



www.tennet.eu

Ratings der TenneT Holding

	Rating	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	A3	stabil
S&P	A-	stabil

Investment Case in Schlagworten

- ◆ Die TenneT Holding B.V. befindet sich zu 100 Prozent im Besitz des niederländischen Staates und betreibt Stromübertragungsnetze in den Niederlanden und Deutschland.
- ◆ Sie zählt mit rund 36 Millionen Endverbrauchern und Hochspannungsleitungen in einer Gesamtlänge von über 20.000 Kilometern zu den fünf größten Übertragungsnetzbetreibern in Europa.
- ◆ Der Fokus des Unternehmens liegt insbesondere auf der Anbindung erneuerbarer Energien an das Stromnetz.
- ◆ Mit der nachrangigen Bürgeranleihe Westküstenleitung sollen anliegende Bürger die Möglichkeit haben, finanziell am Bau der 150 Kilometer langen Westküstenleitung durch TenneT zu partizipieren.

Wesentliche Finanzkennzahlen	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz*	460	543	1.322	1.567	1.647
EBITDA*	157	246	601	600	458
EBIT*	93	140	289	382	337
Oper. Cashflow*	12	98	-139	1.110	-444
Eigenkapitalquote	23,1%	20,4%	18,4%	30,2%	28,3%

* Angaben in Mio. Euro / Quelle: Bloomberg, TenneT, NORD/LB Fixed Income Research

Unternehmensprofil

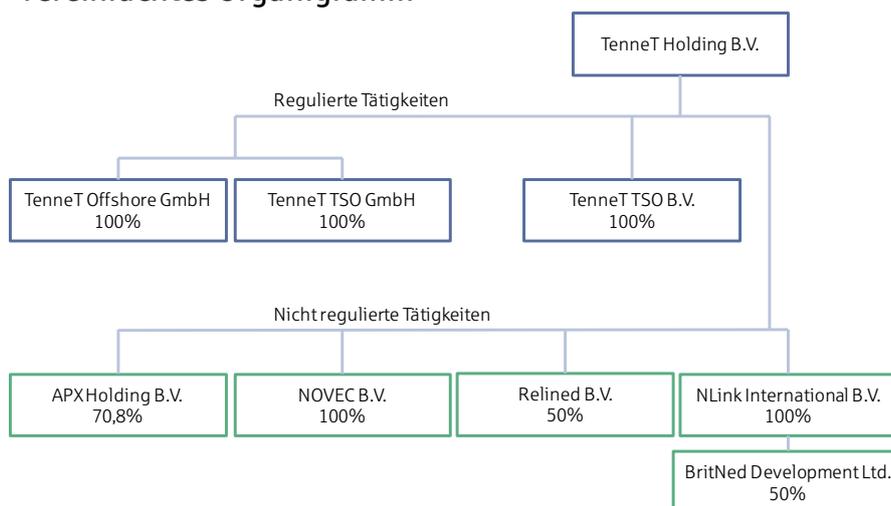
Einer der Top-5-Übertragungsnetzbetreiber in Europa

Stromübertragung in Nordwesteuropa

Die TenneT Holding B.V. ist ein niederländischer Betreiber von Stromübertragungsnetzen mit Hauptsitz in Arnheim und befindet sich zu 100 Prozent im Besitz des niederländischen Staates. Durch Tochtergesellschaften in den Niederlanden und Deutschland werden rund 36 Millionen Endkunden über Hoch- und Höchstspannungsleitungen in einer Gesamtlänge von mehr als 20.000 km mit Strom versorgt. Somit zählt TenneT zu den fünf größten Übertragungsnetzbetreibern in Europa. Eines der Hauptziele des Unternehmens ist es, ein Gleichgewicht zwischen dem Stromangebot der Kraftwerke und der Verbrauchernachfrage durch den Betrieb von Stromübertragungsnetzen herzustellen. Die Integration von erneuerbaren Energien sowie die Entwicklung eines nordwesteuropäischen Energiemarktes mit stabilen und gleichen Strompreisen rücken dabei verstärkt in den Fokus. Die Geschäftstätigkeiten des Unternehmens können in zwei Aufgabenbereiche unterteilt werden. Im Bereich Übertragungsdienstleistungen bündeln sich sämtliche Aktivitäten zur Verbindung der Stromerzeuger mit den regionalen Netzen, die den Strom an die Endverbraucher weiterleiten. Hierzu zählen insbesondere die Errichtung sowie die Instandhaltung des Hochspannungsnetzes. Der Bereich Systemdienstleistungen entwickelt und steuert technische Systeme, die für ein Gleichgewicht zwischen Stromangebot und Stromnachfrage sorgen. Die meisten Geschäftstätigkeiten von TenneT sind durch niederländische und deutsche Gesetze sowie Regularien vorgegeben und werden von externen Institutionen kontrolliert. Über die regulierten Aufgaben hinaus organisiert der Konzern die Auktionierung grenzüberschreitender Übertragungskapazitäten, betreibt grenzüberschreitende Stromverbindungen sowie einen Teil der Infrastruktur für das Aussenden und Empfangen von Rundfunksignalen. Im Durchschnitt waren im vergangenen Geschäftsjahr 2.212 Mitarbeiter bei TenneT beschäftigt.

Historie**Wurzeln reichen über 100 Jahre zurück**

1880-1900	Kommunale Energieunternehmen versorgen die Niederlande mit Strom. Erste Fusionen einzelner regionaler Anbieter
1949	Vereinigung regionaler Energieunternehmen in den Niederlanden zur Sep N.V. („Kooperierende Stromproduzenten“), die als Wegbereiter der TenneT gilt.
1998	Gründung der TenneT Transmission System Operator B.V. durch den niederländischen Staat. Beauftragung durch das niederländische Stromgesetz zum Betrieb des nationalen Übertragungsnetzes.
2003	Übernahme des regionalen Netzbetreibers B.V. Transportnet Zuid-Holland (TZH), dem das Stromnetz in der Provinz Zuid-Holland gehört. TenneT entwickelt sich sukzessive zum nationalen Übertragungsnetzbetreiber.
2008	Übernahme des Betriebs von Stromnetzen weiterer regionaler Netzbetreiber.
2010	TenneT übernimmt die Anteile des deutschen Übertragungsnetzbetreibers transpower stromübertragungs GmbH (transpower) vom bisherigen Eigentümer E.ON AG. Dadurch ist TenneT der erste internationale Übertragungsnetzbetreiber in Europa.

Organisationsstruktur Regionale und regulatorische Abgrenzung**Vereinfachtes Organigramm**

Quelle: TenneT, NORD/LB Fixed Income Research

Unterteilung in regulierte und nicht regulierte Aufgaben**Regulierte Aufgaben für TenneT von besonderer Bedeutung**

In Deutschland ist TenneT mit den zwei Tochtergesellschaften TenneT Offshore GmbH und TenneT TSO GmbH vertreten, die jeweils regulierten Aufgaben nachgehen. Ursprünglich waren die beiden Gesellschaften unter dem Namen transpower unter dem Dach der E.ON AG vereinigt. Sie betreiben zusammen rund 40 Prozent des deutschen Stromübertragungsnetzes und sorgen für eine Aufrechterhaltung des Gleichgewichts zwischen Stromangebot und -nachfrage. Wie der Name bereits andeutet, betätigt sich die TenneT Offshore GmbH überwiegend mit der Anbindung von Offshore-Windparks an das Stromnetz. In den Niederlanden ist die TenneT TSO B.V. für die regulierten Aufgaben verantwortlich. Insgesamt ist der Bereich der regulierten Aufgaben mit einem Umsatzanteil im Geschäftsjahr 2012 von rund 95% der mit Abstand bedeutendste für das Unternehmen. Die nicht regulierten Tätigkeiten werden über zahlreiche Tochtergesellschaften und Beteiligungen im In- und Ausland wahrgenommen. Dazu zählt die strategisch wichtige Beteiligung an der Energiebörse APX Holding B.V., an der Elektrizität und Erdgas gehandelt werden. Die Hauptaufgaben der hundertprozentigen Tochter NOVEC B.V. umfassen die Vermietung und den Betrieb von Infrastruktur zur Aussendung und dem Empfang von Rundfunksignalen. Als weitere hundertprozentige Tochter entwickelt und erstellt die NLink International B.V. internationale Unterwasserkabelverbindungen, darunter im Rahmen eines Joint Ventures mit National Grid auch eine Verbindung nach Großbritannien (BritNed Development Ltd.).

Strategie

Weiterentwicklung zum Power Hub in Europa

Fünf strategische Zielsetzungen

TenneT hat sich als oberstes Ziel gesetzt, sich zu einem der bedeutendsten Netzbetreiber weiterzuentwickeln. Hierzu sollen laut Unternehmensangaben die folgenden fünf Unterziele erreicht werden:

- ◆ **Gewährung von Versorgungssicherheit:** Die Qualität der von TenneT entwickelten und betriebenen Übertragungsnetze soll kontinuierlich verbessert werden, um Zuverlässigkeit und Versorgungssicherheit zu gewährleisten.
- ◆ **Aufrechterhaltung niedriger Tarife:** Ausschöpfung der Effizienzpotentiale mit dem Ziel preiswerterer Tarife für Endkunden und dem größtmöglichen Nutzen für die Gesellschaft.
- ◆ **Förderung der Umweltziele:** Anbindung von erneuerbaren Energien und Minimierung negativer Umwelteinflüsse für eine nachhaltigere Energieversorgung.
- ◆ **Integration des europäischen Marktes:** Investitionen in grenzüberschreitende Stromleitungen und Marktkopplung in angrenzende Märkte sowie Partnerschaften mit ausländischen Übertragungsnetzbetreibern zur Senkung und Stabilisierung der Strompreise.
- ◆ **Schaffung von Shareholder Value:** Angebot günstiger Anlagemöglichkeiten für die Anteilseigner und Generation eines Mehrwerts.

SWOT-Analyse

Stärken und Schwächen vs. Chancen und Risiken

Stärken & Chancen

- ◆ Geringes Geschäftsrisiko durch den hohen Anteil an staatlich regulierten Tätigkeiten.
- ◆ Hohe Stützungswahrscheinlichkeit im Falle einer finanziellen Schieflage durch den niederländischen Staat als Alleineigentümer.
- ◆ Förderung erneuerbarer Energien und insbesondere der Windenergie durch Bereitstellung von Netzanschlüssen.
- ◆ Einbeziehung von privaten Investoren in einzelne Projekte stärken das Finanzprofil und reduzieren Risiken.
- ◆ Stabiles regulatorisches Umfeld in den Niederlanden und vor allem in Deutschland.

Schwächen & Risiken

- ◆ Starker Anstieg der Nettofinanzverschuldung durch großvolumiges Investitionsprogramm.
- ◆ Umsetzungsrisiken geplanter Großprojekte.
- ◆ Starke Abhängigkeit von den rechtlichen Rahmenbedingungen in den Niederlanden und Deutschland.
- ◆ Gering diversifizierte Eigentümerstruktur.
- ◆ Finanzierungsrisiko großvolumiger Projekte; Bedingung eines uneingeschränkten Zugangs zum Kapitalmarkt und/oder Bankfinanzierungen.
- ◆ Risiko von Stromausfällen (Ersatzansprüche bei Verschulden durch TenneT).

Geschäftsentwicklung **Stabiles Umsatzwachstum**

Wesentliche Finanzkennzahlen	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz*	460	543	1.322	1.567	1.647
EBITDA*	157	246	601	600	458
EBIT*	93	140	289	382	337
Jahresergebnis*	51	73	76	229	177
EBITDA-Marge	34,2%	45,3%	45,5%	38,3%	27,8%
EBIT-Marge	20,1%	25,8%	21,9%	24,4%	20,5%
Nettogewinnmarge	11,0%	13,5%	5,8%	14,6%	10,8%
Oper. Cashflow*	12	98	-139	1.110	-444
Zinsbelastung	36	53	79	73	115
EBITDA-Zinsdeckung	4,3x	4,6x	7,6x	8,2x	4,0x
EBIT-Zinsdeckung	2,6x	2,6x	3,6x	5,2x	2,9x
Net Debt*	-301	742	1.648	1.887	3.461
Net Debt/EBITDA	neg.	3,0x	2,7x	3,1x	7,6x
Net Debt/EBIT	neg.	5,3x	5,7x	4,9x	10,3x
Eigenkapitalquote	23,1%	20,4%	18,4%	30,2%	28,3%

Quelle: TenneT (IFRS-Daten), Bloomberg, NORD/LB Fixed Income Research

Starkes Umsatzwachstum vor allem in Deutschland

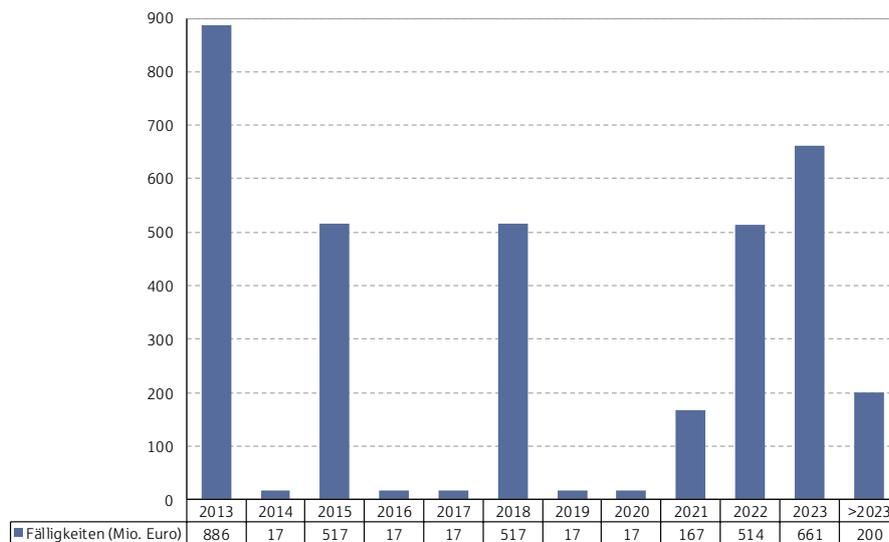
In den vergangenen Geschäftsjahren hat die TenneT Holding B.V. stets ein Umsatzwachstum verbucht, während die Jahresergebnisse dem Trend nicht immer folgen konnten. Dies ist hauptsächlich auf Schwankungen der operativen Kosten und folglich auch der Margen zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2012 konnten die Umsatzerlöse um 5,1% zulegen, während die operativen Kosten um 10,5% höher lagen als noch im Vorjahr, wodurch die EBIT-Marge von 24,4% auf 20,5% gesunken ist. Hauptumsatztreiber waren die Geschäftsaktivitäten in Deutschland, wobei insbesondere Kostenrückerstattungen und Offshore-Investments (Netzanschlüsse) das Umsatzwachstum ankurbelten. In den Niederlanden waren die Umsätze bedingt durch einen einmaligen Ertrag im Vorjahr rückläufig. Der Anstieg operativer Kosten ist vor allem durch erhöhte Belastungen im Bereich der Netzspannungserhaltung aufgrund überlasteter Leitungen in Deutschland zurückzuführen. Hauptursache für die Überlastung deutscher Leitungen war das von der Bundesregierung beschlossene Kernkraftwerk-Moratorium vom 14. März 2011, infolgedessen die acht ältesten Atomkraftwerke in Deutschland endgültig stillgelegt wurden. Diese Höherbelastungen werden künftig rückerstattet, TenneT muss hier lediglich in Vorleistung gehen. Zudem sorgte die Expansion im Offshore-Segment zu überproportional gestiegenen operativen Kosten. Im Bereich der operativen Cashflows kam es in der Vergangenheit zu deutlichen Schwankungen, insbesondere in den letzten beiden Geschäftsjahren. Der negative operative Cashflow im letzten Geschäftsjahr ist dabei vor allem auf die Erhöhung des EEG Working Capital zurückzuführen: Die Forderungen in Bezug auf das Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) gegenüber den Versorgern haben im Geschäftsjahr deutlich zugenommen, wodurch der operative Cashflow maßgeblich nach unten gedrückt wurde. Diese Forderungen fließen dem Unternehmen im nächsten Geschäftsjahr zu. Die Nettofinanzverschuldung („Net Debt“) ist aufgrund des Anstiegs der EEG-Forderungen und der Investitionen in Offshore-Aktivitäten stark angestiegen, wodurch sich auch die Solvenzkenntzahlen erhöht und somit verschlechtert haben. Dies ist jedoch unkritisch, da die EEG-Forderungen bereits im nächsten Jahr zufließen. Auch die Zinsbelastung nahm zuletzt sowohl absolut als auch in Relation zum Ergebnis zu. Die Eigenkapitalquote lag im GJ 2012 insgesamt über dem Durchschnitt der vergangenen vier Jahre.

Kommentar

Insgesamt konnte der Übertragungsnetzbetreiber TenneT in den vergangenen Jahren ein solides Umsatzwachstum und konstant positive Jahresergebnisse generieren. Die regulierten Aktivitäten des Konzerns, die den Großteil der Erlöse ausmachen, sollten künftig stetige Cashflows und Wachstum erzeugen. Dabei sind die regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland und den Niederlanden insbesondere für erneuerbare Energien positiv. Wir beurteilen insbesondere die gestiegenen Investitionen in den Anschluss von Offshore-Windenergieanlagen als richtige Strategie. Aufgrund der Kapitalintensität bergen die hohen, teilweise fremdfinanzierten Investitionen auch Risiken.

Refinanzierung

Wiederkehrender Refinanzierungsbedarf



Quelle: TenneT, NORD/LB Fixed Income Research

Zugang zu den Kapitalmärkten von besonderer Bedeutung

Die Finanzierungsstruktur des TenneT-Konzerns setzt einen kontinuierlichen und sicheren Zugang zum Kapitalmarkt bzw. zu Bankfinanzierungen voraus. Vor allem die Investition in Netzanschlüsse von Offshore-Windparks ist kapitalintensiv und benötigt daher einen problemlosen Zugang zu Finanzierungsmitteln. Allein im Jahr 2013 müssen rund 886 Mio. an fälligen Finanzierungsinstrumenten neu finanziert werden (siehe Grafik). Da kurzfristig hauptsächlich Schwankungen am EEG Working Capital finanziert werden mussten, werden diese kurzfristigen Verbindlichkeiten in der nächsten Periode zurückerstattet. In den Jahren 2015 und 2018 sind weitere großvolumige Finanzierungen in Höhe von 500 Mio. Euro fällig. In den Jahren 2022 und 2023 stehen insgesamt fast 1,2 Mrd. Euro zur Tilgung an. Aufgrund dessen können sich künftig Liquiditätsrisiken ergeben, sofern sich die Bonität des Konzerns verschlechtert und ein Zugang zu frischem Kapital erschwert wird. Etwas abgeschwächt wird dieses Risiko von bereits zugesicherten Kreditlinien im Gesamtvolumen von über 1,6 Mrd. Euro, die zum Bilanzstichtag nicht beansprucht wurden. Wir gehen aufgrund der aktuellen Refinanzierungsmöglichkeiten nicht davon aus, dass sich die Liquidität des Konzerns maßgeblich verschlechtern wird. Zudem schätzen wir die Wahrscheinlichkeit einer staatlichen Stützung der TenneT Holding B.V. durch die Niederlande als alleinigen Eigentümer im Falle einer finanziellen Schieflage als hoch ein. Ein Indikator dafür ist die im Geschäftsjahr 2011 und 2012 erfolgte Kapitalerhöhung im Gesamtvolumen von 600 Mio. Euro durch den niederländischen Staat.

Ratings

Beurteilung durch Moody's und Standard & Poor's

TenneT Holding B.V.

	Rating	Ausblick
Moody's	A3	stabil
S&P	A-	stabil

Nachrang-Anleihen

	Rating
Moody's	Baa3
S&P	BBB

Insgesamt beurteilen S&P und Moody's die TenneT Holding B.V. mit der Bonitätsnote A- (S&P) bzw. A3 (Moody's) und damit im Investmentgrade-Bereich mit stabilem Ausblick. Beide Ratingagenturen werten vor allem das Geschäftsrisiko als sehr gering, da die regulierten Tätigkeiten in Deutschland und den Niederlanden zu kontinuierlichen Umsätzen und Cashflows führen. Dabei wird das regulatorische Umfeld in den beiden Staaten als stabil eingeschätzt. Ein Risiko sehen die Agenturen vor allem in der verhältnismäßig hohen Verschuldung aufgrund großvolumiger Investitionen, die sowohl das Finanzprofil belasten als auch Umsetzungsrisiken beinhalten. Zudem beurteilen die Ratingagenturen die staatliche Stützungswahrscheinlichkeit als relativ hoch, was zu einer Verbesserung der Bonitätsnoten geführt hat. Nachranganleihen sieht S&P zwei Bonitätsnoten unterhalb des Unternehmensratings mit BBB ebenfalls im Investmentgrade. Moody's benotet Nachrangpapiere hingegen mit Baa3 eine Stufe weiter unten als S&P. Dies entspricht der untersten Stufe im Investmentgrade-Segment.

Bürgeranleihe**Nachranganleihe der TenneT Holding B.V.**

Rahmendaten	
Datenbasis	Vorläufiger Wertpapierprospekt vom 08.05.2013
Emittent	TenneT Holding B.V.
Hauptsitz des Emittenten	Arnheim (Niederlande)
Hauptanteilseigner des Emittenten	Die Niederlande (100%)
Wertpapiergattung	Teilschuldverschreibungen, nachrangig und nicht gesichert
Währung	Euro
Emissionsvolumen	Maximal 15% des Investitionsvolumens des Projekts Westküstenleitung
Stückelung	Jeweils 1.000,-- Euro
Ausgabepreis	100 %
Zinssatz	Anfänglich 3% jährlich, ab Baubeginn der Stromübertragungsleitung in Schleswig-Holstein West 5% jährlich (Teilhabesatz); Anpassung des Teilhabesatzes erstmalig zehn Jahre nach Baubeginn und anschließend alle fünf Jahre. Der neue Teilhabesatz richtet sich nach der Rendite fünfjähriger Bundesanleihen zuzüglich einer Kreditmarge. Diese errechnet sich als Differenz zwischen dem Teilhabesatz (5%) und der Verzinsung fünfjähriger Bundesanleihen bei Emission. Ab dem 40. Jahrestag des Baubeginns steigt der Teilhabesatz um 1% p.a. S&P zufolge verliert die Anleihe nach 20 Jahren ab Baubeginn ihren Eigenkapitalcharakter, was unseres Erachtens die Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Tilgung ab diesem Zeitpunkt erhöht. Änderungen am Regulierten Eigenkapitalzinssatz, der von der Bundesnetzagentur bestimmt wird, werden gleichzeitig und im gleichen Verhältnis auch beim Teilhabesatz vollzogen. Ab Baubeginn kann der Emittent nach eigenem Ermessen entscheiden, zahlbare Zinsen nicht zu zahlen, sondern aufzuschieben. Gebildete Zinsrückstände werden ebenfalls verzinst und können jederzeit und nur in gesamter Höhe nachgezahlt werden. Bestimmte Umstände können den Emittenten zur Nachzahlung von Zinsrückständen verpflichten.
Zinszahlung	Jährlich am 20. September jeden Jahres; erstmals am 20. September 2013
Fälligkeit	Die Anleihe hat keine feste Laufzeit. Der Emittent ist jedoch berechtigt, die Anleihe erstmals zehn Jahre nach Baubeginn zu einem Zinstermin zum Nennbetrag inklusive aufgelaufener Zinsen zurückzuzahlen. Unter bestimmten Umständen ist eine frühere Kündigung möglich.
Notierung der Anleihe	Börsen Luxemburg und Hamburg (jeweils im regulierten Markt)
Angebotszeitraum	Juni 2013 bis voraussichtlich 30. August 2013 oder bis Vollplatzierung

Projektbeschreibung**Ausbau des Stromnetzes in Schleswig-Holstein**

Quelle: TenneT

Ein starkes Wachstum im Bereich der erneuerbaren Energien und insbesondere der Windenergie an der Westküste Schleswig-Holsteins sowie der gestiegene internationale Energiehandel haben in den letzten Jahren für einen Engpass bei der Stromübertragung gesorgt. Dem Trend des starken Wachstums konnten die Stromübertragungsleitungen bislang nicht folgen. Dadurch waren in der Vergangenheit verstärkt regulierende Eingriffe in das Stromnetz nötig, um die Systemstabilität und folglich auch die Versorgungssicherheit zu gewährleisten. Um eine Netzüberlastung zu vermeiden, musste TenneT eigenen Angaben zufolge im Winterhalbjahr 2011/2012 insgesamt 70 Mal EEG-Anlagen in Schleswig-Holstein anweisen, weniger Energie einzuspeisen, da eine Netzüberlastung drohte. Die Landesregierung Schleswig-Holstein rechnet bis 2015 mit einem drastischen Anstieg der installierten Leistung an regenerativen Energien. Ein Ausbau des Stromnetzes zur effizienten Nutzung dieser Kapazitäten ist daher von besonderer Bedeutung. TenneT plant vor diesem Hintergrund den Neubau von Höchstspannungsleitungen entlang der Westküste Schleswig-Holsteins in einer Gesamtlänge von rund 150 Kilometern zwischen Brunsbüttel und Niebuß. Mögliche Trassenverläufe sind in der linken Grafik dargestellt. Neben Höchstspannungsleitungen sollen zusätzlich vier neue Umspannwerke in Barlt, Heide, Husum und Niebuß errichtet werden. Über die nachrangige Anleihe soll Bürgern, die von diesem Projekt betroffen sind, die Möglichkeit gegeben werden, finanziell über eine Nachranganleihe der niederländischen Muttergesellschaft an diesem Projekt zu partizipieren. Der Baubeginn wird laut Angaben von TenneT voraussichtlich in 2015 erfolgen.

Chancen

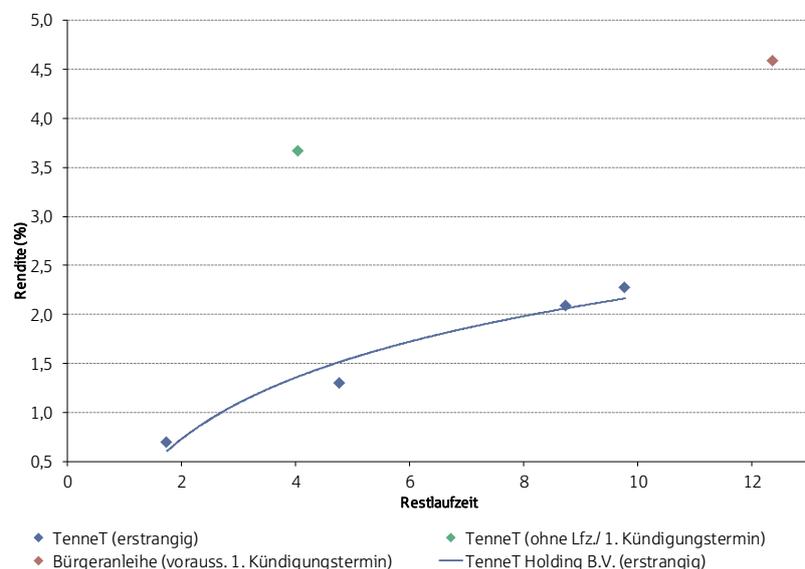
- ◆ Regelmäßige Verzinsung des Anlagebetrages.
- ◆ Höherer Zins (5%) ab Baubeginn für mindestens zehn weitere Jahre.
- ◆ Zinsanpassungen können sich positiv auf Zinserträge auswirken.
- ◆ Bonitätsverbesserung der TenneT Holding können zu Kursgewinnen am Sekundärmarkt führen.
- ◆ Hohe staatliche Stützungswahrscheinlichkeit der TenneT durch die Niederlande im Falle einer finanziellen Schieflage.

Risiken

- ◆ Verzögerter Baubeginn (und somit auch spätere Erhöhung des Zinsatzes).
- ◆ Zinsaufschübe durch den Emittenten.
- ◆ Zinsanpassungen können sich negativ auf Zinserträge auswirken.
- ◆ Bonitätsverschlechterungen des Emittenten können zu Kursverlusten am Sekundärmarkt führen.
- ◆ Gläubiger sind gegenüber anderen Verbindlichkeiten des Emittenten nachrangig.

Relative Value

Vergleich mit ausstehenden TenneT-Anleihen



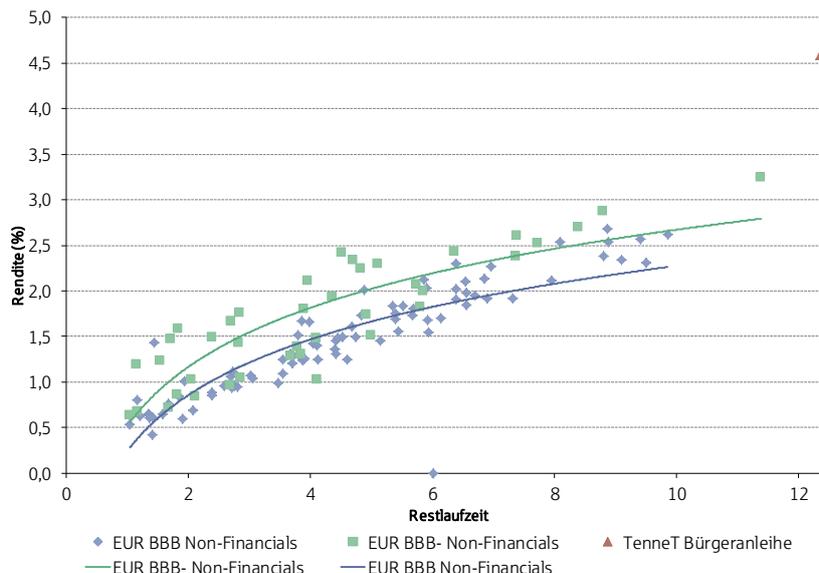
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Fixed Income Research

Attraktivität wird maßgeblich durch den Baubeginn beeinflusst

Insgesamt hat die TenneT Holding B.V. fünf erstrangige Anleihen mit fester Laufzeit, fester Verzinsung und Laufzeiten bis 2015, 2018, 2022, 2023 und 2030 ausstehend. In der obenstehenden Grafik wurde der Langläufer jedoch nicht berücksichtigt, da dieser nicht mehr aktiv gehandelt wird. Zudem steht derzeit noch eine nachrangige Anleihe ohne feste Restlaufzeit aus, die eine ähnliche Struktur besitzt wie die Bürgeranleihe Westküstenleitung. Bei dieser ist der erste Kündigungstermin in rund vier Jahren. Die entsprechende Rendite unter Annahme einer Kündigung befindet sich in der Grafik (grün). Der Aufschlag der Nachrang-Anleihe gegenüber den erstrangigen Anleihen beträgt etwa 2,3 Prozent. Geht man von einem planmäßigen Verlauf des Projekts aus, wird der Baubeginn im Jahr 2015 erfolgen. Demnach würden die Gläubiger der Bürgeranleihe über die ersten beiden Jahre einen Zinskupon von drei Prozent jährlich erhalten und ab dem Jahr 2016 5% bei einer Restlaufzeit bis mindestens 2025 (erste Kündigungsmöglichkeit durch TenneT besteht zehn Jahre nach dem offiziellen Baubeginn). Unter der Annahme einer Kündigung beträgt die Rendite der Bürgeranleihe knapp 4,6%, was einem Aufschlag gegenüber der rechnerisch ermittelten Renditekurve für erstrangige TenneT-Anleihen von etwa 2,2% entspricht. Somit fällt dieser geringer aus als bei der aktuell ausstehenden Nachrang-Anleihe. Ein früherer Baubeginn erhöht den Aufschlag, ein späterer reduziert diesen. Somit hängt die relative Attraktivität gegenüber der aktuell ausstehenden Anleihe maßgeblich vom offiziellen Baubeginn ab.

Relative Value

Vergleich mit Anleihen im gleichen Ratingsegment



Hoher Rendite-Pick-Up gegenüber erstrangigen Anleihen

Da es an den Kapitalmärkten kaum Anleihen gibt, die vergleichbar strukturiert sind und aktiv gehandelt werden, haben wir Anleihen aus dem gleichen Ratingsegment wie die Bürgeranleihe zum Vergleich herangezogen. Trotz der gleichen Ratingnote sollte berücksichtigt werden, dass Nachrang-Gläubiger im Falle einer Insolvenz erst nach den erstrangigen Gläubigern befriedigt werden. Im Gegensatz zu erstrangigen Anleihen mit fester Laufzeit in den Ratingsegmenten „BBB-“ und „BBB“ bietet die Anleihe bis zum ersten Kündigungstermin einen erheblichen Rendite-Pick-Up von rund 1,5 bis 2,5 Prozent. Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld stellt die Bürgeranleihe daher unseres Erachtens eine attraktive Anlagealternative im Investmentgrade-Segment dar.

Fazit

Anleihekonditionen sind aus heutiger Sicht fair

Insgesamt handelt es sich bei der TenneT Holding B.V. um einen Schuldner mit einer guten Bonität, was u.a. an den kontinuierlich positiven Jahresergebnissen ablesbar ist. Die Umsätze konnten kontinuierlich gesteigert werden und auch die Cashflows scheinen vor dem Hintergrund des großen Anteils an regulierten Tätigkeiten in Deutschland und den Niederlanden künftig stabil zu sein. Nichtsdestotrotz birgt die Finanzierungsstruktur der Holding ein gewisses Liquiditätsrisiko, da ein kontinuierlicher und uneingeschränkter Zugang zum Kapitalmarkt bzw. zu Bankfinanzierungen notwendig ist. Durch den niederländischen Staat als alleinigem Eigentümer beurteilen wir die Wahrscheinlichkeit einer staatlichen Stützung als hoch, wodurch Bonitätsrisiken abgemildert werden. Zudem existieren noch großvolumige Kreditlinien, die bislang nicht beansprucht wurden und in Liquiditätspässen für eine Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit sorgen. Die Anleihebedingungen sind aus unserer Sicht fair, wenn man von einem planmäßigen Baubeginn im Jahr 2015 ausgeht. Der Renditeaufschlag für das Nachrangpapier beträgt ca. 2,2% gegenüber erstrangigen TenneT-Bonds und ändert sich je nach Starttermin des Baus. Ein früherer Baubeginn wirkt sich grundsätzlich positiv auf die Rendite bis zum erstmöglichen Kündigungstermin aus, da dann der Zeitraum der Kups in Höhe von 3,0% verkürzt wird. Das aktuell ausstehende Nachrangpapier hat mit 2,3% einen ähnlichen Risikoaufschlag gegenüber den aktuell ausstehenden Anleihen. Bei einem Baubeginn im ersten oder zweiten Quartal 2015 ist mit einem vergleichbaren Aufschlag zu rechnen. Daher sind die Anleihebedingungen aus heutiger Sicht insgesamt als fair zu bewerten. Darüber hinaus bietet die Bürgeranleihe mit dem genannten Rendite-Pick-Up im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine attraktive Anleiherendite. Nichtsdestotrotz müssen sich Anleger der Risiken bewusst sein, die sich sowohl aus dem Nachrang als auch aus den konkreten Bedingungen ergeben. So hängt der Zinssatz zum einen am Baubeginn der Westküstenleitung und zum anderen an Zinsanpassungen, die sich aus einer Anpassung des Regulierten Eigenkapitalzinses durch die Bundesnetzagentur ergeben.

Ansprechpartner in der NORD/LB**Analyst**

Jannik Prochnow	+49 (511) 361-9713	Retail Banking Products	jannik.prochnow@nordlb.de
-----------------	--------------------	-------------------------	---------------------------

Fixed Income Research

Michael Schulz	+49 (511) 361-5309	Leitung	michael.schulz@nordlb.de
Matthias Melms	+49 (511) 361-5427	Covered Bonds	matthias.melms@nordlb.de
Tobias Meyer	+49 (511) 361-4639	Covered Bonds	tobias.meyer@nordlb.de
Christoph Gades	+49 (511) 361-8239	Financials	christoph.gades@nordlb.de
Michaela Hessmert	+49 (511) 361-6915	Financials	michaela.hessmert@nordlb.de
Melanie Kiene	+49 (511) 361-4108	Financials	melanie.kiene@nordlb.de
Fabian Gerlich	+49 (511) 361-9787	Public Issuers/Credits/CDS	fabian.gerlich@nordlb.de
Matthias Kreie	+49 (511) 361-4022	Public Issuers/Credits/CDS	matthias.kreie@nordlb.de
Jannik Prochnow	+49 (511) 361-9713	Retail Banking Products	jannik.prochnow@nordlb.de

Capital Markets Retail Sales

Werner Krull	+49 (511) 361-9401	Leitung	werner.krull@nordlb.de
Jens Angermann	+49 (511) 361-9432	Retailprozesse/Strukturierte Produkte	jens.angermann@nordlb.de
Oliver Bickel	+49 (511) 361-9412	Retailprozesse/Strukturierte Produkte	oliver.bickel@nordlb.de
Christian Schneider	+49 (511) 361-9402	Retailprozesse/Strukturierte Produkte	christian.schneider@nordlb.de
Andre Unger	+49 (511) 361-9416	Retailprozesse/Strukturierte Produkte	andre.unger@nordlb.de
Martin Koch	+49 (511) 361-9413	Kapitalmarktprodukte	martin.koch@nordlb.de
Jörn Meißner	+49 (511) 361-9411	Kapitalmarktprodukte	joern.meissner@nordlb.de
Brian Zander	+49 (511) 361-9408	Kapitalmarktprodukte	brian.zander@nordlb.de

Wichtige Hinweise

Die vorstehende Studie ist erstellt worden von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“). Die NORD/LB untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, dem Vereinigten Königreich, Irland, Frankreich, Belgien, Luxemburg, Griechenland, den Niederlanden, Spanien, Italien, Österreich, der Schweiz, Norwegen, Estland, Lettland und Litauen (alle vorgenannten Personen werden nachfolgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Die in dieser Studie untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Studie vertrauen. Insbesondere darf weder diese Studie noch eine Kopie hiervon nach Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Diese Studie und die hierin enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass die Studie einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der unserer Analysten dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Studie vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Studie in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen und können sich jederzeit ändern, ohne dass dies notwendig angekündigt oder publiziert wird. Eine Garantie für die fortgeltende Richtigkeit der Angaben wird nicht gegeben. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Studie stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Studie stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Studie dar. Die in dieser Studie Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet und sollten daher nicht allein aufgrund dieser Studie erworben werden. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Studie sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Studie in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit unserer vorherigen schriftlichen Genehmigung zulässig.

Dieses Dokument wurde in Übereinstimmung mit den anwendbaren Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes und der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten erstellt. Der Bereich Research der NORD/LB ist in organisatorischer, hierarchischer, funktioneller und örtlicher Hinsicht unabhängig von Bereichen, die für die Emission von Wertpapieren und für Investment Banking, für den Wertpapierhandel (einschließlich Eigenhandel) mit und Verkauf von Wertpapieren und für das Kreditgeschäft verantwortlich sind.

Zusätzliche Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich

Diese Studie wird im Vereinigten Königreich durch NORD/LB London Branch verbreitet. NORD/LB untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und für die Geschäftstätigkeit im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Financial Services Authority.

Diese Studie stellt „Financial Promotion“ im Sinne der Regelungen der Financial Services Authority dar. Relevante Empfänger im Vereinigten Königreich sollten sich mit jeglicher Anfrage an NORD/LB's London Branch, Investment Banking Department, Telephone: 0044 2079725400 wenden.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz

Diese Studie wurde nicht von der Eidgenössischen Bankenkommision (die am 1. Januar 2009 mit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) fusioniert wurde) gebilligt.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland

Diese Studie wird in Estland durch die NORD/LB verbreitet. Die NORD/LB untersteht der Aufsicht der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Empfänger dieser Studie sollte alle maßgeblichen Bedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen vor einer eigenen Entscheidung eingehend überprüfen und, soweit erforderlich, eigene dritte Berater hinzuziehen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland

Die in dieser Studie enthaltenen Aussagen, Meinungen und Bewertungen geben die persönliche Ansicht der erstellenden Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie wieder und sollten vom Empfänger daher nicht zur Grundlage einer möglichen Anlageentscheidung gemacht werden, solange dieser sich nicht von der NORD/LB hat bestätigen lassen, dass die hierin enthaltenen Aussagen, Meinungen und Bewertungen nach wie vor zutreffend und aktuell sind.

Vorkehrungen zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten, zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zum Umgang mit Interessenkonflikten:

Die NORD/LB hat Geschäftsbereiche, die Zugang zu sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten haben können (Vertraulichkeitsbereiche), funktional, räumlich und/oder durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen (z.B. dem NORD/LB-Research) abgeschottet.

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Aktienpreise haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Diese neutrale Stelle kontrolliert täglich die von der NORD/LB und ihren Mitarbeitern durchgeführte Transaktionen, um sicherzustellen, dass diese den Marktbedingungen entsprechen. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Aktienpreise haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Um Interessenkonflikte bei der Erstellung von Finanzanalysen zu verhindern, sind die Analysten der NORD/LB verpflichtet, die Compliance-Stelle über die Erstellung von Studien zu unterrichten und dürfen nicht in die von ihnen betreuten Finanzinstrumente investieren. Sie sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch die Analysten, wie Insiderhandel und Front- und Parallel Running, zu identifizieren. Bei der Erstellung einer Finanzanalyse, bei der offen zu legende Interessenkonflikte innerhalb der NORD/LB Gruppe bestehen, werden Informationen über Interessenkonflikte erst nach der Fertigstellung der Finanzanalyse von der Compliance-Stelle verfügbar gemacht. Eine nachträgliche Änderung einer Finanzanalyse kommt nur nach Einbindung der Compliance-Stelle in Betracht, wenn sichergestellt ist, dass die Kenntnis dieser Interessenkonflikte das Ergebnis der Studie nicht beeinflusst. Weitere Informationen hierzu sind unserer Finanzanalyse bzw. Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der NORD/LB nach § 34b Abs. 1 WpHG und § 5 FinAnV bei der „TenneT Holding B.V.“:

Die NORD/LB oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat eine Vereinbarung mit dem Emittenten über Analyseerstellung.

Redaktionsschluss: 22. Mai 2013