

Fountain Square – Bond Beaks



ReOrg

Katalysator: Neue Anleihe, D2E-Swap, Neues EK^V

Maxeda – Do it Yourself

“Gesundes Geschäft mit ungesunder Kapitalstruktur“

Die Maxeda DIY Group ist mit 330 Baumärkten ein führender Do-it-yourself Einzelhändler in Benelux (45% Marktanteil in Belgien, 22% in den Niederlanden). Ungefähr 75% der Erträge kommen aus eigenen Filialen, ca. 20% werden über Franchise-Partner erwirtschaftet, der Rest wird online generiert. Aus knapp 1.5 Mrd. EUR Umsatz erzeugt die Gruppe bei einer Bruttomarge von konstant >36% „sogar“ (dies ist im Vergleich anderer ReOrg-Situationen im Universum zu verstehen) unterm Strich einen positiven Nettogewinn. Der operative Cashflow ist ebenso konstant positiv, betrug in den letzten zwölf Monaten 200 Mio. EUR. Der Kern des Geschäftsmodells funktioniert und auch nach Abzug eines (zu) hohen negativen Cashflow von Financing bleibt ein positiver Free Cashflow übrig. Der Leverage bewegte sich zuletzt bei knapp über 4x.

Die Gesellschaft hat eine simple Kapitalstruktur. Positiv! Neben einer kleinen revolving Kreditfazilität über 65 Mio. EUR (nicht vollständig gezogen), und Leasing-Verbindlichkeiten, was bei diesem kapitalintensiven Geschäftsmodell zur Natur gehört, gibt es lediglich noch den hier im Fokus stehenden Bond, der ursprünglich 470 Mio. EUR groß war.

1. Screening

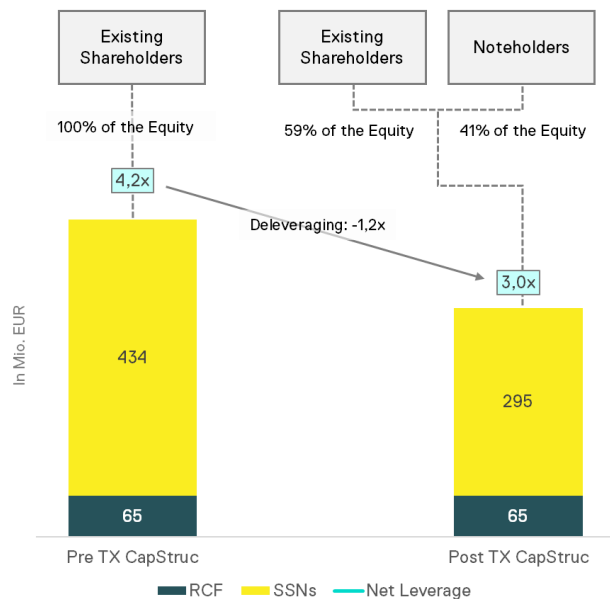
Das systematische und wiederholbare quantitative Screening wird um die qualitative Säule in der Suche nach Sondersituationen ergänzt. Daraus kommt dieser Name. Ein wenig Kontext: Im Rahmen der Neuordnung einer Bilanz ist die Zusammenarbeit mit Finanz- und Rechtsberatern von großer Bedeutung. Diese vertreten sowohl den Emittenten als auch die Gläubigergruppe. Wichtig: Kosten übernimmt der Emittent, die Fonds werden für diese Transaktionen nicht belastet. Regelmäßig gibt es Watchlist-Abgleiche mit den Beratern wie Houlihan Lokey, Millbank, Rothschild, PJT uvm. Durch eine der letzten Reisen nach London und durch den skizzierten Austausch, landete auch Maxeda bei uns auf dem Radar.

2. Analyse

Im Kern der Sondersituation stand die Refinanzierung der 470 Mio. EUR großen Anleihe, mit einem Kupon von 5,875% p.a. und einer Laufzeit bis 01.10.2026. Durch opportunistische Rückkäufe am Markt (sog. Buybacks) deutlich unter par waren zuletzt noch 434 Mio. EUR ausstehend. Dieser Faktor ist besonders spannend. Der Emittent hat genügend Liquidität, kauft seine eigene Anleihe, was als Zeichen der Überzeugung verstanden werden darf. Ein Blick auf die Laufzeit der Anleihe zeigt, dass das Papier bereits zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten gehört. Der Handlungsdruck steigt, eine Lösung muss her. Das Unternehmen hat sich dazu von PWP & Kirkland beraten lassen. Auf Seite der Anleihegläubiger besteht bereits eine Gruppe (sog. Ad-Hoc-Gruppe), die von Weil Gotshal (Rechtsberater) und Moelis (Finanzberater) beraten wird.

Um die Refinanzierung des Bonds zu adressieren, standen mehrere denkbare Szenarien im Raum. Als von Maxeda favorisiertes Szenario galt (1) eine Private-Debt-Lösung¹ in Kombination mit der Veräußerung von Vermögensgegenständen (sog. Asset Sales). Dafür sprach, dass Maxeda bereits einen Verkaufsprozess von 10 Filialen angestoßen hat, welcher ein Zufluss von rund 100 Mio. EUR (im Vgl. zu 434 Mio. EUR Anleihegröße) für die Kasse gewesen wäre.

Restructuring Transaction



Eine (2) Prolongation (sog. Amend & Extend = „A&E“) der Anleihe und eine Teilrückzahlung bei genügend Cash war eine weitere Möglichkeit. Im Verhältnis zur Anleihegröße und zur Verschuldung wäre dies ein sichtbarer Entschuldungsschritt vor allem in der langen Frist.

privaten Kreditgebern (z.B. Debt-Funds) statt über Bankkredite oder öffentliche Anleihen aufnimmt.

¹ Private Debt (auch: Privatplatzierung) ist nicht-börsennotierte Fremdfinanzierung, bei der ein Unternehmen Kapital direkt von

Zudem (3) war auch eine Transaktion mit Equity-Komponente denkbar (sog. Debt-to-Equity-Swaps²). Aggressiverer Transaktionen wie ein Schuldenschnitt (sog. Haircut) bewegten sich ebenso im Raum des Möglichen.

Alle Transaktionen haben gemeinsam, dass es keinen aggressiven Weg an kleine Anleihegläubiger (sog. Non Pro-Rata Deal) vorbei gab und der Unternehmenswert eine Recovery von mindestens 100% jederzeit zulässt.



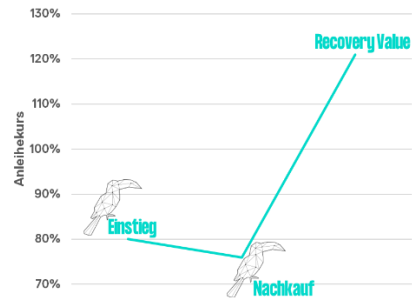
Ende Januar konnte dann eine Einigung zwischen Emittent und Anleihegläubigern erzielt werden: Maxeda vereinbart mit der Ad-Hoc-Gruppe der Anleihegläubiger eine Recapitalization Transaction³. Diese umfasst eine neue Anleihe (295 Mio. EUR 8,125% 2031 SSN), einen Debt-to-Equity-Swap (41% des Eigenkapitals wird an die Anleihegläubiger übertragen) und zusätzliches Eigenkapital (sog. Shareholder Support) i.H.v. 50 Mio. EUR durch den Eigentümer von Maxeda. Unterstützende Anleihegläubiger erhalten im Austausch für Ihre Position bei 100.000 Nominal (zuletzt in den niedrigen 80ern gehandelt) folgende Komponenten:

Direktes Cash: 12.75% des gehaltenen Nominals. Wichtig: Notiert dies am Markt bei 82%, und bekommt man den genannten Anteil in Cash, wird dieser trotzdem bei 100% zurückbezahlt – ein direkter Gewinn.

Neue Anleihen: 65% des alten Nominals wird in neue Anleihen gedreht. Diese haben einen erhöhten Kupon von 8.125% (vorher 5.875%) und eine verlängerte Laufzeit von 2026 bis 2031.

Eigenkapital: Abschließend erhalten Anleihegläubiger darüber hinaus handelbares Eigenkapital. Bei der Bewertung des Eigenkapitals gehen wir grundsätzlich konservativ vor. Während die Ratingagenturen mit

einem 5x Multiple auf das EBITDA rechnen, haben wir an der Stelle einen 4x Multiple angesetzt.



In Summe ergibt sich somit ein Recovery Value⁴ der Anleihe von 121% (12.75% + 65% + 43.5%).

Interessant ist auch, dass im Vorfeld zu den o.g. Neuigkeiten die Anleihekurse unter Druck gerieten, da zwar Neuigkeiten zu einem Debt-to-Equity-Swap durchdrangen, aber offenbar eine Verzögerung hinsichtlich des Shareholder Supports vorlag. Infolgedessen sanken die Anleihekurse von den tiefen 80ern bis in die mittleren 70er, was neue Opportunitäten schuf. Dort wurde nachgekauft, da ein Austausch mit den Financial Advisors jederzeit Klarheit für den Toucan ergab.

Wo aktives Management den Unterschied macht..

Der Zugang zu solchen Sondersituation ist „für jeden“ replizierbar. Ausschlaggebend war der laufende Austausch mit Finanz- und Rechtsberatern sowie das Netzwerk in der europäischen ReOrg-Community, über das wir frühzeitig ein Bild zu Prozess, Stakeholdern und der realistischen Struktur einer Lösung erhalten haben. Zusätzlich ist entscheidend, dass wir – im Gegensatz zu vielen anderen Investoren – die Transaktion ganzheitlich begleiten können: Wir können Eigenkapital (im Zuge eines Debt-to-Equity-Swaps) annehmen und halten, während zahlreiche Mandate hierfür nicht investieren dürfen. Ebenso können wir sehr tiefe Ratings und Sondersituations-Setups mitgehen, die für viele Marktteilnehmer aufgrund interner Limits und Rating-Vorgaben ausgeschlossen sind. Schließlich ist auch die Informationsverfügbarkeit ein Differenzierungsfaktor: Wesentliche Details sind häufig nur über direkte Austausch mit Beratern und den entsprechenden Zugang verfügbar und werden im Markt zeitverzögert oder unvollständig reflektiert.

3. Resultat

Das Chancen-Risiko-Profil erscheint attraktiv: Ein profitables Kerngeschäft mit stabiler operativer Cash-Generierung trifft auf eine klar umrissene Sondersituation, deren Herausforderung primär in der Refinanzierung zum Fälligkeitstermin liegt – nicht im

Finanzierungen, A&Es und/oder Debt-to-Equity-Swaps, um Liquidität, Verschuldung und Fälligkeiten nachhaltig zu stabilisieren.

⁴ Der Recovery Value einer Anleihe ist der erwartete Rückfluss für Gläubiger im Restrukturierungs- oder Ausfallszenario, also wie viel Prozent des Nominals sie über Cash, neue Anleihen und/oder Eigenkapital voraussichtlich erhalten.

² Ein Debt-to-Equity-Swap ist die Umwandlung von Schulden in Eigenkapital, bei der Gläubiger statt Rückzahlung (teilweise) Unternehmensanteile erhalten und dadurch die Verschuldung sinkt.

³ Eine Recapitalization Transaction ist eine umfassende Neuordnung der Kapitalstruktur (Schulden und Eigenkapital), z.B. durch neue

„Going Concern“⁵. Die Kombination aus neuen Anleihen, handelbarem Eigenkapital (was zu einem späteren Zeitpunkt veräußert wird) und einer Teilrückzahlung (unterstützt durch den Shareholder Support) schafft eine asymmetrische Auszahlungsstruktur: begrenztes Downside-Szenario bei grundsätzlich funktionierendem Geschäftsmodell und signifikante Upside bei erfolgreicher Umsetzung.

- Einstieg bei Ø 83%
- Recovery Value 121%
- Rendite p.a. je nach Ausstieg nach Implementierung der Transaktion bei

18-23% p.a.

Über uns

Fountain Square Asset Management GmbH

Fountain Square Asset Management ist eine unabhängige alternative Investment-Boutique mit Sitz Hamburg. Der Name „Fountain Square“ geht auf den Gründungsort des Unternehmens im Herzen der Hansestadt zurück. Der Schwerpunkt liegt auf dem europäischen Credit-Markt mit all seiner Komplexität. Dabei wird ein alternativer, ereignisorientierter (sog. Event-Driven) Investmentansatz fokussiert.

Wir verstehen uns als spezialisierter und dynamischer Asset Manager innerhalb dieser Nische. Dank unserer Unabhängigkeit können wir abseits der üblichen Vorgaben und Benchmarks stets frei denken und schnell handeln.

Glossar

Income

HY: Stetiger Carry, geringe Volatilität, förderliche Bondstruktur (z.B. durch Call-/Put

ReOrg

Deep HY: Gläubigerverhandlungen, Amend & Extend, Debt-to-Equity, Kapitalerhöhung

Special Situation

IG/HY: Anleihestrukturen, Übernahmen, Rückkauf- & Umtauschangebote

Recovery/Stressed

Deep HY: Negatives Sentiment, verzögerte Rating-Upgrades, komplexe Strukturen, Sponsoren, geringere Anzahl Investoren

⁵ Going Concern bedeutet, dass ein Unternehmen voraussichtlich fortgeführt werden kann und nicht liquidiert werden muss, also operativ als „laufender Betrieb“ überlebensfähig ist.