

# Teva - gelockerte Covenants durch neuen Rahmenkredit

10.04.2019 20:02 von shuntifumi (Kommentare: 0)

Wie **Teva** heute via [Pressemitteilung](#) vermeldete, konnte man den Rahmenkredit nunmehr erfolgreich "umverhandeln". Wer die Aussagen zu Q4-2018 aufmerksam verfolgt hat, der sollte mitbekommen haben, dass die alten **Covenants**, quasi die Zusage zur Einhaltung bestimmter finanziellen Anforderungen, mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht eingehalten werden können. Dass das Management bereits dabei war, die Bedingungen anzupassen, konnte man auch dem Conference Call entnehmen.

Nun ist es so weit, heute konnte man die erfolgreiche Neuverhandlung bekannt geben. Aus einem Volumen von ehemals 3,0 Mrd. USD sind nunmehr 2,3 Mrd. USD geworden. Die Reduktion erfolgte mit Sicherheit aufgrund der etwas gelockerten Bedingungen. Interessant ist jedoch die deutliche "Entschärfung" der Vorgaben zum Verhältnis von Nettoverschuldung zum EBITDA.

Q1 2019 No greater than 6.25x (alt 5,75)  
Q2 2019 No greater than 6.25x (alt 5,50)  
Q3 2019 No greater than 6.25x (alt 5,25)  
Q4 2019 No greater than 6.25x (alt 5,00)  
Q1 2020 No greater than 6.00x (alt 4,75)  
Q2 2020 No greater than 6.00x (alt 4,75)  
Q3 2020 No greater than 5.75x (alt 4,50)  
Q4 2020 No greater than 5.75x (alt 4,00)  
Q1 2021 No greater than 5.50x (alt 4,00)  
Q2 2021 No greater than 5.50x (alt 3,75)  
Q3 2021 No greater than 5.00x (alt 3,50)  
Q4 2021 No greater than 5.00x (alt 3,50)  
Q1 2022 No greater than 4.50x (alt 3,50)  
Q2 2022 No greater than 4.50x (alt 3,50)  
Q3 2022 No greater than 4.00x (alt 3,50)  
Q4 2022 No greater than 4.00x (alt 3,50)  
Q1 2023 and thereafter No greater than 3.50x

Im Forum von wallstreet-online.de hatte ich hierzu bereits Berechnungen angestellt. Diese sahen wie folgt aus:

EBITDA = 4,4 - 4,8

FCF = 1,6 - 2,0

Dies führt zu einer Nettoverschuldung von 25,1 - 25,5 Mrd. USD. Mit der EBITDA-Prognose kommt man dann bei 5,2 - 5,8 raus. Also deutlich über 5,0. Um die 5,0 (die alte Vorgabe zum 31.12.2019) zu erreichen, müsste man wohl mindestens ein EBITDA von 5 Mrd. USD erreichen. Wenn diese Steigerung voll cashwirksam wäre (Steuern mal außen vor), wäre man bei Net Debt 24,9 und Faktor 4,98. Aber das ist Zahlenspielerei.

Die neuen Bedingungen scheinen jedoch deutlich leichter erreichbar zu sein. Ich sehe die neue Vereinbarung daher positiv. Die Faktoren konnten deutlich erhöht bzw. in die Zukunft verschoben werden.

Die Reduktion von 3,0 auf 2,3 Mrd. USD fällt erst mal weniger ins Gewicht. Ich betrachte den Rahmenkredit auch eher als Versicherung bzw. um Spitzen (aufgrund der Fälligkeiten) kurzfristig auszugleichen. Ich habe den Eindruck gewonnen, das Management hat den Ehrgeiz, ohne ein Inanspruchnahme auszukommen.

Ich habe nun mal mit den neuen Zahlen gerechnet. Wenn man mal defensiv die untere Grenze der aktuellen FCF-Prognose nimmt und in die Zukunft fortschreibt, würde es in 2021 eng werden. Da werden 4,2 Mrd. fällig und ab Q3 sind ja die 5,0 vereinbart. Das wäre jedoch ein ziemliches Worst-Case-Szenario in Bezug auf die operative Entwicklung.

Wenn man mal in der Mitte anfängt und mit 1,8 Mrd. FCF rechnet und unterstellt, dass 2019 das Tief ist (wie ausdrücklich kommuniziert) und danach pro Jahr eine Steigerung bei EBITDA und FCF von 0,2 Mrd. p.a. möglich ist, wären die Covenants kein Problem. Die Spitzen in Bezug auf die Schuldentilgung könnten mit den 2,3 Mrd. Rahmenkredit ausgeglichen werden. Eine (Teil-)Refinanzierung wäre dann wohl erst 2023 nötig, da dann in Summe 4,4 Mrd. USD fällig werden. In meinem Szenario müsste man dann noch mal etwa 2 Mrd. USD aufnehmen bzw. verlängern. Danach sollte alles mit dem laufenden Cash-Flow bedienbar sein. Ab 2029 würden wir dann auch nicht mehr über Net Debt sondern über Net Cash sprechen.

Natürlich ist das alles hypothetisch. Wer kann schon die FCF-Entwicklung der nächsten 10 Jahre voraussagen. Aus meiner Perspektive halte ich dieses, m.E. immer noch recht konservative Szenario, jedoch für ausreichend wahrscheinlich, dass ich mit meiner recht großen Position weiter dabei bleibe.

Unter Berücksichtigung der aktuellen Aktienanzahl käme man mit konservativem KGV 12 oder EV/EBITDA 7,5 dann auf einen fairen Wert/Kurs im Bereich 40-45 USD (in 10 Jahren und dann schuldenfrei). Realistisch betrachtet sollten wir ein Niveau jenseits der 35 USD jedoch schon deutlich früher erreichen können, da Teva nicht schuldenfrei werden muss, um (wieder) ein solides Investment zu werden.

Vom aktuellen Niveau aus gesehen, ergäbe sich daher aus meiner Sicht ein Potenzial von >100 % auf Sicht von 5 Jahren und >200 % auf Sicht von 10 Jahren. Schade, dass man so lange warten muss, um zu sehen, wie es wirklich kommt. ;)

**Einen Kommentar schreiben**