



alpha

Strategie

Ausgabe 49/23 vom 08.12.2023

Sehr geehrte Leserinnen und Leser!

In der vergangenen Woche musste die österreichische Holdinggesellschaft der internationalen SIGNA-Gruppe (SIGNA) einen Insolvenzantrag stellen. Da SIGNA eine der größten Immobiliengesellschaften Europas ist, wird sich dies auf die Kreditqualität und Rentabilität von Bankengruppen auswirken, die mit SIGNA in Verbindung stehen, insbesondere Banken in Österreich, Deutschland und der Schweiz.

Zu den Hauptkreditgebern gehören laut Medien-Schätzungen die Raiffeisen Bank International AG (RBI), UniCredit Bank Austria AG und zwei größere Raiffeisenlandesbanken sowie die Hypo Vorarlberg Bank AG. Die österreichischen Banken haben insgesamt etwa 2,2 Mrd. EUR an SIGNA verliehen. Das entspricht allerdings nur 0,3% des Kreditbuchs der österreichischen Banken im dritten Quartal 2023. Die RBI gab das größte Einzelengagement der Gruppe mit 750 Mio. EUR an. Die Schätzung beruht auf der Annahme, dass es sich dabei um Forderungen gegenüber SIGNA handelt. Die genannten Engagements wurden von den betreffenden Banken aber nicht bestätigt.

Banks	SIGNA Exposure (mln)	Gross Loans (H1 2023, mln)	TCE (H1 2023, mln)	Exposure		Problem	
				(% of Gross Loans)	(% of TCE)	Loan Ratio (H1 2023)	TCE Ratio (H1 2023)
Julius Baer Group Ltd. ¹	CHF 606	CHF 42,872	CHF 4,170	1.4%	14.5%	0.4%	19.5%
Hypo Vorarlberg Bank AG	EUR 200	EUR 10,362	EUR 1,444	1.9%	13.9%	2.5%	16.0%
Raiffeisenlandesbank Niederoesterreich-Wien	EUR 280	EUR 15,460	EUR 2,126	1.8%	13.2%	1.8%	15.5%
UniCredit Bank Austria AG	EUR 600	EUR 66,669	EUR 9,505	0.9%	6.3%	3.1%	28.0%
Landesbank Hessen-Thueringen Girozentrale ^{2,3,4}	EUR 400-600	EUR 113,460	EUR 9,488	0.4%	5.3%	0.8%	14.6%
Raiffeisen Bank International AG	EUR 750	EUR 104,163	EUR 15,609	0.7%	5.0%	2.8%	15.7%
Raiffeisenlandesbank Oberoesterreich AG	EUR 150	EUR 26,679	EUR 5,269	0.6%	2.8%	3.9%	17.7%
Bayerische Landesbank AoG ^{3,4}	EUR 200-400	EUR 168,636	EUR 14,060	0.2%	2.1%	1.3%	22.0%
Landesbank Baden-Wuerttemberg ^{3,4}	EUR 200-400	EUR 143,555	EUR 14,943	0.2%	2.0%	0.9%	16.0%
Norddeutsche Landesbank Girozentrale	EUR 100	EUR 71,079	EUR 6,805	0.1%	1.5%	0.9%	16.9%

Banks displayed include those with exposure said to be higher than 1% of their Tangible Common Equity; TCE= tangible common equity.
¹ Half-year numbers only available at group level; ² TCE, gross loan figures, and ratios as of year-end 2022; ³ Ranges are mapped to MIS's interpretation of mid triple-digit million (400 - 600 mln), low triple digit million (100 mln) and less than mid triple digit but more than low triple digit million (200 - 400 mln); ⁴ Where ranges are quoted, the midpoint is used for the calculation of ratios.
 Sources: Moody's Investors Service; selected press outlets: Der Standard, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Financial Times

Laut Berichten sollen auch deutsche Landesbanken dreistellige Millionenbeträge an SIGNA vergeben haben. In der Schweiz wurde bekannt gegeben, dass Julius Baer Group Ltd., Holdinggesellschaft für die Bank Julius Bär & Co. AG., Engagements in Höhe von 600 Mio. CHF gegenüber verschiedenen Unternehmen innerhalb eines europäischen Konglomerats hat. Der Name SIGNA wird dabei nicht explizit genannt, aber die britische Financial Times mutmaßt eben solches.

Obwohl SIGNAs Struktur undurchsichtig ist und eine Analyse der Auswirkungen erschwert wird, dürften negative Auswirkungen für viele Kreditgeber abgemildert werden durch erstrangige Sicherheiten bei den meisten Kreditvergaben. Allerdings bergen sinkende Bewertungen zugrunde liegender Vermögenswerte zusätzliche Risiken für potentielle Verluste bei ausgefallenen Krediten. Die Insolvenz von SIGNA wird voraussichtlich zu einer Erhöhung notleidender Kredite und Risikokosten der betroffenen Banken im vierten Quartal 2023 führen.

Insgesamt bieten der Rückenwind für die Rentabilität der österreichischen, deutschen und schweizerischen Banken im Jahr 2023 und die bereits gebuchten Portfoliorückstellungen gute Puffer, um die damit verbundenen Risikokosten zu verdauen. Der Vorsteuergewinn der österreichischen Banken hat sich im ersten Halbjahr auf 7,3 Mrd. EUR mehr als verdoppelt, und die Gruppe der oben erwähnten deutschen Landesbanken hat ihre Gewinne im bisherigen Jahresverlauf deutlich gesteigert. Ihr Halbjahresgewinn vor Steuern belief sich auf mehr als 2,1 Mrd. EUR, obwohl im ersten Halbjahr 2023 bereits beträchtliche Rückstellungen gebildet wurden und sich die Kreditqualität erst kürzlich von einem extrem hohen Niveau aus zu verschlechtern begann. Falls jedoch Immobilieninsolvenzen zunehmen sollten und nicht nur einen einzigen großen Emittenten betreffen würden, könnten die Herausforderungen für die Banken steigen.



Eine Publikation der ICM concept GmbH

Kontakt zur Redaktion:

Per e-Mail an info@alphabriefe.de



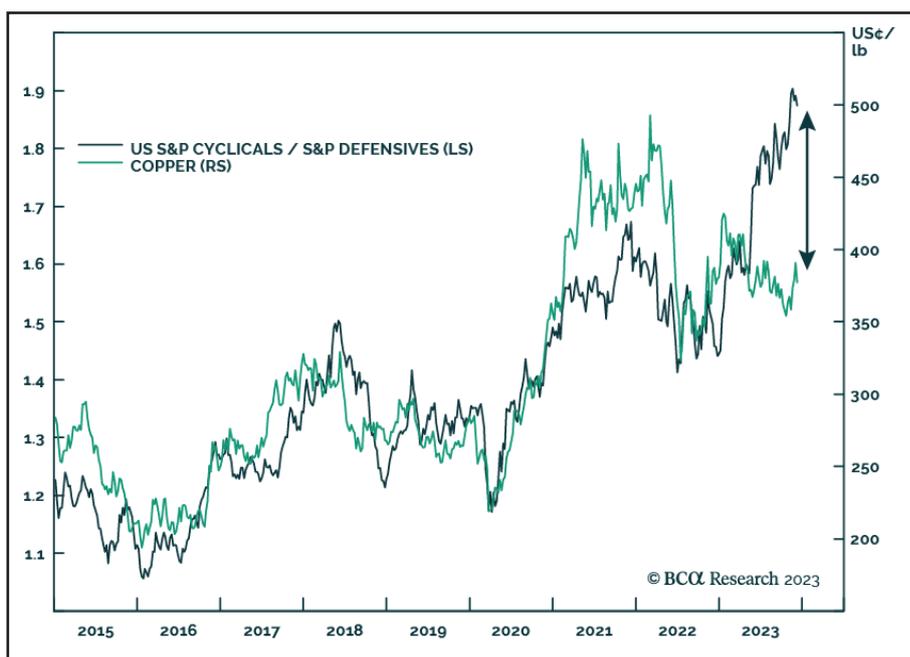
Aktienmarkt

Dr. Copper deutet weitere Abschwächung an

Kupfer profitierte von der jüngsten Verbesserung der weltweiten Risikostimmung und nahm an der breit angelegten Erholung im November teil. Da das rote Metall in vielen Wirtschaftssektoren Verwendung findet, gilt es als zuverlässiger Indikator für die globale Wirtschaftslage. In der Tat fällt die jüngste Rallye von Dr. Copper mit günstigen wirtschaftlichen Entwicklungen zusammen, einschließlich steigender wirtschaftlicher Überraschungsindizes in der Eurozone und China.

In dieser Hinsicht nicht überraschend: Die Kupferpreise zeichnen in der Regel die relative Performance zyklischer Aktien gegenüber defensiven Titeln nach und zyklische Aktien schnitten im vergangenen Monat besser ab als defensive Titel.

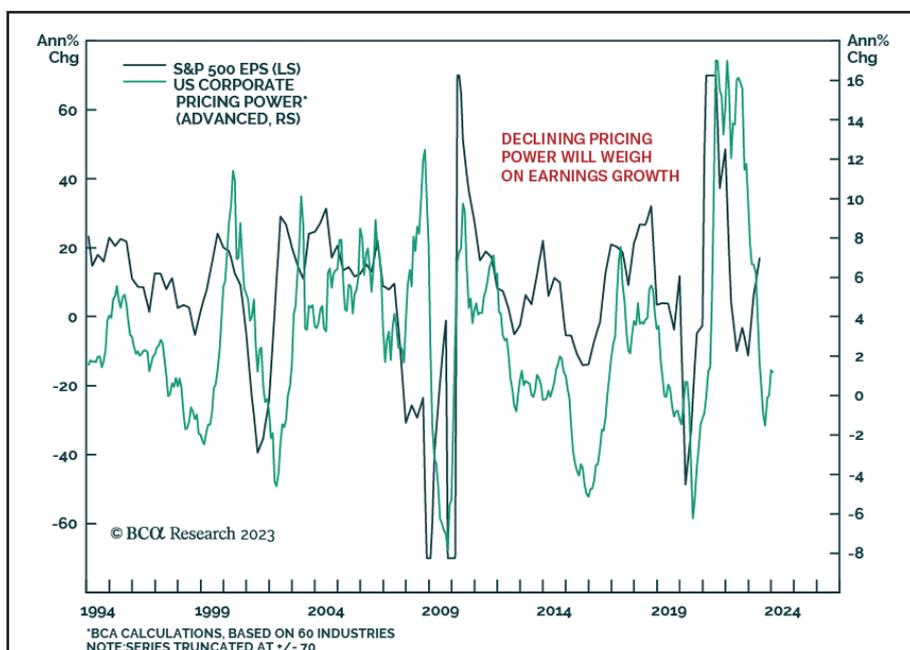
Dieser jüngste Trend folgt jedoch auf eine Ausnahme in der Entwicklung des Verhältnisses von Zyklikern zu defensiven Assets in diesem Jahr. Denn zyklische Werte haben trotz des seit Jahresbeginn zu verzeichnenden Rückgangs der Kupferpreise besser abgeschnitten. Wir gehen davon aus, dass diese Divergenz durch eine erneute Verschlechterung der relativen Performance von zyklischen zu defensiven Werten korrigiert wird, wenn sich die wirtschaftlichen Bedingungen verschlechtern und klar wird, dass die US-Wirtschaft im Jahr 2024 auf eine Rezession zusteuert.

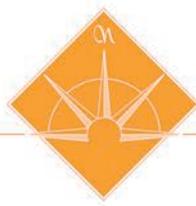


Ohnehin scheinen die Analystenschätzungen für das Gewinnwachstum 2024 zu optimistisch zu sein.

Viele Ökonomen und Strategen rechnen in den USA mit einer sanften Landung und erwarten für den S&P 500 im nächsten Jahr ein Gewinnwachstum von 10,4%, wobei jedes einzelne Quartal ein positives Gewinnwachstum aufweisen soll. Die Unternehmensumsätze sollen im nächsten Jahr um 4,75% steigen. Diese Prognosen stehen eigentlich im Widerspruch zu den Herausforderungen, mit denen die US-Wirtschaft im kommenden Jahr konfrontiert sein wird, eine Dynamik, die sich zwangsläufig in einem schwächeren, wenn nicht gar negativen Gewinnwachstum niederschlagen wird.

Das Dilemma kann man folgendermaßen umschreiben: Die Preissetzungsmacht, d. h. die Fähigkeit, die





Kosten an die Kunden weiterzugeben, war in diesem Jahr eine der Triebfedern des Gewinnwachstums. Da die Inflation jedoch zurückgeht, schwindet auch die Preissetzungsmacht. Daher wird das Umsatzwachstum wahrscheinlich unter Druck geraten und die Rentabilität wird sinken. Und wenn die Wirtschaft in eine Rezession gerät, wird das Umsatzwachstum noch stärker zurückgehen. Sollte sich die Preissetzungsmacht erholen, wird dies zwar den Erträgen und Umsätzen zugutekommen, aber auch eine zweite Inflationswelle einläuten.

Die Analysten bleiben von diesen Entwicklungen nicht verschont und revidieren derzeit ihre Prognosen, zum Teil aufgrund negativer Unternehmensprognosen und zum Teil als Reaktion auf die jüngsten schwächeren Wirtschaftsdaten, wie man sieht. Das Verhältnis der Nettorevisionen, d. h. das Verhältnis von positiven zu negativen Revisionen, hat sich in letzter Zeit stark verschlechtert. Die Analysten werden immer pessimistischer, was die Aussichten der konjunktursensiblen Unternehmen aus den Bereichen Werkstoffe, Industrie und Konsumgüter angeht. Wenn die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums tatsächlich eintritt, werden sich die Gewinnherabstufungen weiter beschleunigen, was auf ein niedriges einstelliges oder sogar negatives Gewinnwachstum im nächsten Jahr hindeuten könnte.

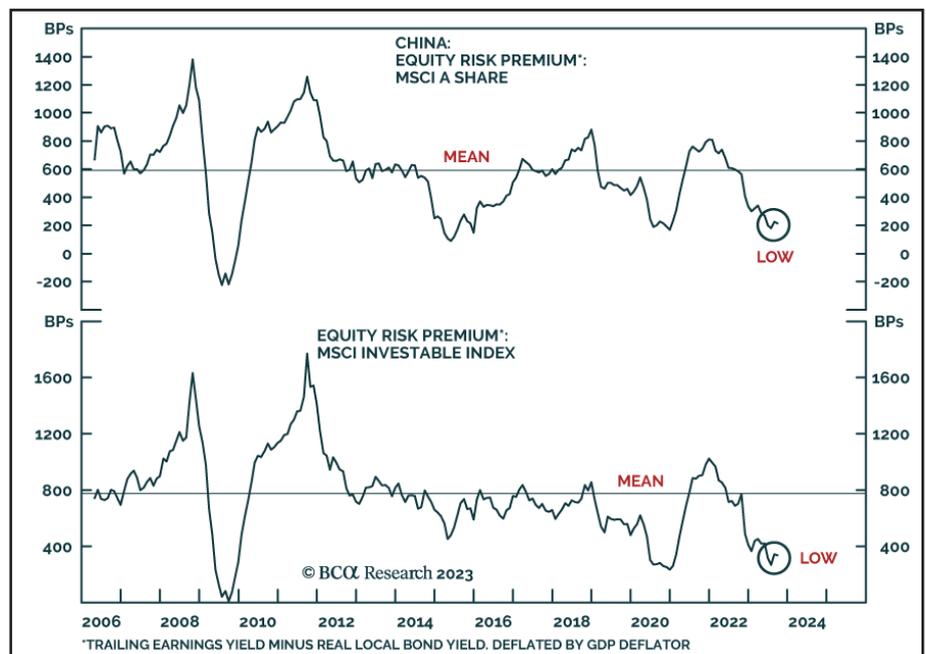
Wie stark das ausfallen wird, hängt natürlich von der Schwere und Dauer einer Rezession ab. In der Vergangenheit sind die Gewinne während einer typischen Rezession um 5-15% zurückgegangen. Damit könnte das Jahr 2024 (leider) ebenso viele Fehlprognosen in den Aktienindices produzieren wie schon das laufende.

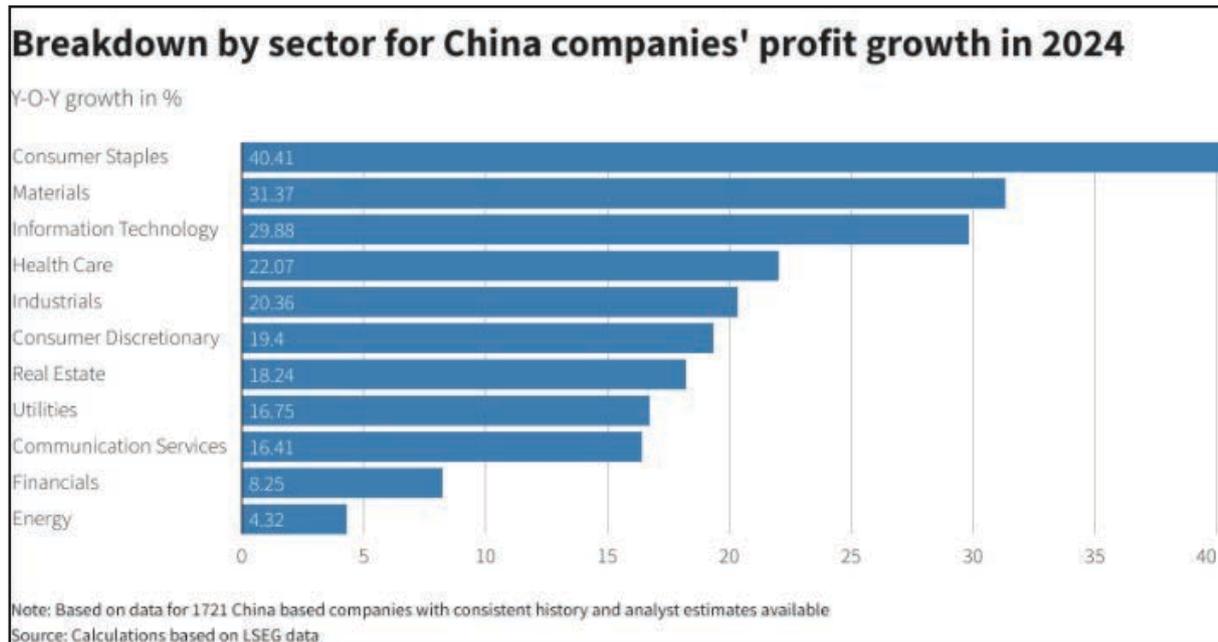
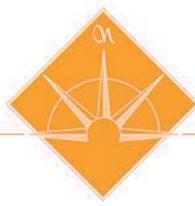
Auch beim allgemein als potenziellen Game-Changer für die Weltkonjunktur betrachteten chinesischen Aktienmarkt wird einfach nichts besser. Der chinesische Aktienindex CSI 300 schloss am Dienstag auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 2019, nachdem die Ratingagentur Moody's den Ausblick für Chinas Kreditwürdigkeit von stabil auf negativ herabgestuft hatte. Der Bericht verwies auf die potenziellen Auswirkungen des finanziellen Stresses bei verschuldeten lokalen Regierungen und staatlichen Unternehmen auf die Staatsfinanzen und die chinesische Wirtschaft.

Da sich die Anleger der Herausforderungen für die chinesische Wirtschaft bereits bewusst sind, dürften die Auswirkungen der Herabstufung auf die Finanzmärkte nicht von Dauer sein. Sowohl investierbare als auch Onshore-Aktien sind seit Anfang 2021 zusammengebrochen. In der Zwischenzeit deuten die chinesischen Daten darauf hin, dass sich die Binnenwirtschaft zwar nicht erholt, aber auch nicht kollabiert. Der Durchschnitt der NBS- und Caixin-PMIs liegt bei 51,0 und deutet darauf hin, dass sich die wirtschaftlichen Bedingungen auf einem niedrigen Niveau stabilisieren. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass die politischen Entscheidungsträger in Panik geraten und die Konjunktur im Stil einer Flutung mit Förderprogrammen ankurbeln.

Die Aussichten für chinesische Aktien haben sich auch nach dem mehrjährigen Ausverkauf nicht gebessert. In einer kürzlich mit China-Chefstrategen unseres Partners BCA Research geführten Diskussion kristallisierte sich heraus, dass der Deflationsdruck als Gegenwind für die Unternehmensgewinne erhalten bleiben wird. Und eine strukturelle Verschlechterung der Rentabilität rechtfertigt die derzeit günstigen Bewertungen.

Darüber hinaus weisen die Risikoprämien (Differenz zwischen Gewinnrendite und chinesischen Staatsanleihen) ein im historischen Vergleich niedriges Niveau auf. Stellt sich die Frage, inwieweit man





aktuell noch aussteigen soll. Wir erwarten in der derzeitigen Gemengelage eher einen Seitwärtstrend mit sektorspezifischen Abweichungen. Denn gemäß den Prognosen sollen die Sektoren Basiskonsumgüter und Software ein Gewinnwachstum von 40% bzw. 30% zeigen. Für die Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter und Industrie werden jeweils ein Wachstum von etwa 20% erwartet, während der angeschlagene Immobiliensektor um 18% wachsen könnte. Energie und Banken werden mit 4,3% bzw. 8,2% voraussichtlich am langsamsten wachsen.

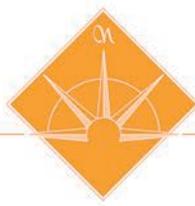
TUI: Optimismus wird untermauert

Erfreuliche Zahlen kamen diese Woche vom Reiseanbieter TUI. Optimismus hatte man bei TUI in den letzten Jahren ja immer verbreitet, selbst als kaum Flieger abhoben und kein Kreuzfahrtschiff in See stach. Jetzt scheint die gute Laune tatsächlich angemessen: Nach bald vier turbulenten Jahren blickt der weltgrößte Reisekonzern auf ein gutes Geschäftsjahr zurück. TUI erzielte, gestützt durch eine starke Buchungsaktivität, im 4. Quartal 2022/23 (zum 30. September 2023) einen Umsatz von 8,5 Mrd. EUR, ein Plus von 11% gegenüber dem Vorjahr, während das bereinigte EBIT auf 1,20 Mrd. EUR stieg (+164 Mio. EUR gegenüber Q4 21/22).

Rund 19 Millionen Menschen sind zwischen Herbst vergangenen und Herbst dieses Jahres mit der TUI verreist. Die Sparte Hotels & Resorts verzeichnete darum auch wie im Vorjahr eine gute Sommersaison (bereinigtes EBIT von 287 Mio. EUR, - 3 Mio. EUR ggü. y/y), während sich die Ergebnisse von TUI Cruises deutlich erholten (157 Mio. EUR, + 54 Mio. EUR y/y). Die Sparte Märkte & Airlines schließlich verzeichnete einen Gewinn von 797 Mio. EUR (gegenüber 609 Mio. EUR in Q4 21/22). Der Bereich beförderte 7,8 Mio. Kunden (+0,2 Mio. y/y), und die Auslastung der Fluggesellschaften verbesserte sich leicht auf 92% (+1 pt y/y).

Im Gesamtjahr erzielte TUI einen Umsatz von 20,7 Mrd. EUR, ein Plus von 25% gegenüber 2021/22. Das bereinigte EBIT belief sich auf 977 Mio. EUR und lag damit 568 Mio. EUR (+139%), was den Erwartungen entsprach. Schließlich kehrte TUI in die Gewinnzone zurück und erzielte einen zurechenbaren Nettogewinn von 306 Mio. EUR. Ende September verringerte sich die Nettoverschuldung auf 2,1 Mrd. EUR, 1,3 Mrd. EUR weniger als im Vorjahr, dank einer Erholung des Cashflows, aber vor allem auf die im April abgeschlossene Kapitalerhöhung von 1,8 Mrd. EUR, die zur Rückzahlung der von der deutschen Regierung während der Krise vollzogen worden war. Das Verhältnis Nettoverschuldung/EBIT-DA wurde somit auf 1,2x per Ende September 2023 gegenüber 1,8x per Ende September 2022 gesenkt. Im Laufe des Jahres hat TUI ihre Bankfinanzierung (2,7 Mrd. EUR) neu verhandelt und verlängert, und S&P und Moody's haben ihre Ratings um eine Stufe auf B bzw. B2 verbessert.

Die Zahlen des Konzerns aus Hannover unterstreichen zwei Trends der Branche: Die Menschen reisen nicht nur wieder mehr, sondern sind auch bereit, dafür höhere Preise zu bezahlen. Hotelübernachtungen, Kreuz-



Man muss beachten, dass Cheplapharm die aufgeschobene Kaufpreisverbindlichkeit für Zyprexa nicht mehr in seine Kapitalstruktur einbezieht. Die Verbindlichkeit ist jedoch immer noch vorhanden. Man kann von einem Nettoverschuldungsgrad vom 4fachen zum Ende 3Q2023 ausgehen (3,6fache zum Ende 2Q2023). Es sei darauf hingewiesen, dass das Unternehmen im September 2023 eine vorrangig besicherte Anleihe in Höhe von 300 Mio. EUR emittiert hat (Aufstockung der im April 2023 platzierten vorrangig besicherten Anleihe in Höhe von 7,500%), um die vorübergehend günstigen Marktbedingungen zu nutzen und die Liquidität zu stärken und die finanzielle Flexibilität weiter zu erhöhen, die voraussichtlich für die bereits angekündigte Übernahme eines neuen Produktportfolios (unterzeichnet im Juli 2023) im ersten Quartal 2024 (Nettoerlöse: 70,1 Mio. EUR) genutzt wird. Wir bleiben investiert.



NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligg. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
CHEPLAPHARM ARZN	A254SJ	Secured	3,500%	CALLABLE	11.02.2027	96,89	4,6%	08.01.2024	101,75	72,17%	171	3,0	57	B+	BB-	B2	EUR	100(+1)
CHEPLAPHARM ARZN	A351TE	Secured	7,500%	CALLABLE	15.05.2030	104,91	6,6%	15.05.2026	103,75	6,72%	356	3,8	93	B+	BB-	B2	EUR	100(+1)
CHEPLAPHARM ARZN	A351TF	Secured	8,752%	CALLABLE	15.05.2030	102,82	8,1%	15.05.2024	101,00	4,43%	-89	0,2	-493	B+	BB-	B2	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 08.12.23

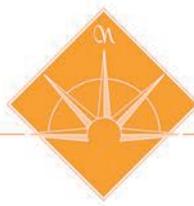
Carrier Global tritt am Euro-Bondmarkt auf

Anfang des Jahres gab der US-Spezialist für Heizungs- und Klima-Technik Carrier Global bekannt, die Klimasparte von Viessmann übernehmen zu wollen. Diese Übernahme beinhaltet auch das Kerngeschäft mit Wärmepumpen und kostet insgesamt etwa 12 Mrd. EUR. Obwohl die EU-Kommission erst am 18. Dezember ihre Entscheidung über die Genehmigung dieser Übernahme bekanntgeben wird, ist Carrier Global bereits aktiv dabei, eine entsprechende Gegenfinanzierung am Anleihenmarkt aufzubauen. Dazu wurden drei Euro-Tranchen emittiert.

Die erste Tranche hat ein Volumen von 750 Mio. EUR und läuft bis Mai 2025. Sie trägt einen Zinssatz von 4,375%. Die Emission war sehr gefragt - das Orderbuch betrug beeindruckende 1,95 Mrd. EUR. Noch stärker nachgefragt war die zweite Emission mit einer Laufzeit bis Mai 2028 bei einem Volumen von ebenfalls 750 Mio. EUR und einem Kupon von 4,125%. Das Orderbuch belief sich hier sogar auf stattliche 3,45 Mrd. EUR. Die dritte Emission hat eine Laufzeit bis November 2032 bei einem Zinssatz von 4,50% sowie einem Volumen von 850 Mio. EUR. Hier lag das Orderbuch sogar bei 4,7 Mrd. EUR.

Ende Oktober veröffentlichte Carrier Global seine Quartalszahlen für das dritte Quartal. Dabei übertraf man mit einem Gewinn pro Aktie von 0,89 USD die Markterwartungen, die lediglich bei 0,80 USD je Aktie gelegen hatten. Beim Umsatz blieb man jedoch mit 5,73 Mrd. USD unter den Prognosen. Immerhin wurde die Gewinnerwartung für das Geschäftsjahr nach oben angepasst und liegt nun bei rund 2,70 USD pro Aktie anstatt einer früheren Prognose von 2,55 bis 2,65 USD.

In Bezug auf das Kreditprofil bewegt sich Carrier Global im neutralen Bereich. Das Verhältnis zwischen Nettoverschuldung und EBITDA beträgt etwa das 2,1-fache. Obwohl dies etwas schlechter ist als zum Jahresende 2022 - damals lag es beim 1,8-fachen - ist es immer noch unbedenklich. Etwas problematischer ist jedoch die Feststellung, dass die Zinsdeckung deutlich gesunken ist. Die Ratio EBIT zu Zinskosten lag zum Ende des dritten Quartals bei dem 6,0-fachen, verglichen mit 9,1-fachen am Ende des zweiten Quartals. Dies sollte definitiv im Auge behalten werden, auch wenn bisher keine wirklichen Warnsignale erkennbar sind.



Fazit: Carrier Global bietet mit seinen Euro-Emissionen ein aus unserer Sicht attraktives Angebot, weshalb wir hier sowohl die 2025er als auch die 2028er Emission zum Kauf empfehlen.

NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
CARRIER GLOBAL	A3LRDJ	Sr Unsecured	4,375%	AT MATURITY	29.05.2025	100,62	3,9%	-	-	-	57	1,4	40	BBB	BBB-	Baa3	EUR	100(+1)
CARRIER GLOBAL	A3LRDK	Sr Unsecured	4,125%	CALLABLE	29.05.2028	102,06	3,6%	29.04.2028	100,00	3,61%	89	4,1	22	BBB	BBB-	Baa3	EUR	100(+1)
CARRIER GLOBAL	A3LRDM	Sr Unsecured	4,500%	CALLABLE	29.11.2032	104,56	3,9%	29.08.2032	100,00	3,87%	120	7,4	16	BBB	BBB-	Baa3	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 08.12.23

Tereos: Operativ deutlich profitabler

Tereos hat solide Ergebnisse für das erste Halbjahr 2023/24 vorgelegt. Die finanzielle Situation verbessert sich weiter. Im ersten Halbjahr 2023/24, das am 30. September endete, erzielte die Gruppe einen Umsatz von 3,64 Mrd. EUR, ein Plus von 22% gegenüber dem Vorjahr (+23% bei konstanten Wechselkursen), das auf höhere Preise in den Segmenten Zucker und Stärke/Zuckerprodukte zurückzuführen ist. Das EBITDA belief sich auf 592 Mio. EUR, ein Anstieg um 47% im Vergleich zum Vorjahr, und das in einem günstigen Marktumfeld, aber auch dank der erfolgreichen Umsetzung der Geschäftsstrategien und der Absicherungsmaßnahmen, die insbesondere im Energiebereich eingeführt wurden.

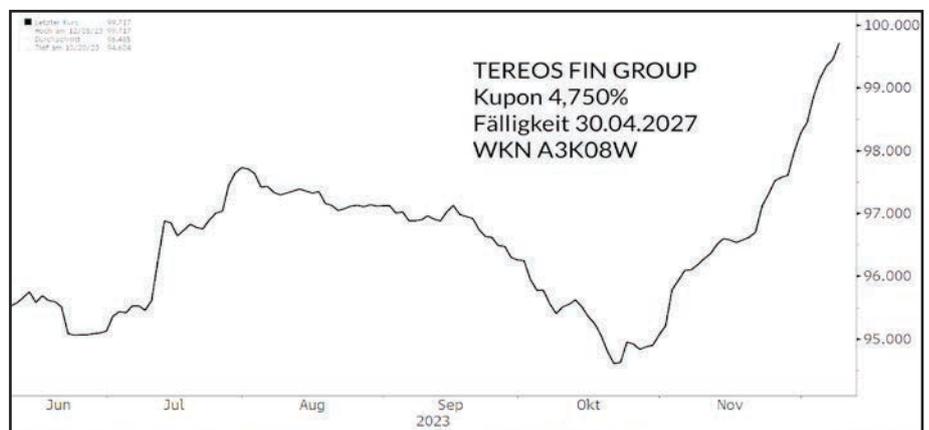
In der Sparte Zucker und erneuerbare Energien Europa wurden ein Umsatz von 1,30 Mrd. EUR (+22% y/y) und ein EBITDA von 164 Mio. EUR (+5% y/y) ausgewiesen. Die Ergebnisse des Geschäftsbereichs wurden durch einen starken Anstieg der Zuckerpreise begünstigt, die im vergangenen Jahr rückläufig waren, während die Margen durch die Absicherungspolitik, insbesondere im Energiebereich, geschützt wurden.

In der Sparte Zucker und Erneuerbare Energien International wurde ein Umsatz von 775 Mio. EUR (+33% y/y, +35% bei konstanten Wechselkursen) und ein EBITDA von 179 Mio. EUR (+54% y/y, +54% bei konstanten Wechselkursen) ausgewiesen. Das Halbjahresergebnis des Geschäftsbereichs wurde durch höhere Zuckerpreise in Verbindung mit einer soliden Hedging-Strategie, einem guten Kostenmanagement und - in geringerem Maße - durch höhere Absatzmengen begünstigt.

In der Sparte Stärke, Süßstoffe und erneuerbare Energien wurde ein Umsatz von 1,30 Mrd. EUR (+9% gegenüber dem Vorjahr) und ein EBITDA von 226 Mio. EUR (+54% gegenüber dem Vorjahr) ausgewiesen. Die verbesserten Ergebnisse des Geschäftsbereichs spiegeln weiterhin höhere Verkaufspreise als im Vorjahr wider, was auf die erfolgreiche Umsetzung der Handelsstrategie, die im Jahr 2021 implementiert wurde, in Verbindung mit der Optimierung des Produktionsmix zwischen Stärke, Süßungsmitteln, Alkohol und Ethanol, in einem günstigen Marktumfeld. Diese Faktoren haben es der Division ermöglicht, die Margen trotz des Anstiegs der Produktionskosten im Vergleich zum Vorjahr (Weizen, Mais, Gas) zu sichern.

Es ist erwähnenswert, dass das EBITDA der Gruppe in den letzten 12 Monaten die Marke von 1 Mrd. EUR überschritten hat (1,17 Mrd. EUR). Das EBIT belief sich im 1. Halbjahr 2023/24 auf 459 Mio. EUR gegenüber 266 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum (+72% y/y), und der Nettogewinn belief sich auf 239 Millionen EUR (+80% y/y).

Die Finanzlage war insgesamt stabil, trotz eines höheren Betriebskapitals. Die Nettoverschuldung belief sich Ende September 2023 auf 2,42 Mrd. EUR, ein Anstieg um 184 Mio. EUR im Vergleich zu Ende September 2022, aber ein Rückgang um 276 Mio. EUR seit Ende März. Der Anstieg der Rohstoffpreise ab 2022





hat automatisch zu einem höheren Bedarf an Betriebskapital geführt, was den Anstieg der Nettoverschuldung Ende September 2023 im Vergleich zu Ende September 2022 erklärt. Die strukturelle Verschuldung (Verschuldung ohne das erforderliche Betriebskapital) ging jedoch zurück. Sie beliefen sich Ende September 2023 auf 1,15 Mrd. EUR, ein Rückgang um 64 Mio. EUR seit Ende März und um 291 Mio. EUR seit September 2022. Das Verhältnis Nettoverschuldung/EBITDA wurde Ende September 2023 auf das 2,1fache reduziert (1,6fache ohne das erforderliche Betriebskapital), verglichen mit dem 2,8fachen Ende März (2,0fache ohne das erforderliche Betriebskapital). Ende September verfügte Tereos über 408 Mio. EUR an Barmitteln und 570 Mio. EUR an nicht in Anspruch genommenen Kreditlinien.

Laut Tereos wurden für die Kampagne 2023/24 jährliche Vertragsabschlüsse für B2B-Zucker in Europa auf einem Niveau von über 860 EUR pro Tonne erzielt. Dies ist ein neues Allzeithoch und ein gutes Zeichen für die Rentabilität des Geschäftsbereichs Zucker und erneuerbare Energien Europa in diesem Jahr. In Bezug auf die Sparte Stärke, Süßstoffe und erneuerbare Energien betont die Gruppe, dass sie während der jüngsten Verhandlungen einen Abwärtstrend bei den Marktpreisen beobachtet hat, was zu einer Normalisierung der Gewinne in dieser Division führen könnte, nachdem in den letzten Quartalen ein vom Unternehmen als „atypisch“ bezeichneter Anstieg zu verzeichnen war. Wir bleiben investiert.

NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	CCY	Stückelung
TEREOS FIN GROUP	A3K08W	Sr Unsecured	4,750%	CALLABLE	30.04.2027	100,34	4,6%	30.04.2024	102,38	9,97%	161	3,1	51	BB-	BB	EUR	100(+1)

Quelle: Bloomberg. 08.12.23

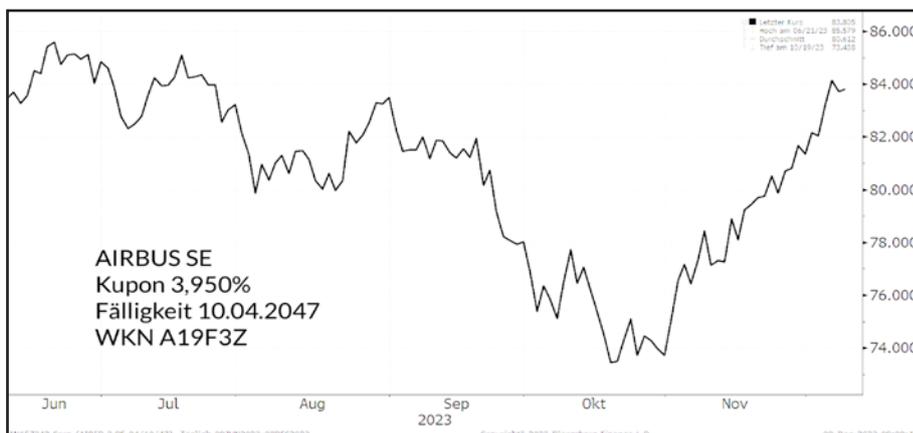
Airbus: Jahresziele bleiben ambitioniert

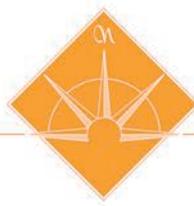
Airbus steht vor einer spannenden Phase, da die November-Zahlen zeigten, dass der europäische Flugzeughersteller im Dezember noch einen Endspurt bei den Auslieferungen hinlegen muss. Im vergangenen Monat wurden 64 Flugzeuge an Kunden übergeben und es gingen Aufträge für 113 neue Maschinen ein. Dadurch stieg die Gesamtzahl der Bestellungen in diesem Jahr auf brutto 1.512 bzw. netto 1.395 Flugzeuge.

Das Unternehmen hatte sich zum Ziel gesetzt, insgesamt 720 Flugzeuge auszuliefern und damit die Vorjahreszahlen zu halten. Das bedeutet konkret, dass im Dezember noch 97 weitere Maschinen übergeben werden müssten - eine sehr ambitionierte Vorgabe, da die höchsten monatlichen Auslieferungszahlen bisher nur im Bereich von etwa 70 lagen. Doch traditionell ist der Dezember der Monat, in dem die Flugzeugbauer – also auch Konkurrent Boeing - alle Register ziehen.

Die Frage ist jedoch auch, was passieren würde, falls Airbus sein Auslieferungsziel verfehlt. Hierbei spielt sowohl das Ausmaß dieser Verfehlung als auch die Situation bei den Bestellungen eine wichtige Rolle. In den letzten Monaten konnte Airbus immer wieder für einen konstanten Strom neuer Aufträge sorgen; daher liegen bereits gemeldete Nettoaufträge in Höhe von 1.395 Flugzeugen um rund 70% über dem Wert des Vorjahreszeitraums.

Natürlich steht bei dieser Fragestellung insbesondere die Aktie im Fokus. Doch auch die Anleihen sollte man nicht aus dem Blick verlieren. Denn auch hier gab es über den November hinweg eine deutliche Rallye von anfänglich 74% auf zeitweise über 84% im Kurswert der von uns empfohlenen Anleihe. Sollte es also eine Enttäuschung gegeben, droht hier sicherlich auch eine gewisse Korrektur. Allerdings wäre das aus unserer Sicht nur eine kurzfristige Sache. Denn tendenziell verbessert sich auch das Kre-





ditprofil bei Airbus und deshalb rechnen wir auch damit, dass sich die Anleihe weiter positiv entwickeln kann. Deshalb von uns aktuell eine weitere Halten-Empfehlung.

NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	FITCH Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
AIRBUS SE	A19F3Z	Sr Unsecured	3,950%	CALLABLE	10.04.2047	84,10	5,1%	10.10.2046	100,00	5,14%	124	14,5	9	A	A-u	A2	USD	150(+1)

Quelle: Bloomberg. 08.12.23

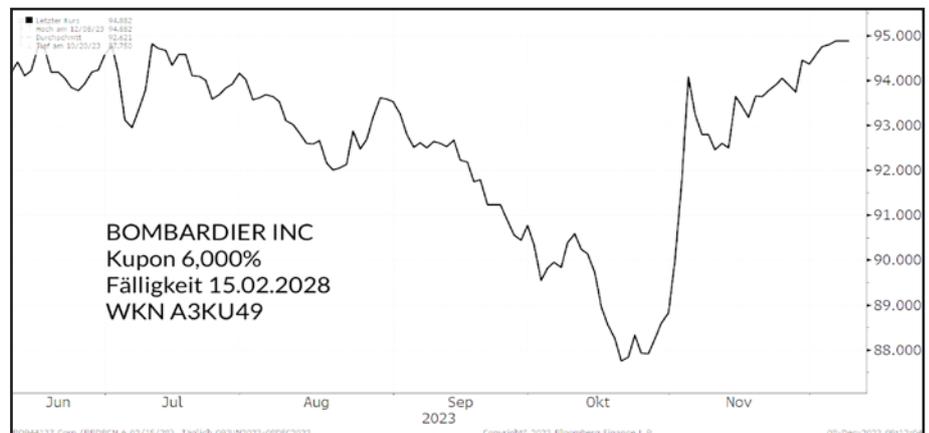
Bombardier zieht den Kürzeren

Die kanadische Regierung hat sich bei der Auswahl neuer Aufklärungs- und Überwachungsflugzeuge für den US-Hersteller Boeing entschieden, was zu einer Enttäuschung für den heimischen Hersteller Bombardier führt. Kanada plant bis zu 16 Boeing P-8A Flugzeuge im Wert von rund 7,7 Mrd. USD zu kaufen. Die Auslieferung soll ab dem Jahr 2026 erfolgen.

Obwohl die Entscheidung ein Rückschlag für Bombardier ist, wird auch die kanadische Wirtschaft davon profitieren. Denn Boeing hat zugesagt, kanadische Unternehmen in den Auftrag einzubeziehen und dadurch sollen etwa 3000 Arbeitsplätze entstehen. Zudem wird erwartet, dass Boeing in den nächsten zehn Jahren mindestens 358 Mio. USD zum Bruttoinlandsprodukt Kanadas beitragen wird.

Bombardier zeigt sich jedoch sehr enttäuscht von dieser Entscheidung und wirft der Regierung vor, kein Interesse an ihrem eigenen Produkt gezeigt zu haben. Sie behaupten weiterhin, dass keine Experten ihr Flugzeug gründlich untersucht hätten. Mit diesem Auftrag hätten sowohl Bombardier als auch ihre Zulieferer insgesamt 22.000 Vollzeitstellen erhalten oder neu geschaffen können.

Laut Bombardier wäre ihr eigenes Aufklärungsflugzeug, basierend auf der Global 6500, günstiger gewesen (ca.30% weniger Kosten) und hätte auch deutlich weniger CO2-Emissionen verursacht (ca.40% weniger). Zusätzlich besitzt die Bombardier Global 6500 eine größere Reichweite als das ausgewählte Modell von Boeing. In der Vergangenheit haben bereits Schweden, die USA und das Vereinigte Königreich kanadische Jets bestellt. Deutschland hat ebenfalls drei Flugzeuge von Bombardier geordert, welche zwischen 2026 und 2028 geliefert werden sollen. Wir bleiben bei Bombardier investiert.

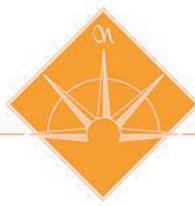


NAME	WKN	Rang der Anleihe	Coupon	Fälligk. Art	Fälligkeit	Kurs (Brief)	YTM (Brief)	nächster Call	Call Kurs	YTC (Brief)	ASW Spread in BP	DUR	ASW / DUR	S&P Rating	Moody's Rating	CCY	Stückelung
BOMBARDIER INC	A3KU49	Sr Unsecured	6,000%	CALLABLE	15.02.2028	94,97	7,4%	15.02.2024	103,00	53,52%	336	3,7	92	B	B2	USD	2(+1)

Quelle: Bloomberg. 08.12.23

Mit besten Grüßen

Carsten Jütte



ESG und Optionen Strategiedepots

ESG-Portfolio

AST		15er ESG Portfolio				Performance 2023 in Euro-basiert:			22,88%
		Kaufkurs	akt. Kurs	Währung	Gesamt	Performance	Branche	Land	
Alexandria Real Est. Equ. Inc.	US0152711091	100,45	123,24	USD	12.250,78	20,63%	Immobilien	USA	
Amazon.com Inc.	US0231351067	144,75	144,52	USD	10.741,04	4,18%	Handel	USA	
Banco Santander S.A.	ES0113900J37	3,55	3,95	EUR	11.253,23	11,23%	Banken	Spanien	
Brookfield Renewable Corp. A	CA11284V1058	46,52	37,68	CAD	8.291,78	-17,47%	Versorger	Kanada	
CRH PLC	IE0001827041	46,41	62,95	EUR	12.904,75	35,63%	Bau/Baustoffe	Irland	
Delta Air Lines Inc.	US2473617023	34,72	39,23	USD	11.553,30	15,21%	Freizeit	USA	
Glencore PLC	JE00B4T3BW64	5,38	5,19	EUR	9.703,43	-3,46%	Eisen/Stahl	Jersey Insel	
Grpe Bruxelles Lambert SA(GBL)	BE0003797140	76,62	72,50	EUR	9.497,50	-5,38%	Finanzdienstleister	Belgien	
PayPal Holdings Inc.	US70450Y1038	57,97	60,00	USD	10.590,91	5,50%	Finanzdienstleister	USA	
Perrigo Co. PLC	IE00BGH1M568	33,81	28,26	EUR	8.364,96	-16,42%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Irland	
ROYALTY PHARMA PLC	GB00BMVP7Y09	30,27	28,76	USD	9.485,18	-4,90%	Pharma/Kosmetik/Gentech.	Großbritannien	
Serica Energy PLC	GB00B0CY5V57	2,67	2,39	EUR	8.962,50	-10,42%	Bergbau	Großbritannien	
Smurfit Kappa Group PLC	IE00B1RR8406	34,66	34,67	EUR	10.054,30	0,03%	Papier/Zellstoffe	Irland	
Sofina S.A.	BE0003717312	205,60	205,00	EUR	10.045,00	-0,29%	Finanzdienstleister	Belgien	
Vivendi S.A.	FR0000127771	9,94	8,71	EUR	8.775,00	-12,33%	Holding	Frankreich	
					152.473,65				
					Liquidität:	12.172,47			
					Vermögen:	164.646,12			

Hinweis: Die Performance-Messung im Musterdepot erfolgt ohne Einbeziehung von Dividendenzahlungen.

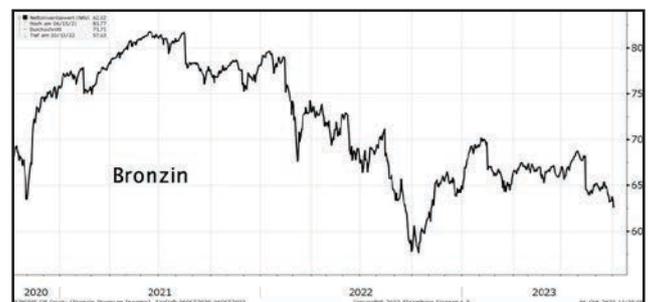
Options-Portfolio

Anlage		Performance 2023 in Euro-basiert:						6,77%
AST Optionen		Verkaufskurs	aktueller Kurs	Währung	GuV	Branche	Land	
BABA OPRA P 115 12/23		30,50	43,00	USD	-42,97%	Option/Put	USA	
BASF SE P 52 12/23		7,72	7,56	EUR	2,07%	Option/Put	Deutschland	
Bayer AG P 60 12/23		18,55	27,61	EUR	-48,84%	Option/Put	Deutschland	
Deutsche Bank AG P 12 12/23		0,86	0,38	EUR	55,81%	Option/Put	Deutschland	
VO3 XEUR P 130 12/23 3		21,16	15,71	EUR	25,76%	Option/Put	Deutschland	
Startvolumen 31.12.2018:		100.000,00 €		Vermögen per 08.12.2023			323.344,69 €	

Fonds-Strategien

Bronzin Premium Income (ISIN: DE000A14XNT1)

Der „Bronzin Premium Income“ wendet sich gezielt an „einkommensorientierte“ Anleger. Die dem Fonds zugrunde liegende Strategie fand 20 Jahre erfolgreich Anwendung, bevor der Fonds 2015 initiiert wurde mit dem Ziel die Langfristrenditen von Aktien als kalkulierbare Erträge regelmäßig auszuschütten. In Zeiten von null Zinsen wendet sich der Fonds an Anleger, die für ihre Finanzplanung und Zielumsetzung einen berechenbaren Cash-Flow benötigen, wie z.B. Stiftungen und Pensionskassen. Dem Fonds liegt ein Portfolio zugrunde, was sich aus hochkapitalisierten Aktien aus den großen Indizes Europas und der USA zusammensetzt. Dabei werden defensive, dividendenstarke Titel, die eine vermeintliche Unterbewertung aufweisen, bevorzugt.



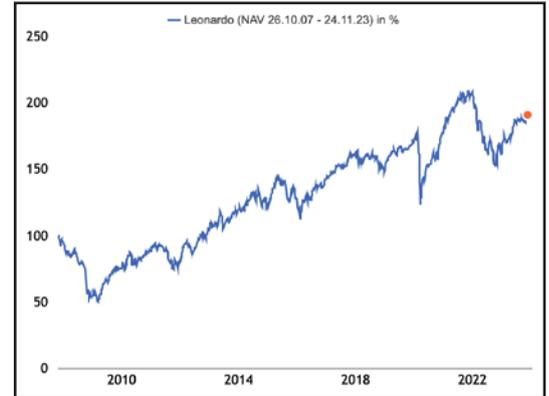
Mit Hilfe eines konsequent angewandten „Covered-Call-Writings“ werden regelmäßig Prämieneinnahmen generiert. Zuzüglich der erhaltenen Dividenden werden diese realisierten Erträge zu feststehenden Terminen ausgezahlt.



Leonardo UI Anteilklasse G (ISIN: DE000A0MYG12)

Der Fonds investiert in Anlehnung an ein quantitatives Allokationsmodell in verschiedene Anlageklassen. Angestrebt wird, durch regelmäßige Anpassung der Gewichtungen innerhalb der Assetklassen Aktien, Staatsanleihen und Liquidität, sowie der Verschiebung der Quoten in diesen Kategorien selbst, das Portfolio an aktuelle volkswirtschaftliche Daten und Markttechnik anzugleichen und so das Chance-/Risiko-profil des Portfolios zu verbessern.

Das quantitative Allokationsmodell unterscheidet zwischen Ländern bzw. Ländergruppen. Für die monatliche Reallokation werden überwiegend börsennotierte Terminmarktinstrumente eingesetzt, mit dem Ziel Transaktionskosten zu reduzieren. Die überschüssige Liquidität soll in verzinsliche Papiere aller Bonitätsklassen investiert werden. Es wird ein Mehrertrag gegenüber einer Benchmark, die sich gleichgewichtet aus MSCI® World 100% Hedged to EUR Index (EUR) und Bloomberg Barclays® Global Aggregate Corporate Total Return Index Hedged EUR zusammensetzt, angestrebt.



AvH Emerging Markets Fonds UI (ISIN: DE000A1145F8)

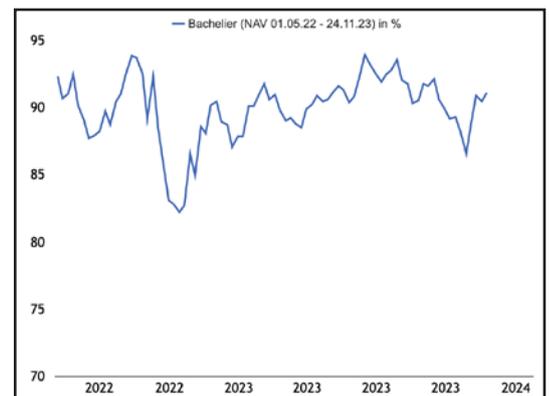
Der Fonds investiert zu mindestens 51% in Wertpapiere von Ausstellern aus Emerging Markets oder Wertpapiere von Ausstellern, die den überwiegenden Anteil ihrer wirtschaftlichen Aktivität in den Emerging Markets ausüben. Der Fonds investiert vor allem in Aktien, die möglichst den Prinzipien der Value-Anlage gerecht werden und eine für Investitionen attraktive Bewertung aufweisen, d.h. es wird versucht, attraktiv bewertete Qualitätsaktien im Universum der Schwellenländer zu finden und mindestens so lange im Portfolio zu behalten, wie die Unterbewertung offensichtlich ist bzw. die fundamentalen Rahmenbedingungen weiter für Investitionen nach dem Value-Ansatz sprechen.



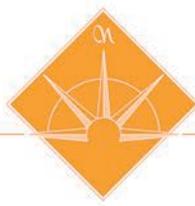
Ergänzend kann die Anlagestrategie auch mittels Anleihen, auch aus Emissionen, umgesetzt werden. Bei der Auswahl von Anleihen bringt die ICM ihr Know How ein. Der Schwerpunkt liegt hier auf Hartwährungsanleihen von Emittenten aus Schwellenländern. Der Fonds wurde im Jahr 2015 aufgelegt und belegte seitdem immer vordere Plätze im Peer Group Vergleich.

Bachelier UI (ISIN: DE000A1JSXE3) - Neue Berechnung

Der Bachelier soll mit einem streng regelbasierten ESG Auswahlprozess ein Portfolio von Aktien großer börsennotierter Unternehmen kuratieren und wettbewerbsfähige Renditen erzielen. Die Auswahl umfasst Unternehmen mit einem langfristig bewährten und funktionierenden Geschäftsmodell nach ihrem nachhaltigen, umweltbewussten, sozialen und ethischen Verhalten. Die eng gefasste Finanz- und Nachhaltigkeitsanalyse ermöglicht, die langfristigen, positiven Fortbestehensprognosen der Unternehmen in der Risikosteuerung mit den ESG-Faktoren abzugleichen.



Das Anlageuniversum des Fonds beschränkt sich auf ausschließlich regelkonforme Wertpapiere des implementierten ESG Auswahlprozesses. Weltweite Diversifikation nach qualitativer und quantitativer Risikosteuerung unter Einbindung monatlicher Analyseergebnisse des kanadischen Research Partners, BCA.



Anleihen Strategiedepot

Alpha Strategie Anleihen Musterdepot										
Eröffnet:	24.06.22	Kapital	200.000	EUR						
Emittent	ISIN	Nominal	Währung	Kupon %	Verfall	nächster Call	Investment EUR	Aktueller Kurs	Akt.Wert EUR	G/V
Boeing Company	US097023BS30	10.000	USD	3,375	15.06.46	12/15/2045	6.322	71,05%	6.584	4,14%
Bombardier Inc.	USC10602BA41	10.000	USD	7,500	15.03.25	-	8.996	100,19%	9.285	3,21%
Carnival Corporation	US143658AH53	10.000	USD	6,650	15.01.28	-	7.955	93,00%	8.943	12,42%
Discovery Communications LLC	US25470DAR08	10.000	USD	3,950	20.03.28	12/20/2027	8.912	94,09%	8.719	-2,16%
Ecopetrol S.A.	US279158AK55	10.000	USD	4,125	16.01.25	-	8.952	97,52%	9.243	3,26%
General Electric Company	US369604BQ57	10.000	USD	8,882	-	-	8.245	100,00%	9.267	12,40%
LyondellBasell Industries NV	US552081AM30	10.000	USD	4,625	26.02.55	08/26/2054	8.281	82,21%	7.618	-8,00%
Royal Caribbean Group	US780153AG79	10.000	USD	7,500	15.10.27	-	8.102	104,59%	9.693	19,63%
Schaeffler AG	DE000A2YB7B5	10.000	EUR	2,875	-	12/28/2026	9.060	97,45%	9.745	7,56%
Sudzucker International Finance BV	XS0222524372	10.000	EUR	7,072	-	03/28/2024	9.060	96,82%	9.682	6,87%
Tenneco Packaging, Inc.	US880394AB71	10.000	USD	7,950	15.12.25	-	8.557	101,07%	9.366	9,45%
Tenneco Packaging, Inc.	US880394AE11	10.000	USD	8,375	15.04.27	-	8.551	102,90%	9.536	11,52%
							108.366		107.682	
							Anfangskapital	200.000		
							Liquidität	91.634		
							Performance	-0,63%		

Kaufspesen nicht berücksichtigt, akt. Werte inkl. Kupon-Zahlungen

Abo-Service:

E-Mail: info@alphabriefe.de

Der Alpha Strategie erscheint wöchentlich. Druck und Vertrieb: ICM concept, Weintraubengasse 2, 90403 Nürnberg, eMail: info@alphabriefe.de. V.i.S.d.P. Carsten Müller. Rechnungstellung erfolgt im Voraus. Kündigungsfrist jeweils 14 Tage zum Ende des Bezugszeitraumes. Der Inhalt ist ohne Gewähr. Nachdruck ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Deshalb dienen alle Hinweise der aktuellen Information ohne letzte Verbindlichkeit, begründen also kein Haftungsobligo. Erfüllungsort und Gerichtsstand: Nürnberg. ALLE RECHTE VORBEHALTEN.

Risikohinweis: Alle Börsen- und Anlagegeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken verbunden. Verluste können nicht ausgeschlossen werden. Der Leser sollte die von den Banken herausgegebenen Informationsschriften „Basisinformationen für Wertpapier-Vermögensanlagen“, „Basisinformationen über Finanzderivate“ und „Basisinformationen über Termingeschäfte“ sorgfältig gelesen und verstanden haben.

Disclaimer: Anleihen aus den aufgeführten Wertpapieren können sich im Eigenbestand unseres Partners ICM InvestmentBank befinden. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben.