

## Unternehmensanleihen

Wo brennt's?

USA vs. Europa

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

*«Deleveraging is our base case for 2019 as BBB rated corporates focus on ratings preservation»*

*BNP Paribas 5/2019*

## Wirklich?

Wir haben Emittenten von Unternehmensanleihen (ohne Banken und Versicherungen) angeschaut, alle mit lückenlosen Zahlen bis zurück ins 2005, mit Ratings von BB bis A, die bereits alle schon im 2019 für das erste Quartal publiziert haben.

Wir haben auch geschaut, ob die Trends zwischen den USA und Europa verschieden sind

## Team Europa

Akzo Nobel NV, AP Moller - Maersk A/S, ArcelorMittal, Arkema SA, AstraZeneca PLC, Atlas Copco AB, Barry Callebaut AG, BASF SE, Bayer AG, Bayerische Motoren Werke AG, Bouygues SA, Continental AG, Daimler AG, DS Smith PLC, DSV A/S, Deutsche Telekom AG, Enel SpA, Eni SpA, Telefonaktiebolaget LM Ericsson, GlaxoSmithKline PLC, Hochtief AG, Husqvarna AB, Iberdrola SA, Imperial Brands PLC, K+S AG, Koninklijke KPN NV, Kuehne + Nagel International AG, Lanxess AG, Leonardo SpA, Deutsche Lufthansa AG, Marks & Spencer Group PLC, Metsa Board OYJ, Nokia OYJ, OMV AG, Orsted A/S, Piaggio & C SpA, Repsol SA, RWE AG, Sappi Ltd, Royal Dutch Shell PLC, Siemens AG, Smiths Group PLC, Sodexo SA, Solvay SA, Stora Enso OYJ, Suedzucker AG, Swisscom AG, TDC A/S, Telecom Italia SpA, Telefonica SA, Telia Co AB, Thyssenkrupp AG, Vodafone Group PLC, Volvo AB, Volkswagen AG

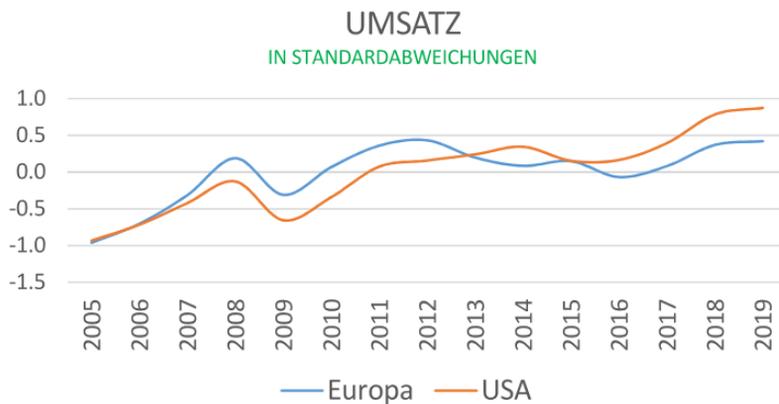
## Team USA

AES Corp/VA, Aircastle Ltd, Alcoa Corp, Allergan PLC, Altria Group Inc, Amazon.com Inc, American Express Co, Amgen Inc, Anadarko Petroleum Corp, Analog Devices Inc, Aon PLC, Apache Corp, Apple Inc, Archer-Daniels-Midland, AT&T Inc, AutoZone Inc, Avis Budget Group Inc, Baxter International Inc, Berkshire Hathaway Inc, Biogen Inc, Boeing Co, Boston Scientific Corp, Bristol-Myers Squibb Co, Buckeye Partners, Bunge Ltd, Campbell Soup Co, Cardinal Health Inc, Carnival Corp, Carpenter Technology Corp, Caterpillar Inc, CBS Corp, Celanese Corp, Celgene Corp, Centene Corp, Chevron Corp, Cisco Systems Inc, Comcast Corp, Conagra Brands Inc, ConocoPhillips, Constellation Brands Inc, CoreCivic Inc, Corning Inc, Crown Holdings Inc, CSX Corp, CVS Health Corp, Danaher Corp, CVS Health Corp, Discovery Inc, DR Horton Inc, Duke Energy Corp, Eastman Chemical Co, Eli Lilly & Co, Energy Transfer LP, EnerSys, Enterprise Products Partners LP, Estee Lauder Cos Inc, FedEx Corp, FirstEnergy Corp, Ford Motor Co, Freeport-McMoRan Inc, Fresenius SE, Gap Inc, GATX Corp, General Electric Co, Gilead Sciences Inc, Goodyear Tire & Rubber Co, Halliburton Co, Harley-Davidson Inc, Hershey Co, Home Depot Inc, Honeywell International Inc, Huntsman Corp, International Business Machines Corp, Ingersoll-Rand PLC, Intel Corp, JC Penney Co Inc, Deere & Co, Kellogg Co, Kohl's Corp, Kroger Co, L3 Technologies Inc, Louisiana-Pacific Corp, Macy's Inc, ManpowerGroup Inc, Marathon Oil Corp, Marsh & McLennan Cos Inc, Martin Marietta Materials Inc, McDonald's Corp, McKesson Corp, MDC Holdings Inc, Medtronic PLC, Merck & Co Inc, MGM Resorts International, Micron Technology Inc, Mondelez International Inc, Murphy Oil Corp, National Fuel Gas Co, Newell Brands Inc, Newmont Goldcorp Corp, NiSource Inc, Noble Energy Inc, Norfolk Southern Corp, Northrop Grumman Corp, Nucor Corp, NuStar Energy LP, Nvidia Corp, Pfizer Inc, Pitney Bowes Inc, Qualcomm Inc, Quest Diagnostics Inc, Ralph Lauren Corp, Republic Services Inc, Roper Technologies Inc, Royal Caribbean Cruises Ltd, Ryder System Inc, Schlumberger Ltd, Sealed Air Corp, Sherwin-Williams Co, Starbucks Corp, Steel Dynamics Inc, T-Mobile US Inc, Texas Instruments Inc, Thermo Fisher Scientific Inc, Tyson Foods Inc, United Technologies Corp, Verizon Communications Inc, Walmart Inc, Walt Disney CO, Waste Management Inc, Weyerhaeuser Co, Whirlpool Corp, Williams Cos Inc, Xerox Corp, Zimmer Biomet Holdings Inc

## Die Bausteine

## V.a. US-Firmen wachsen

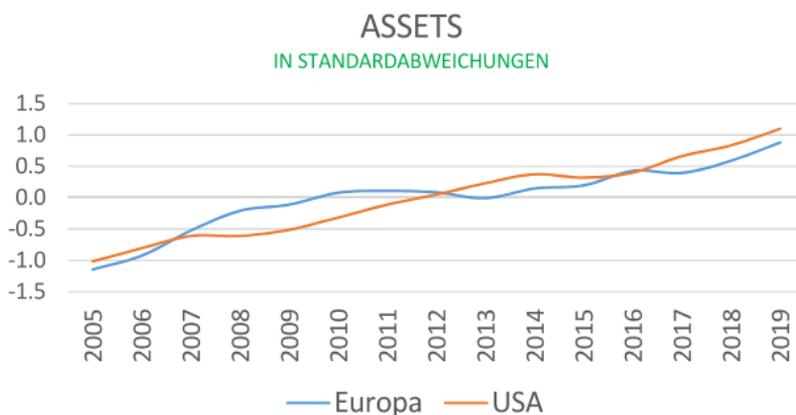
### Die Firmen werden grösser aber ausgeprägter in den USA als in Europa



**Umsatz:** U.S.-Firmen wachsen deutlicher als die Europäer

- Die europäischen Firmen sind jetzt im Durchschnitt so gross wie vor der Eurokrise, die Amerikaner sind wieder dynamisch gewachsen

**Assets:** Unterschiedliches Wachstum, aber der Trend ist ähnlich



- Der Trend für die letzten 15 Jahre ist identisch: Grössere Einheiten
- Wachstum per se ist kein sinnvoller Indikator für die Bonität; wir verwenden Umsatz und Assets als Basiszahlen für die Ermittlung von Margen, die schon eher interessant sind

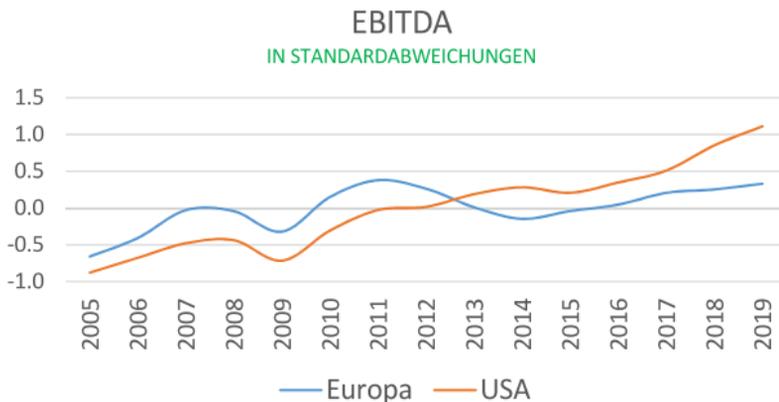
Um verschiedene Firmen mit verschiedenen Grössen zu vergleichen müssen wir sie zuerst vergleichbar machen. Wir führen zu diesem Zwecke bei den Zahlen eine Skalentransformation durch. Dadurch können wir Zahlen von Gruppen zu gemeinsamen Trends aggregieren, und bekommen –sofern repräsentativ für die Gesamtheit– eine Gesamtaussage zur Gruppe

# GEWINNE

## Satte U.S. Outperformance

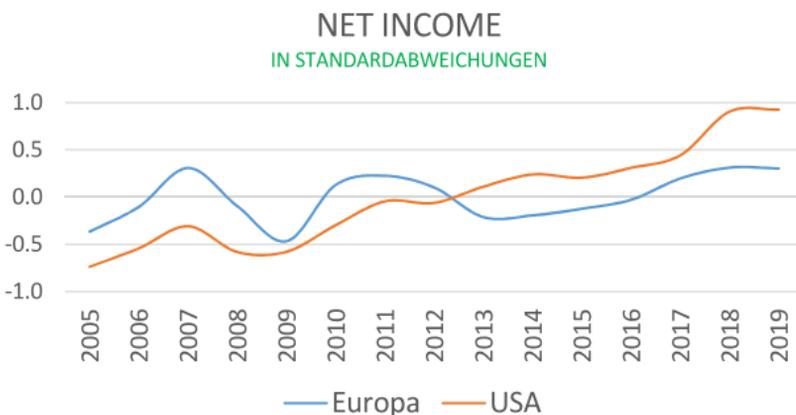
### Gewinne Boomen nur in den USA

Europa kaum besser als vor  
den letzten Krisen



Rohgewinne: Situation analog zu den  
Umsätzen:

- Die USA-Rohgewinne wachsen konsistent, während die EBITDA der Europäer lediglich trendmässig wachsen, aber das Niveau von vor der Eurokrise im 2011 im Schnitt noch gar nicht erreicht haben

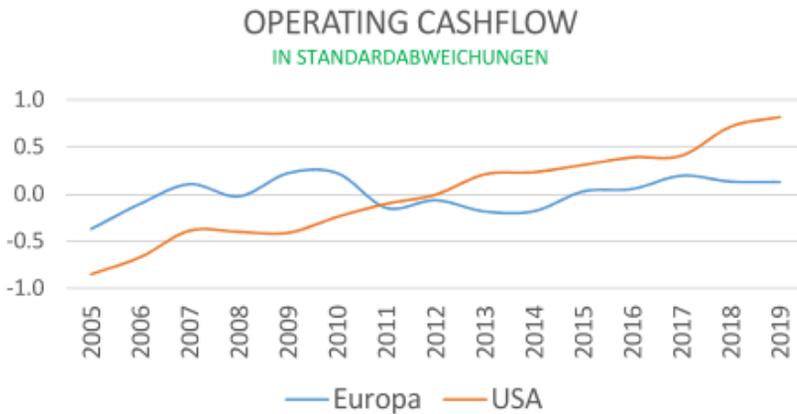


Nettogewinne: Auch hier klare  
Outperformance von USA

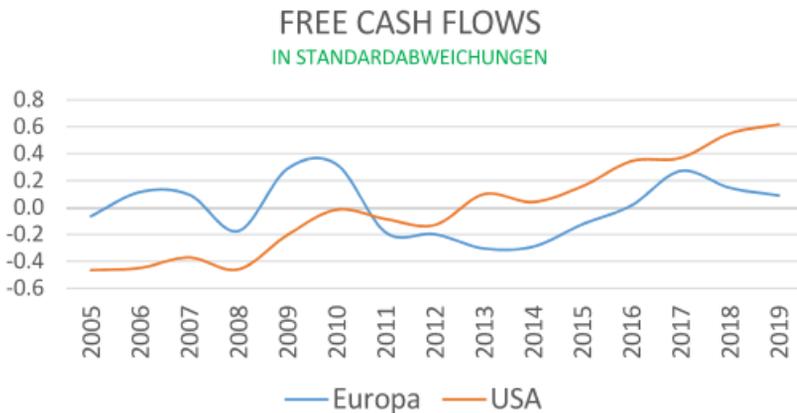
- Die Nettogewinne in Europa sind zwar jetzt auch auf dem Perioden-Höchst aber nur marginal über den Niveaus von vor der Finanzkrise und der Eurokrise
- Ganz anders die Gewinne der USA-Firme die dynamisch gewachsen sind
- D.h. die Amerikaner sind profitabel gewachsen, die Europäer haben ein klares Ertragsproblem

Um verschiedene Firmen mit verschiedenen Grössen zu vergleichen müssen wir sie zuerst vergleichbar machen. Wir führen zu diesem Zwecke bei den Zahlen eine Skalentransformation durch. Dadurch können wir Zahlen von Gruppen zu gemeinsamen Trends aggregieren, und bekommen –sofern repräsentativ für die Gesamtheit- eine Gesamtaussage zur Gruppe

## Noch deutlichere U.S. Outperformance



Cashflows sprudeln v.a. in den USA Europa geradezu unterentwickelt



- Der Unterschied im Wachstum der Ertragskraft zwischen USA- und Europa-Unternehmen ist auch hier sichtbar, aber noch um eine Nuance ausgeprägter:
- Klare Outperformance der USA-Firmen mit einem monotonen Gewinn-Anstieg
- In Europa kann überhaupt nicht von einer positiven Entwicklung der Geldgenerierung gesprochen werden, obwohl die durchschnittliche Grösse der Einheiten gewachsen ist

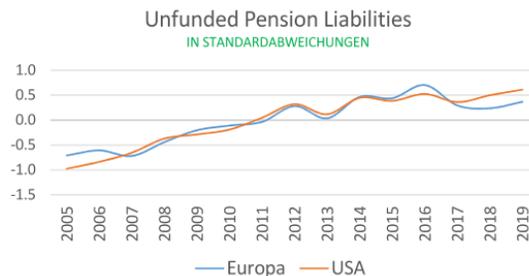
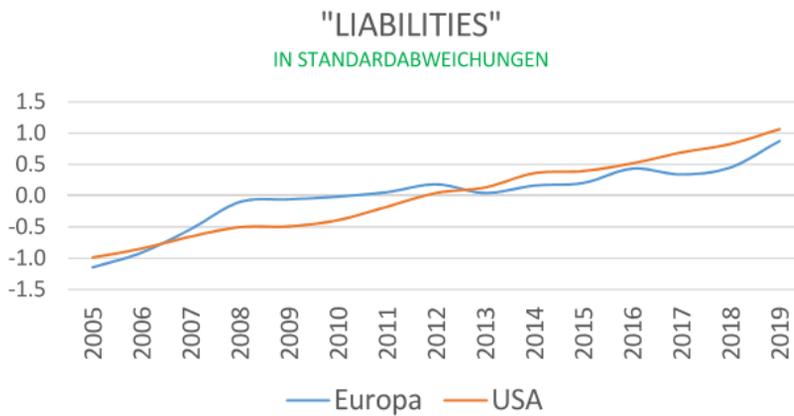
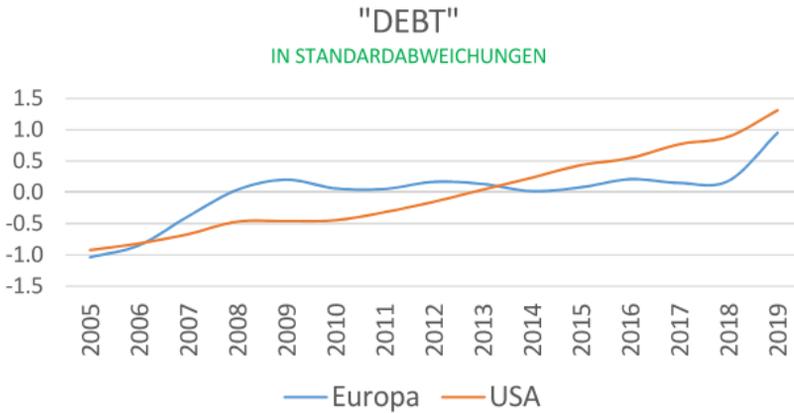
Definitionen:

FCF: Operating Cashflow  $\cdot$  Capex

OCF: Net Income + Abschreibungen + Amortisationen + andere NonCashKorrekturen

Um verschiedene Firmen mit verschiedenen Grössen zu vergleichen müssen wir sie zuerst vergleichbar machen. Wir führen zu diesem Zwecke bei den Zahlen eine Skalentransformation durch. Dadurch können wir Zahlen von Gruppen zu gemeinsamen Trends aggregieren, und bekommen –sofern repräsentativ für die Gesamtheit- eine Gesamtaussage zur Gruppe

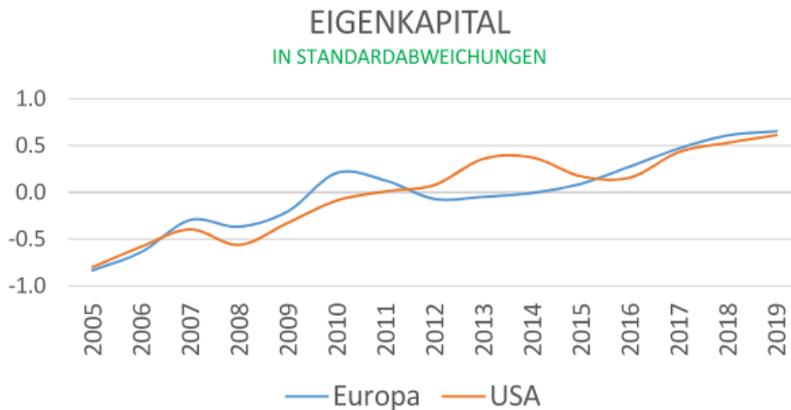
### Monotoner Anstieg der Schulden in den USA Europa holt auf



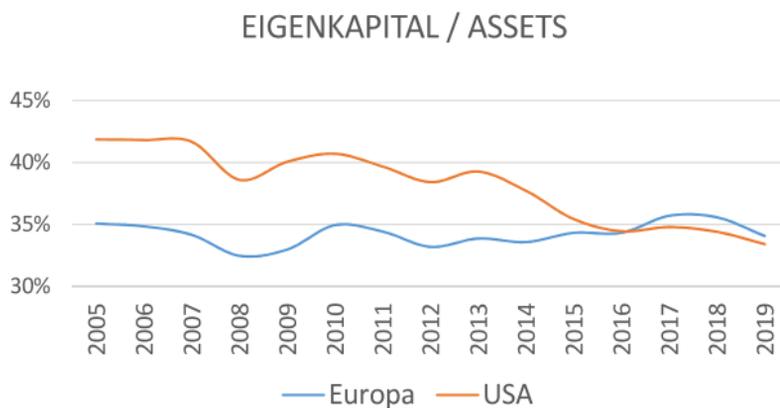
- Der Finanzmarkt rechnet in seinen Multiples v.a. mit «Debt» den (verzinslichen) Finanzschulden, deren Nichtbezahlung zu einem Default führt
- Daneben existieren aber noch weitere Schulden in der Bilanz, v.a. nicht finanzierte Pensionsverpflichtungen
- Wir zählen (u.a.) diese in unserer Bonitätsanalyse hinzu, und damit rechnen wir mit «Liabilities»
- Sowohl «Debt», wie «Liabilities», wie «Unfunded Pension Plans» sind alle am steigen, monoton in den USA seit langem, ebenfalls in Europa seit kurzem

Um verschiedene Firmen mit verschiedenen Größen zu vergleichen müssen wir sie zuerst vergleichbar machen. Wir führen zu diesem Zwecke bei den Zahlen eine Skalentransformation durch. Dadurch können wir Zahlen von Gruppen zu gemeinsamen Trends aggregieren, und bekommen –sofern repräsentativ für die Gesamtheit- eine Gesamtaussage zur Gruppe

## Steigt, aber ungenügend in den USA



EK steigt, aber trotzdem mehr Leverage in den USA  
Stabiler Bilanz-Leverage in Europa



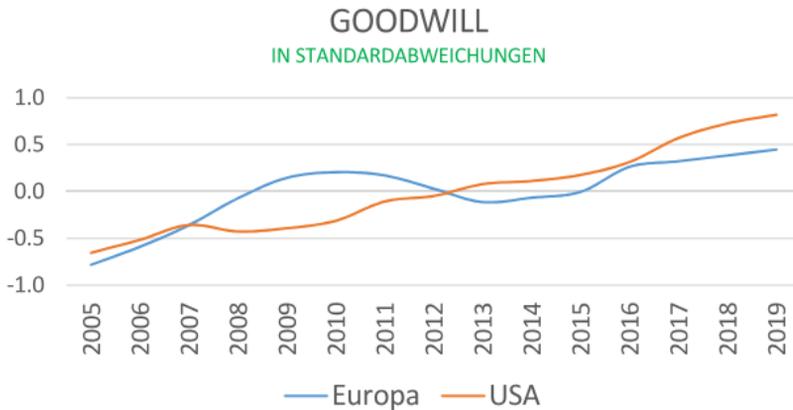
- Der Trend im Wachstum des EK ist fast identisch in USA und Europa
- Aber faktisch bewahrt sich Europa eine stabile EK-Decke i.V. zum Kapital, während in den USA die Schulden schneller steigen als das EK, womit der Bilanz-Leverage steigt
- Mittlerweile hat die USA den Vorteil einer höheren Eigenkapitaldecke komplett eingebüßt

«Die Eigenkapitaldecke der USA wird immer kleiner, der Bilanzleverage steigt massiv, der Vorsprung vs. Europa ist weg»

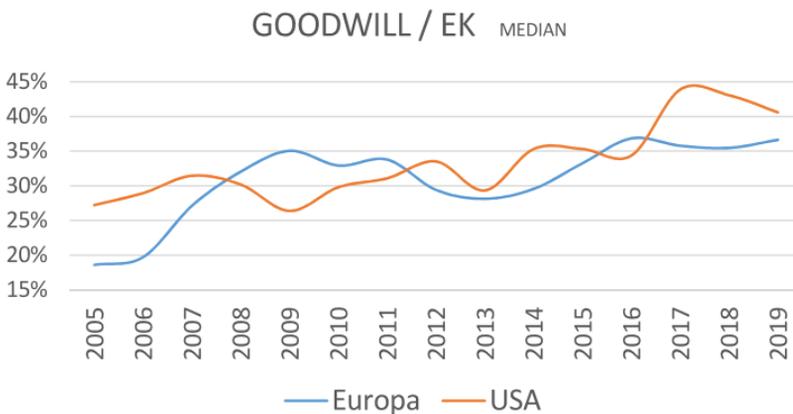
# GOODWILL

## Das Krebsgeschwür wächst

Über ein Drittel des Eigenkapitals ist schon warme Luft Goodwill ist epidemisch verbreitet



Wir haben hier den Median gewählt, nicht den Mittelwert, da aussagekräftiger



«Nicht weniger als 41% des Eigenkapitals der U.S.-Firmen ist im Median fiktiv»

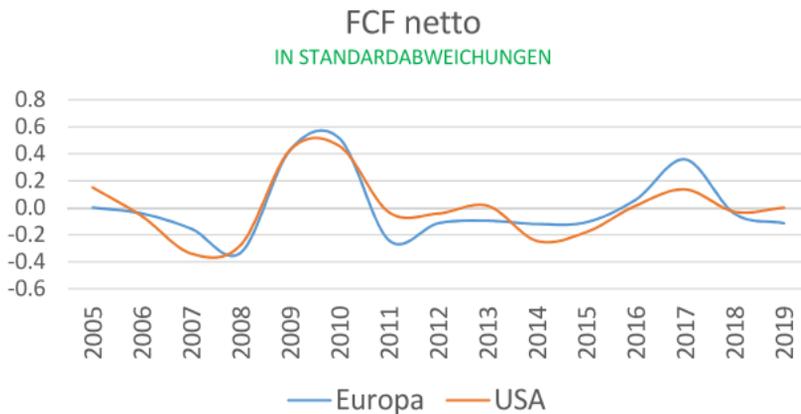
- Wir reden vom Akquisitions-Goodwill, nicht von sinnvollen Sachen wie Patenten etc
- Der Bondholder interessiert sich dafür, wieviel übrig ist, wenn die Firma bankrott geht
- EK das aus Akquisitionsgoodwill besteht, dürfte im Fall der Fälle bei Liquidation in den Fingern des Obligationären zerrinnen, da es kaum verkauft werden kann
- Damit sollte man den Goodwill aus den Bilanzen weg rechnen, und in den Jahren in welchen der Goodwill aufgebaut worden ist auch vom Profit wegrechnen
- Das verändert die Multiples beträchtlich!!
- Pikanterweise interessiert das die Rating Agenturen nicht; uns schon, wir interessieren uns sehr dafür!

## Wir halten fest:

- Die Firmen werden grösser
- Gewinne boomen nur in den USA
- Cashflows sprudeln v.a. in den USA
- Schulden steigen überall
- EK steigt, aber trotzdem mehr Leverage in den USA
- Goodwill steigt auf absurde Höhen

## Worauf schauen wir?

# Cashflows: Was bleibt übrig für den Obligationär?



Netto Free Cashflow = FCF – Dividenden - Kapitalrückzahlungen

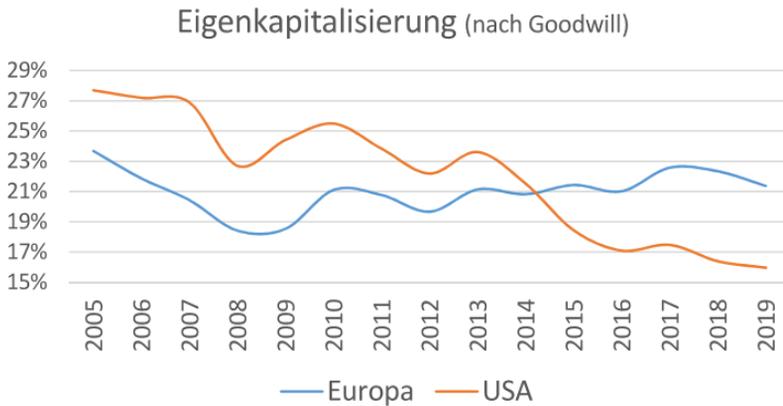
Die Firmen denken primär an den Aktionär weder in Europa noch in den USA wird die Substanz gepusht

- **Wir ziehen vom Free Cashflow die Aktienrückzahlungen und die Dividenden ab**
- Warum interessiert uns nicht der gesamte brutto-FCF?
- Man kann argumentieren, dass die Firmen im Stressfall die Dividenden kürzen könnten und die Aktienrückzahlungen stoppen könnten
- Wir sind skeptisch, denn der Finanzmarkt hat sich an die Rückflüsse (auch wenn > FCF) gewöhnt, die Managementteams überlegen es sich mehrmals, ob sie den Aktionär enttäuschen und ihr eigenes Incentive-Package kompromittieren sollen

Europa vs. USA 0:0

Unentschieden

# Substanz: Wie sieht das EK aus nach Goodwill?



Goodwill höhlt vor allem die amerikanischen Bilanzen aus Europa stabil

Eigenkapitalisierung =  $\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Totales Kapital}}$  ...nach Goodwill-Verrechnung

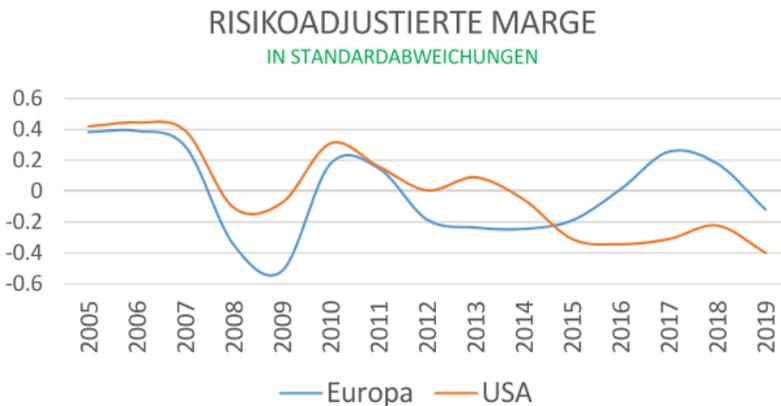
- Von den vorhin ermittelten 35-40% Eigenkapitalisierung bleibt nach Abzug von Goodwill nicht mehr viel übrig
- Allgemein muss man sagen, dass die Eigenkapitaldecke überall dünn ist, aber die Performance in den USA bleibt erstaunlich
- Die US-Unternehmen erhöhen das Risiko massiv

Europa vs. USA 1:0

Klarer Vorteil Europa

# Margen: Wie sieht die risiko-adjustierte Marge aus?

Zu hohes Risiko  
für die Margen in  
den USA? Stabiler  
Trend in Europa



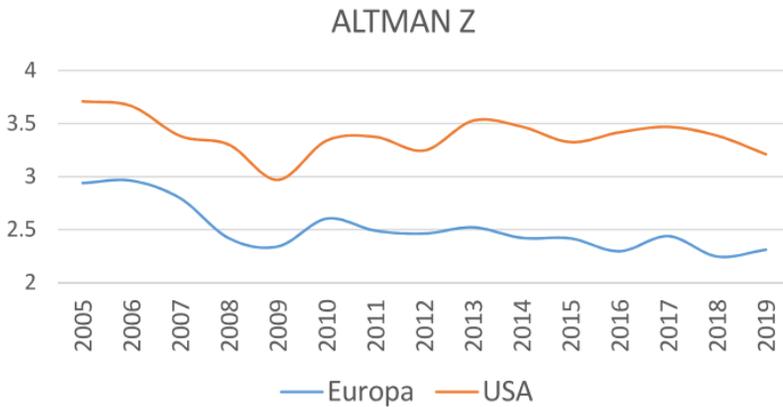
Wir schauen auf die EBIT-Marge (Operating Income / Sales) und skalieren sie mit dem bilanziellen Leverage (Total Debt to Equity)

- Wir vergleichen die Verkaufsmarge mit dem Bilanz-Leverage
- Der Trend in den USA ist klar nach unten, die Verbesserung der (nicht adjustierten) Margen können den Anstieg des Risikos nicht kompensieren, d.h. die risikoadjustierten Margen gehen im Trend runter
- In Europa sehen die so berechneten Margen stabiler aus, allerdings mit grossen Schwankungen

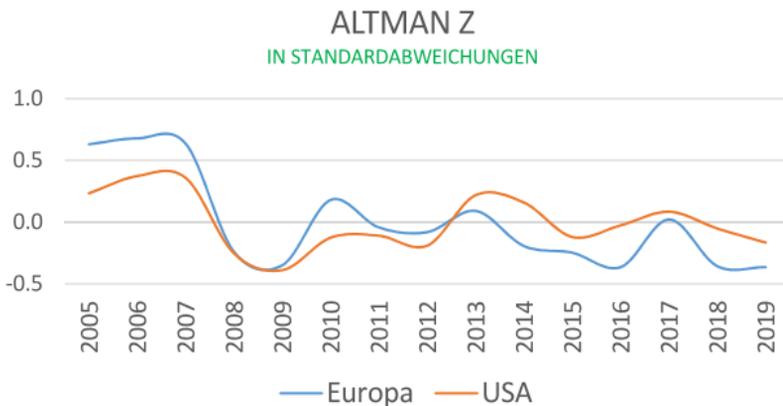
Europa vs. USA 2:0

Europa baut Führung aus

# Default-Wahrscheinlichkeit: Wie sieht das Altman Z aus?



USA sieht hier besser aus  
Mieser Trend in Europa



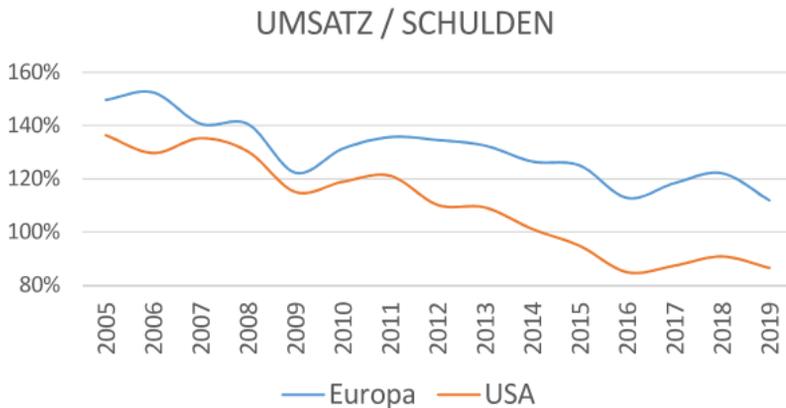
- Die US-Firmen verfügen im Schnitt über ein höheres Altman Z, was mit der Zusammensetzung des Samples zu tun haben dürfte
- Schauen wir uns den Trend mit Hilfe der Standardabweichungen an, so sieht der US-Trend flacher aus als der europäische, und damit etwas besser
- Der Trend in Europa macht uns Sorge

Europa vs. USA 2:1

USA verkürzt

The Altman Z-score is the output of a credit-strength test that gauges a publicly traded manufacturing company's likelihood of bankruptcy. The Altman Z-score is based on five financial ratios that can calculate from data found on a company's annual 10-K report. It uses [profitability](#), [leverage](#), [liquidity](#), [solvency](#) and [activity](#) to predict whether a company has high probability of being insolvent.

# Operativer Leverage: Steigen die Verkäufe so schnell wie die Schulden?



Die Firmen  
brauchen immer  
mehr Schulden  
pro Einheit mehr  
Umsatz USA sieht  
ungünstiger aus

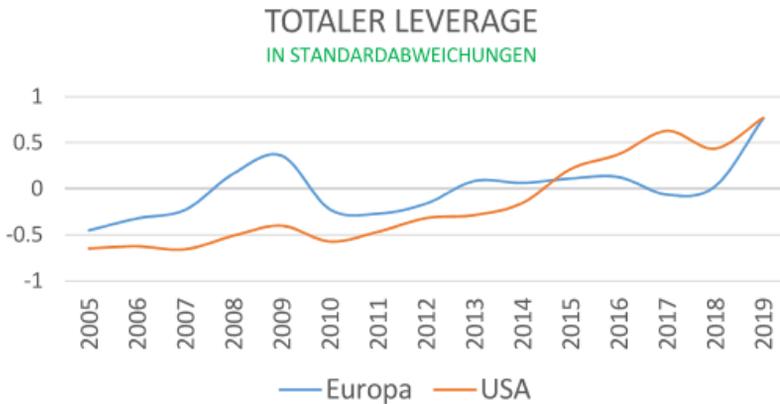
- Um mehr Umsatz zu bolzen braucht es immer mehr Schulden, kein Wunder fällt da das Multiple von Umsatz/Schulden im Trend
- Auch wenn sich in den letzten Jahren eine gewisse Plafonierung ergeben hat, so ist doch der Trend ungünstig

Europa vs. USA 3:1

Europa baut Führung aus

# Gesamter Leverage:

## Steigt er oder fällt er?



Wir verbinden den Bilanzleverage (debt/assets) mit dem operative Leverage (debt/ebitda)

## Leverage überall auf Rekordstand

### Europa holt schnell auf

- Der Finanzmarkt konzentriert sich auf den **operativen Leverage** Debt/EBITDA
- Dieser ist aber komplett ungeeignet für die Analyse der Bonität von Emittenten
- Wir berücksichtigen Debt/EBITDA nur als Baustein in unserer Berechnung des totalen Leverages in Verbindung mit dem für uns wichtigeren **Bilanz-Leverage**
- Was auffällt ist nicht nur, dass der Leverage generell steigt, sondern auch dass Europa zuletzt deutlich aufholt, v.a. wegen des anämischen Wachstums von EBITDA

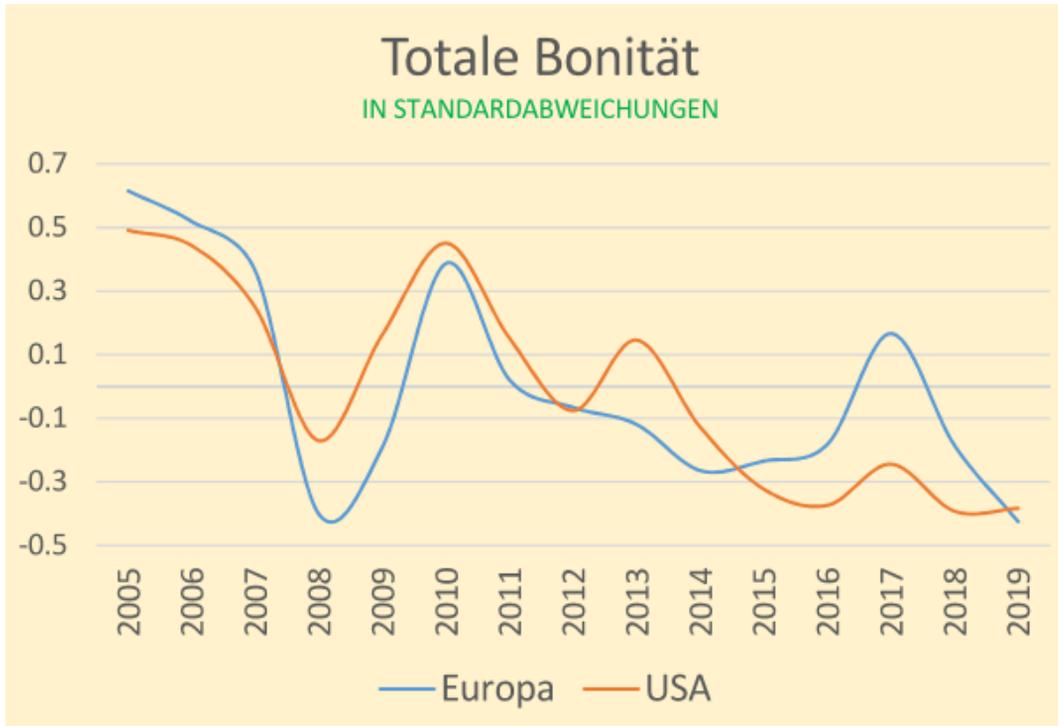
# Europa vs. USA 3:2

## USA verkürzt

## Mit unserem Modell sehen wir, ob...

- ...die Firma wächst
- ...die Firma profitabel ist auf Buchgewinn- und Cashflow-Ebene
- ...die Firma den Leverage erhöht oder reduziert
- ...mehr ausschüttet als reinkommt
- ...Goodwill aufbaut
- ...risikoadjustiert die Marge verbessert
- ...die Wahrscheinlichkeit eines Bankrotts reduziert oder erhöht
- ...tangibles Eigenkapital aufbaut
- ...der Bonitätstrend positiv oder negativ ist
- ...der Emittent von den Ratingagenturen prospektiv eher rauf- oder runter gerated wird

# Totales Bonitäts-Modell:



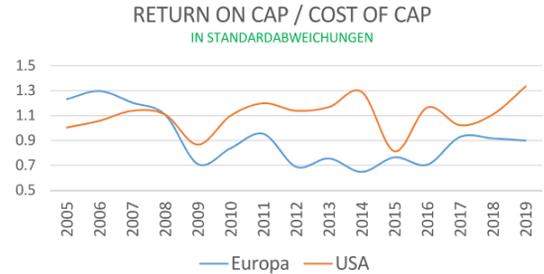
Europa vs. USA 3:3

Kombiniert mit unseren Gewichtungen ergibt sich ein Gleichstand im Financial Ryders Cup zwischen USA und Europa

# Totales Bonitäts-Modell:

## Was fällt auf ?

- Die Bonitäten sinken!
- **USA** zuletzt stabilisiert auf prekär tiefem Niveau
- (Noch?) keine Verbesserung sichtbar, nur eine Konsolidierung
- Es wird sich weisen, ob eine Verbesserung drin liegt, die Firmen sind nicht vorbereitet auf eine Rezession oder höhere Zinsen; bei einer konjunkturellen Seitwärtsbewegung müssten sie aktiv anfangen, bis dato ausgeschüttete Cashflows im Unternehmen zu behalten
- Das Problem der USA liegt im massiv erhöhten **Leverage**, also ein Problem des **Risikos**
- Die Firmen kommen unglaublich günstig zum Geld und können mit viel Leverage (Risiko) mit Hilfe der Notenbank (tiefe Zinsen) Mehrwert schaffen
- Fatal wären höhere Zinsen oder eine Rezession
- **Europa's** Bonität fällt im Schnitt gewaltig
- Das Problem in Europa ist insbesondere, dass **Assets, Schulden und Ausschüttungen schneller wachsen als Gewinne und Cashflows**, also ein eigentliches Problem der **Ertragskraft**
- Die Europäer kommen auch günstig ans Geld, aber trotzdem schaffen sie per saldo **kaum Mehrwert** (wenn definiert als  $ROC/WACC > 1$ ), weil sie zu Asset-lastig sind bei deutlich ungünstigeren Trends in der Ertragskraft als bei den amerikanischen Peers
- **Generell**: Die Durchschnitt-Betrachtung maskiert eine breite Phalanx von Emittenten, die einen extrem schlechten Bonitätstrend aufweisen, mit erodierendem Kapital, schlechter Ertragskraft und hohem Goodwill



«Corporate debt isn't going to cause the next recession, but it's where the pain will be in the next recession»

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