

# PK Assets

Wie gut vorbereitet sind  
die Bond-Emittenten auf  
die nächste Rezession?

[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)

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

# Die nächste Rezession kommt bestimmt

Wir schauen uns die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von gängigen Emittenten aus dem Bereich AA bis BB an und versuchen, Trends zu destillieren

- Wir schauen uns jeweils den Durchschnitt einer Gruppe von 50 amerikanischen Emittenten an, bzw. ein entsprechender von 60 westeuropäischen Emittenten
- Wir konzentrieren uns auf Industrie-Schuldner
- **Die US-Gruppe besteht aus** ABBOTT, AES, ALCOA, ALTRIA, AMAZON, AMGEN, ANADARKO, AON, BAXTER, BERKSHIRE, BIOGEN, BOEING, BUNGE, CARNIVAL, CARPENTER, CATERPILLAR, CBS, CHEVRON, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DANAHER, DUKE, ESTEE LAUDER, FEDEX, FORD, FREEPORT MCMORAN, GE, GEN. MILLS, GOODYEAR, HERSHEY, HOME DEPOT, IBM, INTEL, IRON MOUNTAIN, JOHN DEERE, MATTEL MEDTRONIC, MONDELEZ, MURPHY OIL, PFIZER, PITNEY BOWES, ROYAL CARIBBEAN, SCANA, STARBUCKS, VERIZON, WALT DISNEY, ZIMMER BIOMET
- **Die Europa-Gruppe besteht aus** ABB, ABINBEV, ADECCO, ANGLOAMERICAN, APMAERSK, BARRY CALLEBAUT, BASF, BAT, BAYER, BMW, BP, CAP GEMINI, CARREFOUR, CASINO, GUICHARD, CLARIANT, DAIMLER, DANONE, DTE TELECOM, DIAGEO, DS SMITH, DUFY, EDF, ELSEVIER, ERICSSON, FAURECIA, FRESENIUS MED, GLAXO, HEIDELBERG, HORNBACK, IMPERIAL BRANDS, K+S, KERING, LAFARGE, LANXESS, LINDE, LUFTHANSA, LVMH, NESTLE, NEXANS, NOKIA, NOVARTIS, OMV, PEARSON, PERNOD, PHILIPS, RENAULT, ROCHE, SES, SHELL, SIEMENS, SIKA, STGOBAIN, STORA ENSO, SWISSCOM, TDC, TELECOM ITALIA, TESCO, THYSSEN, TOTAL, UNILEVER, VINCI, VIVENDI, VODAFONE
- Dies sind Emittenten mit lückenlosen Rechnungslegungszahlen seit 2005 und einem Rating von Moody's und/oder S&P's
- Was uns interessiert, sind Aussagen zu Schulden, Leverage und Ertragskraft
- Wir führen bei jeder Kennzahl eine Skalentransformation aus, um den Trend zu extrahieren, und die Daten untereinander in der Gruppe vergleichbar und agregierbar zu machen
- **Unsere Zahlen sehen deutlich anders aus als bei gängigen Untersuchungen: Wir kapitalisieren Operating Leases und eliminieren jeglichen Akquisitions-Goodwill aus dem Eigenkapital und korrigieren die Gewinne; die Verwerfungen sind kolossal**

In einer Rezession trennt sich die Spreu vom Weizen

Wo ist Substanz vorhanden, wo nicht?

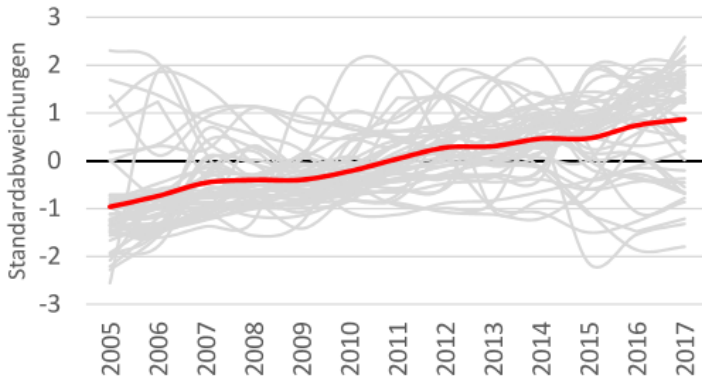
Sind die höheren Schulden verkraftbar?

Wo besteht Stress?

# Schulden explodieren...

## 50 Amerikaner: SCHULDEN\*

Skalentransformiert



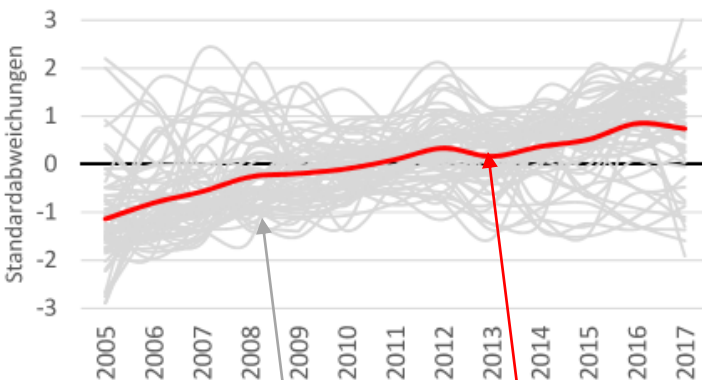
\* Wir berücksichtigen sämtliche Verbindlichkeiten, nicht nur die Obligationenschulden, zudem addieren wir auch die Operating Leases zu den Schulden

## USA

- Die 50 amerikanischen Firmen haben die Schulden massiv erhöht
- Von 2005 bis Ende 2017 Schnitt haben sich die Schulden mehr als verdreifacht und sind jetzt auf dem Höchststand
- Immerhin: 1/6 der Firmen haben die Schulden reduziert
- Selbstverständlich spielen auch M&A eine Rolle, weshalb das Schuldenwachstum in den Kontext gestellt werden muss

## 60 Europäer: SCHULDEN\*

Skalentransformiert



Durchschnitt

Einzelne Emittenten

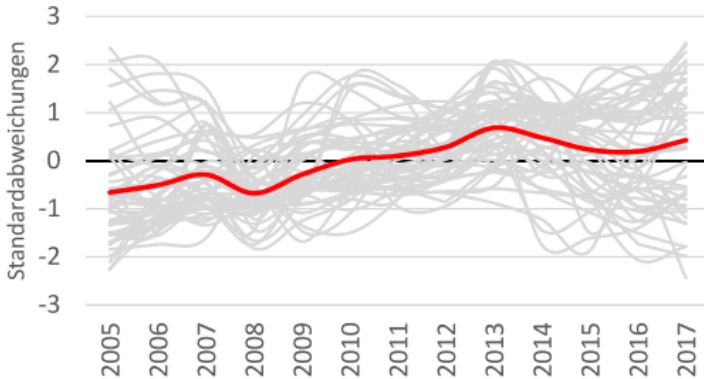
## Westeuropa

- Auch die Europäer haben die Schulden kräftig erhöht
- Von 2005 bis Ende 2017 haben sich die Schulden mehr als verdoppelt
- 1/8 der Firmen haben die Schulden reduziert
- 2008/09 verlangsamte sich das Tempo nur leicht, 2012/13 infolge der Eurokrise kam es zu einer geringfügigen Kontraktion

## ...aber auch das Eigenkapital der Firmen hat kräftig zugelegt

### 50 Amerikaner: EIGENKAPITAL

Skalentransformiert

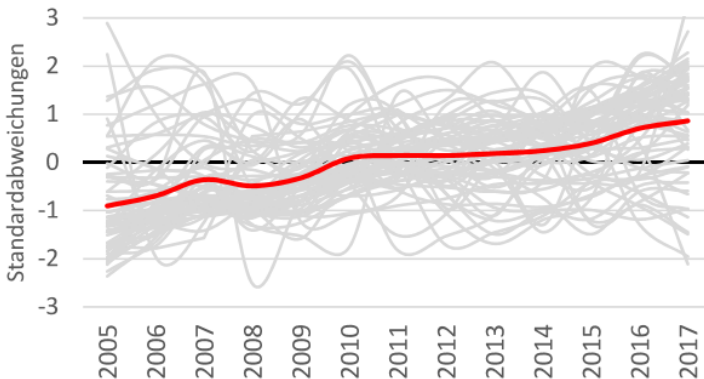


### USA

- Wie die Schulden hat sich auch das Eigenkapital im Schnitt mehr als verdreifacht
- Die Schere zwischen den Unternehmen geht massiv auf
- Und: Bei über 20% der Firmen hat sich das Eigenkapital zum Teil deutlich reduziert

### 60 Europäer: EK

Skalentransformiert



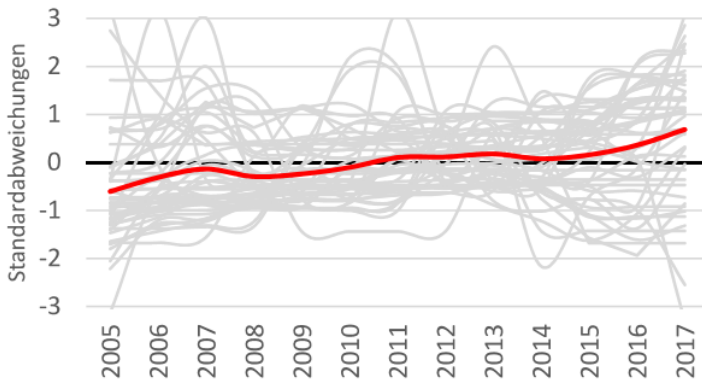
### Westeuropa

- Auch hier: Sowohl die Schulden gehen auf, wie auch die Schere
- Wie die Schulden hat sich auch das Eigenkapital im Schnitt mehr als verdoppelt
- Bei ca. 20% der Firmen hat sich das Eigenkapital zum Teil deutlich reduziert

# Das Krebsgeschwür Goodwill wuchert

## 50 Amerikaner: GOODWILL

Skalentransformiert

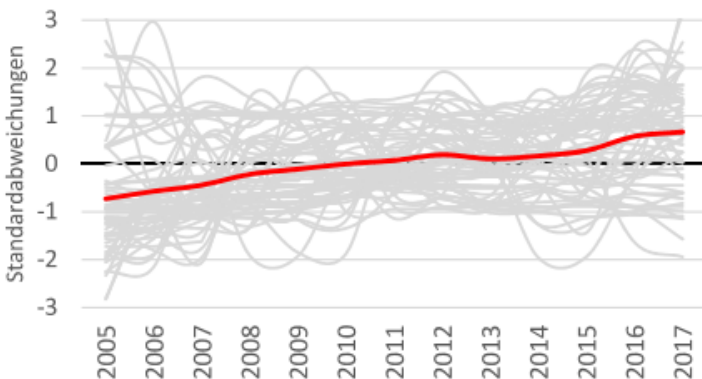


## USA

- Akquisitionsgoodwill ist fiktives Eigenkapital aus zu teuren Übernahmen und kann von den Unternehmen absurderweise aktiviert werden
- Goodwill wird denn auch von den Firmen breit angewendet
- Per Saldo wächst der Goodwill kräftig: Im Schnitt weisen die Firmen jetzt im Schnitt mehr als 5.5x mehr Goodwill-Heissluft auf in den Bilanzen als 2005
- In % des EK: Von 39% auf 107%!!

## 60 Europäer: GOODWILL

Skalentransformiert



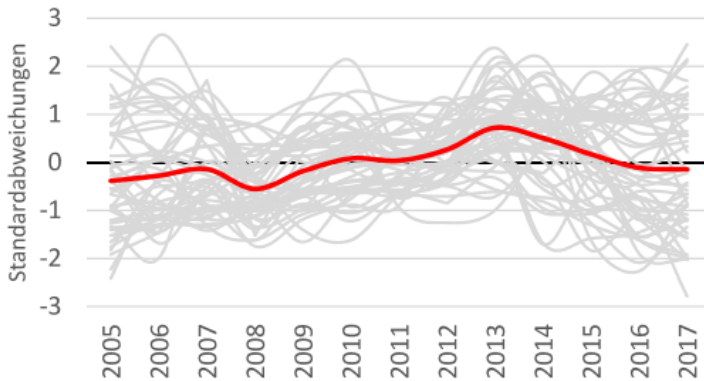
## Westeuropa

- Auch die Europäer peppen ihre Bilanzen mit fiktivem EK auf
- 4/5 des Samples hat den Goodwill z.T. dramatisch erhöht...
- Über das gesamte Sample ergibt sich eine Steigerung des Goodwill um über 600%
- Hier ist aber das Wachstum von Eigenkapital und Wachstum von Goodwill etwas entspannter als in den USA:
- In % des EK: Von 49% auf 55%
- D.h. Europa hantiert zurückhaltender mit Goodwill

# Das Eigenkapital sieht auf den zweiten Blick ramponiert aus!

## 50 Amerikaner: EK-GOODWILL

Skalentransformiert

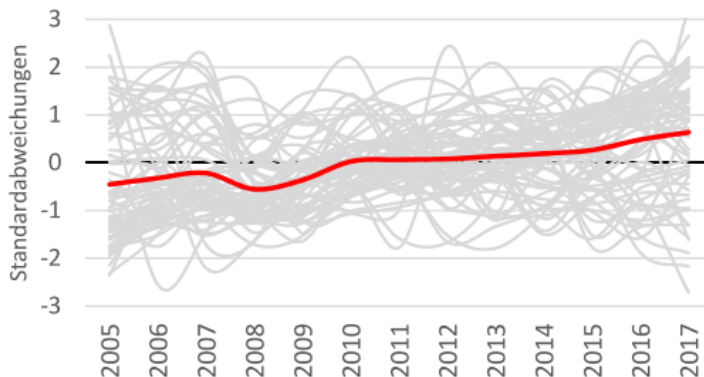


## USA

- Wir zählen den Goodwill vom EK ab
- Der Trend des Eigenkapitals sinkt!
- Im 2005 gab es 1 von 50 Firmen, die netto ein negatives EK aufwies
- Ende 2017 sind es 10!
- Knapp 40% der Firmen hat heute ein kleineres EK als noch im 2005!!
- ...und das bei massiv höheren Schulden

## 60 Europäer: EK-GOODWILL

Skalentransformiert



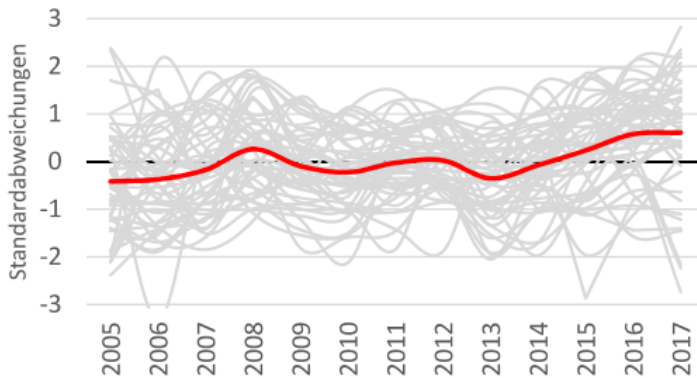
## Westeuropa

- Auch hier: Wir zählen den Goodwill vom EK ab
- Das Bild sieht etwas besser aus: Das EK steigt auch bei Verrechnung mit dem Goodwill
- Im 2005 gab es 6 Firmen mit einem negativen EK
- Ende 2017 sind es 8
- Ca. 30% der Firmen hat heute ein kleineres EK als noch im 2005!!
- ...und das bei massiv höheren Schulden

# USA erhöhen den Bilanz-Leverage gewaltig, Europa nicht

## 50 Amerikaner: BIL.LEVERAGE

Skalentransformiert

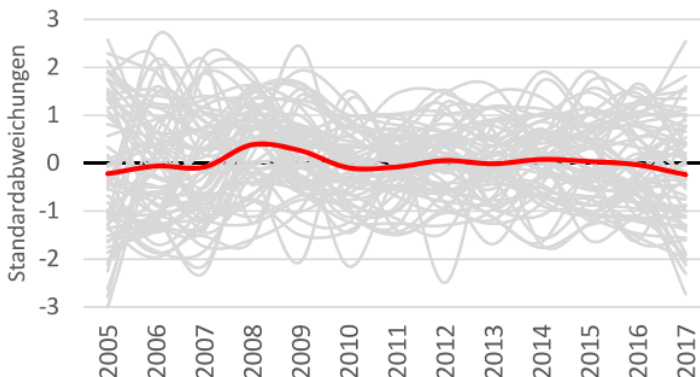


## USA

- Der Bilanz-Leverage hat deutlich zugenommen und ist auf dem Höchststand seit 2005
- Im Durchschnitt hat der Gebrauch von FK um über 20% der Bilanzsumme zugenommen
- Mehr als 1/3 der Firmen haben jedoch den Leverage reduziert
- Manche Firmen haben den Leverage im Durchschnitt **über die Hälfte erhöht**

## 60 Europäer: BIL.LEVERAGE

Skalentransformiert



## Westeuropa

- Der Bilanz-Leverage in Europa ist aktuell geringfügig höher als 2005, aber tiefer als insbesondere 2008
- In Europa hat der Bilanz-Leverage zuletzt wieder abgenommen
- Aber insgesamt ist er extrem stabil geblieben

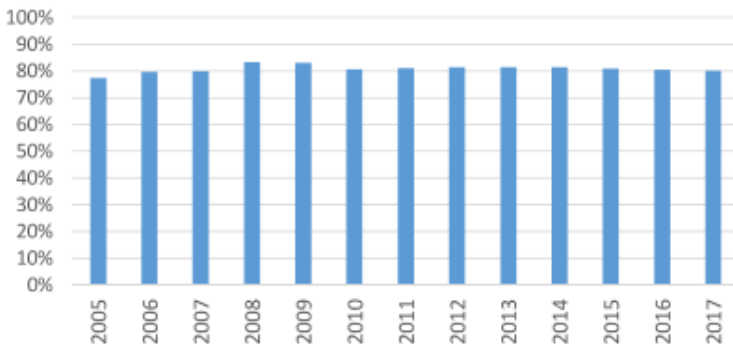
50 Amerikaner:  
FREMDKAPITAL/BILANZSUMME



## USA

- Wir zählen die Operating Leases zu den Verbindlichkeiten (und Vermögen)
- Wir zählen den Goodwill von den Vermögen (und dem EK) ab
- Die Eigenkapital-Decke in den USA wird immer kleiner, zuletzt ist sie noch bei 15%, d.h. die Verbindlichkeiten betragen im Schnitt fast 85% der Bilanzsummen

60 Europäer: FREMDKAPITAL/BILANZSUMME



## Westeuropa

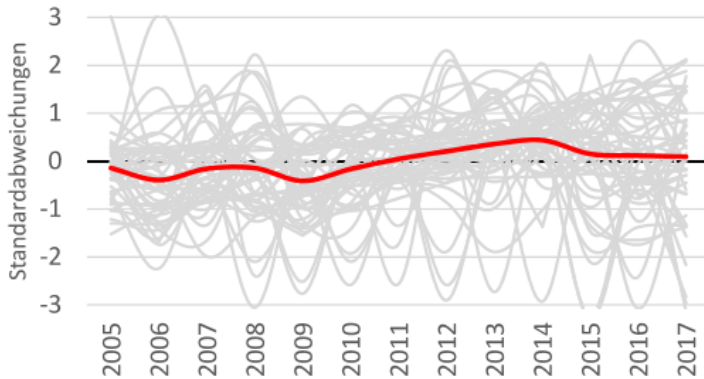
- Wir zählen die Operating Leases zu den Verbindlichkeiten (und Vermögen)
- Wir zählen den Goodwill von den Vermögen (und dem EK) ab
- Die Eigenkapital-Decke in Westeuropa ist stabil, aber nur geringfügig höher als im U.S.-Sample



# Gewinne zu rosa gemalt?

## 50 Amerikaner: NET INCOME\*

Skalentransformiert

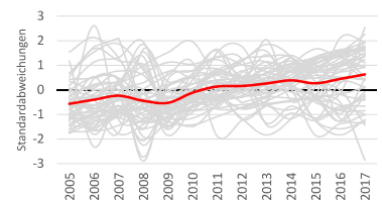


\* Wir zählen den Goodwill-Aufbau des Jahres jeweils vom Jahresgewinn ab

## USA

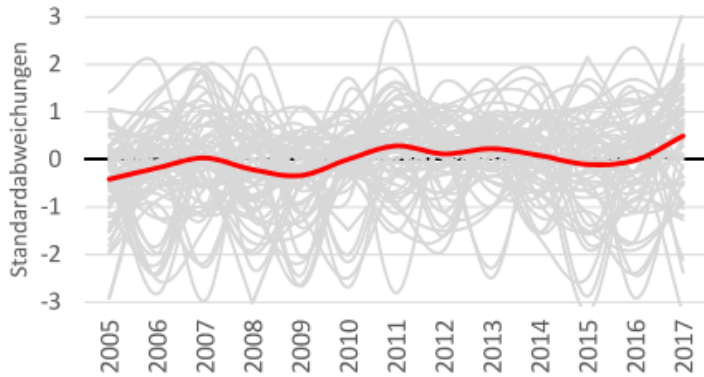
- Zieht man den Goodwill-Aufbau vom Jahresgewinn ab, dann sieht man keinen Fortschritt mehr seit 2005!
- Ohne GW-Abzug:

### 50 Amerikaner: NET INCOME



## 60 Europäer: NET INCOME\*

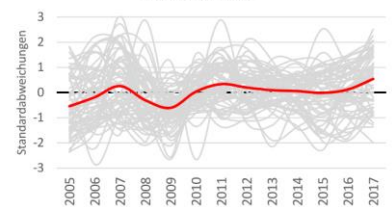
Skalentransformiert



## Westeuropa

- Der Trend der 60 Europäer sieht besser aus, im Schnitt ist eine deutliche Verbesserung nach einer langen Delle im Gefolge von 2012 ersichtlich
- Ohne GW-Abzug:

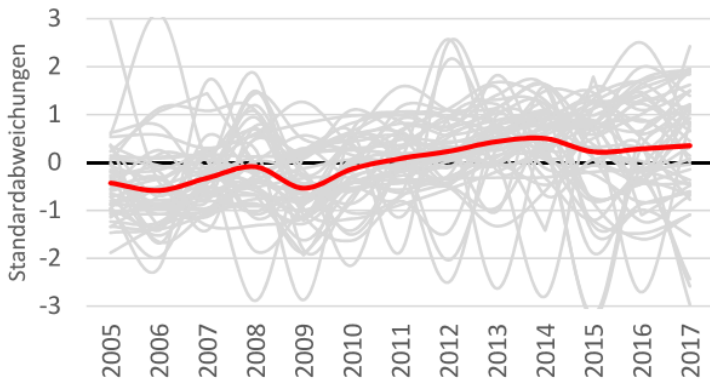
### 60 Europäer: NET INCOME



# EBITDA steigen v.a. in Europa

## 50 Amerikaner: EBITDA\*

Skalentransformiert



\*

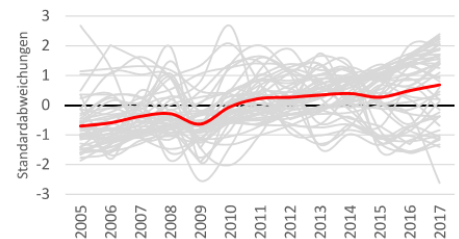
Wir zählen den Goodwill-Aufbau des Jahres jeweils vom Jahresgewinn ab

## USA

- Zieht man den Goodwill-Aufbau vom Jahresgewinn ab, dann sieht man einen gewissen Fortschritt seit 2005 aber eine Stagnation seit 4 Jahren
- Ohne GW-Abzug:

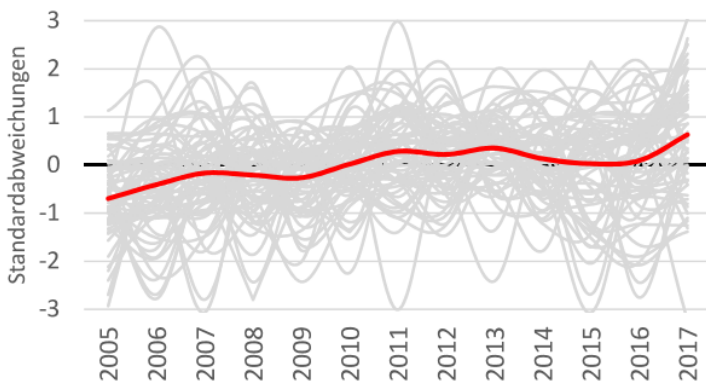
### 50 Amerikaner: EBITDA

Skalentransformiert



## 60 Europäer: EBITDA\*

Skalentransformiert

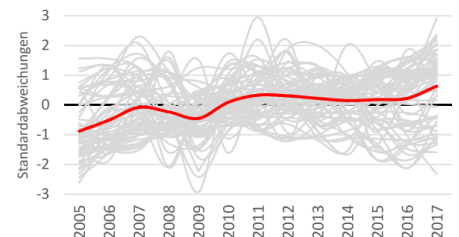


## Westeuropa

- Die 60 Europäer sehen besser aus, im Schnitt ist eine deutliche Verbesserung nach einer langen Delle ex 2012 ersichtlich
- Ohne GW-Abzug:

### 60 Europäer: EBITDA

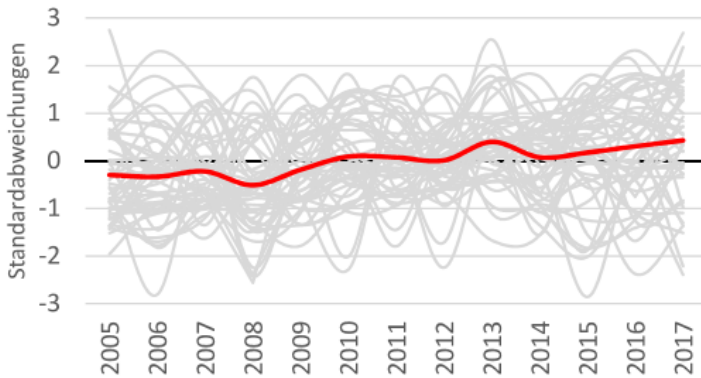
Skalentransformiert



# Free Cash Flow deutlich verbessert

## 50 Amerikaner: FREE CF

Skalentransformiert

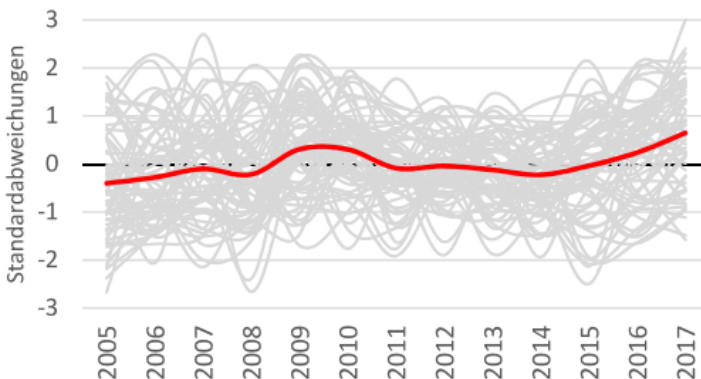


## USA

- Die Free Cash Flow-Situation sieht deutlich verbessert aus
- Im Durchschnitt hat sich der FCF in den 12 Jahren um 55% verbessert
- 90% der Firmen im Sample sind FCF-Positiv
- 10% der Unternehmen war im 2017 FCF-negativ

## 60 Europäer: FREE CF

Skalentransformiert



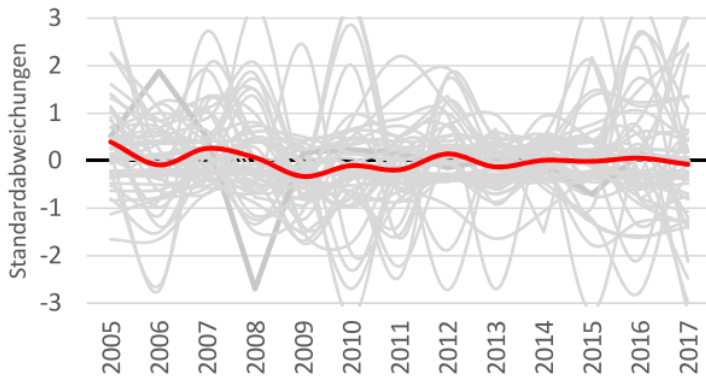
## Westeuropa

- Die Free Cash Flow-Situation sieht deutlich verbessert aus
- Im Durchschnitt hat sich der FCF in den 12 Jahren um 77% verbessert
- 90% der Firmen im Sample sind FCF-Positiv
- 10% der Unternehmen war im 2017 FCF-negativ

# EK-Rendite: Maximale Divergenz

## 50 Amerikaner: EK-RENDITE\*

Skalentransformiert



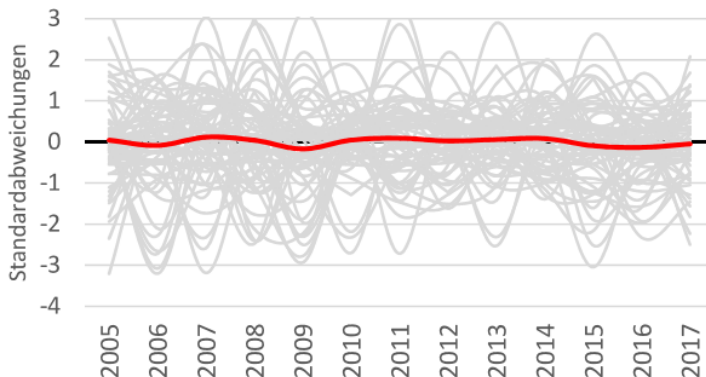
\* Wir zählen den Goodwill-Aufbau des Jahres jeweils vom Jahresgewinn ab aber auch vom EK weg

## USA

- Das Bild könnte heterogener nicht sein
- Deshalb sind Verallgemeinerungen komplett unbrauchbar

## 60 Europäer: EK-RENDITE+

Skalentransformiert



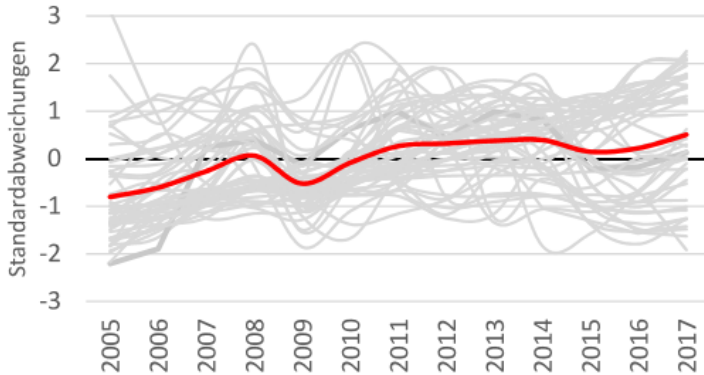
## Westeuropa

- Das Bild könnte heterogener nicht sein
- Deshalb sind Verallgemeinerungen komplett unbrauchbar

# Umsatz: M&A & Wachstum führen im Schnitt zu grösseren Einheiten

## 50 Amerikaner: UMSATZ

Skalentransformiert

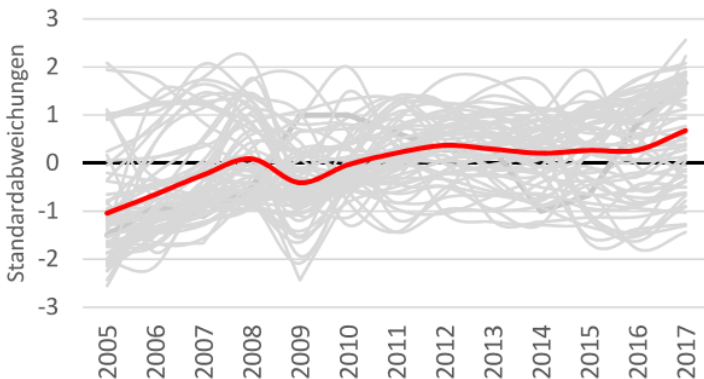


## USA

- Grössere Firmen, grössere Umsätze
- Im Schnitt haben die Firmen ihre Umsätze seit 2005 etwas mehr als verdoppelt bzw. haben sich Umsatz gekauft
- Aber über 40% der Firmen verkaufen z.T. deutlich weniger oder sind kleinere Einheiten geworden

## 60 Europäer: UMSATZ

Skalentransformiert



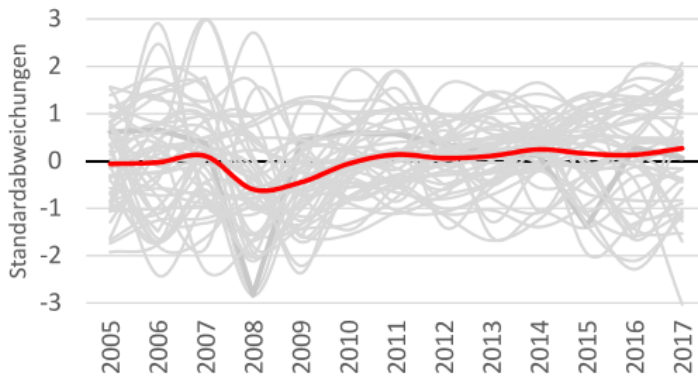
## Westeuropa

- Grössere Firmen, grössere Umsätze
- Im Schnitt haben die Firmen ihre Umsätze seit 2005 um ca. 70% erhöht, bzw. Umsatz gekauft
- Über 20% der Firmen verkaufen z.T. deutlich weniger oder sind kleinere Einheiten geworden

# Umsatzmargen optisch hoch..aber

## 50 Amerikaner: UMSATZRENDITE

Skalentransformiert

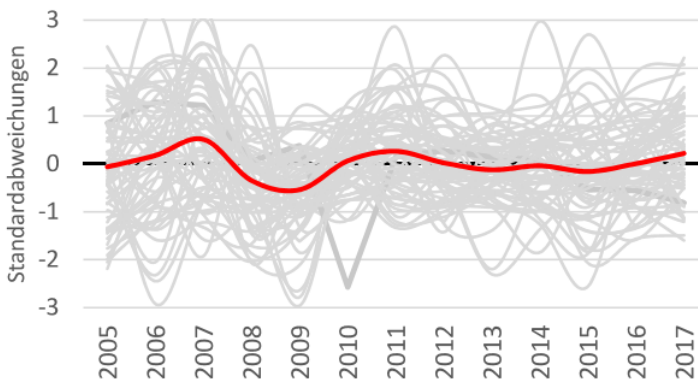


## USA

- Die Firmen pressen viel Nettogewinn aus den Verkäufen
- Wir haben hier die Goodwill-Bildung nicht abgezogen
- Der Mittelwert ist bei 10.9%, nicht ganz auf dem Top aber 1/5 höher als 2005
- Ziehen wir den Goodwill-Abbau von den Jahresgewinnen ab, dann ist die Umsatzmarge am tieferen Ende der Historie

## 60 Europäer: UMSATZRENDITE

Skalentransformiert



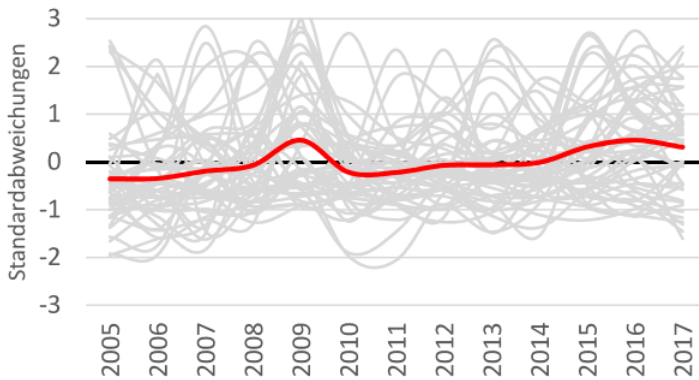
## Westeuropa

- Auch hier ist die Marge sehr hoch und deutlich verbessert seit 2005 aber auch seit 2015
- Wir haben hier die Goodwill-Bildung nicht abgezogen
- Der Mittelwert ist deutlich tiefer als in den USA, bei 8.4%
- Selbst wenn wir um den Goodwill-Aufbau korrigieren, sind die Margen hoch

# Operativer Leverage: USA hoch, Europa nicht

## 50 Amerikaner: OP.LEVERAGE

Skalentransformiert

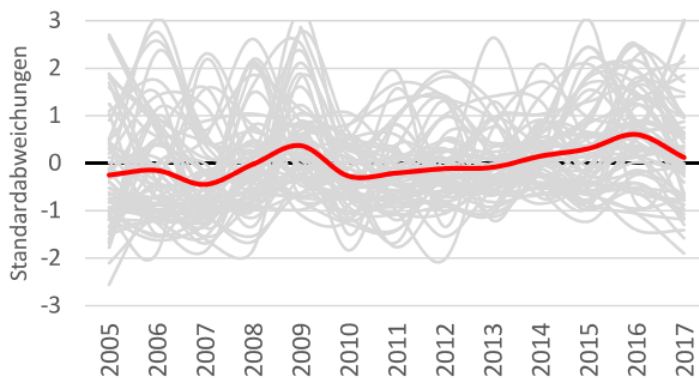


## USA

- Der Gebrauch von Fremdkapital um Rohgewinne zu bolzen ist sehr hoch
- Die Multiples von totalen Verbindlichkeiten zu EBITDA sind im Schnitt bei 6x, berücksichtigen wir den Goodwill-Aufbau, dann bei 11.5x
- Die Schere zwischen den Unternehmen ist deutlich aufgegangen

## 60 Europäer: OP.LEVERAGE

Skalentransformiert



## Westeuropa

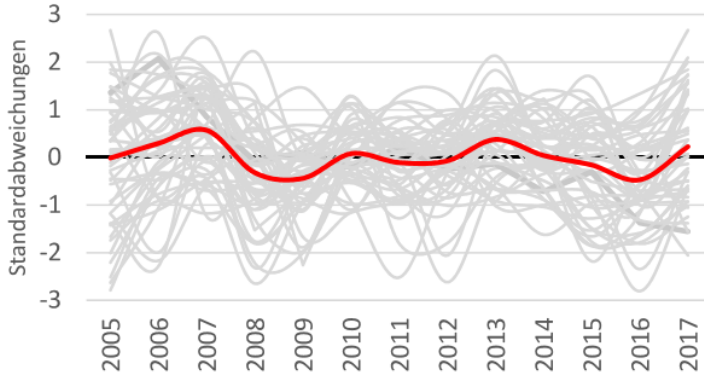
- Der Gebrauch von Fremdkapital um Rohgewinne zu bolzen ist **nicht besonders hoch**
- Die Multiples von totalen Verbindlichkeiten zu EBITDA sind im Schnitt bei 6.3x, berücksichtigen wir den Goodwill-Aufbau, dann bei 6.8x
- Die Schere zwischen den Unternehmen ist aufgegangen



# Altman Z: Verbessert, kein Stress

## 50 Amerikaner: ALTMAN

Skalentransformiert



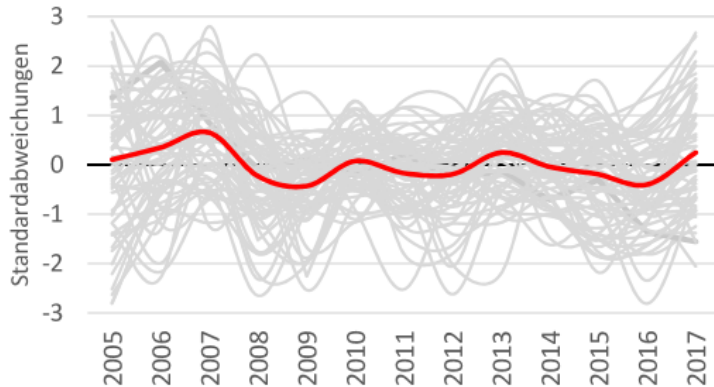
### USA

- Die Verfassung der Unternehmen gemäss dem Altman Z-Score ist wieder deutlich verbessert nach einer Delle im 2015
- Im Schnitt ist kein erhöhter Stress ersichtlich

\* Altman Z verbindet Liquidität, Solvabilität, Gewinnmarge, Bilanzleverage und Aktivität eines Unternehmens; je höher desto besser

## 60 Europäer: ALTMAN

Skalentransformiert



### Westeuropa

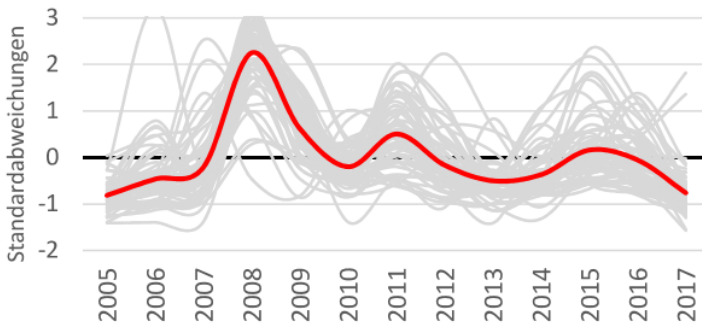
- Die Verfassung der Unternehmen gemäss dem Altman Z-Score ist wieder deutlich verbessert nach einer Delle im 2015
- Im Schnitt ist kein erhöhter Stress ersichtlich



# Bloomberg Default Probability: Wenig Risiko

## 60 Europäer: BLOOM 5Y DEFAULT PROB

Skalentransformiert



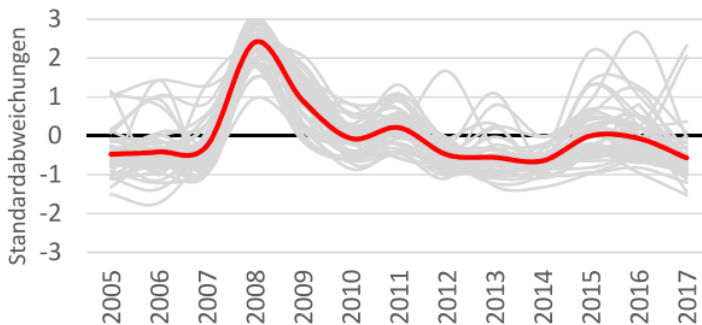
\* Bloomberg 5y Default Probability verbindet Leverage, Zinszahlungs-Tragbarkeit, Margen und Operativer Leverage zu einer Schätzung des Risikos einer Insolvenz

## USA

- Das Risiko in den Unternehmen ist gemäss diesem Bloomberg-Mass extrem tief

## 50 Amerikaner: BLOOM 5Y DEFAULT PROB

Skalentransformiert



## Westeuropa

- Das Risiko in den Unternehmen ist gemäss diesem Bloomberg-Mass extrem tief

# Im Durchschnitt sind die Bilanzen verwundbar, Einzelfall-Betrachtung tut not

## Bonitätstrends

- Gebräuchliche Stress-Indikatoren wie Altman und BB5YDefault zeigen keinen Stress an
- Aber: Ganz offensichtlich, die Schulden sind massiv gestiegen
- Ebenfalls gestiegen ist das Eigenkapital
- M&A hat zu massivem Gebrauch von Goodwill geführt, Bilanzoptimierung zu vermehrtem Gebrauch von Operating Lease
- Zählen wir GW vom EK ab, dann verfügen über 30% der Firmen faktisch über kein EK mehr!
- Knapp 40% der Firmen hat heute ein kleineres EK als noch im 2005... und das bei massiv mehr Schulden
- Keine Überraschung deshalb, dass der Bilanzleverage massiv gestiegen ist
- Die Gewinne sehen gut aus
- Korrigieren wir die Gewinne aber pro rata um den Goodwill-Aufbau, dann sieht speziell die USA nicht mehr gut aus und wird von Europa outperformt
- Free Cash Flow steigt
- Der Operating Leverage ist in den USA gestiegen, in Europa nur marginal
- Im Durchschnitt sind die Bilanzen verwundbar
- Im Durchschnitt sieht die USA verwundbarer als Europa aus

## Homogenität

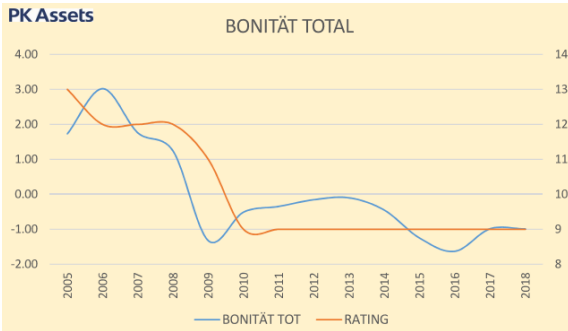
- Fast überall geht die Schere zwischen den Unternehmen auf
- Vielerorts sind die Durchschnitte überhaupt nicht mehr repräsentativ für das Sample
- Damit überzeugen Verallgemeinerungen weniger

## Fazit

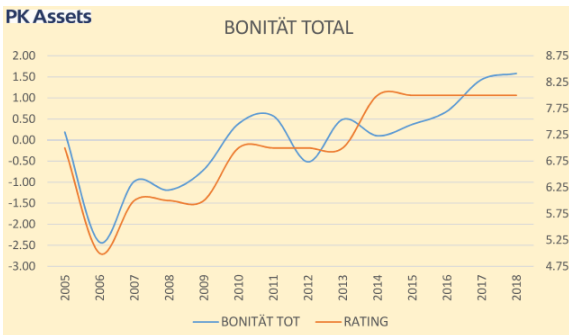
- Noch viel mehr als früher muss der Einzelfall angeschaut werden

# 1. Schritt: Minimierung der Überraschungen

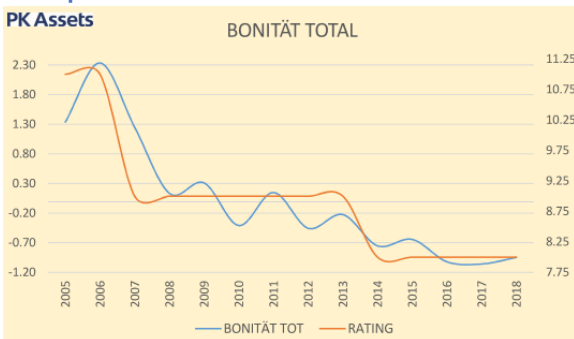
## Bsp.: Pfizer



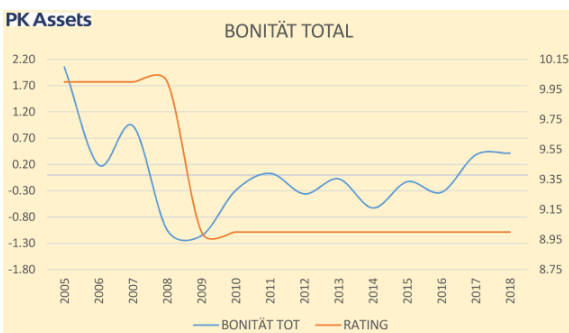
## Bsp.: Linde



## Bsp.: Glaxo



## Bsp.: BASF



Wir wollen den Bonitätstrend sehen:

Unser Ansatz verwendet :

- Operativer und Bilanz-Leverage
- ROE und ROA Margen
- Altman
- Lev. Adj. Margen
- Ertragskraft
- Cash Flow / Leverage Multiples
- Umsatz/Umsatzmargen
- Gearing
- Goodwill
- Zinsmargen
- Cost/Income
- NPL
- Kapitalkosten
- Combined Ratio
- Level III Assets/EK

• Der Ansatz unterscheidet sich, ob die Firma im Industrie-, Banken, oder Versicherungsbereich tätig ist

• Unser Ansatz verrechnet konsequent Goodwill und Operating Leases

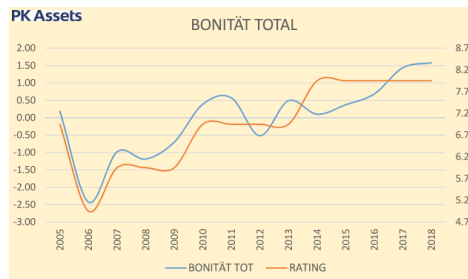
Wir erhalten damit wertvolle Bonitätstrends für die Firmen

- Die Ansätze werden laufend überarbeitet und renoviert
- Die Bonitätstrends werden dann laufend mit der Analyse des Newsflows auf Nachhaltigkeit geprüft

# 2. Schritt: Einteilung der Emittenten

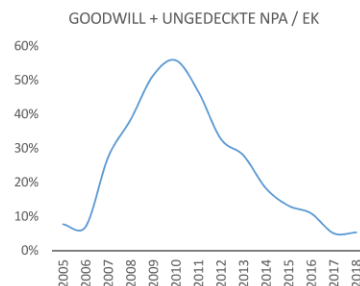
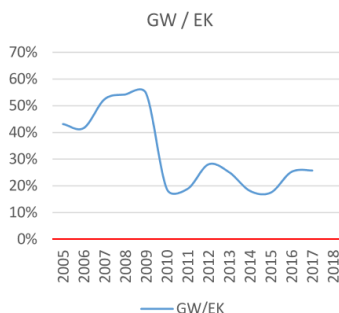
## 1. Spricht der Trend für ein Rating-Upgrade/Stabil/Downgrade?

- Je stärker der Bonitäts-Trend vis a vis des Ratings von Moody's oder S&P's, desto eher fällt der Emittent in eine extreme Gruppe

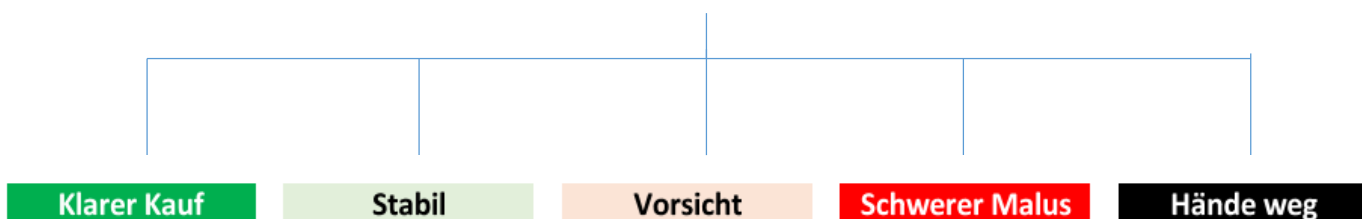


## 2. Hat der Emittent einen Malus, der ihn in die nächste oder übernächste Bewertungsstufe wirft?

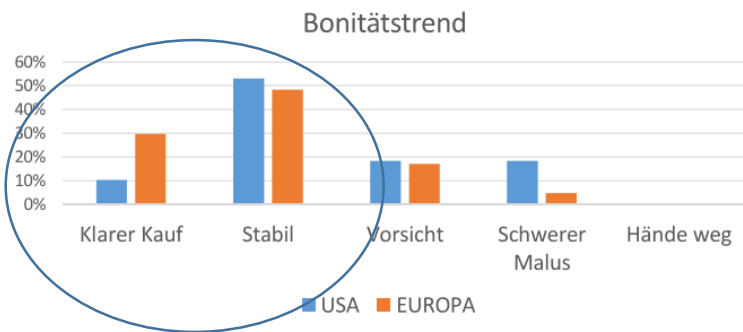
- Hat er 10%, 20%, >50% Goodwill pro Eigenkapital?
- Hat er 10%, 20% Non Performing Assets pro Eigenkapital die nicht zu 80% gedeckt sind?
- Hat er >50% Level III-Assets auf den Büchern pro Eigenkapital



## 3. Einstufung

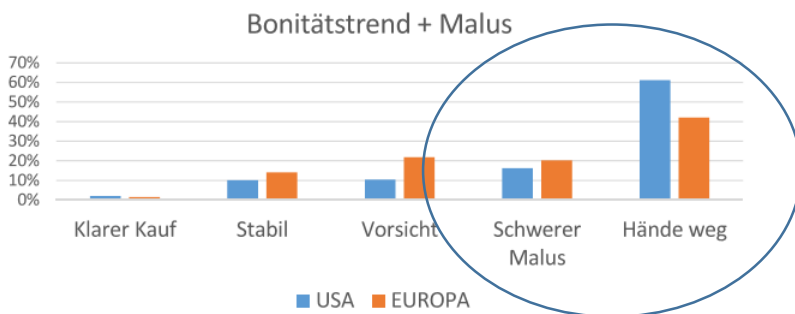


# 3. Resultate: Die Unternehmen sind schlecht vorbereitet auf eine Rezession



## Einteilung nur mit Bonitätstrend

- Wenn wir nur auf die Bonitätstrends schauen, dann ist die Situation komfortabel
- 2/3 der USA-Emittenten und 80% der Europäer sehen investabel aus
- Nur 18% der US-Emittenten und 5% der Europäer haben einen prohibitiv schlechten Bonitätstrend



## Einteilung inkl. Malus

- Wenn wir aber die Malus aus Goodwill, NPL und Level III berücksichtigen, dann sieht das Bild komplett anders aus
- Nur noch 1/4 der U.S.-Emittenten und 40% der Europäer sehen investabel aus
- 3/4 der U.S.-Emittenten und 60% der Europäer würden wir aktuell nicht berücksichtigen

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