

# PK Assets

Der Apex der Covid-Krise?

Mit welcher Bonität geht USA BBB ins 2021?

6/2020

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

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

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

## Die Covid-Krise

- Der erste offizielle Fall einer Covid-19-Infektion wurde am 1. Dezember 2019 bestätigt.
- Am 31. Dezember informierten die chinesischen Behörden offiziell die Weltgesundheitsorganisation, dass seit Anfang Dezember mehrere Fälle von schwerer Lungenentzündung in der Stadt Wuhan aufgetreten waren, deren Erreger bisher nicht identifiziert werden konnte und für die als Auslöser ein bislang uncharakterisierter Krankheitserreger angenommen wurde.
- Am 7. Januar wurde von chinesischer Seite die Identifizierung eines neuartigen Coronavirus bei mehreren Erkrankten bekanntgegeben. Das Virus erhielt die provisorische Bezeichnung 2019-nCoV
- Am 13. Januar 2020 trat in Thailand die erste durch einen Labortest bestätigte Corona-Infektion außerhalb von China auf, außerhalb Asiens erstmals am 23. Januar 2020 in den USA.
- Der chinesische Staatspräsident Xi Jinping sprach am 26. Januar von einer ernsten Situation. Alle Feierlichkeiten zum Chinesischen Neujahr wurden abgesagt, und die Massenquarantäne der gesamten Provinz Hubei wurde für den 29. Januar angekündigt.
- Am 29. Januar wurden in allen Provinzen der Volksrepublik China Fälle der Covid-19-Infektion gemeldet.
- Dann kam der Lockdown
- November 2020: Verschiedene Firmen veröffentlichen ermutigende Zahlen zu Impfstoff-Untersuchungen und stellen einen Rollout in 2021 in Aussicht

> Wie ist die Bonität der USA BBB-Unternehmens-Kohorte auf dem möglichen Apex der Covid-Krise zu beurteilen?

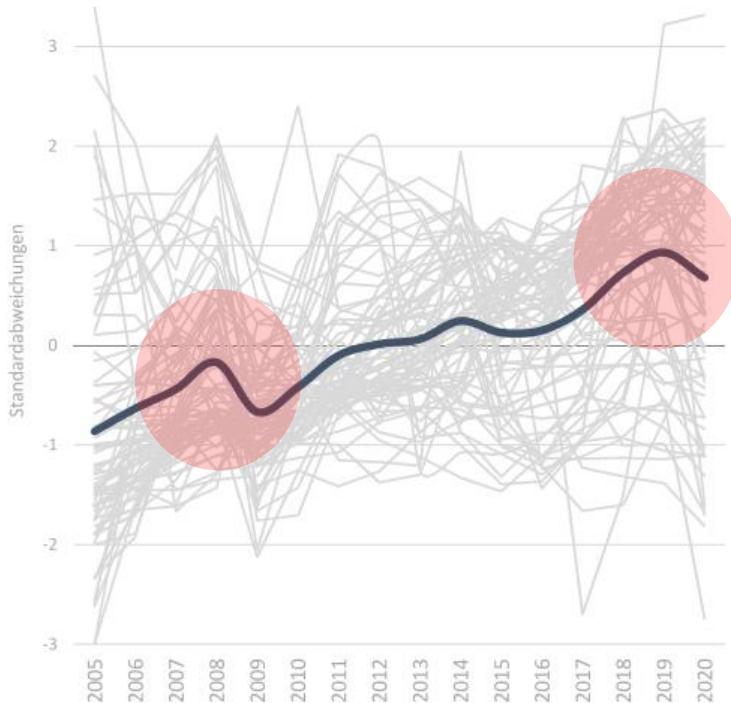
## Unser BBB-Sample

- Wir schauen 75 gängige Emittenten im USA BBB-Bereich an (Stand Anfang Jahr 2020) und interessieren uns für deren Bonitätstrend seit 2005 und insbesondere im laufenden Jahr, auch im Vergleich mit 2008
- Wir interessieren uns insbesondere auf den Durchschnitt der Bonitätsbewegung, aber auch für die Verteilung um den Mittelwert
- Um die Unternehmen vergleichbar –und agregierbar- zu machen ist der jeweilige Bonitätstrend in Standardabweichungen dargestellt
- Das Sample besteht aus folgenden Unternehmen:

AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

PKAssets

Umsatz (Trailing 12Mth)



Bisher:

- Es ist eine deutliche Delle in den Umsätzen zu beobachten
- Die Delle ist (noch) nicht so gross wie 2008/09
- Es gibt deutlich mehr Verlierer als Gewinner, aber es gibt einige Gewinner

## Umsätze: Deutliche Delle

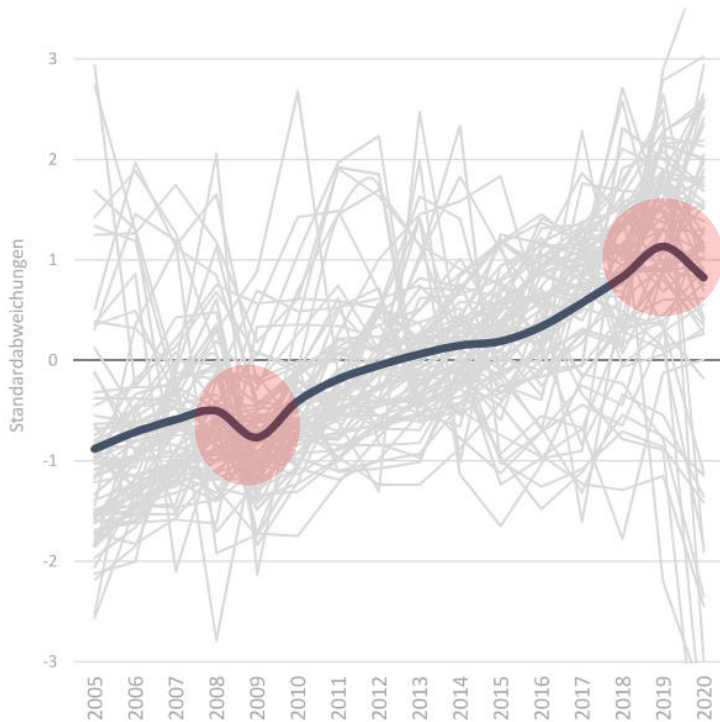
Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

PK Assets

EBITDA (Trailing 12Mth)



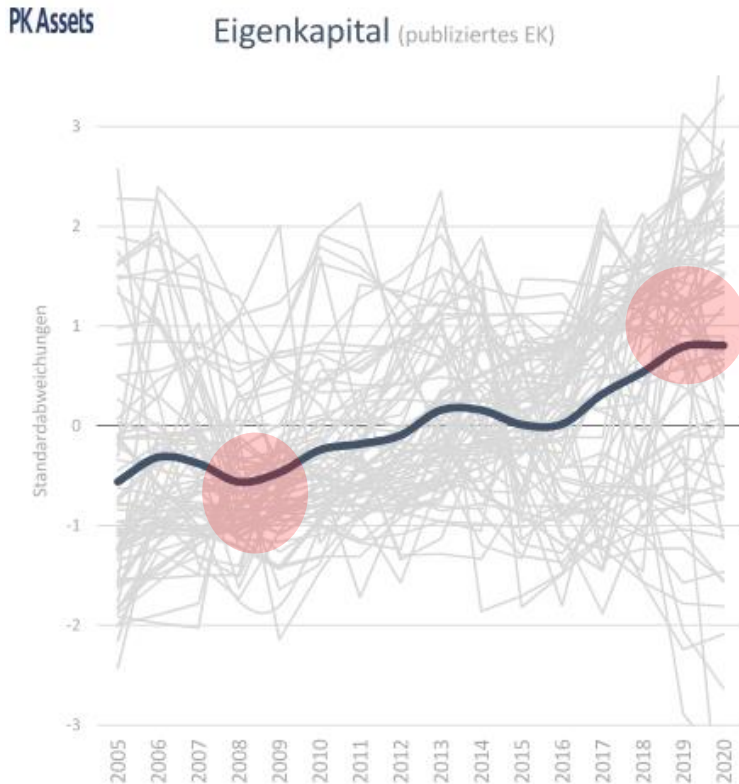
- Der Rückgang im EBITDA ist vergleichbar zu demjenigen der Grossen Finanzkrise 2008
- Was auffällt ist die massive Aufweitung der Spannbreite mit Mega-Verlierern und einigen Gewinnern

## Brutale Einteilung in Gewinner und mega-Verlierer

Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET



- Das (publizierte) Eigenkapital ist –im Schnitt- weder gestiegen noch gefallen
- Dies im Vergleich zu 2008, als das EK deutlich eingebrochen war
- Das tönt besser als es ist
- Denn auch hier: Die Spannweite geht massiv auf, es gibt Firmen, die kein Eigenkapital mehr aufweisen
- Es gibt Firmen, die bald verzweifelt Eigenkapital brauchen

Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

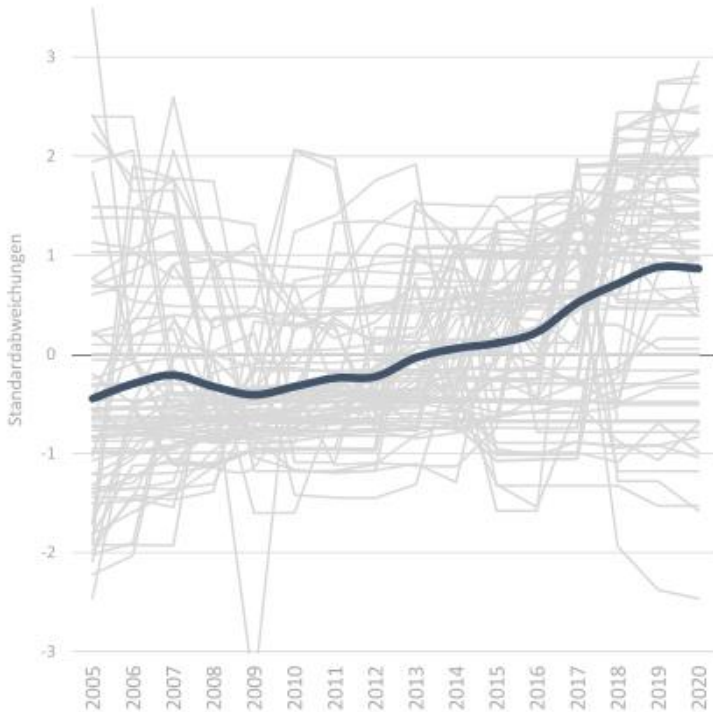
AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

## Massive Explosion der Spannbreite: Von BBB direkt in den Konkurs?

# Goodwill: Fake Equity

PKAssets

Goodwill (Akquisitionsgoodwill)



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

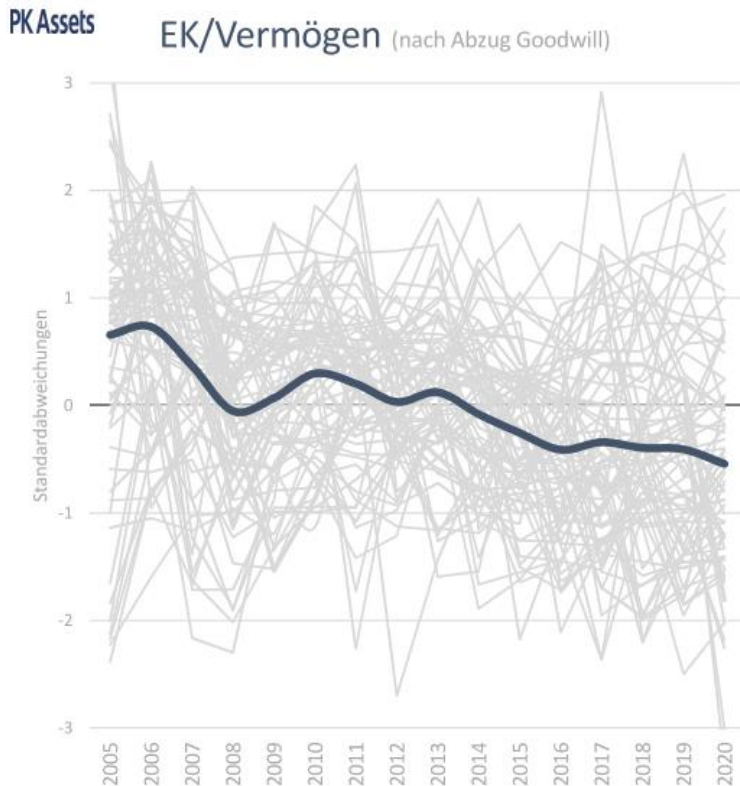
AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

Bisher:

- Goodwill ist Fake Equity, da es entsteht, wenn bei Übernahmen mehr als der Buchwert bezahlt wird, und diese Kaufprämie absurderweise aktiviert wird, aber bei einem Bankrott kaum etwas einbringt und damit für den Obligationär wertlos ist
- Mit der von den Nationalbanken entfachten M&A-Manie ist denn auch diese warme Luft in den Bilanzen massiv gestiegen:
- Goodwill macht heute 62% des Eigenkapitals aus (Median)!
- Goodwill macht heute 17% des gesamten Vermögens aus (Median)!
- Damit stellen sich dramatische Fragen zur Substanz der USA-BBB-Bilanzen

## Das Geschwür Goodwill hat sich breit und tief in Corporate USA eingefressen

# Bereingt um Fake Equity: Eigenkapital- Decke



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

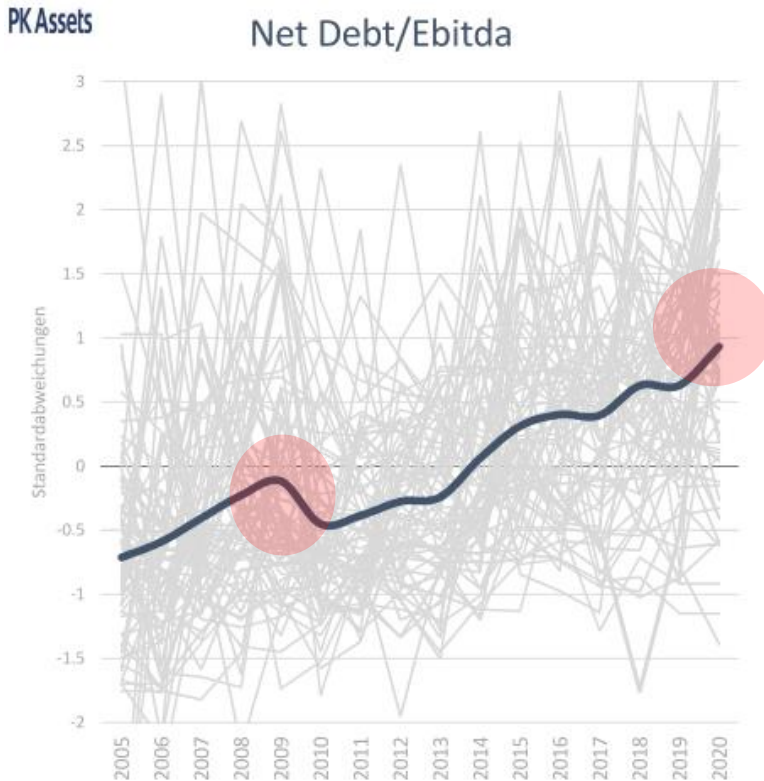
Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

- Durch die Aktivierung von heisser Luft stellt sich Corporate USA deutlich besser da, als es ist
- Bereinigt um Goodwill ist die Eigenkapitaldecke so tief wie noch nie seit 2005
- Sie ist deutlich tiefer als im 2008 und sie fällt in der Tendenz weiter...
- ...auch im aktuellen Jahr, obwohl die M&A-Manie vorerst gestoppt ist
- Im Schnitt ist das Eigenkapital bei mickrigen 14% (Median), nicht einmal die Hälfte des Wertes von 2005 (30%)

## Eigenkapital halbiert, Bilanzleverage auf Höchststand





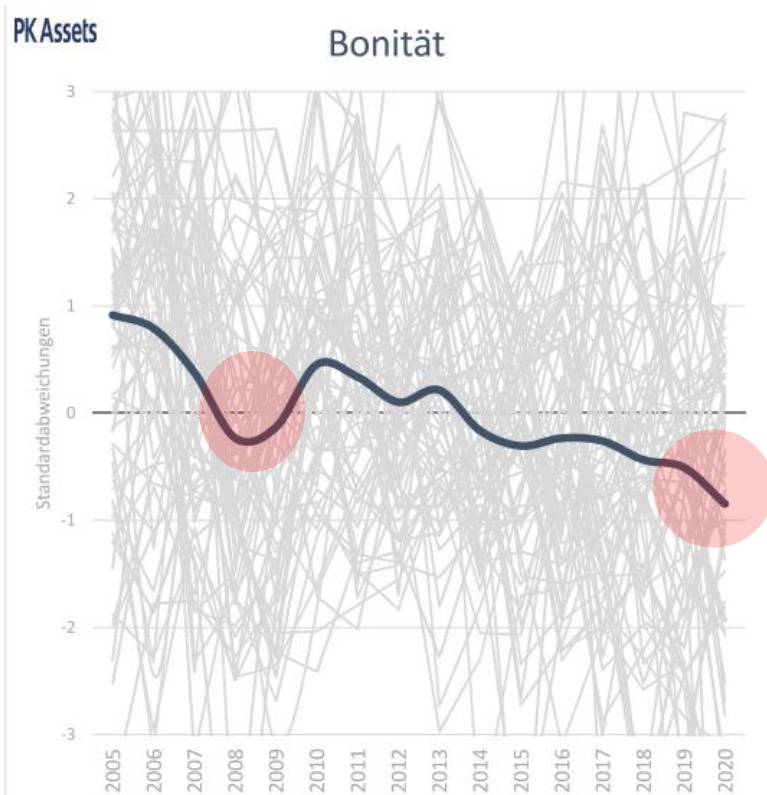
- Neben den Bilanzleverage gibt's den operativen Leverage
- Auch dieser steigt unaufhaltsam auf Höhen, die noch nie beobachtet wurden
- Während der Aufbau der Schulden ein Megatrend ist, hat die Krise den EBITDA beeinträchtigt und damit steigt der Leverage von beiden Seiten unaufhaltsam an
- Das heisst die Firmen kommen mit hohen Schulden in Turbulentes Wetter

Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

## Kommen die Firmen aus dieser Falle noch raus?



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

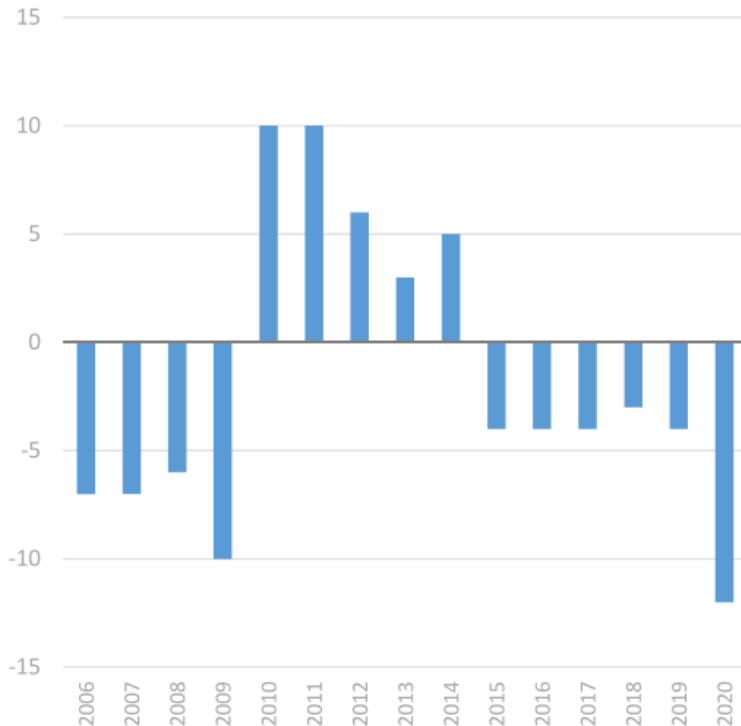
AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

Im Schnitt:

- Delle im Umsatz
- Ebitda-Rückgang
- Erodierendes hartes Eigenkapital
- Steigender Leverage
- Kein Wunder ist die Bonität am Fallen
- Auch hier: Die Bandbreite ist extrem hoch, es gibt viele Verlierer aber auch einige Gewinner punkto Bonität
- Die Bonität ist jetzt deutlich tiefer als im 2008 und es ist noch keine Umkehr im Trend ersichtlich

## Bonitätstrends lassen ein Rating-Gemetzel erahnen

PKAssets Rating-Actions im Sample (Netto)



- Wir schauen pro Credit nur 1 Rating Agentur an, wo erhältlich ist dies Moody's, wo dieses nicht besteht ist es S&P's
- Die Kohorte der 75 Unternehmen, die per Jahresende 2019 BBB gerated sind, verfügen im Schnitt über ein überaus stabiles Rating
- Sie sind aber ein heterogener Haufen, da sie aus Emittenten mit stabilen, steigenden und fallenden Ratings bestehen
- Seit geraumer Zeit übertrifft die Anzahl negativer Rating-Actions diejenige der positiven, genau gesagt seit 6 Jahren
- Das aktuelle Jahr hat einen neuen Tiefpunkt in den (Netto)-Rating-Abstufung gebracht, noch mehr als im 2009

### Das Sample: 75 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (per Ende 2019)

AGILENT TECH, ALLERGAN, ALTRIA, AMERICAN TOWER, ANALOG DEVICES, AON, APACHE, AT&T, AUTOZONE, BOEING, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DISCOVERY, DOMINION, DR HORTON, EASTMAN CHEM, EXPEDIA, FEDEX, FIRSTENERGY, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HARLEY, HASBRO, HUBBELL, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KOHLS, KROGER, LH, MACY'S, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, NATIONAL FUEL GAS, NEWMONT MINING, NISOURCE, NOBLE ENERGY, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, ROPER TECH, ROYAL CARIBBEAN, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, THERMO FISHER, TIFFANY, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERIZON, VIACOM CBS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

## Die Rating-Agenturen haben angefangen zu reagieren

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