

## Gewitter-Wolken am Corporate Bond Markt?

Ist das Glas halb voll, halb leer oder leer?

3/2019

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)

*«Wie bei jedem Finanzboom der Vergangenheit gilt auch hier: Je länger der Aufwärtstrend anhält, desto schlechter wird die Qualität der Schulden»*

Tobias Straumann, NZZ 2/2019

**Stimmt das?**

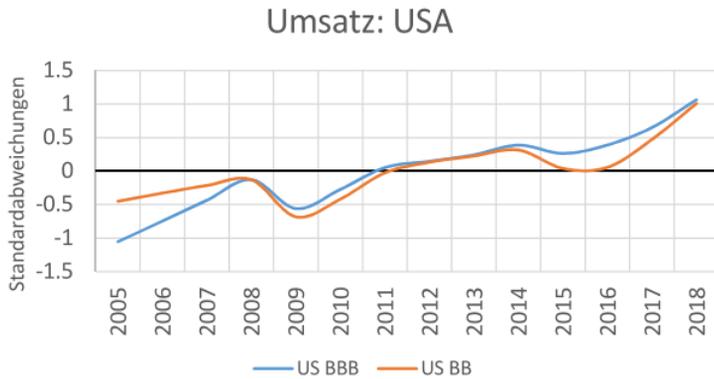
# *Wir gehen dorthin, wo's weh tut:*

Auf die Trennlinie von Investment  
Grade und Junk, BBB und BB...

...und untersuchen die  
**Schuldnerbonitäts-Trends** in  
USA und Europa

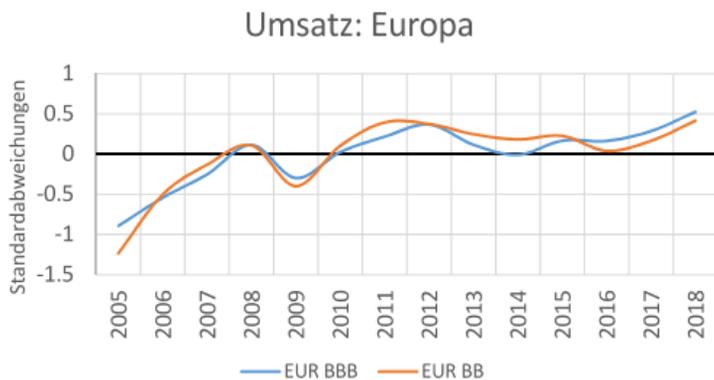
Wir wählen 190 sortenreine (von untersch.  
Ratingagenturen identisch geratete) BBB  
und BB Schuldner mit lückenlosen  
Finanzzahlen bis zurück ins 2005

Auf den ersten Blick sieht es  
vierversprechend aus:

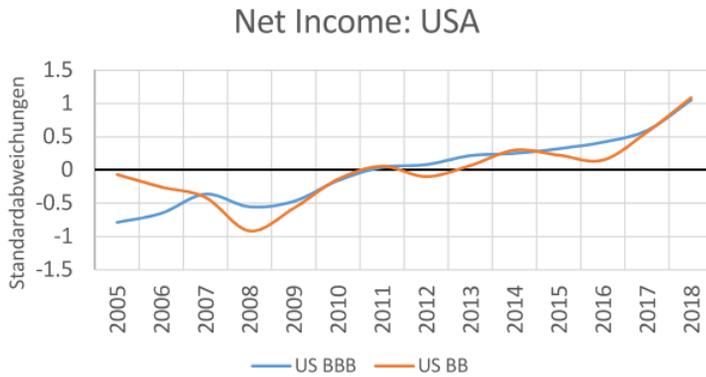


**Starkes Unternehmens-Wachstum überall**  
sei es organisch oder durch Übernahmen

- Besonders ausgeprägt in den USA, sowohl BBB wie BB-Firmen

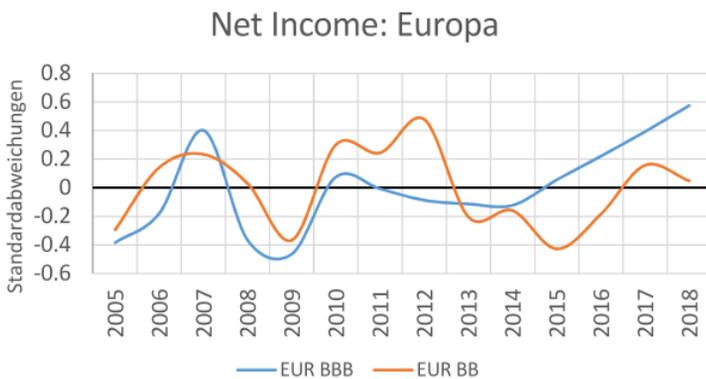


- Aber auch in Europa, im Durchschnitt fast identisches Umsatzwachstum von BBB und BB-Emittenten



## Starkes Gewinnwachstum wenig Ausnahmen

- Die U.S.-Firmen sind gewinnmässig am Top der letzten 13 Jahre mit einem soliden Trend

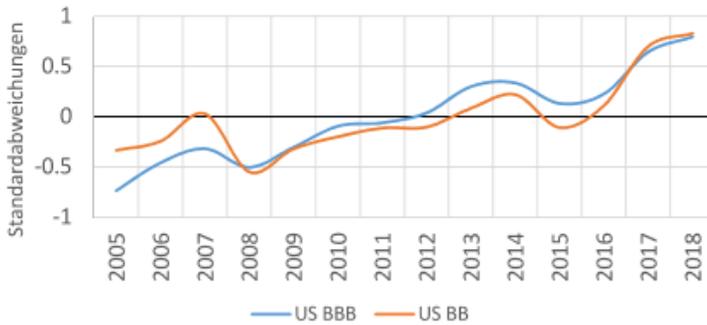


- In Europa sieht die Situation ebenfalls verbessert aus, mit Ausnahme des (kleinen) BB-Samples

# Eigenkapital

## Das Eigenkapital steigt z.T. stark an

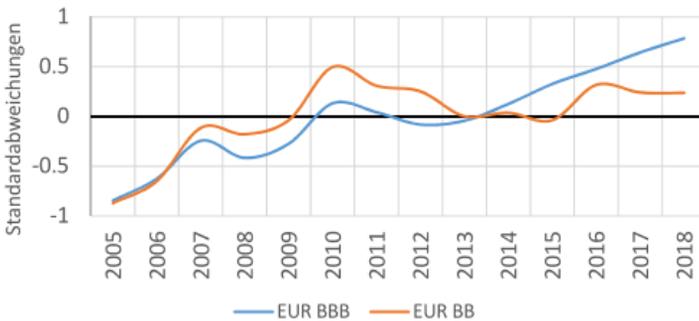
Eigenkapital: USA



## Deutlich höheres Eigenkapital v.a. auch in den USA

- Besonders stark gewachsen in den letzten 2 Jahren, im BBB und BB klar auf dem Höchststand

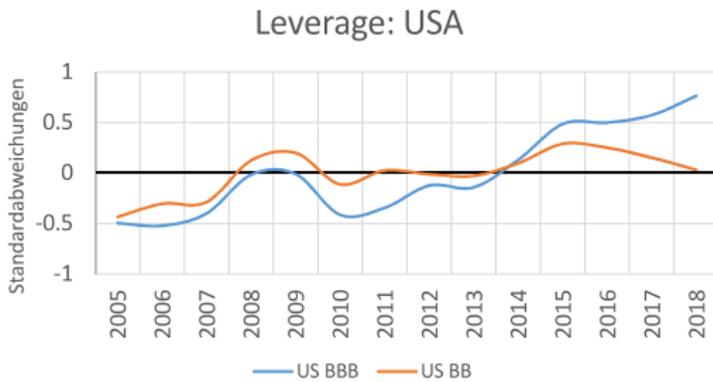
Eigenkapital: Europa



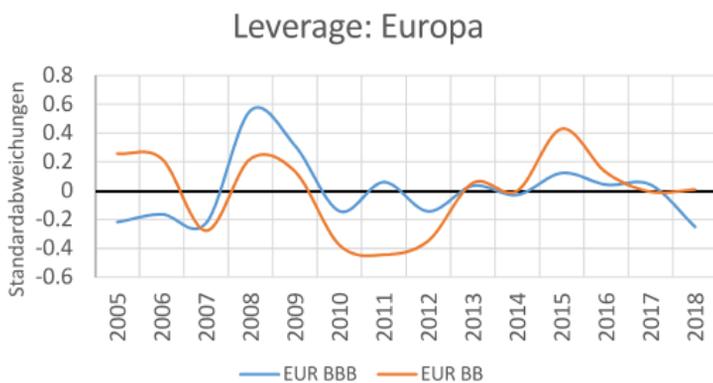
- In Europa ist eine klare Trennung von BBB und BB-Durchschnitten zu beobachten, klares Wachstum im BBB, kaum Impulse im BB

# Leverage: «Net Debt / EBITDA»

## Kein breites Leverage-Problem ersichtlich



Leverage = Net Debt / EBITDA



Leverage = Net Debt / EBITDA

Stress nur im BBB der USA  
sonst erstaunlich wenig Leverage im System

- Speziell auffällig die Divergenz in den USA zwischen BBB und BB

- In Europa ist weder ein Trend noch irgendwelcher Leverage-Stress ersichtlich

Net Debt/EBITDA ist die mit Abstand meist verwendete Masszahl bei Analysten, Rating Agenturen und Investoren und vergleicht die Nettoschulden (Finanzschulden nach Abzug Liquidier Mittel) zum Rohgewinn EBITDA

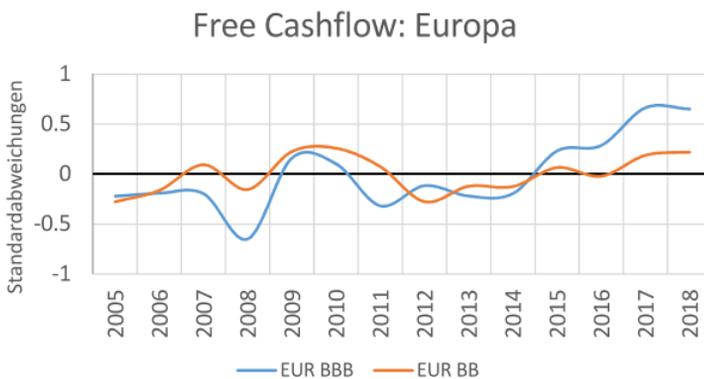
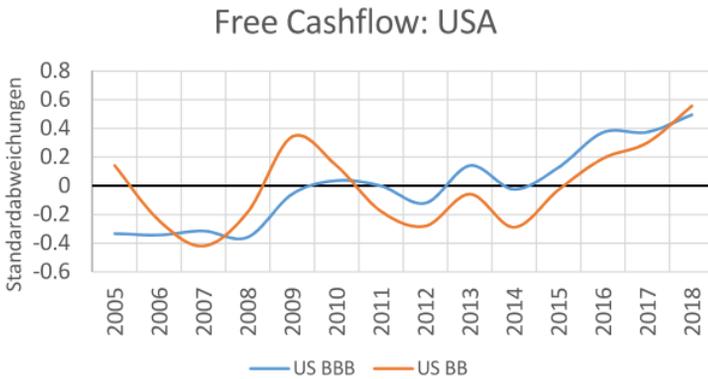
U.E. ist diese Metrik –alleine- eher **irreführend** als zielführend, da in einer Rezession die Erlöse abbrechen, die Schulden aber weiterbestehen, weshalb relativ schnell massiver Ratingdruck aufkommen dürfte

*So weit, so gut...*

Wir schauen unter die Oberfläche

# Free Cash Flow

Kommt bei den Unternehmen auch wirklich Cash rein?



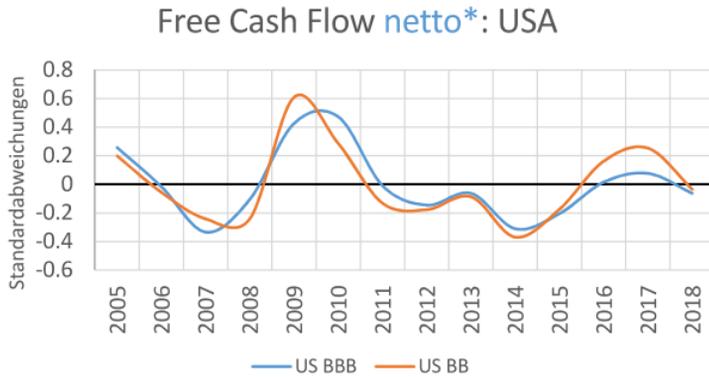
Cash Flow seit 3 Jahren deutlich verbessert USA auf Höchststand

- Im Gefolge der Finanzkrise kam es zu einem mehrjährigen Seitwärtstrend in den FCF, der durch eine kräftige Avance in den letzten Jahren abgelöst wurde
- Besonders dynamisch sieht die USA aus
- In Europa hat der Investment Grade BBB zugelegt, der High Yield BB nur graduell

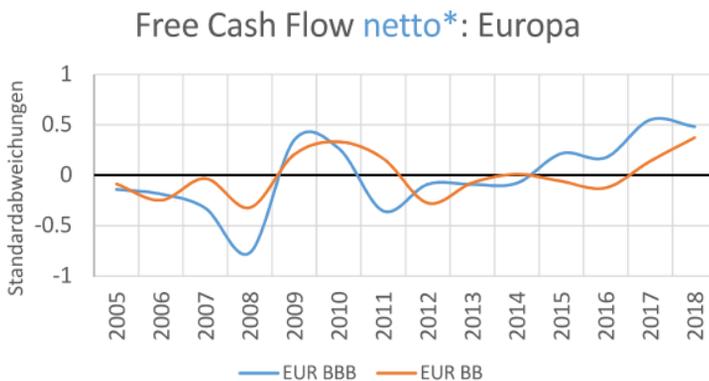
Buchhalterische Gewinne sind nur dann nachhaltig, wenn dabei auch effektiv Cash in die Unternehmen fließt

# Free Cash Flow: Nach Dividenden und Kapitalrückzahlungen

## Was bleibt übrig für den Obligationär?



\* Nach Abzug Dividenden und Share Buybacks



\* Nach Abzug Dividenden und Share Buybacks

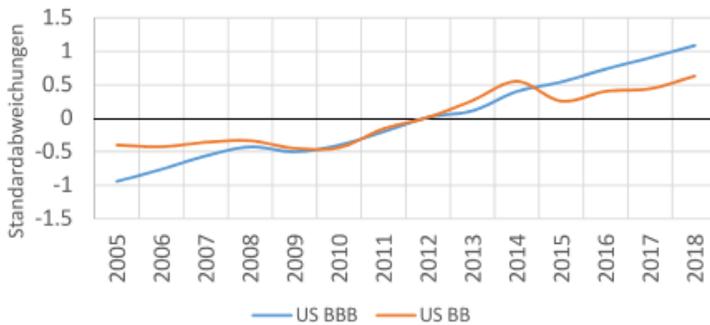
**Kaum FCF-Wachstum nach Abgeltung der Aktionären** Europa sieht besser aus als die USA

- Die FCF brutto –also vor Kapitalrückzahlungen und Dividenden – steigen kräftig, ähnlich wie die Nettogewinne
- Berücksichtigt man allerdings die Kapitalabflüsse an die Aktionäre, dann bleibt kaum ein FCF-Wachstum übrig, jedenfalls nicht in den USA, um ein Polster für die Obligationäre aufzubauen
- In Europa sieht die Sachlage etwas besser aus
- Nicht dass Kapitalrückzahlungen nicht freiwillig wären; aber der Aktionär gewöhnt sich an die an ihn abgeführten Gelder und die Firmen hüten sich, Abstriche zu machen auch dann, wenn der FCF nicht mithält

# Mit den Bilanzen wachsen auch die Schulden

# Schulden explodieren

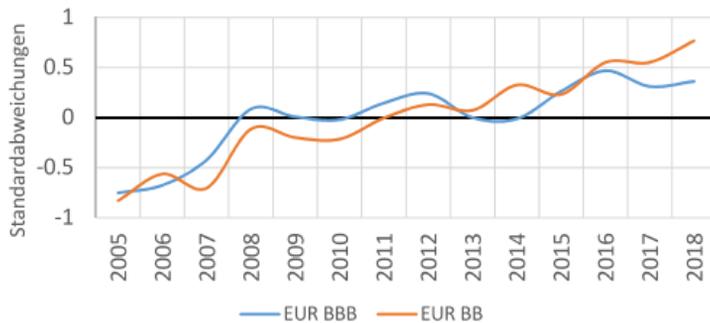
Liabilities: USA



## US BBB- Verpflichtungen im Fokus aber nicht nur

- Was besonders ins Auge fällt ist die Schuldenexplosion im Bereich BBB in den USA...
- ...aber auch im BB sind die Schulden jetzt auf dem Höchststand der letzten 13 Jahre

Liabilities: Europa



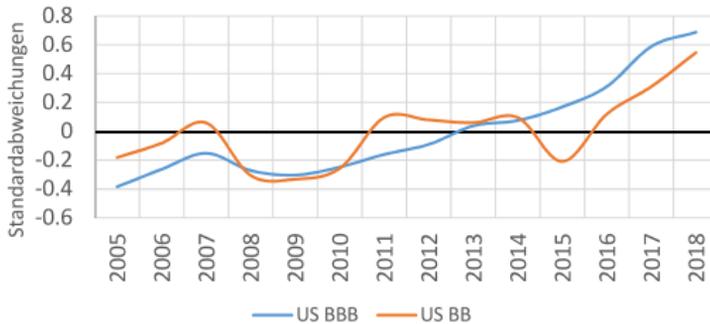
- Und auch die Schulden im europäischen High Yield BB wachsen dynamisch
- Im europäischen Investment Grade BBB sind die Schulden hoch, aber der Trend hat nachgelassen

«Liabilities»: Nicht nur Finanzschulden, sondern sämtliche Verbindlichkeiten der Unternehmen, also auch Pensions-Verpflichtungen, Leasings etc

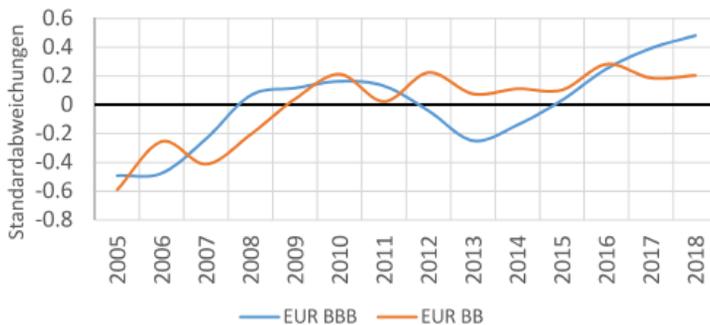
# Fake Equity

## Akquisitions-Goodwill explodiert

Goodwill: USA



Goodwill: Europa



Zu teuer bezahlte Übernahmen hinterlassen tiefe Furchen in den Bilanzen

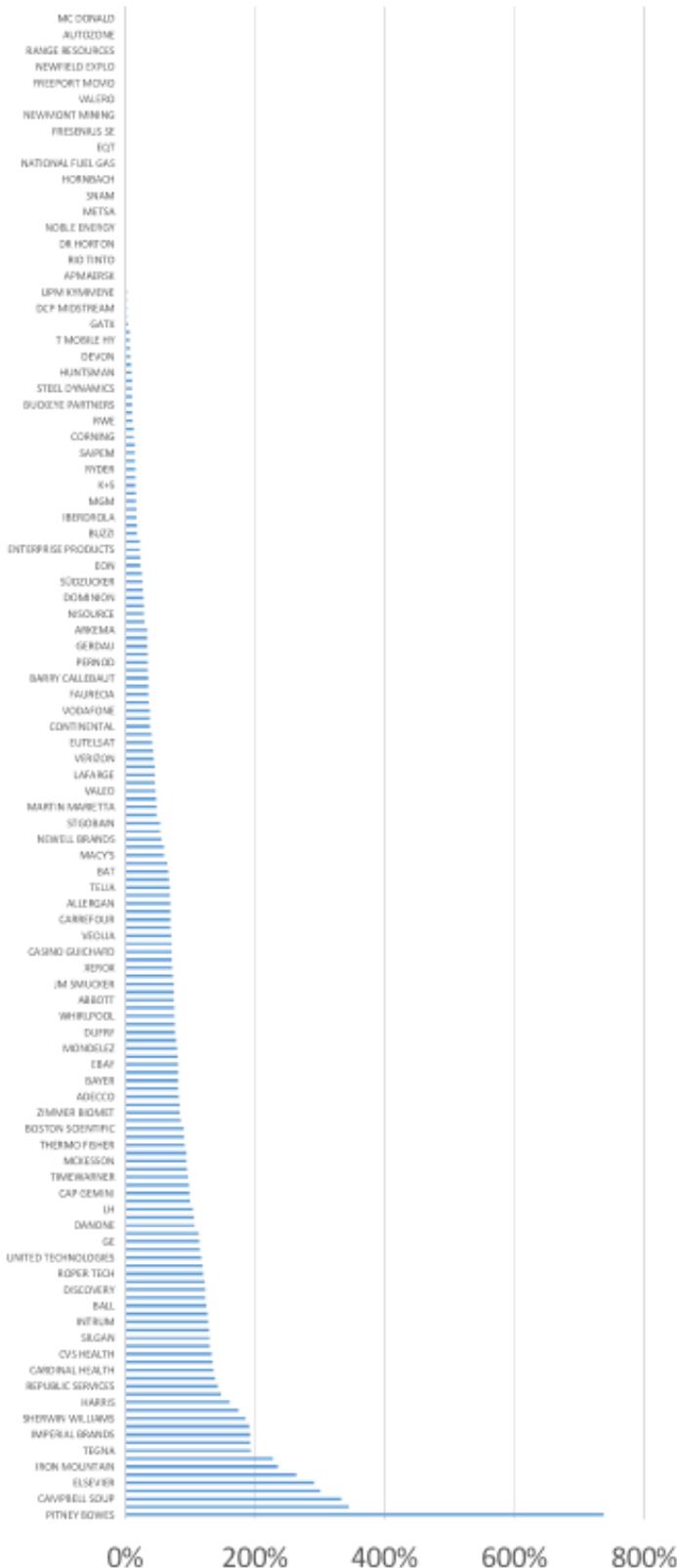
Wenn man sich Mühe macht, die Bilanz richtig zu lesen

- Unternehmenskäufe über dem Buchwert dürfen absurderweise in der Bilanz aktiviert werden, und gelten somit als Eigenkapital
- Das wird in den USA rege benützt, und auch in Europa hat diese Taktik breite Anwendung gefunden

# Fake Equity

# Akquisitions-Goodwill explodiert

Goodwill / Eigenkapital in %



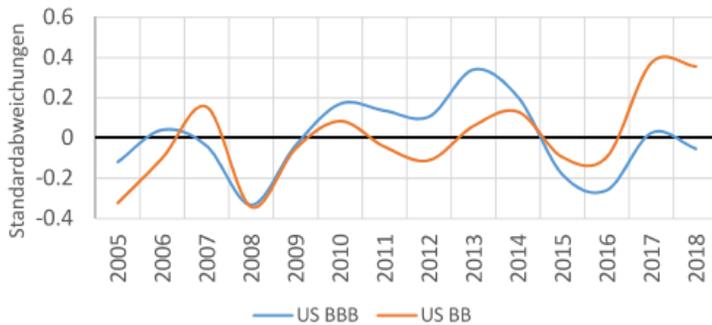
Im Durchschnitt ist 66% (!) des Eigenkapitals warme Luft über 40 von 189 Emittenten haben nach Abzug des Goodwills kein (!) Eigenkapital

- Nur 53 von 189 Emittenten haben einen Goodwill-Anteil am EK von unter 10%
- D.h. das Geschwür Goodwill hat sich breit und komplett in die Bilanzen der Unternehmen eingenistet
- Bereits jetzt häufen sich anekdotisch die Fälle, in denen Goodwill aufgelöst/abgeschrieben werden muss; es wird dann betont, dass diese Abschreiber nicht liquiditätswirksam sind
- Wer passiv in diesen Märkten investiert hat im Rezessionsfall ein massives Problem

# Fake Equity

## Wie entwickelte sich somit das «gesunde» Eigenkapital?

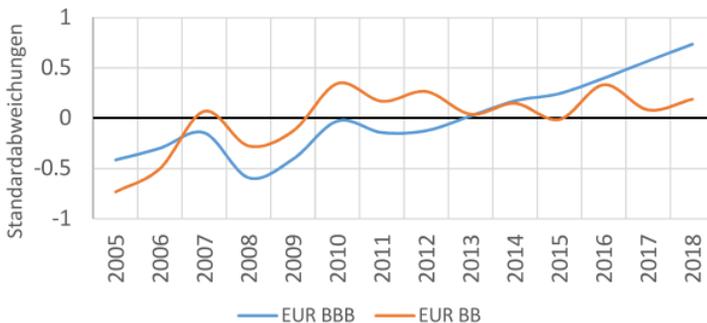
EK-GW: USA



Nach Abzug Goodwill:  
**Keine  
Verbesserung im  
Eigenkapital übrig**  
Speziell ernüchternd: US BBB

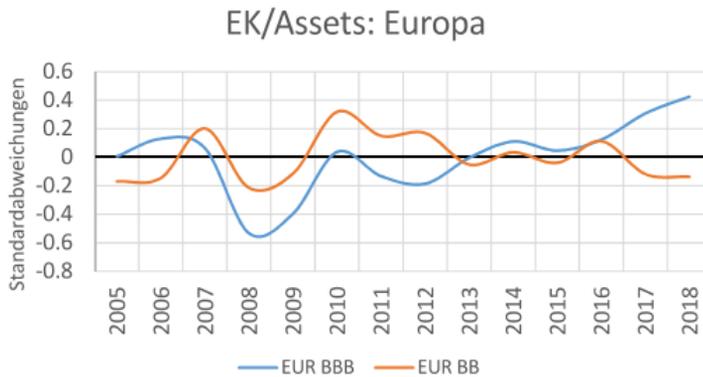
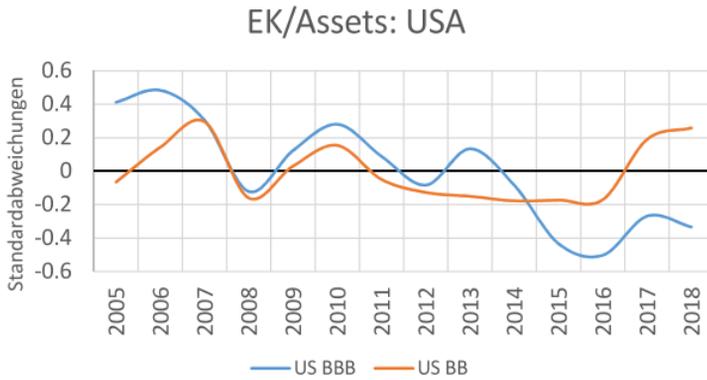
- Im US BBB ist das durchschnittliche EK deutlich tiefer als noch vor 5 Jahren, dies trotz massiv höheren Schulden!
- Das US BB sieht besser aus

EK-GW: Europa



- Umgekehrt ist das Bild in Europa mit nur stabilem Eigenkapital-Trend im BB und gutem Wachstumstrend des EK im BBB

## Wie hoch ist die Eigenkapital-Decke?

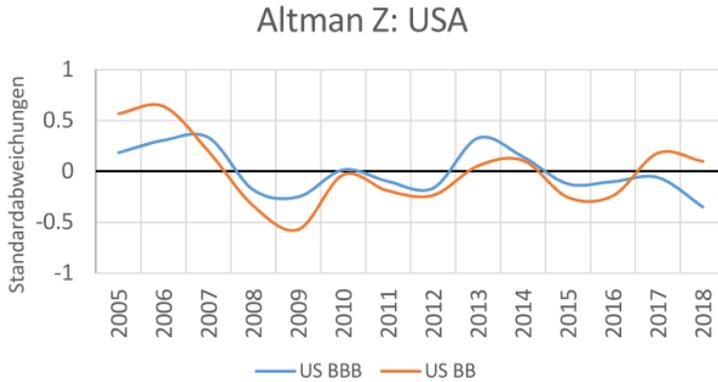


## Massive Unterschiede mit Sorgen US BBB im Schlaglicht

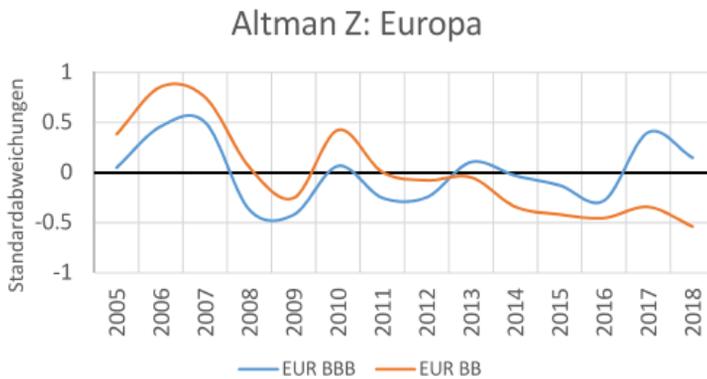
- Die EK-Decke im US BB sieht wesentlich besser aus als die besorgniserregend tiefe effektive EK-Decke im US BBB
- Im BBB sind wir nahe des absoluten Tiefpunktes
- In Europa sieht der Investment Grade BBB besser aus als der High Yield BB

*So weit, so schlecht...*

Was bedeutet das für die  
Bonität?



Je tiefer Altman Z, desto höher die Bankrott-Wahrscheinlichkeit



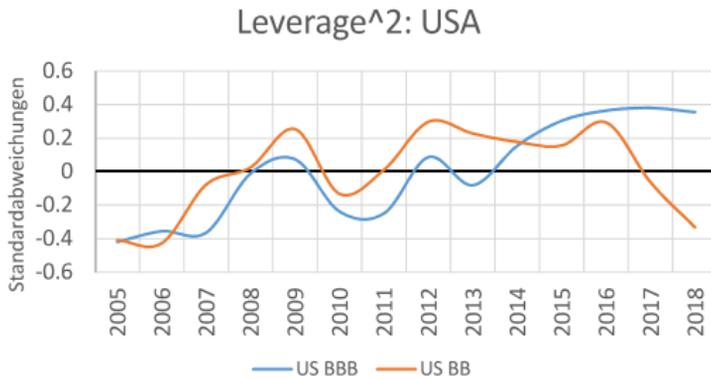
Je tiefer Altman Z, desto höher die Bankrott-Wahrscheinlichkeit

## Einzelne deutliche Stress-Signale <sup>BBB</sup> USA sieht bedrohlich aus

- Altman Z ist ein in die Jahre gekommenes aber für uns immer noch sehr wichtiges Analyse-Tool
- So ist Altman Z relativ gut mit den Ratings korreliert
- Es berücksichtigt zwar die Goodwill-Thematik nicht, zeigt aber trotzdem deutlichen Stress an
- Z.B. im US BBB, wo die Bankrottwahrscheinlichkeit im Schnitt auf dem Höchst ist seit 2005
- Oder im europäischen High Yield BB, wo eine markante säkulare Verschlechterung beobachtet werden kann

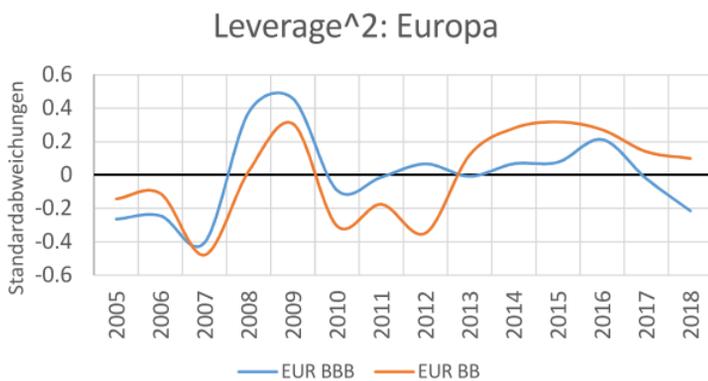
# Gesamter Leverage operativ und in der Bilanz

## Wie hoch ist der gesamte Leverage



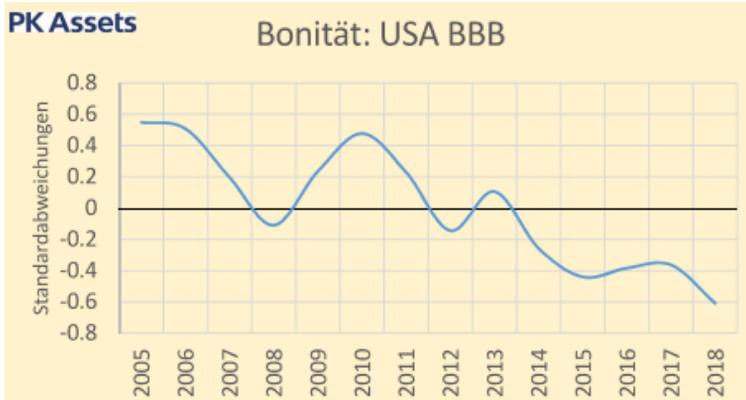
Maximal in US  
BBB sonst  
entspannt Frappanter  
Unterschied in USA BBB und  
BB

- Wir verbinden den operativen Leverage mit dem Bilanz-Leverage zu einer einzigen Kennzahl «Leverage^2»
- Es zeigen sich klare Unterschiede, mit BBB USA mit extrem hohem Leverage einerseits und einer klaren Leverage-Entspannung in den anderen Teilbereichen



## Unsere Bonitätseinschätzung besteht aus folgenden Bausteinen Im Bereich «Industrials»:

- Eigenkapitalisierung
- Risikoadjustierte EBIT-Marge
- Netto Free Cash Flow
- Altman Z
- Sales/Liabilities
- Goodwill
- Leverage<sup>2</sup>
- Interest Cover
- Enterprise Value/Debt

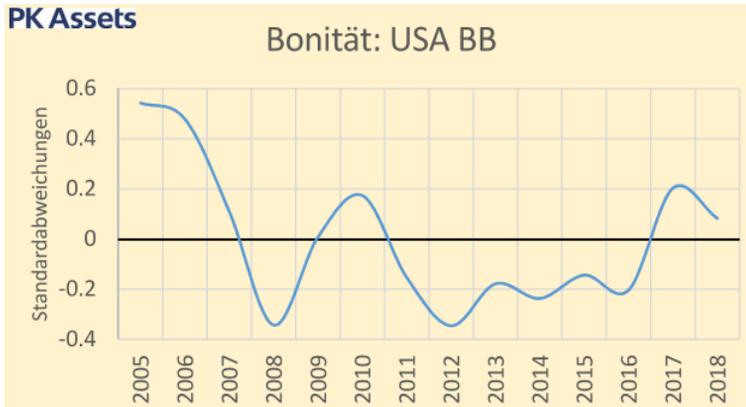


Unser Sample besteht aus folgenden 82 Unternehmen:

ABBOTT, ALLERGAN, ANTHEM, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOSTON SCIENTIFIC, BUCKEYE PARTNERS, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CBS, CELGENE, CONAGRA, CONSTELLATION, CORNING, CSX, CVS HEALTH, DEVON, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EBAY, ENBRIDGE, ENERGY TRANSFER, ENTERPRISE PRODUCTS, EQT, EQUIFAX, FEDEX, FIRSTENERGY, FORD, FRESENIUS MED, FRESENIUS SE, GATX, GE, GEN. MILLS, HARRIS, HUBBELL, INGERSOLL, RAND, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KELLOG, KOHL, S KROGER, L3 TECH, LH, MACY'S, MANPOWER, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MONDELEZ, MOSAIC, NATIONAL FUEL GAS, NEWELL BRANDS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, POTASH, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, THERMO FISHER, TIMEWARNER, UNITED TECHNOLOGIES, VALERO, VERIZON, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS WPP, ZIMMER BIOMET

## Dramatisch schlechter Bonitätstrend im BBB USA Mehrere Schwachstellen

- Die Unternehmen werden zwar immer grösser punkto Assets, Umsatz, Eigenkapital, Gewinne und Cash Flows
- Aber der operative Leverage und die Abführungen an die Aktionäre steigen auch stark
- Die Schulden steigen dynamisch
- Am besorgniserregendsten: Goodwill:
- Im Schnitt beträgt der Goodwill/EK ungläubliche 72%
- Nach Abzug Goodwill haben 25 von 82 Unternehmen z.T. massiv negatives Equity
- So ist die Eigenkapitaldecke auf dem absoluten Tiefpunkt
- Ebenso der Altman Z
- Und  $\text{Leverage}^2$  ist auf dem Höchststand

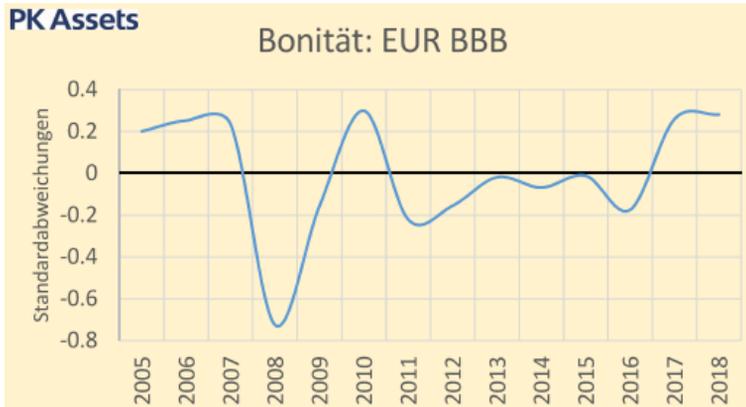


Unser Sample besteht aus folgenden 30 Unternehmen:

AES, ALCOA, AVIS, BALL, CROWN HOLDINGS, DCP MIDSTREAM, ENERSYS, FREEPORT MCMO, GOODYEAR, HUNTSMAN, IRON MOUNTAIN, LENNAR, LOUISIANA PAC, MDC, MERITAGE HOMES, MGM, NETFLIX, NEWFIELD EXPLO, NORBORD, NUSTAR ENERGY, PITNEY BOWES, RANGE RESOURCES, SEALED AIR, SILGAN, STEEL DYNAMICS, T MOBILE HY, TEGNA, TOLL BROTHERS, UNITED RENTALS, XEROX

## Kein Stress, aber der Teufel steckt im Detail (grosse Heterogenität im Sample), kleines Sample

- Die Unternehmen werden auch hier immer grösser punkto Assets, Umsatz, Eigenkapital und Gewinne
- Und: Hier steigt der operative Leverage nicht
- Was nicht gefällt: der stagnierende netto FCF
- Die Schulden steigen dynamisch
- Auch hier besorgniserregend: Goodwill:
- Im Schnitt beträgt der Goodwill/EK ungläubliche 62%
- Nach Abzug Goodwill haben 9 von 30 Unternehmen z.T. massiv negatives Equity
- Trotzdem ist die Eigenkapitaldecke ok
- Ebenso der Altman Z
- Und  $\text{Leverage}^2$  ist deutlich gesunken
- Fazit: Guter Bonitätstrend; aber: Kleines Sample mit einigen schwierigen Fällen

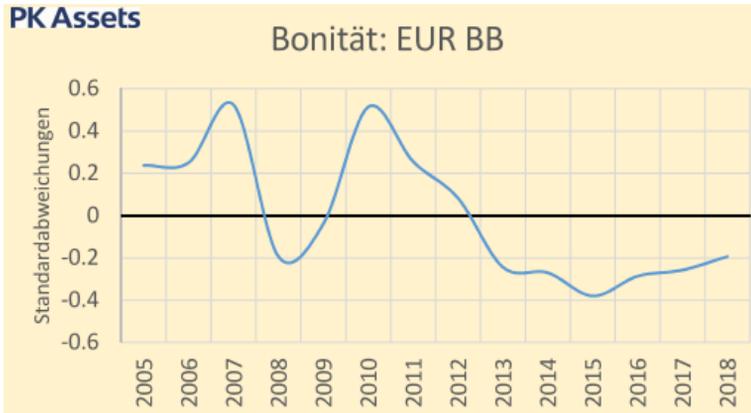


Unser Sample besteht aus folgenden 60 Unternehmen:

ABERTIS, ACCOR, ADECCO, AKZO, APMAERSK, ARKEMA, BARRY CALLEBAUT, BAT, BAYER, BUZZI, CAP GEMINI, CARREFOUR, CONTINENTAL, DANONE, DS SMITH, DTE TELECOM, ELSEVIER, ENEL, EON, EUTELSAT, GERDAU, HEIDELBERG, HOCHTIEF, IBERDROLA, IMPERIAL BRANDS, KERING, KPN, LAFARGE, LANXESS, LONZA, LUFTHANSA, METSA, ORANGE, PEARSON, PERNOD, PHILIPS, PUBLICIS, RENAULT, RENTOKIL, REPSOL, RWE, SES, SMITHS, SNAM, SOLVAY, STGOBAIN, STORA ENSO, STRABAG, SÜDZUCKER, SWED MATCH, TELEFONICA, TELIA, THOMSON REUTERS, UPM KYMMENE, VALEO, VEOLIA, VIVENDI, VODAFONE, VOLVO AB

## Breite Verbesserung des Bonitätsprofils Weniger negative Outliers

- Die Unternehmen werden auch hier immer grösser punkto Assets, Umsatz, Eigenkapital, Gewinne und Cash Flows
- Aber hier fällt der operative Leverage sogar!
- Und nicht nur der FCF sondern auch der Netto-FCF steigt!
- Der Schuldentrend ist stabil
- Aber auch hier besorgniserregend: Goodwill:
- Im Schnitt beträgt der Goodwill/EK immer noch unglaubliche 52%
- Nach Abzug Goodwill haben 6 von 60 Unternehmen z.T. massiv negatives Equity
- Trotzdem ist die Eigenkapitaldecke ok
- Ebenso der Altman Z
- Und  $\text{Leverage}^2$  ist deutlich gesunken
- Fazit: Starker Bonitätstrend!



Unser Sample besteht aus folgenden 20 Unternehmen:

CASINO GUICHARD, DUFREY, ENERGIA CELULOSA, ERICSSON, FAURECIA, HORNBACH, INTRUM, K+S, LEON.FINMECCANICA, NEXANS, NOKIA, PIAGGIO, REXEL, SAIPEM, SMURFIT KAPPA, TELECOM ITALIA, TESCO, THYSSEN, WILLIAM HILL

## Schwache Bonität

### Konsolidierung auf tiefem Niveau

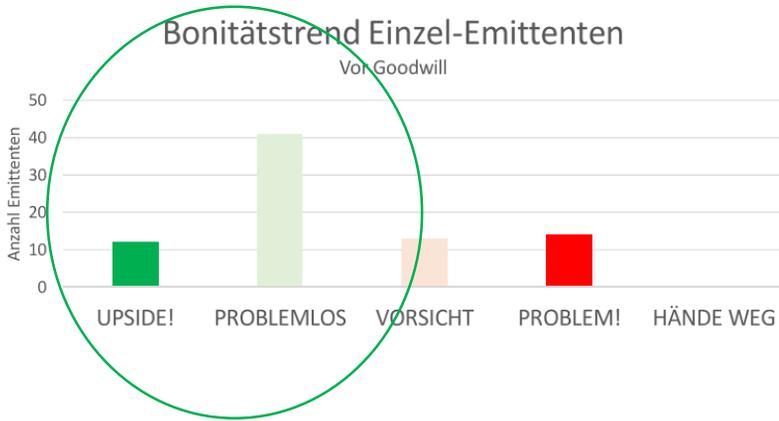
- Die Unternehmen werden auch hier immer grösser punkto Assets und Umsatz
- Aber Eigenkapital und Gewinne steigen nicht dynamisch
- Dafür: Hier fällt der operative Leverage!
- Und nicht nur der FCF sondern auch der Netto-FCF steigt!
- Die Schulden steigen aber auch dynamisch
- Aber auch hier besorgniserregend: Goodwill:
- Im Schnitt beträgt der Goodwill/EK immer noch unglaubliche 59%
- Nach Abzug Goodwill haben 4 von 20 Unternehmen z.T. massiv negatives Equity
- Und die Eigenkapitaldecke ist extrem tief
- Ebenso der Altman Z!
- Und Leverage<sup>2</sup> ist relativ hoch
- Fazit: Schwacher Bonitätstrend!

*Das waren jetzt alles  
Durchschnittswerte...*

Wo sollte man effektiv  
investieren?

## Für Skeptiker: Schwierig, ein diversifiziertes BBB-Portfolio zu bilden

Vor Goodwill-Betrachtung



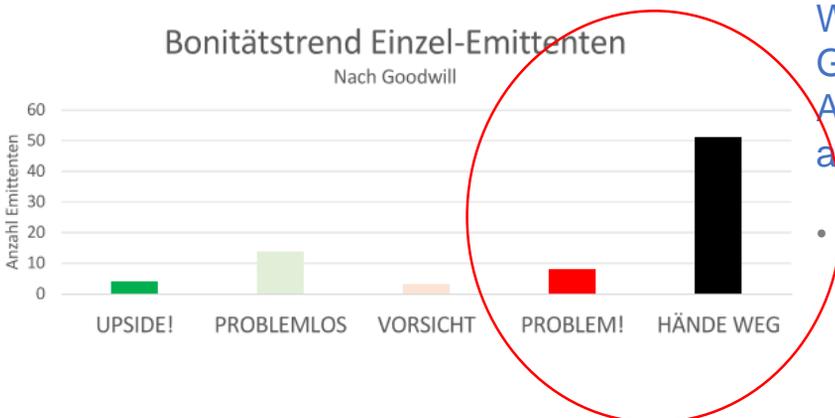
Wer sich für Goodwill nicht interessiert, hat eine breite Palette von Investment-Möglichkeiten

- Je nach Bonitätstrend fällt jeder Emittent in eine Kategorie mit Rating-Upside, Stabil, Vorsicht, Problem und Hände weg
- Im US BBB sind nicht weniger als 60 der knapp 90 Emittenten bedenkenlos, basierend auf dem Bonitätstrend

Behandlung Goodwill:

- Für 0-10% Goodwill/EK: Keine Bestrafung
- Für 10-20% Goodwill/EK: 1 Stufe Strafe (z.B. von «Problemlos» neu zu «Vorsicht»)
- Für 20-50% Goodwill/EK: 2 Stufen Strafen
- Ab 50% Goodwill/EK: «Hände weg»

Nach Goodwill-Betrachtung

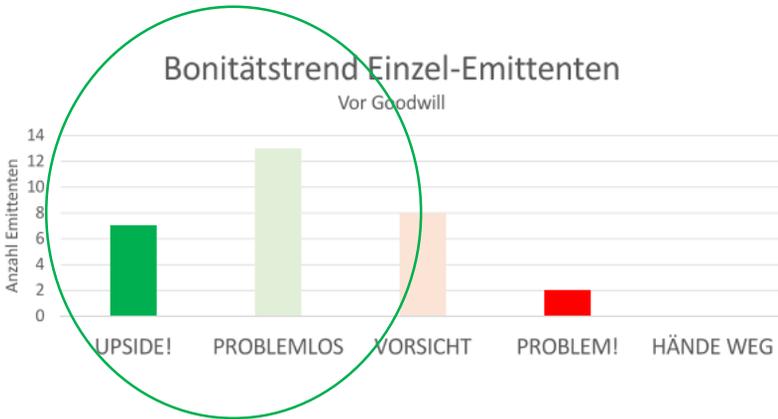


Wir interessieren uns für Goodwill, deshalb sieht die Ausgangslage nicht so positiv aus:

- Im US BBB sind  $\frac{3}{4}$  der Emittenten aktuell für uns nicht investierbar, da entweder ein mieser Bonitätstrend und/oder zu viel Goodwill besteht
- Das Anlageuniversum schrumpft massiv ein

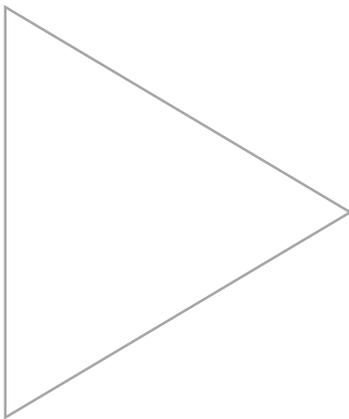
# Für Skeptiker: Unmöglich, ein diversifiziertes BBB-Portfolio zu bilden

Vor Goodwill-Betrachtung



Wer sich für Goodwill nicht interessiert, hat eine breite Palette von Investment-Möglichkeiten

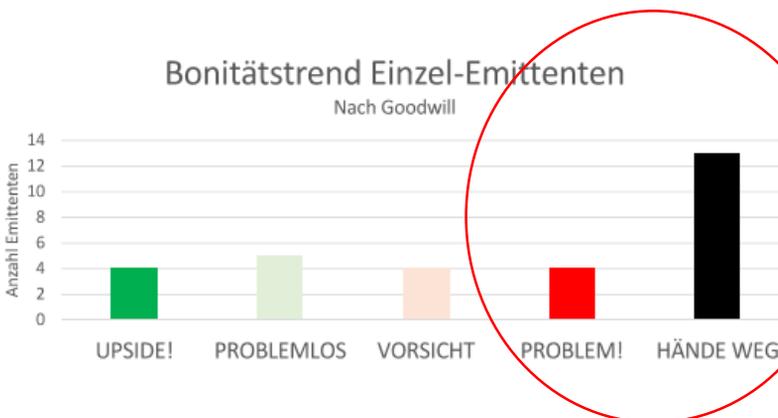
- Im US BB sind 20 der 30 Emittenten bedenkenlos, basierend auf dem Bonitätstrend



Behandlung Goodwill:

- Für 0-10% Goodwill/EK: Keine Bestrafung
- Für 10-20% Goodwill/EK: 1 Stufe Strafe (z.B. von «Problemlos» neu zu «Vorsicht»)
- Für 20-50% Goodwill/EK: 2 Stufen Strafen
- Ab 50% Goodwill/EK: «Hände weg»

Nach Goodwill-Betrachtung

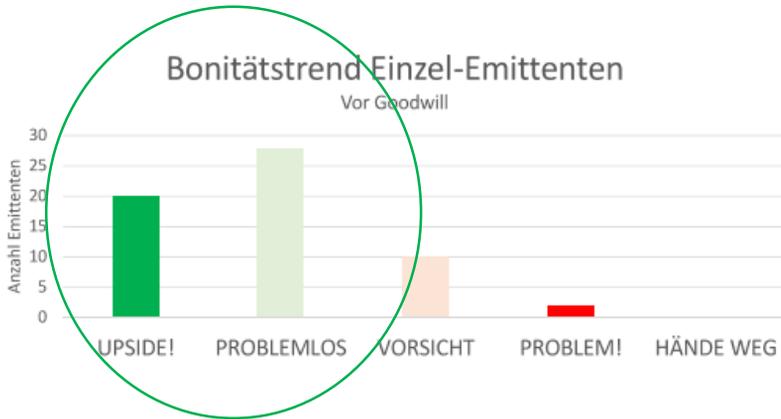


Wir interessieren uns für Goodwill, deshalb sieht die Ausgangslage nicht so positiv aus:

- Im US BB sind die Hälfte der Emittenten aktuell für uns nicht investierbar, da entweder ein mieser Bonitätstrend und/oder zu viel Goodwill besteht
- Das Anlageuniversum schrumpft massiv ein

## Für Skeptiker: Unmöglich, ein diversifiziertes BBB-Portfolio zu bilden

Vor Goodwill-Betrachtung



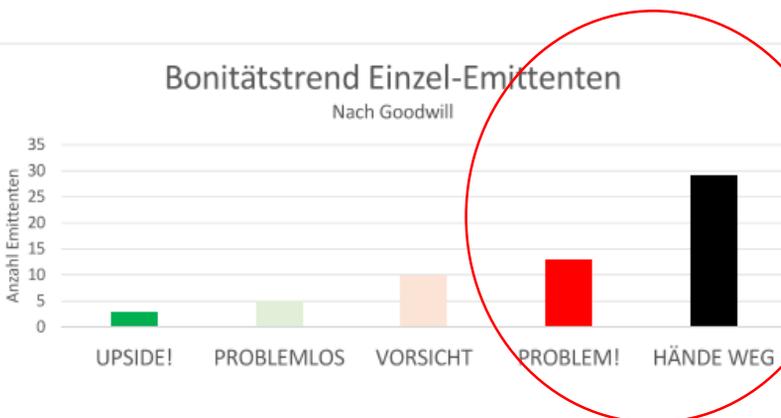
Wer sich für Goodwill nicht interessiert, hat eine breite Palette von Investment-Möglichkeiten

- Im Europa BBB sind nicht 48 der 60 Emittenten bedenkenlos, basierend auf dem Bonitätstrend

Behandlung Goodwill:

- Für 0-10% Goodwill/EK: Keine Bestrafung
- Für 10-20% Goodwill/EK: 1 Stufe Strafe (z.B. von «Problemlos» neu zu «Vorsicht»)
- Für 20-50% Goodwill/EK: 2 Stufen Strafen
- Ab 50% Goodwill/EK: «Hände weg»

Nach Goodwill-Betrachtung

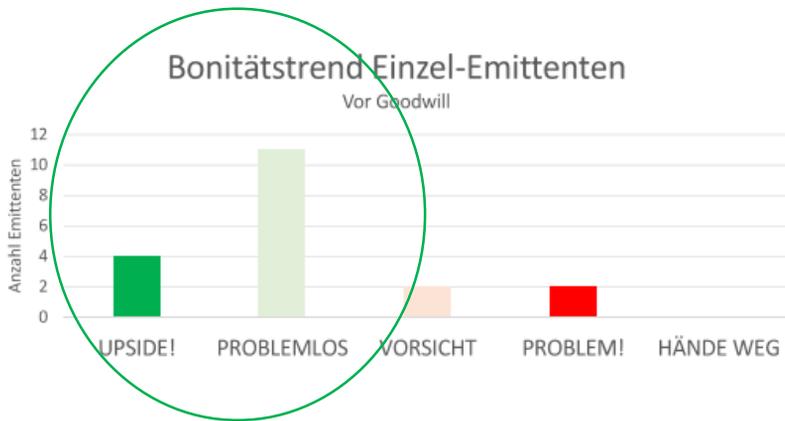


Wir interessieren uns für Goodwill, deshalb sieht die Ausgangslage nicht so positiv aus:

- Im Europa BBB sind zwei Drittel der Emittenten aktuell für uns nicht investierbar, da entweder ein mieser Bonitätstrend und/oder zu viel Goodwill besteht
- Das Anlageuniversum schrumpft massiv ein

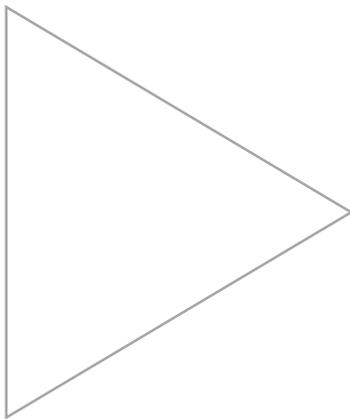
# Für Skeptiker: Unmöglich, ein diversifiziertes BBB-Portfolio zu bilden

Vor Goodwill-Betrachtung



Wer sich für Goodwill nicht interessiert, hat eine breite Palette von Investment-Möglichkeiten

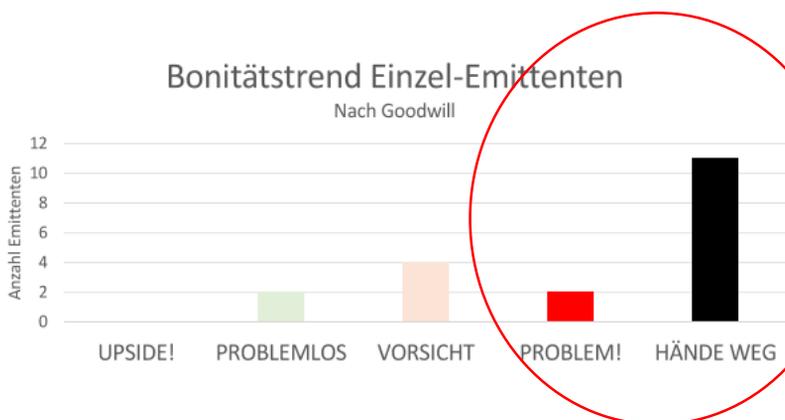
- Im Europa BB sind nicht 15 der 19 Emittenten bedenkenlos, basierend auf dem Bonitätstrend



Behandlung Goodwill:

- Für 0-10% Goodwill/EK: Keine Bestrafung
- Für 10-20% Goodwill/EK: 1 Stufe Strafe (z.B. von «Problemlos» neu zu «Vorsicht»)
- Für 20-50% Goodwill/EK: 2 Stufen Strafen
- Ab 50% Goodwill/EK: «Hände weg»

Nach Goodwill-Betrachtung



Wir interessieren uns für Goodwill, deshalb sieht die Ausgangslage nicht so positiv aus:

- Im Europa BB sind fast zwei Drittel der Emittenten aktuell für uns nicht investierbar, da entweder ein mieser Bonitätstrend und/oder zu viel Goodwill besteht
- Das Anlageuniversum schrumpft massiv ein

## Caveat emptor

- Der extrem schlechte Bonitätstrend im US BBB, dem weitaus grössten aller dieser Teilmärkte, ist offensichtlich und besorgniserregend
- US BB und Europa BBB und BB sehen deutlich besser aus, aber die Samples sind auch kleiner
- **Wer sich nicht für Akquisitions-Goodwill interessiert** –wie die Ratingagenturen und der Grossteil des Finanzmarkts- der findet insgesamt ein intaktes Investitionsumfeld mit genügend Emittenten für eine gute Diversifikation
- **Wer** –wie wir- **sich für Fake Equity** (Goodwill), **verschleierte Schulden** (Leasing) sowie die **Gesamtheit der Verbindlichkeiten** –statt nur für die Finanzschulden- **interessiert**, der hat deutlich weniger Auswahl
- Für ein breiteres Anlagespektrum USA/Europa BBB+BB insgesamt ergibt sich ein intaktes Umfeld, das für eine mittlere bis gute Diversifikation genügend Emittenten hergibt
- Wer sich spezialisieren muss/will, der muss relativ schnell Konzessionen an den Ratingtrend oder an die Goodwill-Position machen
- Der Finanzmarkt ist nicht beunruhigt bzgl. der Kernpunkte unsere Analyse:

*«More companies have been getting upgraded to investment grade than getting cut to junk, a trend that's expected to continue this year, according to Barclays PLC»*

Bloomberg 3/19

*«Yes, BBBs are as structural risk, but not this year. USD and EUR IG markets have added USD2.5 rn of BBB rated non-financial bonds since the peak of the last expansion. (...) However a few Watch Negative ratings and a focus on balance sheet improvement should keep Fallen Angel risk low for the next few quarters»*

BNP 3/19

*«The rise in Non Financial corporate leverage and the increasing share of low-BBB borrowers implies a structurally higher Fallen Angel risk than at any point in the past two decades. This suggests a longer, although not necessarily deeper, credit downturn at some point. That Point, however is unlikely to be in the next several quarters»*

BNP 3/19

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)