individuelle Energie- und Wasserabrechnung für die einzelnen Mieteinheiten vorschreiben, zu, da eine individuelle Abrechnung den Verbrauch der Mieter um bis zu 20% reduziert und somit zu einem nachhaltigeren Umgang mit Ressourcen sowie einem geringen CO₂-Ausstoß führt. Zuletzt haben beispielsweise Frankreich, Italien und das Vereinigte Königreich lokale Gesetze verabschiedet, die zu einer stärkeren Implemen-



Martin Seitz, Fondsmanager,
Zantke & Cie. Asset
Management GmbH

tierung einer verbrauchsgenauen Abrechnung führen. Zudem hat die Europäische Union 2012 eine Richtlinie (Energy Efficiency Directive) erlassen, mit der die Erreichung der Energieeffizienzziele europaweit sichergestellt werden soll. Hieraus ergeben sich gute Wachstumschancen für ista und deren Wettbewerber.

Geschäftsentwicklung und Finanzprofil

Im Geschäftsjahr 2012 konnte der Umsatz um 1,4% auf 710,1 Mio. Euro und das EBITDA überproportional um 6,1% auf 301,7 Mio. Euro gesteigert werden. Die positive Entwicklung ist im Wesentlichen auf ein leicht höheres Absatzvolumen, Preiserhöhungen, die zunehmende Bedeutung von Funkmessgeräten und neue Produkte, z.B.



Tab. 1: Senior Secured Notes

Emittent	Trionista HoldCo GmbH
Bondrating	B1 (Moody's), B+ (S&P)
Laufzeit	30.04.2020
Volumen	350 Mio. Euro
Kupon	5,000%
Emissionspreis	100,00%
Rendite	5,000%

Tab. 2: Senior Subordinated Notes

Emittent	Trionista TopCo GmbH
Bondrating	Caa1 (Moody's), B- (S&P)
Laufzeit	30.04.2021
Volumen	525 Mio. Euro
Kupon	6,750%
Emissionspreis	100,00%
Rendite	6,750%

Rauchmelder, zurückzuführen. Die EBITDA-Marge konnte in den letzten zwei Jahren jeweils verbessert werden und lag 2012 bei soliden 42%. Allerdings ist das Finanzprofil mit einem berichteten Bruttoleverage (Gesamtverschuldung/EBITDA) von 7,2x relativ aggressiv. Der von Moody's adjustierte Bruttoleverage liegt sogar bei 7,6x.

Kapitalstruktur und Rating

Zur Refinanzierung der Übernahme durch CVC Capital Partners sollen zwei hochverzinsliche Euro-Unternehmensanleihen emittiert werden. Zum einen eine vorrangig besicherte Anleihe (Senior Secured Notes) mit einer Laufzeit von 7 Jahren, einem Emissionsvolumen von 350 Mio. Euro und einem Anleiherating von B+ von S&P sowie B1 von Moody's. Emittentin der Anleihe ist die Holdinggesellschaft Trionista HoldCo GmbH. Die Anleihe ist durch vorrangige Garantien operativer Einheiten, die 73% des konsolidierten EBITDA der

Gruppe generieren und 72% der Vermögenswerte (Assets) kontrollieren, abgesichert. Zudem ist eine nachrangige Anleihe (Senior Subordinated Notes) mit einer Laufzeit von 8 Jahren und einem Emissionsvolumen von 525 Mio. Euro geplant. Das Rating der nachrangigen Anleihe liegt bei S&P mit B- eine Stufe unter dem Single-B Unternehmensrating und bei Moody's mit Caa1 zwei Stufen unter dem B2-Unternehmensrating. Die Anleihe, welche von der Holdinggesellschaft Trionista TopCo GmbH begeben wird, ist durch nachrangige Garantien der oben genannten operativen Einheiten abgesichert. Neben den Anleihen besteht die Kapitalstruktur noch aus einem vorrangig besicherten Kredit (Senior Secured Term Loan B) über 1,3 Mrd. Euro sowie Eigenkapital von 960 Mio. Euro (31% Eigenkapitalquote). Zusätzlich steht ista eine Kreditlinie (Revolving Credit Facility) über 150 Mio. Euro zur Verfügung.

Fazit:

Uns überzeugt vor allem das relativ stabile Geschäftsmodell, die guten Marktpositionen und die hohen Eintrittsbarrieren, die Wachstumsaussichten außerhalb des deutschen Kernmarktes sowie die historisch relativ stabile Umsatz- und EBITDA-Entwicklung. Zu den größten Risiken zählen die sehr hohe Verschuldung, die aufgrund der Eigentümerstruktur geringe Transparenz sowie mögliche Veränderungen des regulatorischen Umfeldes. Trotz der genannten Risiken finden wir die Anleihen für den risikobewussten Anleger zur Portfoliobeimischung interessant. Den Relative-Value der vorrangig besicherten Anleihe stufen wir bei der angestrebten Ausgaberendite von ca. 5% und die nachrangige Anleihe bei ca. 7% gegenüber den ausstehenden Anleihen vom Konkurrenten Techem als fair bewertet ein.

Anzeige

„Man muss Glück teilen, um es zu multiplizieren.“

Marie von Ebner-Eschenbach



**SOS KINDERDÖRFER
WELTWEIT**

Jedem Kind ein liebevolles Zuhause

Ridlerstraße 55, 80339 München, Tel.: 0800/5030300 (gebührenfrei)

www.sos-kinderdoerfer.de