

Corporate Bond *Spezial*

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

EU-Infrastrukturfinanzierung mit mehr ÖPP

Inhaltsverzeichnis	Seite
Executive Summary	1
Unternehmensportraits	2
Branchenperspektiven	5
Wettbewerb	15
Exkurs	15
Finanzrisikoprofile	16
Peer Group Vergleiche	17
Relative Value	19

■ Der Markt für Infrastrukturanbieter in Europa ist national fragmentiert. Er verändert sich – angeschoben von der EU – derzeit aber dynamisch in Richtung weniger (nationaler) Staats- und mehr Kapitalmarktfinanzierung. Die Finanznot öffentlicher Kassen führt dazu, dass auch in Deutschland die nutzerbezogene Finanzierung und damit öffentlich-private Partnerschaften (ÖPP) an Bedeutung gewinnen. Die inländische PKW-Maut kommt nach den derzeitigen Planungen 2016. Von der europäischen Investitionsbank EIB mit öffentlichen Mitteln durch eine nachrangige Garantie abgesicherte Projektanleihen bieten beispielsweise für Versicherer und Pensionsfonds eine attraktive Anlagemöglichkeit – vor allem im derzeitigen Niedrigzinsumfeld. Erste EIB-gestützte Autobahn-Pilotprojekte starteten bereits im letzten Jahr.

■ In Südeuropa und angelsächsischen Staaten ist eine private Infrastrukturfinanzierung weit verbreitet. Unter den EU-Mautautobahnbetreibern gehört der italienische Anleiheemittent Atlantia zu den wichtigsten Vorreitern und Anbietern. Über Atlantia hinaus analysieren wir die Emittenten Deutsche Bahn und Fraport, einen international tätigen Flughafenbetreiber. Diese Infrastrukturgesellschaften zeichnen sich alle durch eine hohe operative Stabilität aus. Mit ihrem stark ausgeprägten monopolistischen Schutz sind sie ein ideales Investment für konservative Langfrist-Investoren.

■ Der Relative-Value-Vergleich zeigt eine relative Attraktivität der Fraport-Anleihe. Die Fraport-Finanzkennzahlen sind solider als die von Atlantia. Besonders niedrige Spreads weisen die staatsanleiheähnlichen Bonds der Deutschen Bahn auf. Die operative Stabilität (Monopolschutz) ist damit u.E. mehr als eingepreist.

Emittenteneinschätzung (Empfehlung)	Ratings S&P	Moody's	Fitch	Anleihenübersicht (ASW Spd Mid)			
				ASW	Spd	Mid	
Atlantia Nicht empfohlen (zuvor: nicht empfohlen)	BBB+ st	Baa1 st	A- st	ATLIM	5.625	05/16	15 Bp
				ATLIM	3.375	09/17	26 Bp
				ATLIM	3.625	11/18	49 Bp
				ATLIM	4.5	02/19	49 Bp
				ATLIM	4.375	03/20	53 Bp
				ATLIM	2.875	02/21	54 Bp
				ATLIM	5.875	06/24	60 Bp
				ATLIM	4.375	09/25	80 Bp
Deutsche Bahn Basis-Investment (zuvor: Basis-Investment)	AA st	Aa1 st	AA st	DBHNGR	4.25	07/15	-13 Bp
				DBHNGR	2.875	06/16	-9 Bp
				DBHNGR	4.25	11/16	-1 Bp
				DBHNGR	4	01/17	-8 Bp
				DBHNGR	3.625	10/17	-2 Bp
				DBHNGR	4.75	03/18	-1 Bp
				DBHNGR	4.875	03/19	1 Bp
				DBHNGR	5	07/19	6 Bp
				DBHNGR	3.5	06/20	6 Bp
				DBHNGR	1.75	11/20	-4 Bp
				DBHNGR	3.75	06/21	14 Bp
				DBHNGR	4.375	09/21	23 Bp
				DBHNGR	3.375	11/22	26 Bp
				DBHNGR	2.75	03/29	14 Bp
Fraport Beimischung (zuvor: Beimischung)	NR	NR	NR	FRAGR	5.25	09/19	↑ 77 Bp

↑ Top Performer
↓ Worst Performer

Quelle: BayernLB; Bloomberg

Unternehmensportrait Atlantia

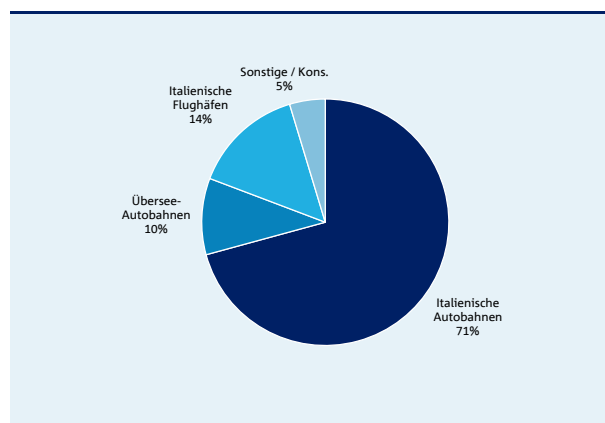
Die in Rom ansässige Gesellschaft Atlantia S.p.A. wurde 1950 unter dem Namen „Società Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.A.“ gegründet. Der früher im italienischen Staatsbesitz stehende Dienstleister betreibt Mautstellen auf Autobahnen. Seit 1999 ist der Konzern zu 100% an der Börse Mailand notiert. Vor einigen Monaten erfolgte die Übernahme der Beteiligungsgesellschaft Gemina mit einem Aktientausch im Wert von zwei Mrd. Euro.

Gemina besitzt unter anderem den Flughafenbetreiber Aeroporti di Roma S.p.A. (ADR) und ist darüber hinaus als Infrastrukturdienstleister in Lateinamerika tätig. Dort werden Mautautobahnen in Brasilien und Chile betrieben. Zu den Wettbewerbern von Atlantia im engeren Sinne gehören europäische Straßeninfrastrukturbetreiber wie Sanefi (F) oder Albertis (ES).

Die Gesellschaft meldete operativ per Saldo positive Zahlen für das dritte Quartal des Geschäftsjahres 2014: Der Umsatz stieg im Vorjahresvergleich um 27% auf fast 1,5 Mrd. Euro. Das EBITDA zog um 28% auf rund 1 Mrd. Euro an. Durch die Übernahme von ADR wurden erstmals durch das Flughafengeschäft 156 Mio. Euro umgesetzt. Das Kerngeschäft (Betreiben von Maut-Autobahnen) entwickelte sich stabil mit einem Plus von fünf Prozent (auf 1.058 Mio. Euro). Die vertragsbezogenen Einnahmen gingen um 21% auf 15 Mio. Euro zurück. Die sonstigen operativen Einnahmen legten dagegen deutlich um 80% auf 254 Mio. Euro zu. Das Ebit stieg um 15% auf 700 Mio. Euro. Unter dem Strich war durch höhere Steueraufwendungen ein Gewinnrückgang um 17% auf 248 Mio. Euro (vor Minderheitsanteilen) zu verzeichnen. Das Net Debt fiel nach Unternehmensangaben gegenüber dem Stand vom 31.12.2013 um 528 Mio. Euro auf 10,241 Mrd. Euro. Der operative Cashflow ging von 723 Mio. Euro auf 661 Mio. Euro zurück. Maßgeblich hierfür waren die Veränderungen im Umlaufvermögen. Der Ausblick für das Gesamtjahr bleibt vage. Das Geschäftsjahr ist von der ADR-Integration geprägt. Das Luftfahrtgeschäft soll sich signifikant verbessern.

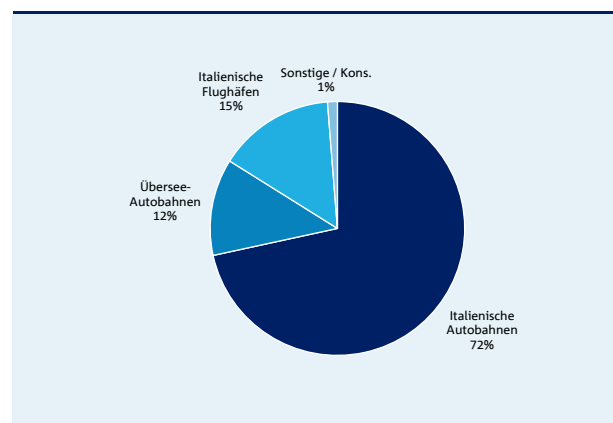
Die Übernahme von ADR hat die finanzielle Stabilität u.E. per Saldo verringert und die Steuerungsrisiken des Unternehmens erhöht. Bis zur Übernahme von Gemina war Atlantia kein Flughafenbetreiber. Operativ zeigte das dritte Quartal aber eine hohe Stabilität, vor allem im Kerngeschäft Mautautobahnen. Das Kreditprofil bleibt angesichts der relativ hohen Schulden verbesserungswürdig. Auch die Kreditmärkte bewerten die Anleihen weiterhin als entsprechend risikobehaftet. Den Kreditrenden stufen wir (in Einklang mit den Agenturen) als stabil ein, die Anleihen werden von uns angesichts der geringen Marktbreite und der mit der Übernahme des Flughafengeschäfts gestiegenen Risiken nicht empfohlen.

Umsatz nach Segmenten (9M 2014)



Quelle: BayernLB Research; Atlantia

Operatives Ergebnis (EBITDA) nach Segmenten (9M 2014)



Quelle: BayernLB Research; Atlantia

SWOT-Analyse

Stärken / Chancen

Hohe Eintrittsbarrieren: Gute Absicherung durch langfristige Mautkonzessionen

Operative Stabilität im Kerngeschäft Mautautobahnen

Stabile Eigner mit hoher Bonität und Langfristfokus

Regional diversifiziert

Das Geschäftsmodell ist im Zuge staatlicher Finanzierungspässe gut exportierbar

Potenzielle Personalkostenersparnis durch elektronische Erfassung nach dem Vorbild der inländischen LKW-Maut

Verbessertes Rating durch Internationalisierung der Aktivitäten u.E. möglich.

Schwächen / Risiken

Schwächelnde Nachfrage im Kernland Italien

Finanzprofil verbesserungswürdig

Die Übernahme von ADR hat die operativen und finanziellen Risiken erhöht

Rating durch die vergleichsweise schwache Bonität Italiens negativ beeinflusst

Mautsysteme mit stabilen Erträgen für Privatinvestoren sind politisch nach wie vor umstritten

Vager Ausblick.

Unternehmensportrait Deutsche Bahn

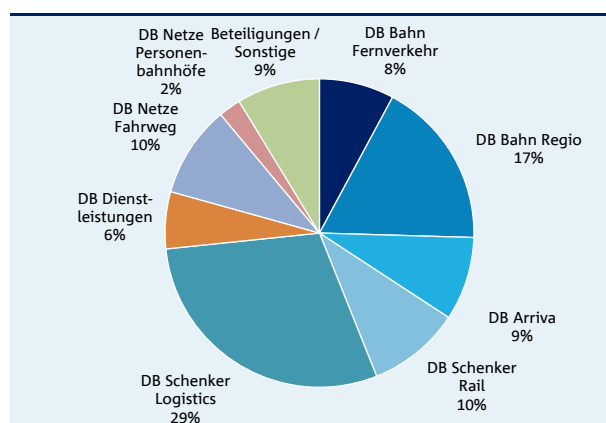
Die Deutsche Bahn hat eine lange Tradition als staatliches inländisches Bahnunternehmen. Zu der seit 1935 bestehenden Monopolsicherung, die im Personenbeförderungsgesetz geregelt ist, gehörte auch der inzwischen aufgehobene Schutz vor der Konkurrenz durch Fernbusse. Der Sitz der 1994 aus der Fusion der beiden früheren Staatsbahnen (Deutsche Reichsbahn/frühere DDR und Deutsche Bundesbahn/Bundesrepublik Deutschland ohne DDR) entstandenen Gesellschaft ist in Berlin.

Inzwischen gehört die Deutsche Bahn zu den weltweit führenden Bahngesellschaften und akquirierte im Zuge der Liberalisierung auch in England (Laing Rail 2007/08) und Spanien (Güterbahn Transfesa 2007). Netz- und Schienenbetrieb sind Bestandteil des Geschäftsmodells im Inland. Nach dem abgesagten Börsengang verpflichtete sich der Bund 2008 im Rahmen einer Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung, für einen längeren Zeitraum jährlich 2,5 Mrd. Euro bereitzustellen. Die Deutsche Bahn steuert jährlich 500 Mio. Euro Eigenmittel für Netz, Bahnhöfe und Energieversorgung bei. Die Bahn ist aber nicht mehr nur in ihrem Traditionsbereich tätig. Die Logistikfirma Schenker (mit Schenker Logistics und Schenker Rail) gehört seit 2002 im Zuge der Übernahme der Stinnes AG zur Bahn (für rund 2,5 Mrd. Euro). 2005 wurde – für geschätzt rund 1 Mrd. Euro – der US-Logistikanbieter Bax Global übernommen und damit das Schenker-Frachtgeschäft in Asien und den USA erweitert. Neben DB Bahn und DB Netze bildet Schenker eine der drei Konzernmarken. 2010 wurde für rund 2,8 Mrd. Euro der britische Verkehrskonzern Arriva erworben. Trotz der bereits seit Jahren forcierten Diversifizierung in regionaler und branchenbezogener Hinsicht ist der inländische Anteil des Geschäfts mit fast 60% immer noch sehr hoch.

Nach Bereichen betreffen 45% Transport und Logistik, 36% den Personenverkehr und Infrastruktur/Sonstige 19%. Genauer untergliedert ergeben sich folgende Segmente (mit Umsätzen und operativen Ergebnissen (EBITDA) für das erste Halbjahr 2014): DB Bahn Fernverkehr (1.979 Mio. Euro, 123 Mio. Euro), DB Bahn Regio (4.438 Mio. Euro, 485 Mio. Euro), DB Arriva (2.210 Mio. Euro, 104 Mio. Euro), DB Schenker Rail (2.452 Mio. Euro, 9 Mio. Euro), DB Schenker Logistics (7.407 Mio. Euro, 148 Mio. Euro), DB Dienstleistungen (1.507 Mio. Euro, 28 Mio. Euro), DB Netze Fahrweg (2.425 Mio. Euro, 267 Mio. Euro), DB Netze Personenbahnhöfe (589 Mio. Euro, 136 Mio. Euro) und Beteiligungen/Sonstige (2.194 Mio. Euro, -234 Mio. Euro). Weltweit beschäftigt das Staatsunternehmen fast 300.000 Mitarbeiter.

Das Kreditprofil stufen wir – bei einem stabilen Kreditrend – als gut ein und stimmen damit mit der sehr positiven Beurteilung der Ratingagenturen überein. Risiken bilden die Pensionslasten und potenziell zu ambitionierte Übernahmen im Ausland, die sich für viele inländische Unternehmen aus der ersten Reihe bereits als äußerst problematisch erwiesen (zu hohe Preise, falsche Einschätzung der Chancen/Risiken sowie Schwächen bei der Unternehmensführung/Integration). Einstufung: Basis-Investment.

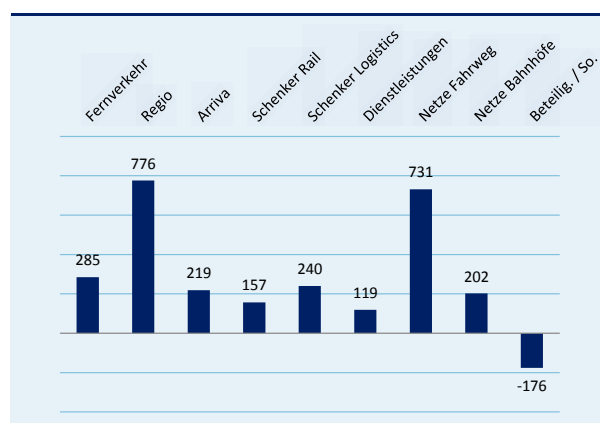
Umsatz nach Segmenten (6M 2014)



Quelle: BayernLB Research; Deutsche Bahn

Operatives Ergebnis (EBITDA) nach Segmenten (6M 2014)

in Mio. Euro



Quelle: BayernLB Research; Deutsche Bahn

SWOT-Analyse

Stärken / Chancen

Hohe Eintrittsbarrieren: Weitgehender Monopolschutz für den inländischen Bahnverkehr (wenn auch verringert durch die inzwischen zulässige Fernbuskonkurrenz)

Operative Stabilität durch führende Marktpositionen in den Bereichen Bahn und internationale Logistik / Wettbewerbschutz und Diversifizierung

Zunehmende Internationalisierung mit verstärktem Fokus auf Wachstumsmärkte

Regional ausreichend diversifiziert

Solide Bilanzstruktur

Gutes Rating durch die enge Verknüpfung mit dem stabilen Eigner Bundesrepublik Deutschland.

Schwächen / Risiken

Hohe Infrastruktur-Investitionen zur Sicherung der langfristigen Ertragskraft erforderlich

Potentielle Gefahr von Sunk Costs und hoher Integrationskosten im Zuge von Akquisitionen im Ausland

Steigende Volatilität und Zyklizität durch die geschäftliche Diversifikation außerhalb des Kerngeschäfts Bahn

Die steigende Konkurrenz durch Fernbusunternehmen gefährdet das bislang sichere Geschäftsmodell bei der Personenbeförderung

Im Bahn-Frachtbereich ist der Ausblick in Europa regulierungsbedingt bis auf Weiteres ungünstig (fragmentierte Märkte).

Unternehmensportrait Fraport

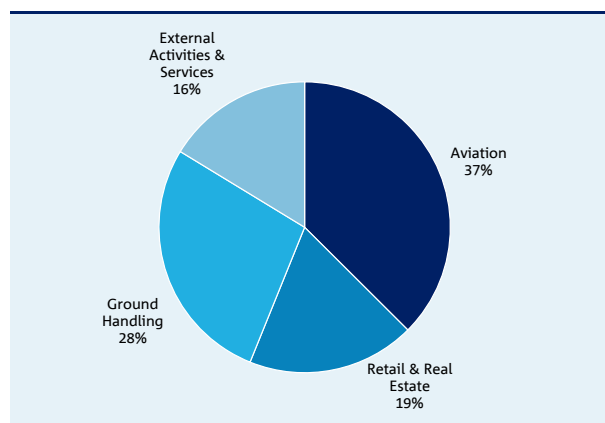
Fraport betreibt den größten inländischen Flughafen Frankfurt/Main. Der Standort im bevölkerungsreichen und von der Verkehrsinfrastruktur gut erschlossenen Großraum Rhein-Main bietet einen weitgehenden Schutz vor Wettbewerb. Die anderen Interkontinentalflughäfen und damit Drehkreuz/Umsteiger-Konkurrenten in der EU sind teilweise durch finanziell angeschlagene Airlines (z.B. Paris, Amsterdam, jeweils AF-KLM) geschwächt, während die Lufthansa für die Fraport AG strategisch und finanziell ein berechenbarer und solider Partner bleibt. Fraport konzentriert sich auf Flughäfen mit überdurchschnittlichem Wachstum (aktuelle Beteiligungen u.a. Hannover (30%), Lima (70%), Varna/Burgas (60%), Antalya (50%), St. Petersburg (35%), Xi'an (24,5%), Delhi (10%)).

Fraport meldete für das dritte Quartal 2014 ein niedrigeres Konzernergebnis (128 Mio. Euro nach 134 Mio. Euro). Die Nettofinanzschulden lagen nach Unternehmensangaben zuletzt (30.09.2014) bei 2,8 Mrd. Euro (2,9 Mrd. Euro am 30.09.2013). Die Liquidität zog leicht von 3,1 Mrd. Euro (30.09.2013) auf fast 3,3 Mrd. Euro (30.09.2014) an. Für das Gesamtjahr wird ein Konzernergebnis leicht über dem Vorjahr erwartet. Das Geschäftsmodell der Fraport AG könnte durch die Planung der Billigairline Ryanair, am Flughafen München Fuß zu fassen (bisher nutzt Ryanair den Standort Memmingen, schönfärberisch als „München-West“ bezeichnet), gestört aber nicht gefährdet werden. Dadurch würde der Flughafen München noch attraktiver.

Nach massiven früheren Schiefagen an Auslandsstandorten (Ninoy-Aquino-Airport in Manila) ist das negative Überraschungspotential heute u.E. gering. Der Ausblick der Gesellschaft ist vorsichtig, per Saldo ist er leicht positiv. Vor diesem Hintergrund gehen wir weiter von einem stabilen Kreditrend aus.

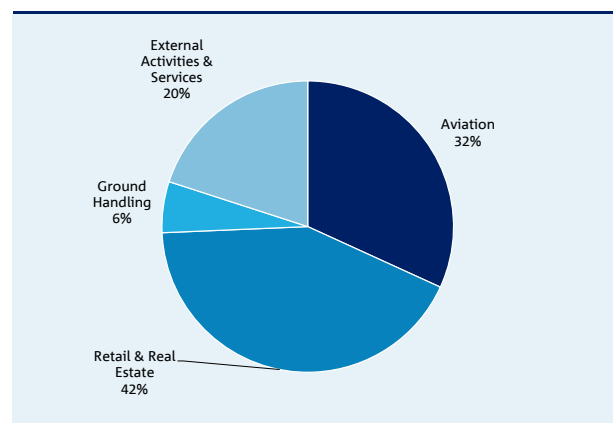
Empfehlung: Durch die fehlende Marktbreite empfehlen wir Anleihen der Fraport AG nur zur Beimischung.

Umsatz nach Segmenten (9M 2014)



Quelle: BayernLB Research; Fraport

Operatives Ergebnis (EBITDA) nach Segmenten (9M 2014)



Quelle: BayernLB Research; Fraport

SWOT-Analyse

Stärken / Chancen

Verdopplung des Luftverkehrs nach 15 Jahren wiederum zu erwarten

Anhaltender Ausbau der internationalen Flughafenbeteiligungen

Wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells des Flughafens Frankfurt ist die Retail & Real Estate Strategie, die langfristig erfolgversprechend ist (nächster Meilenstein: Eröffnung von Terminal 3)

Kooperation mit der Deutschen Lufthansa mit hohem Anteil von Langstreckenverkehr nach Asien

Relativ solides Finanzprofil

Ausgewogene Finanzierungsbasis aus bilateralen Krediten, Anleihen, Kreditmitteln von Förderkreditinstituten und SSD.

Schwächen / Risiken

Langwierige politische und regulatorische Genehmigungsprozesse / Entgeltregulierungen / Ausbaurestriktionen

Politikabhängigkeit / Finanziell inflexible öffentliche Eigner

Steigende Hub-Konkurrenz im Inland (München, Düsseldorf und Köln/Bonn) sowie im Ausland durch Istanbul (Turkish Airlines) und staatlich subventionierte Flughäfen/Airlines im Nahen Osten

Verschiebung internationaler Drehkreuze, EU-Billigkonkurrenten und finanzstarke Angreifer aus dem Nahen Osten

Aviation und vor allem Ground Handling chronisch ertragschwach

Externe Schocks, Streiks, Konjunkturschwäche.

Branchenperspektiven: Guter Langfristausblick – vor allem für öffentlich-private Partnerschaften

▶ Vor allem öffentliche Budgets bestimmen die Infrastrukturinvestitionen

Infrastrukturinvestitionen in Europa werden vor allem von öffentlichen Budgets der Einzelstaaten bestimmt. Auch kleine Gebietskörperschaften bestimmen mit. Bei Trassenführung und -ausbau sind oft ‚Kirchturmdenken‘ und erhebliche wirtschaftliche Ineffizienzen zu beobachten. Regionalpolitische Erwägungen dominieren, während es für eine länderübergreifende nutzerfinanzierte Finanzierung bislang nur Vorüberlegungen ergibt. Das Potential für öffentlich-private Partnerschaften ist immens. Große Versicherer wie die Allianz oder Münchener Rück sowie Banken, Baugesellschaften und Projektbetreiber sind gern bereit, sich hier zu engagieren. Das niedrige Zinsumfeld macht Investitionen in Infrastrukturprojekte derzeit besonders attraktiv.

Nikolaus von Bomhard, Vorstandsvorsitzender der Münchener Rück (FAZ, 3.12.2014, S. 23): *„Wenn private Investoren hier eine Chance erhalten, sich zu beteiligen, ist das für uns ein hochrelevantes Thema. Wir beabsichtigen, in den kommenden Jahren bis zu 8 Milliarden Euro weltweit in Infrastruktur im weiteren Sinne zu investieren. Hier geht uns Qualität vor Quantität, wir prüfen jedes Investment sehr sorgfältig.“*

Maximilian Zimmerer, Vorstand der Allianz (Handelsblatt, 8.1.2015, S. 48): *„Wenn Infrastruktur privat finanziert und betrieben werden soll, dürfen die Kosten hierfür dauerhaft nicht höher sein als bei öffentlicher Finanzierung. Sind die Zinsaufwendungen bei privater Finanzierung höher, muss diese durch Effizienz beim Bau und Betrieb des Projekts kompensiert werden. Es ist deshalb gut, dass sich Politik und institutionelle Investoren gerade aufeinander zubewegen. Es dient allen, wenn Projektvergabe und -bewertung verschlankt, standardisiert und möglichst transparent gestaltet werden und nachträgliche Änderungen von Vereinbarungen ausgeschlossen sind. Wenn dann deutlich mehr öffentlich-private Vorhaben auf den Markt kommen – gut so für die gesamte Volkswirtschaft.“*

▶ Nicht nur die Privatwirtschaft, auch die EU ist Treiber...

Nicht nur die Privatwirtschaft, auch die EU selbst ist Treiber für ein verbessertes europäisches Verkehrsnetzwerk. Zur Bekämpfung der Wirtschaftskrise legte EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker im November einen 315 Mrd. Euro umfassenden Investitionsplan vor. Die Europäische Investitionsbank (EIB), deren Verwaltungsrat sich aus Vertretern der EU Mitgliedstaaten – den Anteilseignern der Bank – und der EU-Kommission zusammensetzt, spielt dabei eine Schlüsselrolle. Dabei unterstützt die EIB, inzwischen nach eigenen Angaben der weltweit größte multilaterale Anleiheemittent und Darlehensgeber, Infrastrukturvorhaben im Rahmen der EU-Politik der Transeuropäischen Netze (TEN).

▶ ...für länderübergreifende EU-Infrastrukturvorhaben

Der länderübergreifende Netzausbau steht im Fokus, wobei folgende Vorhaben nach Bereichen unterstützt werden:

- Wirtschaftliche und soziale Integration
- Freier Personen-, Waren- und Dienstleistungsverkehr
- Entwicklung von benachteiligten Regionen

- Begrenzung von Umweltauswirkungen
- Kontakte zu angrenzenden Ländern
- Wettbewerbsfähige Energieproduktion und -versorgung
- Nutzung erneuerbarer Energien
- Effiziente und sichere Energieversorgung.

► **Die EU-Projektanleiheninitiative („Connecting Europe“) verbessert die Bedingungen für Kapitalanleger**

Nach einer EIB-Pressemeldung vom 19.09.2014 wurden für Investitionen in strategische Infrastruktur insgesamt 2,2 Mrd. Euro genehmigt, davon betreffen 600 Mio. Euro die Eisenbahninfrastruktur in Österreich, bis zu 325 Mio. Euro die Verbesserung des Stromverteilungsnetzes in Spanien und bis zu 213 Mio. Euro den Ausbau einer deutschen Autobahn. Darüber hinaus setzte die EIB gemeinsam mit der EU-Kommission eine Projektanleiheninitiative („Connecting Europe“) in Gang. Investitionen in große Infrastrukturprojekte u.a. im Verkehrssektor (TEN-V) sollen für Kapitalmarktanleger attraktiver gestaltet werden. Laut Prognose der EU-Kommission sind 2 Bio. Euro in die Infrastruktur zu investieren, damit die EU die Ziele ihrer Europa 2020-Strategie erreicht (zur günstigeren Refinanzierung wurden in Italien und Frankreich alternativ zur Projektanleiheninitiative die Einführung von Eurobonds gefordert, die von deutscher Seite abgelehnt wurden). Das klingt zwar etwas planbürokratisch, die Attraktivitätssteigerung für Investoren zeigt sich aber in der Möglichkeit, Verbindlichkeiten in zwei Tranchen – eine vorrangige und eine nachrangige – aufzuteilen, wodurch die Qualität ihrer Anleihen für die Projektträger verbessert werden soll. Dabei gibt es für die nachrangige Tranche nach EIB-Angaben zwei Möglichkeiten:

1. Darlehen der EIB mit Unterstützung der EU-Kommission, oder
2. Bereitstellung einer vorbeugenden Kreditlinie, auf die der Projektträger zurückgreifen kann, falls die Einnahmen des Projekts für die vorrangige Schuldenbedienung nicht ausreichen.

Durch den Einsatz einer nachrangigen Garantie der EIB bis zu 20 % der jeweils ausstehenden Projektanleihe sollen die Kreditgeber des Projektes zusätzlich abgesichert werden. Mit dieser Ausgestaltung der nachrangigen Tranche wird die Anlage für institutionelle Anleger attraktiver, wobei der Einsatz von Steuermitteln zur Steigerung der Attraktivität von der EU und der EIB letztlich mit der Investitionszurückhaltung seit dem Ausbruch der Finanzkrise begründet wird. Die neuen, so geförderten Anleihen werden vom Projektträger selbst begeben (und damit nicht von der Bank oder von dem jeweiligen Mitgliedsland, in dem das Projekt durchgeführt wird). Ein weiterer Vorteil nach EIB-Angaben ist, dass die zusätzlichen Finanzmittel über die gesamte Projektlaufzeit, einschließlich der Bauphase, verfügbar sind.

► **Institutionelle Anleger im Fokus**

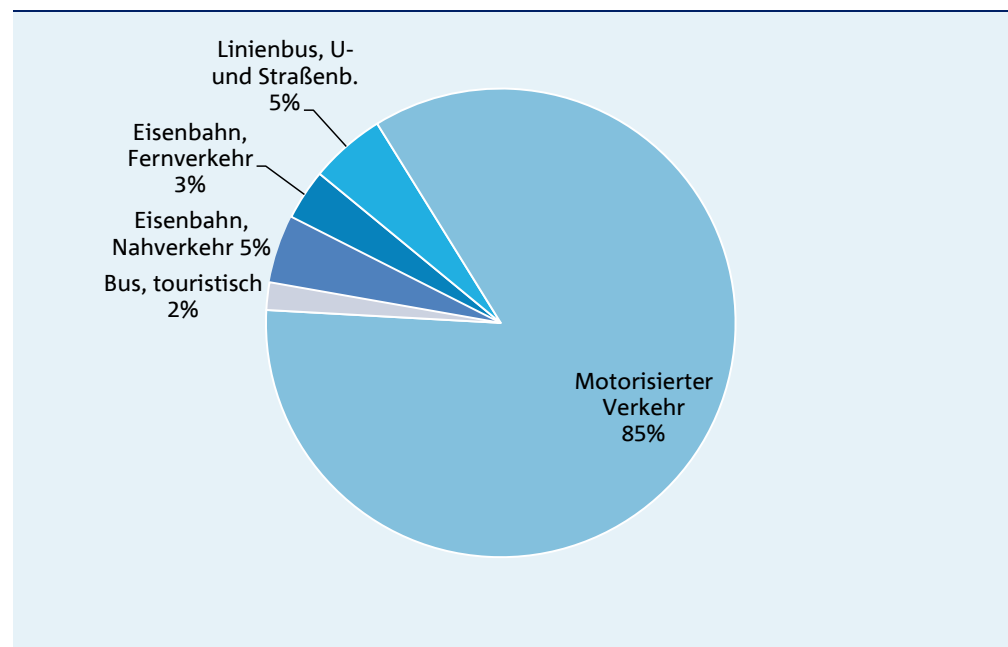
Das Interesse in der Privatwirtschaft an solchen Infrastrukturinvestitionen ist, wie eingangs erwähnt, groß. An die Stelle von Bankenkonsortien treten dabei zunehmend institutionelle Investoren, die eine Mindestrendite über den derzeitigen üblichen Niedrig-

zinsen bei Unternehmensanleihen höchster Bonität und eine ausreichende Geschäftsabsicherung fordern. Voraussetzung für die erfolgreiche Projektanleihenplatzierung ist daher zumindest ein Investment-Grade-Rating einer international anerkannten Ratingagentur, also vor allem von S&P, Moody's oder Fitch. Das Baukonsortium muss einen guten Track Record zeigen. Die möglichst flexible Finanzierung muss Reserven aufweisen. Nicht zuletzt ist die durch die EIB-Garantie erzielbare Ratingverbesserung für die Vermarktung einer Projektanleihe hilfreich, wenn nicht sogar entscheidend.

► **Individualverkehr dominierend**

Um welchen Markt geht es (wobei wir hier den Energiebereich/Kraftwerke und Wasserstraßen, für die im Inland ab 2018 auch eine Maut vorgesehen ist, ausklammern)? Der mit Abstand größte Anteil im europäischen Landverkehr betrifft den Individualverkehr. Er macht allein in Deutschland 84,7% aus (Daten für 2012). Wie in der Graphik aufgeführt, spielen Eisenbahnen, Busse und Straßenbahnen eine weit geringere Rolle.

Verkehrsleistungen im Landverkehr 2012
Gesamtsumme 1.078 Milliarden Personenkilometer



Quelle: BayernLB Research; Günter Ederer, Gottfried Ilgmann: Deutschland im Stau, S. 22

Schienerverkehr:

► **Noch kein reibungslos funktionierender grenzüberschreitender Bahnfrachtverkehr**

Angesichts der bestehenden technischen Umsetzungshemmnisse (nationale Sondervorschriften) kann die Bahn trotz der erfolgten Liberalisierungsschritte ihre Chancen in Europa nicht länderübergreifend nutzen. Während in den USA der Bahngüterverkehr eine große Bedeutung besitzt, ist dieser Markt in Europa noch weitgehend national fragmentiert. Die Gleisnetze in der EU entstanden größtenteils noch vor dem Ersten Weltkrieg. Bei der historisch gewachsenen Struktur spielten militärstrategische Erwägungen eine große Rolle. So verhindern bis heute unterschiedliche Normen und sogar divergierende Spurbreiten (Osteuropa) den Transport über lange Distanzen, in dem die Bahn gegenüber dem LKW Wettbewerbsvorteile hätte. Bei Forcierung einheitlicher Standards und dem Trennen von Netz und Betrieb könnte hier eine Plattform entstehen, die ein kräftiges Wachstumspotential bietet. Mit privatwirtschaftlichen Mautsyste-

temen und -betreibern könnte – nach dem Vorbild der Autobahnen – das Netz ökonomisch effizienter, transparenter und kundenfreundlicher genutzt werden.

▶ **Inländisches Bahnmonopol bis auf Weiteres gesichert bei...**

Deutschland ist zwar Reformvorreiter, führte die Privatisierung jedoch nicht zu Ende. Bislang hält man auch hierzulande daran fest, Netz und Transportleistungen nicht zu trennen. So fließen weiter jährlich von Seiten der öffentlichen Hand Milliarden für die Erhaltung und den Ausbau des Netzes. Die Deutsche Bahn ist im Schienenbereich – Netz und Betrieb – weiterhin nahezu ein Monopolist in Staatshand. Dennoch: Bei einer Privatisierung der Netze und des Betriebes in Europa wäre die Deutsche Bahn in einer vergleichbar guten Position.

▶ **...Forcierung der Effizienz**

So erfolgte mit der Bahnreform und der Neugründung 1994 eine konsequente Strategie zur Steigerung der Profitabilität – nach hohen Defiziten des Staatsbetriebes. Das Bahnnetz wurde zu Gunsten von Strecken mit Ertragspotenzialen verlagert, und unrentable Strecken wurden geschlossen. Nach wie vor spielen bei dem Bau neuer Trassen regionalpolitische Erwägungen zwar eine große Rolle, die Deutsche Bahn hat aber mit ihren frühzeitigen Reformen eine gute Ausgangsbasis geschaffen, um im künftigen EU-weiten Wettbewerb zu bestehen.

Fernbusse:

▶ **Der Fernbusmarkt entwickelte sich dynamisch und zeigt derzeit Konsolidierungstendenzen**

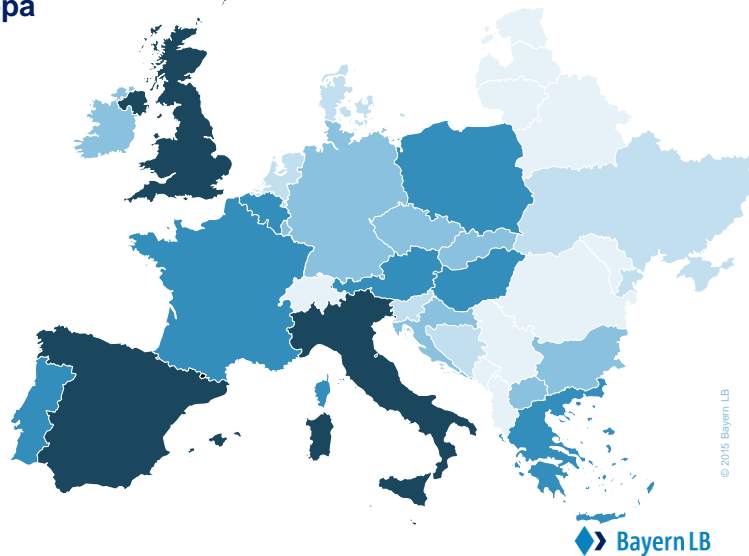
Durch eine Gesetzesänderung zu Lasten der Bahn ist es seit 2013 erlaubt, den Fernverkehr auch regelmäßig mit so genannten Fernbussen zu bedienen, wie dies in anderen europäischen Staaten langjährig üblich ist. Inzwischen hat sich ein dynamisch wachsender Markt mit eigenen Verkehrsdrehpunkten und einer Vielzahl von Wettbewerbern entwickelt. Aufgrund der deutlich längeren Fahrzeiten verteidigt die Bahn nach wie vor ihre wesentlich höheren Preise gegen die extrem niedrigen Fernbustarife. Die Märkte sind derzeit tatsächlich noch sehr unterschiedlich, dürften sich aber aufeinander zubewegen. So zeichnet sich angesichts des noch ruinösen Wettbewerbs eine Konsolidierung im Fernbusmarkt ab. Nach dem Ausstieg des ADAC führt die Deutsche Post das Fernbusgeschäft allein weiter fort. MeinFernbus und FlixBus fusionieren und wollen in Deutschland mit dem Transport von 20 Mio. Personen einen Marktanteil von über 50% erzielen. Nicht zuletzt durch die Beteiligung von General Atlantic wird das neue Unternehmen in den nächsten Jahren vermutlich einen Börsengang anstreben (Exit-Strategie von General Atlantic). Mit der größeren Investitionssicherheit der Anbieter wird auch die Professionalisierung in diesem neuen Segment gestärkt. Die Deutsche Bahn muss daher verstärkt den ‚Wettbewerb von unten‘ mit einkalkulieren.

Individualverkehr:

▶ **ÖPP's im EU-Ausland gut etabliert**

Während Mautsysteme in Südeuropa, Südamerika und Australien bei der Baufinanzierung von Infrastrukturprojekten und öffentlich-private Partnerschaften (ÖPP) bzw. Public-Private-Partnerships (PPP) bereits langjährig üblich sind, wurde mit der LKW-Maut und einzelnen Neubauprojekten mittels ÖPP hierzulande Neuland betreten. Infrastrukturfinanzierung erfolgte traditionell als eine rein staatliche Aufgabe (hierfür steht der paternalistische Begriff „Daseinsvorsorge“). In Europa ist das Bild dagegen gemischt. Deutschland liegt im Mittelfeld, in Südeuropa und angelsächsischen Staaten ist die private Infrastrukturfinanzierung schon weit stärker etabliert. In der folgenden Übersicht sind die Staaten, die ÖPPs in Europa nutzen, blau unterlegt (je mehr, desto dunkler).

Infrastruktur: Öffentlich-Private Partnerschaften in Europa



Quelle: BayernLB Research

► Inländische Privatfinanzierungen an Hand des A- und des F-Modells

ÖPPs haben im Inland bislang noch kein hohes Ansehen. Sie sind nach Ansicht von Kritikern zu teuer und intransparent, angesichts der niedrigen Zinskosten durch die hohe Bonität des Staates wären Bund und Länder in der Lage, die Finanzierung alleine durchzuführen. Trotz solcher Vorwürfe entschied die Bundesregierung bereits 1992, rechtliche Voraussetzungen für eine private Bundesfernstraßenvorfinanzierung zu schaffen. Das war ein Meilenstein, bis dahin galt für das Autobahnnetz uneingeschränkt der Begriff „Daseinsvorsorge“ mit staatlicher Alleinfinanzierung (zur Kritik daran lesenswert: Günter Ederer: Deutschland im Stau, S. 81). Zur privaten Finanzierung wurden zwei Modelle entwickelt:

- A-Modell: Bei diesem Betreibermodell steht der Ausbau von üblicherweise vierspurigen Autobahnen auf sechs Fahrbahnen im Fokus
- F-Modell: Im Gegensatz zum A-Modell betrifft das F-Modell nur Brücken, Tunnel und Gebirgspässe des Bundesfernstraßennetzes. Hierfür wurde 1994 das Private Straßenfinanzierungsgesetz (FStrPrivFinG) verabschiedet.

Trotz des bestehenden Regelwerkes findet eine private Finanzierung noch kaum statt, obwohl der Investitionsstau zunimmt. Die Infrastrukturlücke wird auch von Politikern (z.B. von Sigmar Gabriel im letzten Jahr) eingeräumt. Für kapitalkräftige Versicherungen und Pensionsfonds sollen Anlagemöglichkeiten geschaffen werden. Die Erfahrungen in anderen Ländern wie z.B. Italien sind positiv. Der – in dieser Studie auch analysierte – italienische Mautbetreiber Atlantia erzielt stabile Erträge. Durch weitgehend fehlende Staus ist die Kundenzufriedenheit sehr hoch. Auch Planungsdebakel der öffentlichen Hand (z.B. Berliner Flughafen) und die Schuldenbremse werden dazu führen,

dass Privatinvestoren bei der Infrastrukturfinanzierung zunehmend eine größere Rolle spielen. Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds sind die Anlagen vergleichsweise interessant. U.a. große Versicherungsgesellschaften haben die Infrastruktur als lukrative Anlagemöglichkeit entdeckt.

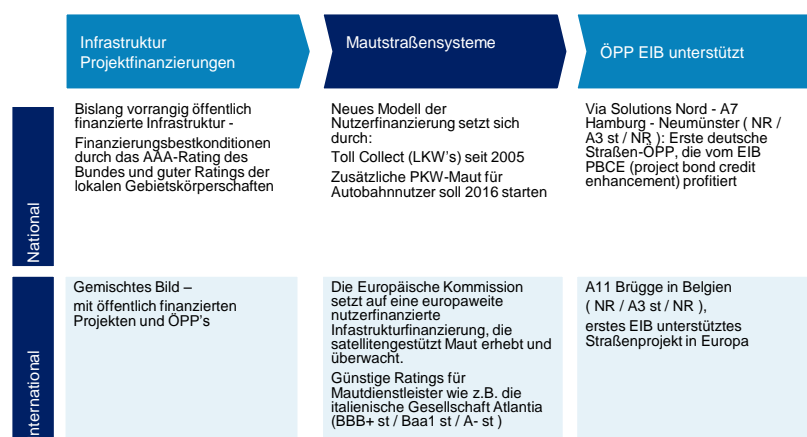
► **Investitionsstau durch langjährige Unterfinanzierung**

Die Perspektiven sind außerordentlich gut. So müssen in den nächsten Jahren Milliardenbeträge für den Erhalt der nicht selten – selbst in Deutschland – verkommenen Infrastruktur aufgewendet werden. Der Ausbau neuer Strecken kommt zu kurz. Eigentlich müssten jährlich zweistellige Milliardenbeträge zusätzlich in das Straßennetz investiert werden, um den inländischen Wirtschaftsstandort und die Konnektivität innerhalb Europas zu sichern. Auch vor diesem Hintergrund werden die im Ausland bereits seit vielen Jahren etablierten Mautsysteme in Deutschland zunehmend entdeckt. Populär sind sie nach wie vor nicht. Sie sind trotz guter Erfahrungen anderswo auch politisch umstritten.

► **Mautstraßen setzen sich in Europa durch fehlende öffentliche Mittel immer mehr durch**

Die Sachzwänge durch Haushaltsengpässe lassen jetzt auch die Einführung einer PKW-Maut im Inland realistisch erscheinen. Grundsätzlich werden Mautsysteme danach unterschieden, ob sie zeit- oder leistungsbezogen erhoben wird. Auch beide Erhebungsformen sind anzutreffen (Tunnelmaut und allgemeine Maut) und es wird nach Zahlergruppen unterschieden. So wird die Maut in Deutschland bislang nur für LKWs erhoben. Insgesamt ist die Infrastruktur in Europa vielgestaltig, wobei auch die Finanzierung einzelner Autobahn-Ausbaumaßnahmen zunehmend über ÖPPs durchgeführt wird.

Infrastruktur: Finanzierungscharakteristiken in Europa



© 2015 Bayern LB



Quelle: BayernLB Research

► **Langfristige Verträge**

Die Betreibermodelle bei nutzerfinanzierten Straßen basieren üblicherweise auf langfristigen Verträgen mit öffentlichen Stellen und festen Tarifen. Dieses einfache Geschäftsmodell gilt durch die gute Kalkulierbarkeit als risikoarm. Ein wesentliches Geschäftsrisiko bildet eine Fehleinschätzung langfristiger Perspektiven und konjunktureller Risiken. Hier werden die Annahmen aus Finanzierungsgründen nicht selten zu hoch angesetzt. Voraussichtliche Vorteile der privaten Finanzierung sind kürzere Planungszeiten, effizientere Streckenplanungen, eine höhere stauvermeidende Professionalität bei den Baumaßnahmen, eine größere Termintreue sowie eine größere Transparenz. Im Gegensatz zum staatlichen System ist eine Zweckentfremdung der Mittel nicht vorgesehen, sie werden für den Bau und Erhalt der Straße genutzt. Wie umfassend dieses Finanzierungsmodell im Ausland bereits etabliert ist, zeigt allein folgende Übersichtsliste von europäischen Mautautobahnbetreibern:

Haupteigner und Ratings von Mautstrassenbetreibern

Mautstrassenbetreiber	Typ*	Land	Aktionäre	Rating
Abertis	LC	Spanien	Trebol H. (15%) Caja A. P. B. (14%) Obrascon H. L. SA (14%) Inversiones A. (7%)	BBB+ st / NR / BBB+ st
Atlantia	LC	Italien	Benetton (30%) Singapur (8%) Goldman Sachs (5%) Fondazione (5%) BlackRock (2%)	BBB+ st / Baa1 st / A- st
APRR	LC	Frankreich	Eiffarie (99%)	BBB+ st / Baa2 st / BBB+ st
ASTM	LC	Italien	Argo Finanziaria Spa (53%) Lazard Ltd. (11%)	NR / NR / NR
Brisa	LC	Portugal	Tagus Hdls. Sarl (35%) Jose de Mello Sgps SA (30%) AEIF Apollo Sarl (19%)	NR / NR / NR
Sanef	LC	Frankreich	Hold. Infrastructure Transp. (70%)	NR / Baa1 st / NR
SIAS	LC	Italien	Autostrada Torino-Milano Spa (62%) Aurelia Srl. (6%) Lazard Ltd. (5%)	NR / Baa3 neg / BBB+ st

* LC: Listed Company

Quelle: BayernLB Research, Bloomberg

Inländische LKW-Maut „Toll Collect“

► **Das LKW-Mautsystem „Toll Collect“ besteht seit 2005**

Der Start für das LKW-Mautsystem „Toll Collect“ erfolgte nach technischen Anlaufschwierigkeiten erst im Jahr 2005. Mit der aufwändigen elektronischen Erhebung, Kontrolle und Abrechnung wurde technisches Neuland betreten. Für eine europaweite einheitliche Mauterfassung stellt dies eine Blaupause dar. Die unterschiedlichen Teilsysteme ließen sich so integrieren. Zusätzliche Wartezeiten durch die Abrechnung direkt an den Autobahnen, wie in Frankreich und Italien üblich, könnten entfallen.

Inländische PKW-Maut/Infrastrukturabgabe

- ▶ Die PKW-Maut wurde im Dezember beschlossen...

Die neue PKW-Maut/Infrastrukturabgabe wurde im Dezember 2014 vom Bundeskabinett beschlossen. Sie soll ab dem 1. Januar 2016 erhoben werden und zu jährlichen Einnahmen in Höhe von netto 600 Mio. Euro führen. Ausländer sollen dabei 860 Mio. Euro für die neue Maut entrichten, die jährlichen Betriebskosten werden sich nach der Schätzung des Verkehrsministeriums auf rund 260 Mio. Euro belaufen.

- ▶ ...und sieht eine elektronische Vignette vor

Vorgesehen ist eine elektronische Vignette für alle PKW und Wohnmobile bis zu 3,5 Tonnen. Motorräder bleiben ausgenommen (die Kennzeichen von Motorrädern lassen sich ungleich aufwändiger abgleichen). Ausländer sollen Jahres-, Zwei-Monats- und Zehn-Tages-Vignetten an Tankstellen oder im Internet erwerben können. Über das Autokennzeichen soll kontrolliert werden, ob die Abgabe gezahlt wurde. Bei den in Deutschland ansässigen Autofahrern ist das durch die Zulassungsdaten ohnehin der Fall. Damit ist eine Erhebung wie bei der Kraftfahrzeugsteuer, die dann entfallen oder gekürzt werden soll, möglich. Nach dem Koalitionsvertrag sollen deutsche Autofahrer nicht zusätzlich belastet werden. Aus dem Ausland kommende Autofahrer müssen demgegenüber dann zusätzlich zahlen (bis dahin bleibt die Nutzung der Autobahnen kostenfrei). Ein Privatunternehmen soll Hunderte von Kontrollpunkten auf Autobahnen und Bundesstraßen errichten. Mit Hilfe des Überwachungssystems soll über das Nummernschild hinaus die Mautzahlung der Fahrer, Namen und Adresse des Halters sowie Orte und Durchfahrtszeiten gespeichert werden. Das Bundesamt für Güterverkehr soll die Zahlung der Maut künftig kontrollieren, hierfür sollen rund 400 neue Stellen geschaffen werden.

- ▶ Inländische Maut zeigt den Wandel zur nutzerbasierten Finanzierung der Infrastruktur

Aufgrund der Maut-Erhebung für Ausländer möchten einige Staaten vor dem europäischen Gerichtshof klagen, falls eine diskriminierende Ungleichbehandlung von Ausländern und Inländern nachweisbar ist. Insofern ist das Verkehrsministerium hinsichtlich seiner Ausgestaltung der Maut daran gebunden. Unabhängig davon ist die um PKWs erweiterte Mauterfassung Ausdruck der künftig vorgesehen nutzerbasierten Infrastrukturfinanzierung.

- ▶ „Mobility Pricing“ in Singapur und London

Sowohl in Singapur als auch in London gibt es ein sogenanntes „Mobility Pricing“. Hier erfolgt die Preisbildung nach der Straßenauslastung. Zu den Hauptverkehrszeiten steigt die Maut, nachts sinkt sie entsprechend. Damit werden Engpässe (Staus) eher vermieden und die knappen Güter Zeit und Straßenraum ökonomisch bestmöglich erfasst.

Exkurs City-Maut UK

- ▶ City-Maut in London stärkte ÖPNV

In England gibt es bereits seit einigen Jahren eine City-Maut: Die so genannte London Congestion Charge (LCC) ist eine reine Innenstadtmaut. Die Gebühr wurde 2003 vom damaligen Londoner Bürgermeister Ken Livingstone eingeführt, um die Nutzung von umweltfreundlicheren Fahrzeugen, Fahr- und Motorrädern und dem ÖPNV, zu verstärken. Nach der Wiederwahl des Bürgermeisters wurde trotz großen Widerstands der Bevölkerung von London die Mautzone durch die „Western Extension“ erweitert (2007). Wer die markierte Mautzone werktags zwischen sieben und 18 Uhr befährt, musste zuerst fünf GBP, ab 2005 acht und seit 2011 zehn GBP bezahlen. Einige Fahrzeuge sind von der Maut befreit, beispielsweise Busse und Taxis. Das Ziel der LCC ist die Senkung der Umweltverschmutzung und der potenziellen Staugefahr durch ein geringeres Verkehrsaufkommen. Am ersten Tag nach der Einführung gab es einen Verkehrs-

rückgang um 25%. Nach einer Studie von Transport of London (TfL) gilt dies in etwa auch für das gesamte erste Jahr, hier ermittelte man eine Verkehrsreduktion um 20-25%. Interessant war auch, welche Alternativen genutzt wurden: 50%-60% davon nutzen anstatt des Individualverkehrsmittels den ÖPNV. Die Fahrzeiten verringerten sich im Durchschnitt um 15%. Der erhoffte Unfallrückgang blieb unauffällig.

▶ **Umfassende Kameraüberwachung zur Einnahmensicherung in London**

Durch den rapiden Verkehrsrückgang konnte der ursprünglich erhoffte und wohl zu ambitioniert geplante Ertrag von 130 Mio. GBP nicht erreicht werden. Es wurden durch das Ausweichverhalten nur 68 Mio. GBP eingenommen, die laut TfL größtenteils in den öffentlichen Nahverkehr investiert wurden. Die Mautzone selbst wird mit stationären (180) und mobilen (ca. 50) Kameras überwacht. Die Fahrzeuge werden anhand einer Plakette an der Hecktür identifiziert. Bei Ein- und Ausfahrt wird das vordere und hintere Nummernschild fotografiert. Die so ermittelten Daten werden an ein Rechenzentrum in Zentral-London weitergeleitet, in dem per automatischer Nummernschilderkennung der Halter des Fahrzeugs ermittelt wird. Ein zweites Rechenzentrum übernimmt die Datensicherung der Bilder. Es wird geschätzt, dass auf diese Weise 98% des Gesamtverkehrs erfasst werden. Für die restlichen zwei Prozent gibt es die mobilen Fahrzeuge, die sich innerhalb der Zone bewegen. Private Fahrzeughalter müssen die Mautgebühr in Eigeninitiative entrichten. Ein Unternehmen kann eine Fahrzeugflotte bei TfL registrieren, wobei für jedes durch die Überwachung erfasstes Fahrzeug 5 GBP pro Tag berechnet werden.

▶ **Die City-Maut wird auch in anderen Großstädten breit diskutiert**

International hat die Stauplanung Aufsehen erregt, weil immer mehr Großstädte mit diesen Problem zu kämpfen haben. Beispielsweise hat New York angekündigt, dieses Verfahren genauer unter die Lupe zu nehmen. Auch für deutsche Städte, nicht zuletzt München, könnte eine City-Maut unter fiskalischen und Umweltgesichtspunkten interessant sein. Im Blickpunkt steht dabei die Feinstaubbelastungen durch Dieselfahrzeuge. In Paris plant man daher sogar, ab dem Jahr 2020 – mit wenigen Ausnahmen – diese zu verbieten, im Idealfall soll private Mobilität nur noch Elektrofahrzeuge und Radfahrer umfassen. Fahrverbote werden künftig in Konkurrenz zu dem nutzerfinanzierten Modell stehen, das unter sozialpolitischen Gesichtspunkten umstritten ist. Letzteres scheint sich dennoch – angesichts knapper öffentlicher Kassen – durchzusetzen.

▶ **Perspektiven werden durch die Nachfrage und mögliche Umgebungsmaßnahmen bestimmt**

Die Perspektiven für die nutzerfinanzierte Infrastruktur sind durch die Nachfrage bestimmt. Damit sind die wirtschaftlichen Perspektiven maßgeblich. Das Verkehrsaufkommen auf den bereits vorhandenen Mautstraßen in Europa dürfte in diesem Jahr um 1-2% steigen. Für die konjunkturschwachen Länder in Südeuropa (Portugal, Spanien, Italien) rechnen wir nur mit einer stagnierenden Entwicklung. Für einzelne südeuropäische Streckenabschnitte ergeben sich Probleme durch die zunehmende Umfahrung auf Alternativstrecken. Staaten mit stärkerem Durchgangsverkehr wie Deutschland, Österreich und Schweiz profitieren von dem steigenden LKW-Aufkommen.

Flughäfen:

- ▶ **Inländische Flughafeninfrastruktur zunehmend umstritten, Standorte Frankfurt und München gut positioniert**

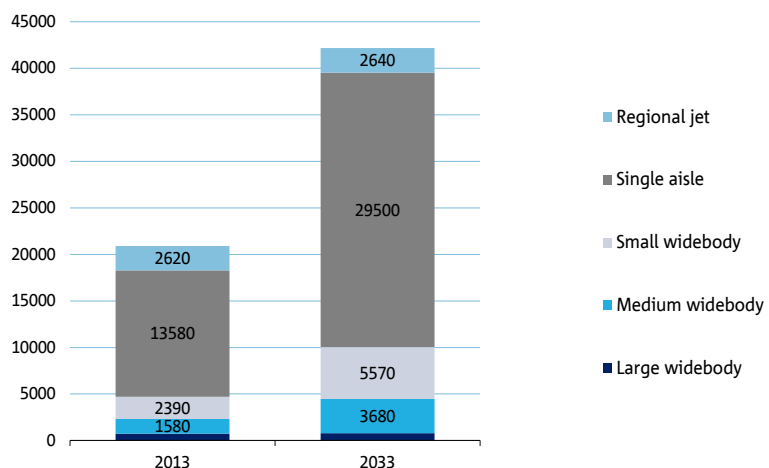
Die Flughafeninfrastruktur in Deutschland ist nicht mehr so unumstritten vorbildlich wie noch vor einigen Jahren. Die Luftverkehrsabgabe hat den inländischen Flughäfen geschadet und das Passagieraufkommen in Deutschland gebremst. Im internationalen Wettbewerb ist Deutschland auch vor diesem Hintergrund nicht mehr so gut positioniert, auch wegen wegweisender Fehlentscheidungen und Pannen. In Berlin wird der neue Flughafen nicht fertig. Fraglich ist auch, ob er irgendwann rentabel betrieben werden kann. Ausbaufähig ist er nicht, da Schönefeld dicht bebaut ist und Reserveflächen fehlen. Möglicherweise wird man gezwungen sein, doch wieder den zwischenzeitlich verworfenen Standort Sperenberg zu berücksichtigen. Dann wäre zwar viel Steuergeld sinnlos verbaut worden, dieser neue Großflughafen könnte aber als ausbaufähiges internationales Drehkreuz fungieren und leichter profitabel betrieben werden können. Für Frankfurt bedeutet das Berliner Flughafendebakel, dass die Position als wichtigster Flughafen – mit immer noch großem Vorsprung vor München – noch sehr lange bestehen bleibt.

- ▶ **Gute Perspektiven**

Die generellen Nachfrageperspektiven für Flughäfen sind trotz der erschwerten inländischen Rahmenbedingungen sehr gut. Dafür spricht u.a. der günstige Langfristausblick für die Luftfahrt nach den Prognosen der führenden Hersteller Airbus und Boeing. Danach steigt der Bestand an Zivilflugzeugen nach dem aktuellen Ausblick von Boeing von 20.910 Einheiten (2013) auf 42.180 Stück bis zum Jahr 2033. Den Marktwert der notwendigen Bestellungen zur Ausweitung des Bestands beziffert Boeing auf 5,2 Bio. USD (bei Auslieferungen von fast 37 Tsd. Einheiten, Airbus prognostiziert konservativer mit 4,4 Bio. USD bei rd. 29 Tsd. Stück).

Zivilflugzeugentwicklung von 2013 bis 2033

Anzahl nach Kategorien



Quelle: BayernLB Research; Boeing

- ▶ **Intaktes Langfristwachstum**

Entsprechend dem bisherigen Langfristtrend ist davon auszugehen, dass sich der Luftverkehr auch in den nächsten 15 Jahren verdoppelt. Dementsprechend wird mehr Fluggerät im Einsatz sein. Die Flughäfen müssen den steigenden Verkehr bewältigen. Vor diesem Hintergrund ist mit entsprechenden Kapazitätserweiterungen zu rechnen.

Gute Wettbewerbssituation durch monopolistischen Schutz

- ▶ **Interessant für konservative Langfrist-anleger, aber letztlich abhängig von der Ausgestaltung der Konzessionen**

Langfristige Infrastrukturinvestitionen (insbesondere Mautstraßen und Flughäfen) stehen im Fokus value-orientierter Anleger, sie bilden durch Exklusivität ein klassisches Anlageziel. Die Erhebung von Wegezöllen war schon in der Historie entscheidend für die Prosperität von Regionen. Wenn jeder ein Nadelöhr passieren muss, ergibt sich eine sichere Einnahme. Dieses öffentlich garantierte Monopol sichert die Einnahmestabilität. In diesem Zusammenhang wird bei Flughäfen auch von einer „Festung“ gesprochen. Bei den Flughäfen stehen dabei die Einnahmen durch das Retailgeschäft im Vordergrund. Einige Flughäfen haben dieses Geschäftsmodell dadurch optimiert, dass die Zuweisung zu den Gates möglichst spät erfolgt, um den Aufenthalt in den Geschäften und Restaurants zu verlängern. Gleichzeitig sind die Warteräume extrem unattraktiv. Es bleibt keine attraktive Alternative, als zu konsumieren oder sich zumindest den verlockenden Angeboten auszusetzen („Mausfalle“-Konzept in London Heathrow). Für Mautstraßensysteme ist die Ausgestaltung der Konzessionen ökonomisch entscheidend. Diese sind nach Ländern unterschiedlich, dies gilt auch für die Kontrolle der Ausgestaltung und der Tarifsysteme.

Exkurs: Von der EIB unterstützte Projektfinanzierungsanleihen

- ▶ **Mit dem Project Bond Credit Enhancement wird Neuland betreten**

In Deutschland ist die Finanzierung von Infrastrukturprojekten anhand von Projektanleihen noch selten. Mit dem Einsatz des nachrangigen Kreditinstruments „Project Bond Credit Enhancement“ der EIB scheint aber auch hierzulande Bewegung in das privatfinanzierte (und gleichzeitig mit öffentlichen EU-Mitteln geförderte) Geschäft zu kommen. Für Investoren bieten sich durch die EIB-Absicherung Vorteile. Vorreiter bei der Straßenfinanzierung in Europa war die A11 in Belgien mit einer Anleihe über fast 580 Mio. Euro, die am 17.3.2014 angekündigt wurde (sie läuft bei einem Kupon von 4,49% bis zum 30.09.2045). Das erste deutsche Projekt betrifft den sechs- bzw. achtspurigen Ausbau der A7 nördlich von Hamburg (siehe dazu auch die folgende Übersicht):

Hauptegner und Ratings der ÖPP-Straßenprojekte A11 und A7

ÖPP-Straßenprojekte	Typ *	Land	Aktionäre	Rating
A11 (Project Co)	PBCE	Belgien	Via Brugge NV (61%) Via Invest NV (39%)	NR/A3 st/NR
A7 (Via Solutions Nord)	PBCE	Deutschland	HOCHTIEF PPP Solutions (49%) KEMNA BAU (10%)	NR/A3 st/NR

* PBCB: Project Bond Credit Enhanced

Quelle: BayernLB Research, Bloomberg

- ▶ **A11 in Belgien (Brugge) und A7 in Deutschland (nördlich von Hamburg) profitieren von der EIB-Garantie**

Beide hier aufgeführte Straßenprojekte profitieren von der EIB-Garantie von 20% der ausstehenden Projektanleihe, die die so gestaltete Kapitalmarktlösung gegenüber einer Bankfinanzierung begünstigt. Die erste inländische Projektanleihe wurde letztes Jahr von der Gesellschaft Via Solutions Nord emittiert (rd. 430 Mio. Euro, Ankündigungsdatum 27.08.2014, Kupon 2,957%), einer Projektgesellschaft, an der Hochtief PPP Solutions, DIF und die Kemna Gruppe beteiligt sind. Hinzu kommt ein revolvingender Bankkredit zur Zwischenfinanzierung, wodurch sich das Finanzierungsvolumen insgesamt auf 700 Mio. Euro beläuft. Der Ausbau der A7 ist damit gleichzeitig das größte privat finanzierte A-Modell (siehe dazu oben). Diese Projektanleihe wird u.E. Signalcharakter für weitere haben. Staatliche Finanzierungsengpässe treffen – wie bereits erwähnt – vor allem bei Versicherern auf das steigende Interesse, bei dem Niedrigzinsumfeld langfristig höhere und nachhaltig sichere Anlagen zu realisieren.

Finanzrisikoprofile: Staatliche Absicherung des Geschäfts lässt Schwächen bei den Verschuldungskennzahlen in den Hintergrund treten

▶ Weitgehender Monopolschutz...

Für die drei hier analysierten Infrastrukturanbieter Atlantia, Deutsche Bahn und Fraport gilt, dass ihr Geschäft durch monopolmäßigen Schutz sehr weitgehend abgesichert ist.

▶ ...erlaubt höheres finanzielles Leverage

Der finanzielle Leverage ist bei Atlantia deutlich ausgeprägt als bei der Fraport AG. Dies zeigen alle drei hier herangezogenen Kreditkennzahlen – FFO (Funds from Operations) / Nettoschulden, Nettoschulden/EBITDA und Nettoschulden/Gesamtkapital. Für die Stichtage 30.06. 2014 und 30.09.2014 ergibt sich folgendes Bild für Atlantia (30.09.), Deutsche Bahn (30.06.) und Fraport (30.09.):

Kreditkennzahlen von Atlantia, Deutsche Bahn und Fraport

Unternehmen	Kreditkennzahlen per 30.06. (Deutsche Bahn), 30.09.2014*			Ratings		
	FFO/Net Debt	Net Debt/Ebitda	Net Debt/Capital	S&P	Moody's	Fitch
Atlantia	12.1%	6.26	0.70	BBB+ st	Baa1 st	A- st
Deutsche Bahn	25.1%	3.15	0.63	AA st	Aa1 st	AA st
Fraport	24.6%	4.23	0.48	NR	NR	NR

* adjustiert um Pensionen, Operating Lease Verträgen und Eventualverbindlichkeiten

Quelle: BayernLB Research

▶ Atlantia zeigt schwächere Kennzahlen als Fraport und die Deutsche Bahn

Atlantia ist so deutlich abgeschlagen, dass die von den drei führenden Agenturen nicht geratete Fraport AG und die Deutsche Bahn sich positiv abheben. Es handelt sich hier aber nur um einen relativen Vergleich. Alle drei Unternehmen – mit jeweils operativ gut abgesicherten Geschäftsmodellen – können hinsichtlich finanzieller Solidität nicht in besonderer Weise punkten, am ehesten per Saldo noch die Deutsche Bahn. Die operativ hervorragende geschäftliche Absicherung scheint offensichtlich aus Sicht des Managements jeweils ein höheres Maß an finanziellem Leverage zu erlauben. Diese Sicht wäre u.E. vertretbar, wenn die operative Effizienz nachhaltig gesichert bleibt. Die finanziellen Verhältnisse bei Fraport sind noch ordentlich, bei Atlantia verbesserungswürdig. Maßgeblich für das Atlantia-Rating sind das sichere Geschäftsmodell und der mittelbare Staatsschutz des monopolnahen Dienstleisters. Den Kreditrend stufen wir sowohl bei Atlantia als auch bei Fraport als stabil ein. Das inländische Vorzeigeunternehmen Deutsche Bahn profitiert hinsichtlich des Ratings auch von der hohen Bonität des staatlichen Eigners. Das Kreditprofil stufen wir bei einem stabilen Kreditrend als gut ein.

Peer Group Vergleiche

Atlantia sieht insgesamt etwas schlechter als die Vergleichsunternehmen aus

► **Hauptwettbewerber von Atlantia in der EU ist Abertis**

Als Peer Group der Atlantia Group haben wir vor allem europäische Mautstraßendienstleistungsanbieter herangezogen: Abertis (Sp), APRR (F), ASTM (It), Brisa (Port.), Sanef (F) und Sias (It). Die einzige nichteuropäische Gesellschaft ist der australische Dienstleister Transurban. Atlantia gehört bezogen auf den Umsatz zu den größeren Gesellschaften knapp nach Abertis.

Bei der EBITDA-Marge bewegt sich Atlantia auf dem Niveau der herangezogenen Vergleichsgruppe. Gleichzeitig schneidet Atlantia bei den Verschuldungskennzahlen im Durchschnitt etwas ungünstiger als die Konkurrenten ab (Ausnahme Bruttoverschuldung/Gesamtkapital).

Atlantia im Peer Group Vergleich

	Atlantia	Mittelwert Peer	Median Peer	Abertis	APRR	ASTM	Brisa	Sanef	SIAS	Transurban Group
Land	Italien			Spanien	Frankreich	Italien	Portugal	Frankreich	Italien	Australien
S&P	BBB+ st	--	--	BBB st	BBB+ st	NR	NR	NR	NR	NR
Moodys	Baa1 st	--	--	NR	Baa2 st	NR	NR	Baa1 st	Baa3 neg	NR
Fitch	A- st	--	--	BBB+ st	BBB+ st	NR	NR	NR	BBB+ st	NR
Key Credit Ratios	GJ 2013			GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013/14
	31.12.2013			31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013	30.06.2014
Umsatz (Mio. Euro)	4,344	1,713	1,290	4,492	2,425	1,304	556	1,147	1,290	778
EBITDA	2,590	1,068	566	2,923	1,457	569	381	n.v.	563	514
EBITDA-Marge	60%	58%	63%	65%	60%	44%	69%	n.v.	44%	66%
Nettoverschuldung / EBITDA	5.0	4.3	4.6	4.6	4.7	2.4	5.9	n.v.	3.1	5.3
FFO / Nettoverschuldung	12%	16%	13%	13%	11%	27%	13%	n.v.	n.s.	15%
EBITDA / Zinsaufwand	3.4	3.9	3.7	3.2	4.1	6.3	3.0	n.v.	5.1	1.6
Netto-Gearing	159%	141%	146%	204%	n.s.	57%	215%	215%	87%	66%
EK-Quote	23%	27%	27%	23%	-1%	41%	25%	27%	35%	40%
Bruttoverschuldung / Gesamtkapital	68%	68%	71%	72%	101%	50%	71%	71%	56%	53%
Firmenwert / EK	342%	271%	245%	460%	n.v.	135%	n.v.	n.v.	186%	304%
Firmenwert-Quote	77%	88%	87%	108%	n.v.	55%	n.v.	n.v.	66%	122%

Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

Deutsche Bahn bei den Verschuldungskennzahlen gut positioniert

► **Hauptwettbewerber der Bahn in der EU ist die französische SNCF**

Die Peer Group der Deutschen Bahn wurde, da die Studie europäische Infrastrukturanbieter umfasst, auf Unternehmen im europäischen Bahnnetz begrenzt. Der wesentliche Wettbewerber ist hier die französische Gesellschaft SNCF (Société Nationale des Chemins de Fer Français) in Staatshand, die das Schienennetz in Frankreich und dabei u.a. den TGV betreibt. Aufgrund dieser Struktur ist die SNCF am ehesten mit der Deutschen Bahn vergleichbar. Die privatwirtschaftlich organisierte britische Infrastrukturgesellschaft Network Rail besitzt die Assets der früheren staatlichen Bahngesellschaft British Rail. Als drittes Vergleichsunternehmen haben wir die italienische Staatsbahn FS (Ferrovie dello Stato Italiane) herangezogen, die im Zuge des ungünstigeren italienischen Staatsratings von den großen drei Agenturen vergleichsweise schlechter als die Deutsche Bahn oder SNCF beurteilt wird.

Im Vergleich zur SNCF schneidet die Deutsche Bahn bei den Verschuldungskennzahlen sehr gut ab. Die Bilanzkennzahlen der italienischen FS sind weit besser als das Rating signalisiert und angesichts des hohen Eigenkapitalumfangs auch günstiger als bei der Deutschen Bahn.

Deutsche Bahn im Peer Group Vergleich

	Deutsche Bahn	Mittelwert Peer	Median Peer	FS	Network Rail	SNCF Mobilities
Land	Deutschland			Italien	Großbritannien	Frankreich
S&P	AA st	--	--	BBB- st	NR	AA- neg
Moody's	Aa1 st	--	--	NR	NR	Aa2 neg
Fitch	AA st	--	--	BBB+ st	NR	AA st
Key Credit Ratios	GJ 2013			GJ 2013	GJ 2013/14	GJ 2013
	31.12.2013			31.12.2013	31.03.2014	31.12.2013
Umsatz (Mio. Euro)	39,107	15,813	7,609	7,597	7,609	32,232
EBITDA-Marge	13%	22%	26%	26%	34%	8%
Nettoverschuldung / EBITDA	3.3	8.1	5.7	5.7	13.9	4.6
FFO / Nettoverschuldung	23%	15%	16%	16%	9%	20%
EBITDA / Zinsaufwand	6.8	2.7	2.7	n.v.	1.5	3.9
Netto-Gearing	110%	192%	172%	30%	374%	172%
EK-Quote	28%	30%	17%	59%	15%	17%
Bruttoverschuldung / Gesamtkapital	56%	60%	72%	26%	81%	72%
Firmenwert / EK	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Firmenwert-Quote	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

Fraport schneidet schwach ab

► Konkurrenten von Fraport sind die großen EU-Drehkreuze

Hauptwettbewerber der Fraport AG sind die großen Umsteigerflughäfen in Europa, dazu gehören in erster Linie Heathrow (UK), das Drehkreuz Paris und nicht zuletzt Amsterdam (Schiphol). Darüber hinaus auch die kleineren Airports Wien, Zürich und München (haben wir wegen fehlender Daten nicht in die Peer Group einbezogen). Insgesamt schneidet die Fraport AG im Wettbewerbsvergleich nicht gut ab. In operativer Hinsicht (EBITDA-Marge) bildet sie das Schlusslicht. Bei den Verschuldungskennzahlen ist zwar Heathrow der negative Ausreißer, andere Airports – wie Schiphol, Wien oder Zürich – zeigen dagegen deutlich günstigere Werte.

Fraport im Peer Group Vergleich

	Fraport	Mittelwert Peer	Median Peer	Aéroports de Paris	Heathrow Airport	Luchthaven Schiphol	Flughafen Wien	Flughafen Zürich
Land	Deutschland			Frankreich	UK	NL	Österreich	Schweiz
S&P	NR	--	--	A+ st	NR	A+ st	NR	A st
Moody's	NR	--	--	NR	NR	A1 st	NR	NR
Fitch	NR	--	--	A+ st	NR	NR	NR	NR
Key Credit Ratios	GJ 2013			GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013	GJ 2013
	31.12.2013			31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013	31.12.2013
Umsatz (Mio. Euro)	2,561	1,733	1,382	2,755	3,124	1,382	622	782
EBITDA	891	813	584	1,075	1,734	584	246	426
EBITDA-Marge	35%	46%	42%	39%	56%	42%	40%	54%
Nettoverschuldung / EBITDA	4.3	3.7	2.7	2.9	8.7	2.6	2.7	1.8
FFO / Nettoverschuldung	15%	27%	31%	20%	7%	31%	31%	46%
EBITDA / Zinsaufwand	4.1	6.4	5.6	5.8	1.7	5.6	4.7	14.0
Netto-Gearing	124%	152%	72%	82%	516%	45%	72%	45%
EK-Quote	33%	41%	46%	40%	13%	57%	46%	50%
Bruttoverschuldung / Gesamtkapital	59%	51%	42%	52%	84%	38%	42%	39%
Firmenwert / EK	288%	236%	211%	295%	n.v.	n.v.	211%	201%
Firmenwert-Quote	94%	105%	101%	117%	n.v.	n.v.	98%	101%

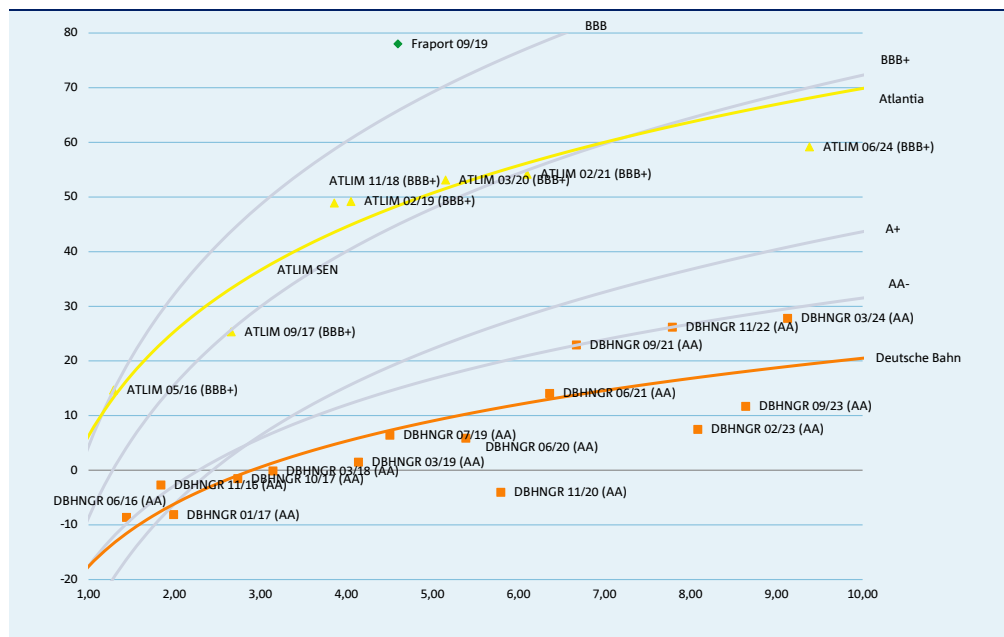
Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

Relative Value: Fraport Anleihe relativ attraktiv

► **Attraktive Fraport-Anleihe**

Der Relative-Value-Vergleich zeigt, dass insbesondere die bis September 2019 laufende Fraport-Anleihe attraktiv ist. Wie bereits ausgeführt, sind die Fraport-Finanzkennzahlen solider als die der italienischen Atlantia. Dennoch sind die Spreads der Atlantia-Anleihen im Vergleich niedrig. Besonders niedrige Spreads weisen die staatsanleihe-ähnlichen Bonds der Deutschen Bahn auf. Die operative Stabilität (Monopolschutz) ist damit u.E. mehr als eingepreist.

Relative Value Atlantia, Deutsche Bahn und Fraport versus Ratinglaufbänder (Euro)
Asset Swap Spread in Bp. vs. Restlaufzeit in Jahren



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

Tel. +49 89 2171-

Trading

Stefan Meier 26707

Bond Trading & Syndication

Nicholas Atkinson 25524

Energy & Commodity Solutions

Dr. Michael Lange 27322

Structured Solutions

Christian Fuchsl 25503

Devisen und Zinsderivate

Marc Burgheim 27323

Geldmarktprodukte

Thomas Bachmeier 23293

Büro Essen

Peter Schallenberg 0201-844-536342

Sales Sparkassen / Retail

Ingmar Alde 28451

CVA-Desk & OTC-Margining

Bastian Kehrls 25631

Investor Relations

Sebastian Appeldorn 21452

Volker Karioth 23441

Sales & Origination

Dr. Jörg Senger 26524

DCM Origination Corporates

Paul Kuhn 25756

DCM Origination Financial Institutions

Jörg Himmelmann 23378

Fixed Income Sales

Herbert Schädler 25371

Sales Sparkassen / Eigengeschäft

Ruth Kerschagl 23281

Sales Corporates National

Alexander Hübner 23187

Sales Corporates International,

Immobilienkunden

Dr. Klaus Voit 23795

Sales Mittelstand

Franz Kemmer 25846

Financial Institutions

Institutionelle Kunden

Thomas Porr 21758

Financial Institutions

Alois Schimpfhauser 23974

Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt 21750

Investment Research

Alexander Plenk, CFA 27076

Government Bonds & Fixed Income Strategie

Dr. Norbert Wuthe 27209

Credits & Covered Bonds

Alfred Anner, CEFA 27072

Amir Darabi 25727

Matthias Gmeinwieser, CIIA 26323

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873

Asja Hossain, CFA 27065

Miraji Othman 25888

Mara Schulz 27070

Christian Strätz, CEFA, CIIA 27068

Stefan Voß 21808

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber 21780

Aktienmarkt / Strategie

Manfred Bucher, CFA 21713

Aktien / Privatkunden

Christoph Gmeinwieser, CIIA 27053

Volkswirtschaft

Dr. Johannes Mayr 21859

Makro-/Konjunkturanalyse

Christiane von Berg 28745

Dr. Stefan Kipar 27346

Devisenanalyse

Manuel Andersch 27448

Wolfgang Kiener 27058

E-mail: Vorname.Nachname@bayernlb.de

Disclaimer

Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 20.01.2015. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB, Kaiserstraße 29, 60311 Frankfurt am Main).

Die aktuellen Preise und Bewertungen sind indikative Quotierungen aus Bloomberg vom 20.01.2015 um 10:00 Uhr. Die CDS-Spreads sind Bloomberg-Kurse vom 20.01.2015 um 10:00 Uhr.

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bewertungshinweis

Bewertungsverfahren:

Die von der BayernLB im Fixed Income Research vorgenommene Bonitätseinschätzung von Unternehmen und eine damit einhergehende Herleitung von Anlageempfehlungen bei Corporate Bonds basiert im Wesentlichen auf fundamentalen Aspekten. Dabei wird zunächst eine Geschäftsrisikoanalyse durchgeführt (d.h. Durchführung einer SWOT-Analyse des Emittenten, Einschätzung der Wettbewerbsposition innerhalb der Branche, Identifikation zukünftiger Sektortrends, Regulierungsrisiken, Beurteilung von Strategie und Management des Unternehmens). Zusätzlich wird eine Finanzrisikoanalyse des Unternehmens vorgenommen (d.h. Vergleich der Finanzposition des analysierten Unternehmens mit branchengleichen Unternehmen, Analyse des Finanzrisikos vor dem Hintergrund des Sektorrisikos, Rentabilitätsanalyse, Bewertung der Kapitalstruktur, Cashflow-Analyse und Coverage-Ratios, Bewertung der finanziellen Flexibilität des Unternehmens). Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse hinsichtlich der Bonität eines Unternehmens lässt sich eine Relative-Value-Bewertung der Anleihen des Emittenten mit Anleihen vergleichbarer Unternehmen (hinsichtlich Branche, Rating etc.) durchführen.

Zeitraum von Anlageempfehlungen:

Anlagehorizont = 6 - 12 Monate

Empfehlungssystematik

Zentraler Punkt der Empfehlungssystematik ist die sogenannte Emittenteneinschätzung / Issuer Recommendation. Die Issuer Recommendation stellt auf die von uns erwartete Entwicklung des Emittenten (Kreditqualität / Kreditrend) im Verhältnis zur relevanten Vergleichsgruppe (Sektor-Peer) in den kommenden 12 Monaten ab. Mit den drei Stufen „Basis-Investment“, „Beimischung“ und „nicht empfohlen“ wird eine strategische Allokationsempfehlung innerhalb eines Sektors abgegeben. Dieser Empfehlung vorgehend ist die Bewertung der erwarteten absoluten Entwicklung der Kreditqualität des Emittenten, gemessen an qualitativen und quantitativen Fundamentalfaktoren. Die erwartete, absolute Entwicklung dieser Kreditqualität (Kreditrend) wird in den Stufen positiv, stabil und negativ zum Ausdruck gebracht. Die erwartete Entwicklung der Kreditqualität bedingt nicht unbedingt eine Änderung unserer Einstufung (Emittenteneinschätzung / Issuer Recommendation). So kann sich bspw. in einer Abschwungphase die Kreditqualität des Emittenten abschwächen (Kredit Trend negativ), die Entwicklung aber im Vergleich zur Peer deutlich besser (weniger starke Verschlechterung der Kreditqualität) darstellen. Daher kann in diesem Beispiel dennoch eine Empfehlung Basisinvestment ausgesprochen werden.

Keine Bedeutung bei dieser Einstufungssystematik hat der relative Wert von Einzelanleihen oder Credit Default Swaps („CDS“) im Vergleich zu anderen ausstehenden Anleihen und CDS desselben oder anderer Emittenten der gleichen oder anderer Branchen. Somit geben die Einstufungen Basisinvestment, Beimischung oder nicht empfohlen keine Aussagen zur erwarteten Entwicklung von Einzelanleihen oder CDS (beide „Anlagepapiere“) des Emittenten ab. Die Entwicklung der Anlagepapiere kann also beispielsweise, trotz einer Einstufung als Basisinvestment, durchaus volatil ausfallen und/oder für Investoren nachteilige Bewegungen zeigen.

Basis-Investment: Mit dieser Emittenteneinschätzung / Issuer Recommendation bringen wir zum Ausdruck, dass der Emittent (dessen Kreditqualität; respektive die erwartete Entwicklung derer) grundsätzlich von der fundamentalen Risikobewertung im Vergleich zur Sektor-Peer her für jeden Investor geeignet erscheint. Der Fokus bei dieser Bewertung liegt auf Sicherheit. Grundsätzlich wäre diese Einstufung mit Ratings der drei großen Rating-Gesellschaften im Investment-Grade (also zwischen AAA und mindestens BBB- bei S&P sowie Fitch bzw. Aaa bis mindestens Baa3 bei Moody's) vergleichbar.

Beimischung: Im Gegensatz zum Basisinvestment sehen wir hier beim Emittent (dessen Kreditqualität; respektive die erwartete Entwicklung derer) deutlich höhere Risiken. Hinsichtlich der externen Ratings wäre diese Stufe vor allem für die Emittenten die kurz davor stehen ihr Investment-Grade Rating zu verlieren (bspw. BBB- bei S&P sowie Fitch oder Baa3 bei Moody's versehen mit negativem Ausblick oder das Rating unter Beobachtung für einen möglichen Downgrade stehend) oder bereits im Nicht-Investment-Grade Bereich eingestuft sind (BB+ bei S&P sowie Fitch bzw. Ba1 bei Moody's und darunter).

Nicht empfohlen: Das Risiko des Emittenten (dessen Kreditqualität; respektive die erwartete Entwicklung derer) ist nach unserer Meinung derart hoch, dass wir von einem Investment in diesen Emittenten abraten. Hierunter fallen Namen, die unserer Meinung nach derart schwach sind, dass von einem besonders hohen Risiko auszugehen ist. Diese Stufe wird auch dann vergeben wenn bspw. ein grundsätzlich gut aufgestelltes Unternehmen durch angekündigte M&A- oder sonstige Aktivitäten für uns aus analytischer Sicht intransparent wird, eine nachvollziehbare Einschätzung der zukünftigen Entwicklungen der Fundamentaldaten also nicht möglich ist.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

keine abweichende Empfehlung

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten	Basis-Investment	Beimischung	nicht empfohlen
14%	39%	9%	2%	1%	1%	19%	14%	1%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten	Basis-Investment	Beimischung	nicht empfohlen
21%	24%	7%	2%	2%	4%	19%	19%	2%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte

Deutsche Bahn:	3), 4)
Atlantia:	-
Fraport:	3), 4)

- 3) Die Bayerische Landesbank bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen war innerhalb der vorangegangenen 12 Monate an der Führung eines Emissionskonsortiums von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der vorliegenden Publikation sind.
- 4) Die Bayerische Landesbank bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate für den Emittenten entgeltliche Leistungen im Investmentbanking erbracht oder ist an eine entsprechende Vereinbarung gebunden gewesen.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

DIESE PUBLIKATION WURDE VON DER BAYERISCHEN LANDESBANK ODER VON EINEM MIT IHR VERBUNDENEN UNTERNEHMEN (ZUSAMMEN "BAYERISCHE LANDESBANK" GENANT) ERSTELLT.

DIE BAYERISCHE LANDESBANK BESTÄTIGT, DASS SIE EINSCHLÄGIGE ADMINISTRATIVE UND ORGANISATORISCHE MASSNAHMEN EINGEFÜHRT HAT, UM INTERESSENKONFLIKTE ZU VERMEIDEN, WELCHE DIESE PUBLIKATION BEEINFLUSSEN KÖNNTEN.

Bitte beachten Sie, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) den Inhalt dieses Berichts nicht geprüft hat.

Diese Publikation, bzw. jegliche Kopie hiervon, ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine direkte oder indirekte Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine direkte oder indirekte Verteilung in den USA (Ausnahme siehe unten), Kanada und Japan, oder an in diesen Ländern ansässige Personen bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Belgien, Irland, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Frankreich, Portugal, Ungarn, Slowenien, Schweden, Spanien, Luxemburg, Großbritannien, Litauen, Slowakei, Südkorea, Macao, Malta und USA im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, ist der Inhalt dieser Publikation urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung oder Veränderung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung oder Weitergabe von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde von den Autoren ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten erstellt. Darin enthaltene Informationen, Daten, Meinungen, Schätzungen und Prognosen haben Quellen zur Grundlage, die als zuverlässig gelten. Es wird jedoch weder ausdrücklich noch implizit zugesichert bzw. gewährleistet, noch darf darauf vertraut werden, dass die in dieser Publikation enthaltenen Angaben und Meinungen richtig und vollständig sind und den tatsächlichen Verhältnissen entsprechen. Weder die Bayerische Landesbank noch ihre Eigentümer, Vorstände, Gremienmitglieder oder Angestellten übernehmen Verantwortung für den Inhalt der Publikation. Sie haften nicht für mögliche (fahrlässig oder anderweitig verursachte) Verluste, die aufgrund der Verwendung dieser Publikation, ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit ihr entstehen.

Der unterzeichnende Analyst erhält kein Honorar für die Bereitstellung spezifischer Informationen, Daten, Meinungen, Schätzungen, Prognosen und Empfehlungen in der vorliegenden Publikation. Die Vergütung besteht für jeden Analysten aus Grundgehalt und Bonus. Der Bonus richtet sich zum Teil nach der Gesamtrentabilität der Bayerischen Landesbank (einschließlich Erträgen aus dem Investment Banking). Zusätzlich gibt es noch einen persönlichen Leistungsbonus für Analysten.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen. Potenzielle Käufer oder Zeichner von Wertpapieren sind gehalten, vor ihrer Investmententscheidung unabhängig hiervon noch Informationen aus anderen Quellen einzuholen. Die hierin geäußerten Meinungen, Prognosen oder Schätzungen basieren auf einer Einschätzung per Publikationsdatum. Eine Übereinstimmung mit künftigen Entwicklungen oder Ereignissen kann nicht garantiert werden. Die Angaben in dieser Publikation können sich ändern, ohne dass eine Mitteilung erfolgt, ihre Richtigkeit ist daher nicht garantiert.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; die "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f), zu verstehen.

Diese Publikation wird in Slowenien durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des slowenischen Financial Instruments Market Act (67/2007, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in Frankreich durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an (i) Personen verteilt, die Investment-Dienste im Zusammenhang mit dem Portfolio-Management für Rechnung Dritter anbieten (personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers); bzw. an (ii) qualifizierte Anleger (*investisseurs qualifiés*), die für eigene Rechnung tätig sind, und zwar jeweils gemäß §§ L. 411-2, D. 411-1, französisches Währungs- und Finanzgesetz (*Code monétaire et financier*).

Diese Publikation wird in Belgien durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „qualifizierte Investoren“ gemäß der Definition nach dem belgischen Gesetz über das öffentliche Angebot von Anlageinstrumenten und die Zulassung von Anlageinstrumenten zum Handel auf geregelten Märkten vom 20. Juli 2004 versandt.

Diese Publikation wird in Luxemburg durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an professionelle Kunden gem. Anhang III des Luxemburger Gesetzes über den Finanzsektor vom 5. April 1993 verteilt.

Diese Publikation wird in Irland durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition der EU-Finanzmarktrichtlinie von 2007 (Nr. 1-3) (**MiFID**) versandt. Der Versand dieser Publikation ist nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. Erringung von Dienstleistungen im Sinne der EU-Finanzmarktrichtlinie zu verstehen. Die vorliegende Publikation ist keinesfalls so auszulegen, als enthalte sie eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder eine Beratung in Bezug auf Finanzinstrumente.

Diese Publikation wird in Litauen durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß des Finanzinstrumentenmarktgesetzes der Republik Litauen versandt.

Diese Publikation wird in der Slowakei durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an bestehende professionelle Kunden der Bayerischen Landesbank versandt. Sie wird weder an die Öffentlichkeit gesandt noch öffentlich verfügbar gemacht oder an nicht-professionelle Kunden verteilt. Diese Publikation ist in keinem Fall als Investment-Empfehlung anzusehen, und ihre Verteilung entspricht nicht der Erbringung einer ergänzenden Dienstleistung im Sinne des Gesetzes Nr. 566/2001 Coll. über Wertpapiere (der „Securities Act“), in der geänderten Fassung.

Diese Publikation wird in Südkorea durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an professionelle Anleger versandt. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot für den Verkauf oder die Zeichnung noch Werbung für ein Angebot für den Kauf oder die Zeichnung von Wertpapieren dar und ist auch nicht Teil eines solchen, noch soll es oder ein Teil von ihm die Grundlage für einen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung bilden oder in diesem Zusammenhang darauf zurückgegriffen werden. Jede Person, die Wertpapiere zu kaufen oder zu zeichnen beabsichtigt, soll sich selbst vor der Anlageentscheidung unabhängig von anderen Quellen hierüber informieren. Jegliche hier enthaltene Meinungen, Prognosen oder Schätzungen stellen eine Wertung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Publikation dar. Es kann keine Gewähr dafür gegeben werden, dass zukünftige Ergebnisse oder Ereignisse mit den hier enthaltenen Meinungen, Prognosen oder Schätzungen übereinstimmen. Änderungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen bleiben ohne Ankündigung vorbehalten und ihre Richtigkeit wird nicht garantiert.

Diese Publikation wird in Macao durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an professionelle Anleger im Sinne des anzuwendenden Wertpapiergesetzes versandt.

Diese Publikation wird in Malta durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an professionelle Anleger mit der Intention einer objektiven und unabhängigen Erläuterung der in ihr behandelten Themen versandt; ihr Ziel ist weder die Anlageberatung noch stellen ihre Inhalte eine Einladung oder Aufforderung an irgendjemanden dar, ein Instrument zu zeichnen, zu erwerben oder anderweitig zu akquirieren, oder eine Anlagendienstleistung im Sinne des Investment Services Act (Kapitel 370 der Gesetze von Malta) zu kaufen oder anderweitig zu beziehen.

Diese Publikation wird in den USA versandt und ist nur an supranationale Institutionen adressiert.

Dr. Ulrich Horstmann
Senior Credit Analyst
Investment Research
Tel +49 89 2171-21873
ulrich.horstmann@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
www.bayernlb.de