

Credit Update Smurfit Kappa mit guten Quartalsergebnissen

Am Mittwoch hat Smurfit Kappa (Ba3/BB-) die Ergebnisse für das dritte Quartal 2011 publiziert und dabei das Ziel die Nettoverschuldung bis Jahresende auf EUR 2,85 Mrd. zu reduzieren bestätigt.

Der Umsatz konnte in Q3 2011 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 10 % auf EUR 1.868 Mio. gesteigert werden. Das um außergewöhnliche Aufwendungen bereinigte EBITDA erhöhte sich um 9 %, womit die EBITDA Marge geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 14,1 % sank. Besonders erfreulich war dabei die Entwicklung im profitablen Segment Lateinamerika, wo der Umsatz um 27 % auf EUR 338 Mio. und die EBITDA Marge um 5,3 Prozentpunkte auf 19,5 % stieg. In Europa, welches für 81 % des Q3 2011 Umsatzes (EUR 1.530 Mio.) verantwortlich ist, fiel die Umsatzsteigerung gegenüber Q3 2010 mit 7 % moderater aus. Einsparungsmaßnahmen von EUR 36 Mio. konnten den Rückgang der Preise für Wellpappe um 10 % im vergangenen Quartal größtenteils kompensieren, sodass die EBITDA Marge mit 14 % praktisch unverändert zum Vorquartal blieb. Während im Juli und August noch Mengensteigerungen mit ähnlichem Umfang wie in der ersten Hälfte dieses Jahres erreicht wurden, weist das unveränderte Volumen im September auf eine potentielle Abschwächung hin. Belastet wurde das Ergebnis durch Währungsverluste von EUR 30 Mio., welche auf eine Abwertung des EUR gegenüber dem USD zurückgeführt werden können.

Ausblick

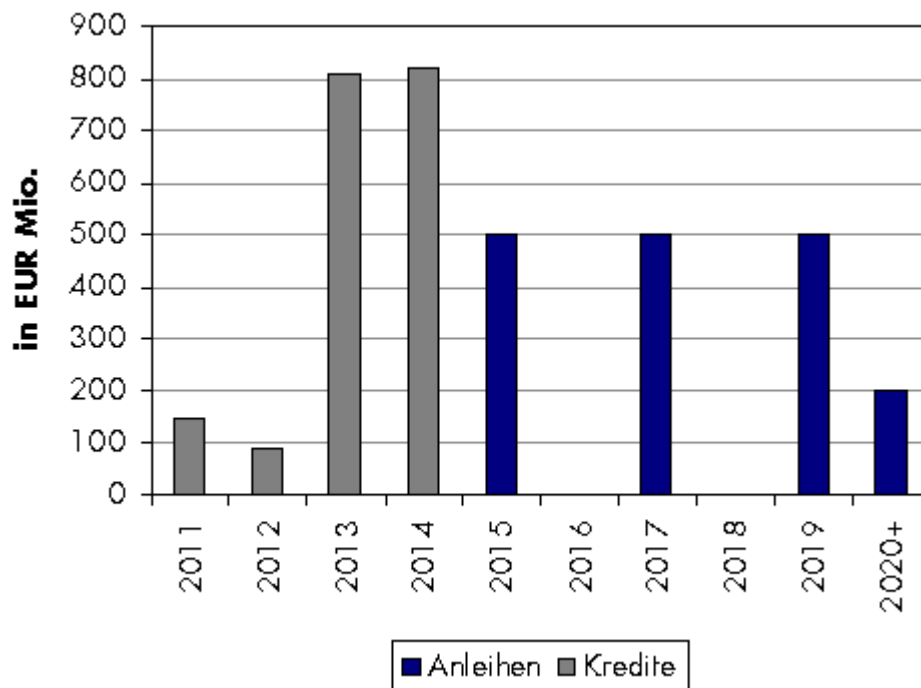
Das Management erwartet trotz erster Anzeichen einer sich abschwächenden Entwicklung relativ stabile Margen. In der vergangenen Rezession hat Smurfit Kappa bereits bewiesen auch in schwierigen Zeiten eine gute Performance erbringen zu können. So konnte die EBITDA Marge in den Jahren 2007 bis 2009 über 12 % gehalten werden. In Summe zeigt sich das Management allerdings sehr zurückhaltend was die Prognosen für das nächste Jahr angeht, wobei man derzeit eher nicht von einer signifikanten Trendumkehr ausgeht. Stattdessen wird erwartet die höheren Inputkosten an die Kunden weitergeben zu können.

Credit-Sicht

Im vergangenen Quartal konnte die Nettoverschuldung aufgrund einer guten Free Cashflow Entwicklung um EUR 80 Mio. auf EUR 2,93 Mrd. reduziert werden. Das Ziel die Nettoverschuldung bis zum Jahresende auf EUR 2,85 Mrd. zu reduzieren wurde bestätigt, wobei das Management im Conference Call keine konkreten Aussagen zur Verschuldungspolitik in 2012 tätigen wollte. Auffällig war unseres Erachtens allerdings die, im Vergleich zum vorigen Conference Call, geringere Fokussierung auf Schuldenreduktion. Stattdessen deutet das Wording unserer Meinung nach auf eine erhöhte Akquisitionstätigkeit in Lateinamerika oder Osteuropa hin. Wir rechnen aufgrund der geringen Investitionen im Bereich von 70 % der Abschreibungen in den vergangenen drei Quartalen sowie der Zielsetzung diese auf 90 % zu erhöhen mit einer Verlangsamung des Schuldenabbaus in 2012. Aus Credit-Sicht positiv schätzen wir die liquiden Mitteln in Höhe von EUR 681 Mio. und die freien Kreditlinien von EUR 525 Mio. ein.

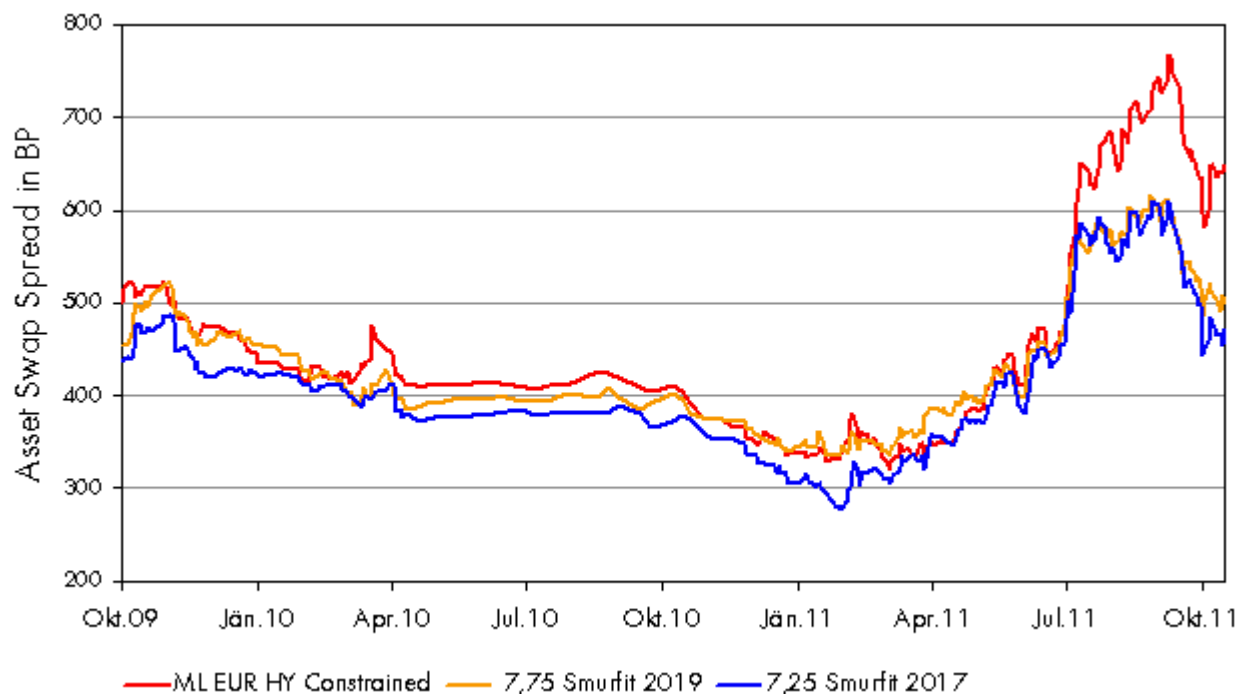
Die EUR Anleihen von Smurfit Kappa konnten die Benchmark, den ML EUR HY Constrained Index, in den vergangenen Monaten klar outperformen. Mittlerweile sind die Anleihen etwas teurer als die Ratingpeergroup, was unserer Ansicht aber gerechtfertigt ist. In Anbetracht der Konjunkturaussichten und unter der Annahme einer aggressiveren Investitionspolitik ändern wir unsere Kaufempfehlung (**Spreadbasis**) auf **Neutral**. Aus **Relative Value** Gesichtspunkten empfehlen wir weiterhin eine **Übergewichtung** zum ML EUR HY Constrained Index.

Schuldenfälligkeitsprofil



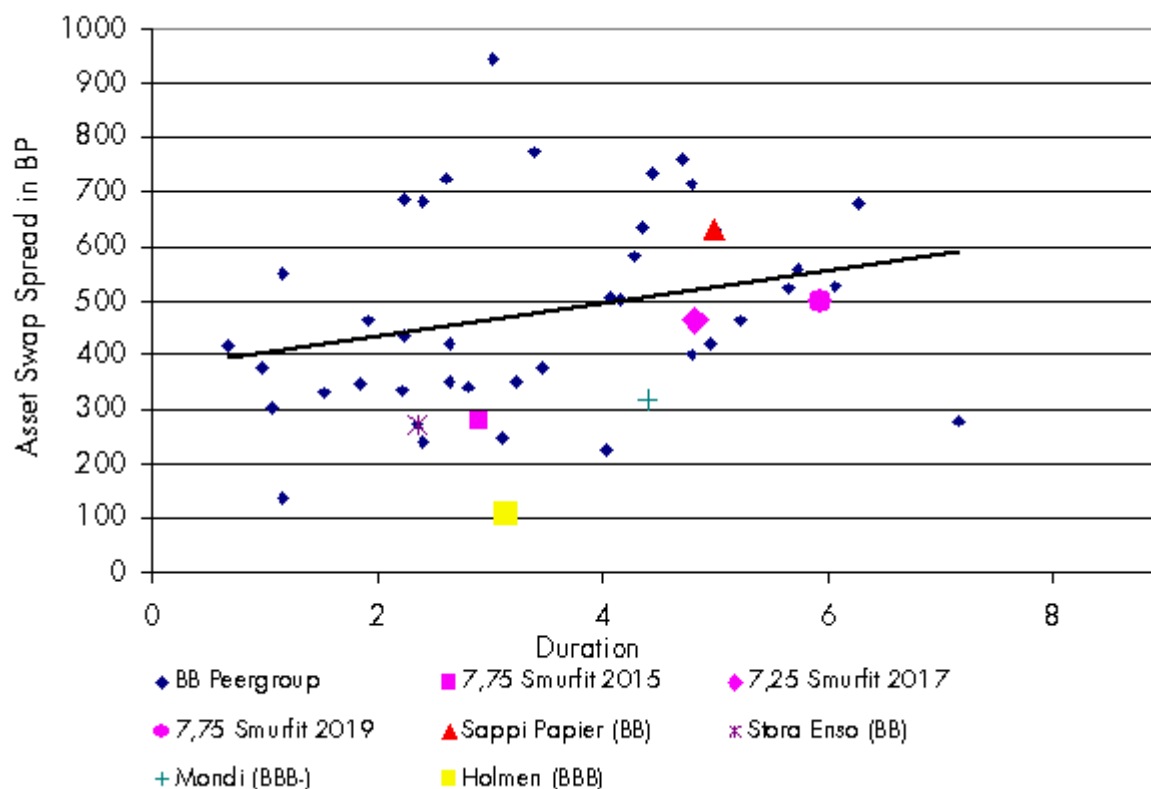
Quelle: Unternehmensangaben, Raiffeisen RESEARCH

Spreadverlauf



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Peergroup



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Unternehmenskennzahlen

in Mio. EUR	2010	Q3 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11
Umsatz	6.677	1.702	1.803	1.867	1.868
EBITDA*	904	243	243	264	264
EBITDA-Marge	13,5%	14,3%	13,5%	14,1%	14,1%
EBIT*	490	143	148	167	162
EBIT-Marge	7%	8%	8%	9%	9%
Nettogewinn	58	41	29	39	55
Liquide Mittel	495	565	541	545	681
Eigenkapital	1.936	1.757	1.946	1.977	2.073
Nettofinanzschulden	3.117	3.148	3.073	3.012	2.932
Operativer Cashflow	358	201	81	112	200
Free Cashflow**	79	141	27	44	130
Free Cashflow laut Bericht	82	-11	-9	-8	-7
Free Cashflow-Marge	1%	8%	1%	2%	7%
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Nettozinslast)	1,5x	2,1x	2,2x	2,1x	2,5x
Nettofinanzschuld/EBITDA	3,4x	k.A.	3,2x	3,0x	2,8x
Bruttofinanzschuld/EBITDA	4,0x	k.A.	3,7x	3,5x	3,5x
Bruttofinanzschuld/Eigenkapital	1,9x	2,1x	1,9x	1,8x	1,7x
Investitionen/Abschreibungen	0,8x	0,6x	0,7x	0,9x	0,6x

* vor außergewöhnlichen Aufwendungen

** operativer Cashflow abzüglich Nettoinvestitionen

Quelle: Unternehmensangaben, Raiffeisen RESEARCH

Anleihen

ISIN	Kupon (in %)	Fälligkeit	Aushaftende s Volumen*	Asset Swap Spread in BP**	Rendite in %	Rating
XS0221778185	7,75	4/1/2015	217,5	279	7,1	B/B2
XS0466370540	7,25	11/15/2017	500	464	6,6	BB/Ba2
XS0467785613	7,75	11/15/2019	500	500	7,1	BB/Ba2

*in EUR Mio., ** Kursabfrage am 11.11.2011, 11:20 MEZ, Werte sind indikativ

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH