

Fertiberia – Marktführender Düngemittelhersteller mit der Ertragskraft, auch Zinsen von über 34% zahlen zu können

Text: Norbert Schmidt, Gerhard Mayer, Heemann Vermögensverwaltung

Die Kombination aus (1) systemrelevanter Branche, (2) hervorragender operativer Entwicklung, (3) strategisch verankertem Anspruch zur Dekarbonisierung mehrerer Branchen in Verbindung mit (4) inflationsgeschützter variabel verzinslicher Anleihe ist für uns einer der Top Picks im Bereich höherverzinslicher Unternehmensanleihen.

Marktführender Düngemittelhersteller in einem der größten europäischen Märkte

Die Fertiberia-Gruppe ist der marktführende Hersteller von Düngemitteln auf Stickstoffbasis und industriellen chemischen Produkten (ICPs) auf der iberischen Halbinsel. Das Unternehmen verfügt über 15 Produktions- und Mischstätten, 17 Lagerhäuser und elf Vertriebsbüros in Spanien, Portugal und Frankreich. Jährlich setzt das Unternehmen etwa eine Menge von 2,5 bis 3,0 Mio. Tonnen ab. Der spanische Markt für die Erzeugung pflanzlicher Produkte steht für die zweithöchste Bruttowertschöpfung innerhalb der EU (Quelle: Eurostat, Jahr 2021, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tag00054/default/able?lang=de>).

Produktion von grünem Ammoniak in industriellem Maßstab seit Mai 2022

Strategisch strebt Fertiberia weiteres Wachstum mit Spezialdünger an. Hierbei handelt es sich um höherpreisige Produkte mit Zusatznutzen aus landwirtschaftlicher und ökologischer Sicht, mit höheren Gewinnspannen sowie größerer Widerstandsfähigkeit gegenüber allgemeinen Marktschwankungen. Gleichzeitig ist Fertiberia das erste große Unternehmen im Bereich der Pflanzenernährung, das sich verpflichtet hat, bis 2035 CO₂-Neutralität zu erreichen. Die Strategie von Fertiberia zielt daher darauf ab, in erheblichem Umfang in grünen Wasserstoff und grünes Ammoniak zu investieren und so die Dekarbonisierung verschiedener Sektoren zu unterstützen. Es wird er-

wartet, dass grüner Wasserstoff und grünes Ammoniak nicht nur auf den Agrarmärkten, sondern auch in Branchen wie Transport, Energie, Metallurgie und Chemie zum Einsatz kommen werden. Die Gruppe profitiert dabei von der geostrategisch günstigen Lage mit Zugang zu afrikanischen Energiequellen sowie einer hervorragenden Lage für die Gewinnung von Solarenergie.

Fertiberia hat im Mai 2022 als erstes Unternehmen weltweit in seinem Werk in Puertollano (Spanien) mit der Produktion von grünem Ammoniak im industriellen Maßstab begonnen.

Eigentümer Triton mit exzellentem Track Record

Im August 2019 unterzeichnete Triton Partners eine Vereinbarung zur Übernahme von Fertiberia, die im Februar 2020 abgeschlossen wurde. Triton Partners ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische europäische Unternehmen in den Sektoren Dienstleistungen, Konsumgüter, Gesundheitswesen und Industrieunternehmen. Triton Partners verfügt nach unserer Einschätzung über einen exzellenten Track Record in der Beteiligungsauswahl und -entwicklung. Beispielhaft seien hierfür die Unternehmen COMPO und BEFESA genannt.

Nahezu Verdreifachung des operativen Ergebnisses in weniger als zwei Jahren

Seit Anleiheemission ist Fertiberia zu einem quartalsweisen Reporting gegenüber den Anleiheinvestoren verpflichtet. Dieses weist in den letzten sechs Quartalen eine nahezu Verdreifachung des bereinigten operativen Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Adjusted EBITDA) von 71,4 Mio. Euro auf zuletzt 202,8 Mio. Euro auf.

Treiber dieser Entwicklung sind hohe Preissteigerungen, die am Markt aufgrund von Knappheiten auftraten, sowie erhebliche in-



Gerhard Mayer,
Fondsmanager, FU Fonds – Bonds Monthly
Income bei der Heemann Vermögensverwaltung AG



Norbert Schmidt,
Fondsmanager, FU Fonds – Bonds Monthly
Income bei der Heemann Vermögensverwaltung AG

terne Effizienzverbesserungen. Per Q3 2022 wurden nach Unternehmensangaben wiederkehrende Einsparungen von 34,4 Mio. Euro – nach eigener Berechnung also mehr als 45 Mio. Euro p.a. – erzielt.

Cashflow kurzfristig durch Working Capital-Aufbau belastet, laut eigener Kreditanalyse jährlicher freier Cashflow von über 60 Mio. Euro nach Sicherheitsabschlägen verfügbar Maßgeblich für alle unsere hausinternen Kreditanalysen ist die Ermittlung des wiederkehrenden Free Cashflows. Fertiberia

zeigt hier starke Schwankungen, insbesondere in den letzten Quartalen. Hintergrund ist, dass durch deutlich gestiegene Preise und Umsätze das Working Capital (Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen) proportional gestiegen ist. Hierdurch wird zunächst Liquidität gebunden, die bei einer Normalisierung der Preise auch wieder freigesetzt werden würde. In unserer Analyse bereinigen wir die Working Capital-Effekte sowie ggf. im operativen Cashflow ausgewiesene Zinszahlungen.

Im Investitionsbereich zeigt Fertiberia jährliche Auszahlungen von etwa 60 Mio. Euro. Eine Unterscheidung nach Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen ist uns von außen nicht möglich. Die Investitionen sind in unserer Betrachtung vom Operating Cashflow abzuziehen.

Wir gehen davon aus, dass ein Teil der Gewinnsteigerungen auch auf das überdurchschnittliche Preisniveau zurückzuführen ist. Auch unter konservativen Annahmen und nach Sicherheitsabschlägen erwirtschaftet Fertiberia nach eigener Kreditanalyse einen

jährlichen freien Cashflow von über 60 Mio. Euro (durchschnittlich 15 Mio. Euro pro Quartal).

Fremdfinanzierung im Wesentlichen über Anleihe

Die Fertiberia-Gruppe ist neben Leasing-Verbindlichkeiten (etwa 25 Mio. Euro) im Wesentlichen über die hier besprochene Unternehmensanleihe finanziert. Die Anleihe wurde von der Global Agrajes, S.L.U. begeben und im Dezember 2020 mit einem Volumen von 125 Mio. Euro emittiert. Im November 2021 erfolgte eine Aufstockung um 50 Mio. Euro, so dass das ausstehende Anleihevolumen aktuell 175 Mio. Euro beträgt. Die Anleihe hat eine Laufzeit bis 22.12.2025 und ist variabel verzinst mit 3M Euribor + 600 bps. Aktuell beträgt die Verzinsung 8,081% p.a. Nächster Zinszahlungstermin und Zinsanpassung sind am 22.03.2023. Vorzeitige Kündigungsmöglichkeiten seitens der Emittentin bestehen ab 22.06.2023 zu 103,00%, ab 22.12.2023 zu 101,98%, ab 22.06.2024 zu 101,50%, ab 22.12.2024 zu 100,60% und ab 22.06.2025 zu 100,00% des Nominalwerts.

Vorteilhafte Anleihebedingungen schützen Position der Anleiheinvestoren

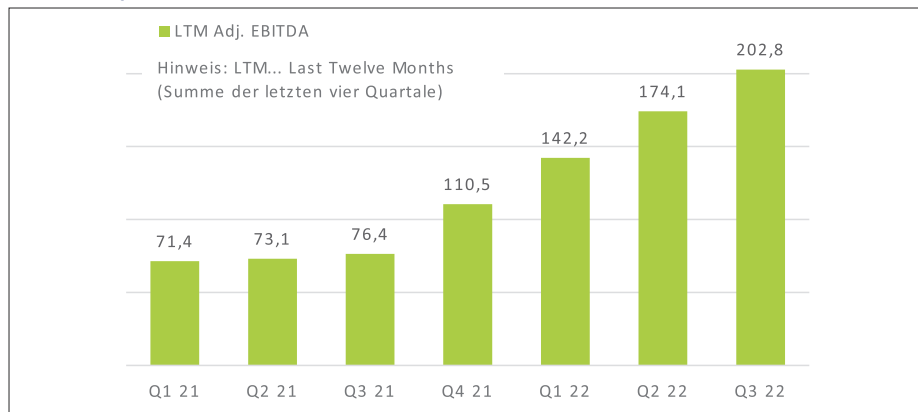
Die Anleihe wird von den wesentlichen Konzerngesellschaften garantiert. Weiterhin besteht eine Ausschüttungssperre, die zum Schutze der Anleihegläubiger die Möglichkeiten des Gesellschafters Triton limitiert, Liquidität beispielsweise in Form von Dividenden oder in Form von Zinsen oder Tilgungen auf das nachrangige Gesellschafterdarlehen aus dem Unternehmen zu ziehen. Nach eigener Berechnung ist das nachrangige Gesellschafterdarlehen mit fixem Kupon von 8,1% p.a. verzinst und verfügt damit nicht über den Inflationsschutz wie die variabel verzinsten Fertiberia-Anleihe.

Fazit: Cashflow-starker, systemrelevanter Emittent mit attraktiv verzinsten, inflationsgeschützter Verzinsung von aktuell über 8% p.a. ist für uns eine der Top-10-Holdings

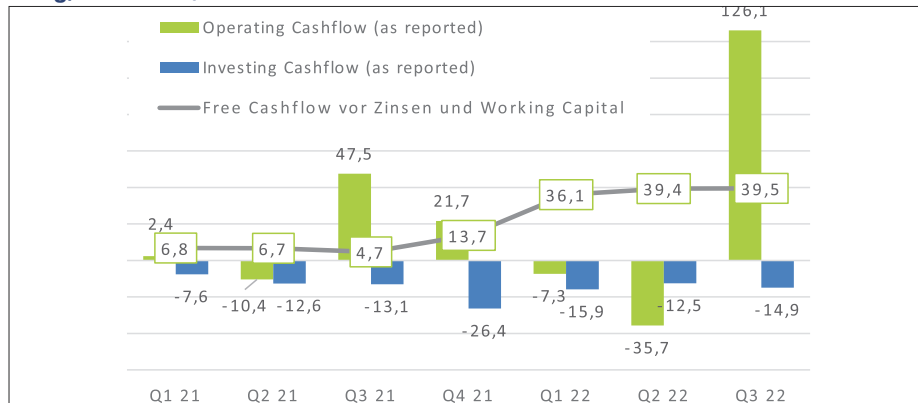
Die Kombination aus starken Fundamentaldaten und attraktiver Rendite überzeugt (aktuelle Kurse Börse Frankfurt: Geld 100,00 / Brief 105,00). Unsere strenge interne Anforderung, dass der Emittent auch 10% Zinsen im Jahr zahlen können muss, ist erfüllt. Auch unter der konservativen Annahme eines jährlichen Free Cashflow von 60 Mio. Euro und unter Vernachlässigung des per 30.09.2022 verfügbaren Cash-Bestandes (140 Mio. Euro) errechnet sich die Fähigkeit, Zinsen auf die 175 Mio. Euro-Anleihe von über 34% p.a. (!) zahlen zu können.

Disclaimer:
<https://www.heemann.org/disclaimer>

Adjusted EBITDA der letzten zwölf Monate im Verlauf (Unternehmensangaben, Mio. Euro)



Cashflow nach Quartalen im Verlauf (Unternehmensangaben, eigene Berechnung, Mio. Euro)



Eckdaten zur Fertiberia-Anleihe

Emittentin	Global Agrajes, S.L.U.
WKN / ISIN	A286NV / NO0010912801
Ausstehendes Volumen	175 Mio. Euro
Fälligkeit	22.12.2025
Kupon	3M Euribor + 600 bps, aktuell 8,081% p.a.
Vorzeitige Kündigungsmöglichkeiten	ab 22.06.2023 zu 103,00%, ab 22.12.2023 zu 101,98%, ab 22.06.2024 zu 101,50%, ab 22.12.2024 zu 100,60% und ab 22.06.2025 zu 100,00%
Investor Relations	www.grupofertiberia.com/en/investor-relations/