

Fixed Income / ESG

Sind ESG Leaders
auch Bonitäts-
Leaders?

www.pkassets.ch/marktanalysen

Wir fragen uns:

- Die Bonitätstrends bei Unternehmensanleihen sind negativ
- Es wird immer schwieriger, ein gut diversifiziertes Portfolio mit gesunden Unternehmensanleiheschuldner zu bauen
- Kann uns ESG helfen?
- Konkret: Können uns die ESG-Ratings helfen, gesunde Schuldner zu finden?
- Sind «gute» Schuldner auch «gesunde» Schuldner ?
- Sind «schlechte» Schuldner auch «kranke» Schuldner ?
- Kann man mit einem ESG-Filter bei Unternehmensobligationen einen systematischen positiven Bonitätsfaktor erhalten?
- **Sind ESG Leaders auch Bonitäts-Leaders?**
- Wir vergleichen in der Folge die ESG-Konzeption von MSCI mit der Bonitätsanalyse von PK Assets AG

ESG Gemäss MSCI

- Wir orientieren uns hier am **MSCI ESG-Rating**
- Wir screenen unsere Emittenten-Liste von aktuell 500+ Emittenten im Bereich A-BB
- Wir untersuchen die Unternehmen, die in dieser Gruppe als AAA-Leader gerated sind gemäss MSCI
- Es handelt sich um 35 Emittenten bzw. Aktien, denn die überwiegende Zahl der Obligationen-Emittenten sind auch als Aktien verbrieft

MSCI ESG RATINGS

combine key issues and weights and normalize relative to industry peers to derive the ESG Rating



Bonität Gemäss PK Assets AG

1. Wir untersuchen zunächst den **Bonitäts-Trend**, basierend auf Eigenkapitalisierung, Marge, Free Cash Flow, Altman Z, Bilanz- und operativem Leverage, Operativem Cash Flow, Activity, Pensionsverpflichtungen und EV/Debt
2. In einem zweiten Schritt schauen wir auf die **Substanz**, insbes. das Vorhandensein von Akquisitions-Goodwill (fiktives Eigenkapital) und bestrafen Unternehmen mit hohem Goodwill
3. Als Fazit teilen wir die Unternehmen ein in eine der **5 Bonitätsklassen**:

UPSIDE!	PROBLEMLOS	VORSICHT	PROBLEM!	HÄNDE WEG
BONITÄT AUFWÄRTS DRUCK	BONITÄT STABIL	MODERAT ABWÄRTS ODER MALUS	MASSIV ABWÄRTS ODER SCHWERER MALUS	

Was wir suchen und was wir nicht wollen

Aus Sicht des Gläubigers

HÄNDE WEG

PROBLEM!

VORSICHT

PROBLEMLOS

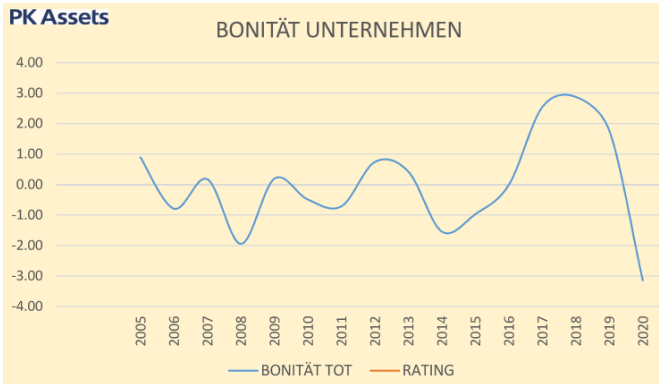
UPSIDE!

- Gefahr eines Rating-Downgrades oder mehrerer Rating Downgrades
- Und/oder: Viel zu viel Goodwill: Auch wenn der Bonitätstrend in Ordnung ist, ist es möglich, dass wir diesen Credit nicht wollen; dann nämlich, wenn in der Bilanz das Eigenkapital durch viel Goodwill kompromittiert ist
- Egal auf welchem Rating-Niveau, wir wollen nach Möglichkeit solche Credits vermeiden
- Sobald ein Rating-Downgrade erfolgt ist, schauen wir den Credit wieder an

- Hier wollen wir den Fokus unserer Investments legen
- Der Bonitätstrend soll nicht allzu schlecht oder gar stabil oder –noch besser- positiv sein
- Zudem sollte nicht zuviel Goodwill in der Bilanz lauern
- Wir suchen also stabile Substanz
- Caveat: Wir interessieren uns für Goodwill; die Rating Agenturen nicht, deshalb sind unsere Bonitätseinschätzungen z.T. deutlich verschieden von denjenigen der Rating Agenturen

Unser Bonitäts-Verdict

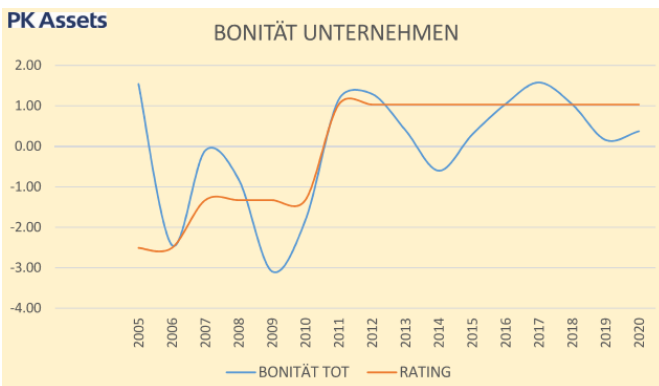
ADIDAS



- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Stabile Eigenkapitalisierung aber hohe Schulden
- Stabiles Altman Z
- Steigender operativer Leverage
- Negativer FCF nach Aktionärsauszahlungen
- Gewinneinbruch
- Goodwill von 19% des EK
- Erst seit kurzem gerated

HÄNDE WEG

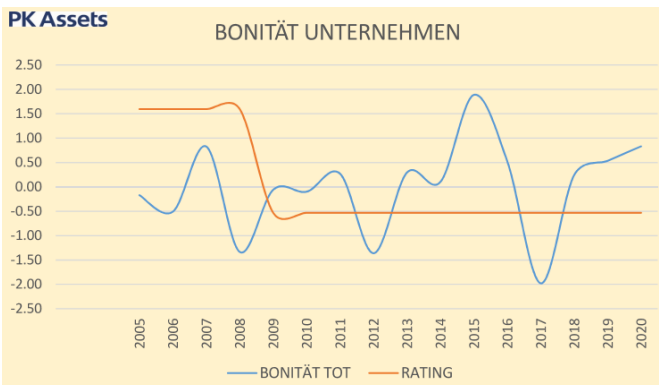
AGILENT



- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Stabile Gewinne, aber auch hohe Ausschüttungen
- Stabiles, wenn auch tiefes Eigenkapital
- Verbesserter Leverage
- Aber: 72% des EK ist Akquisitions-Goodwill, das sind nicht weniger als 38% der gesamten Assets
- Die Firma wird durch steigenden Goodwill geradezu ausgehört

HÄNDE WEG

AKZO

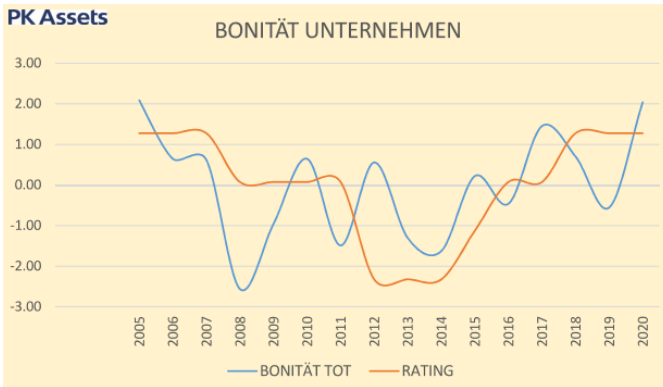


- Stabile Eigenkapitalisierung aber hohe Schulden
- Stabiles Altman Z
- Steigender operativer Leverage
- Negativer FCF nach Aktionärsauszahlungen
- Gewinneinbruch
- Goodwill von 19% des EK

PROBLEMLOS

Unser Bonitäts-Verdikt

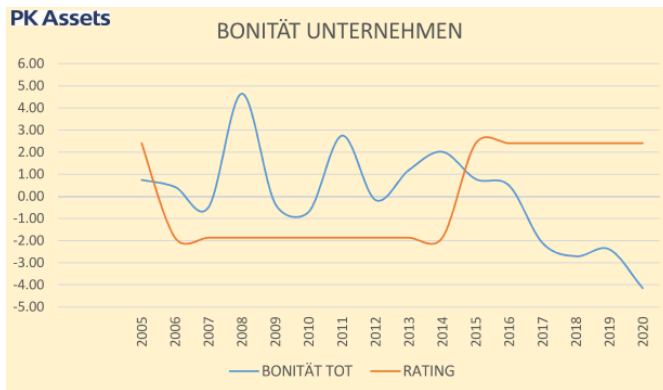
BEST BUY



- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Tiefe Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne bei hoher Ausschüttung
- Stabiles, hohes Altman Z
- Steigender operativer Leverage
- Goodwill von 26% des EK und steigend

VORSICHT

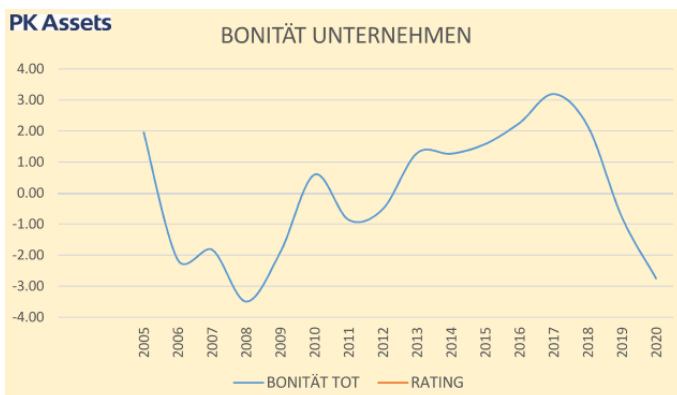
BUNGE



- Mittleres bis hohes Net Debt/Ebitda
- Stabile Gewinne aber negativer FCF
- Eigenkapitalisierung fällt
- Leverage nimmt zu
- Altman Z fällt
- Tiefer Goodwill-Anteil am EK von 10%

HÄNDE WEG

BURBERRY

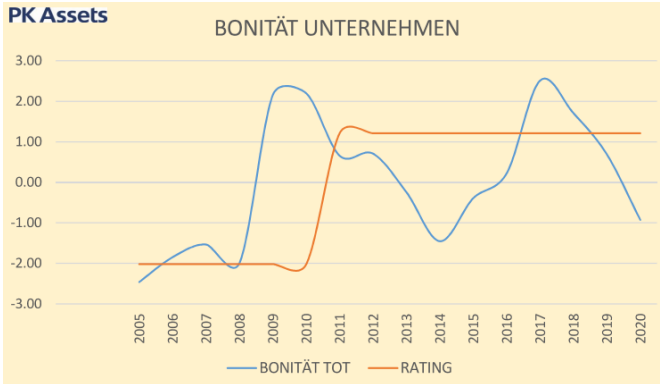


- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Eigenkapitalisierung fällt
- Steigende Cash Flows bei hoher Ausschüttungsquote
- Deutlich steigender Leverage
- Fallender Altman
- Tiefer Goodwill-Anteil am EK und Assets

PROBLEM!

Unser Bonitäts-Verdikt

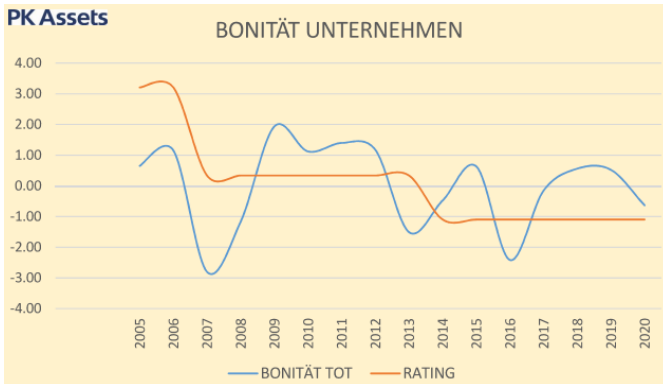
CARLSBERG



- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Deutlich fallende, negative Eigenkapitalisierung (nach Abzug Goodwill)
- Starke Gewinne mit erhöhter Ausschüttungsquote
- Steigender Leverage
- Hoher Altman
- Akquisitions-Goodwill jetzt bei 128% des EK und 43% der Assets, und steigend

HÄNDE WEG

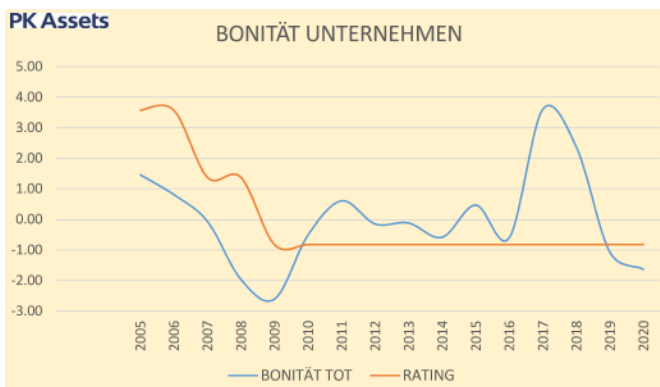
DANONE



- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Stabile Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne mit fluktuierender Ausschüttungsquote
- Leverage-Trend seitwärts
- Altman Z-Trend leicht abwärts
- Faktisch kein Eigenkapital! GW/EK bei 108%, zudem 40% andere Intangibles

HÄNDE WEG

DIAGEO

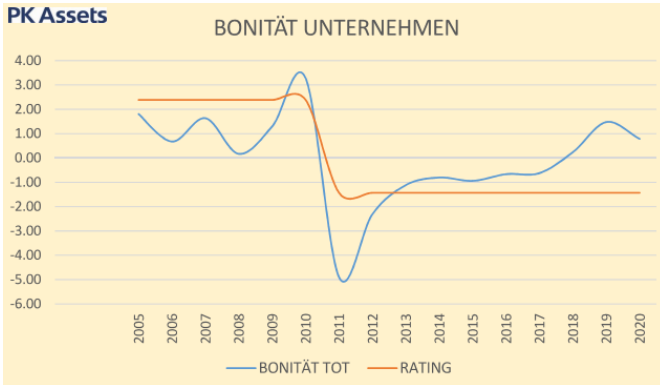


- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Fallende Eigenkapitalisierung
- Ausschüttungen über dem FCF
- Hohe Gewinne
- Operativer Leverage steigt nicht
- Altman kommt zurück
- Relativ moderater Goodwill-Anteil von 23% des EK, aber viel Other Intangibles

PROBLEM!

Unser Bonitäts-Verdikt

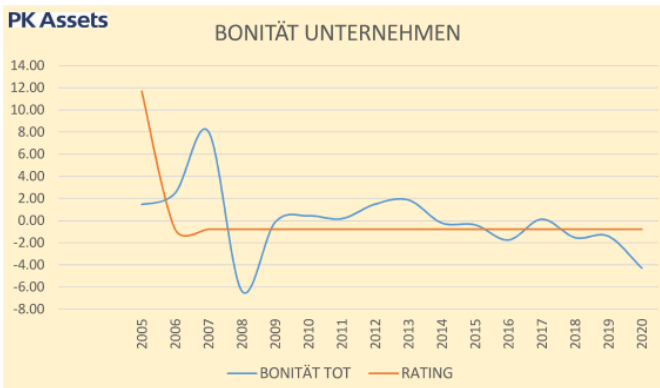
ECOLAB



- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und Cash Flows
- Stabiler Leverage
- Steigender Altman
- Aber: Goodwill von 98% des EK
- Other Intangibles von weiteren 51% des EK, die Hälfte der Assets sind somit warme Luft

HÄNDE WEG

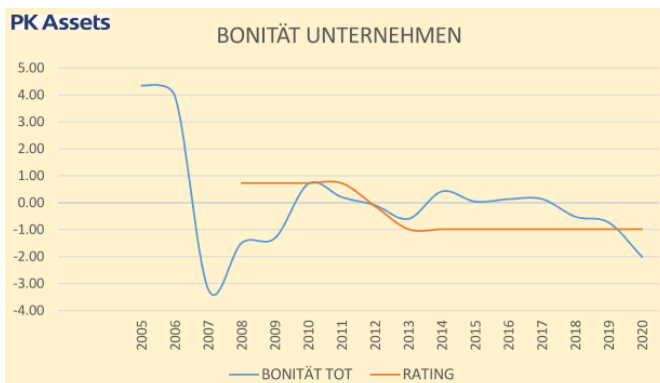
ELSEVIER



- Relativ hoher Net Debt/Ebitda
- Fallende Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und Cash Flows bei steigenden Ausschüttungen
- Leverage steigt
- Altman steigt
- Jetzt kommts: Akquisitions-Goodwill von jetzt 370% des EK
- Die Firma hat faktisch massiv negatives Eigenkapital

HÄNDE WEG

ENEL

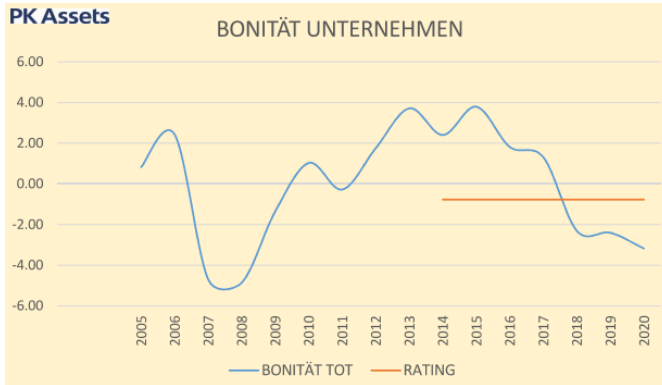


- Relativ hoher Net Debt/Ebitda
- Leicht fallende Eigenkapitalisierung
- Oszillierende Gewinne bei hohen Ausschüttungen, FCF fällt auf Null
- Leverage stabil
- Altman tief
- Akquisitions-Goodwill von 33% des EK

HÄNDE WEG

Unser Bonitäts-Verdikt

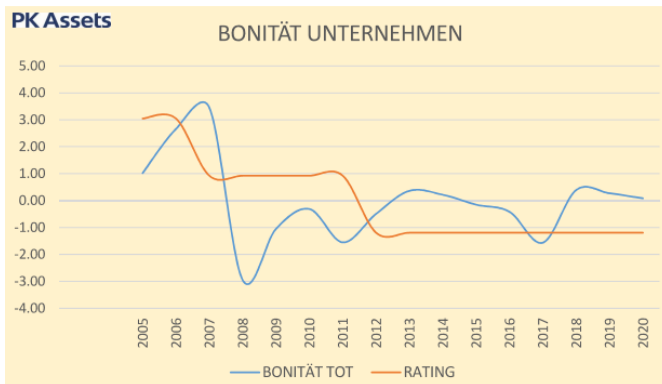
GIVAUDAN



- Hoher Net Debt/Ebitda
- Tiefe, schnell fallende harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und Cash Flows
- Steigender Leverage
- Hoher Altman
- Aber: Goodwill steigt auf aktuell 99% des EK
- Other Intangibles von weiteren 147% des EK
- Die Hälfte der Assets sind warme Luft, die Firma hat kein hartes EK

HÄNDE WEG

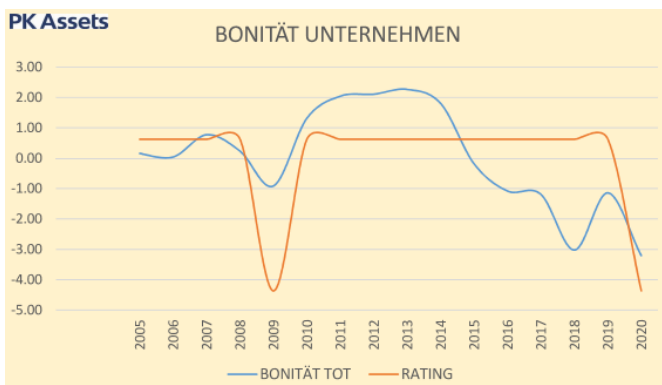
IBERDROLA



- Hoher Net Debt/Ebitda
- Stabile harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne und operative Cash Flows bei moderaten Ausschüttungen
- Leverage-Trend gut
- Altman tief aber stabil
- Geringer Goodwill von 17% des EK

PROBLEMLOS

JCDECAUX

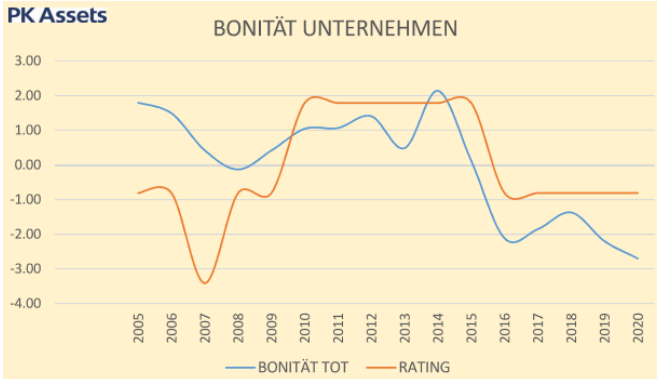


- Hoher Net Debt/Ebitda
- Deutlich fallende harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Cash Flows bei moderaten Ausschüttungen
- Leverage steigt stark
- Altman tief und fallend
- Akquisitions-Goodwill von 89% des EK

HÄNDE WEG

Unser Bonitäts-Verdikt

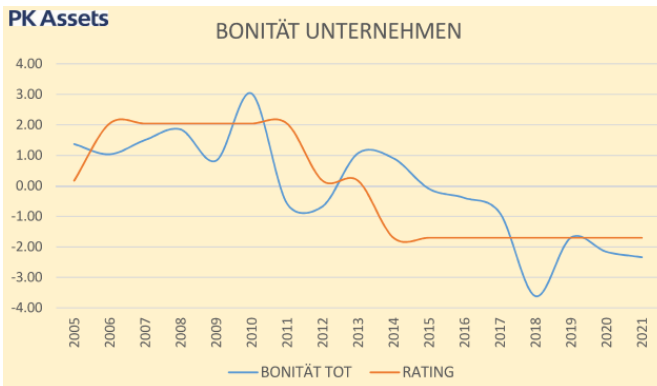
JOHNSON CONTROLS



- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Fallende harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne, erratische Cash Flows bei zuletzt hoher Ausschüttung
- Stabiler Leverage
- Stabiler Altman
- Aber: Goodwill steigt auf aktuell 94% des EK
- Fast die Hälfte der Assets sind warme Luft, die Firma hat kaum hartes EK

HÄNDE WEG

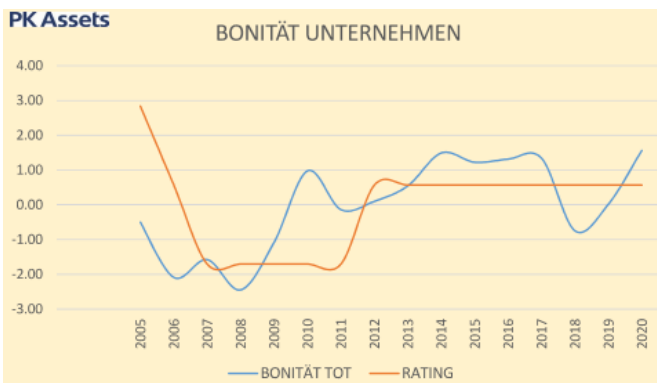
KELLOG



- Relativ hoher Net Debt/Ebitda
- Negative harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne und operative Cash Flows bei hohen Ausschüttungen
- Leverage-Trend stark negativ
- Altman fallend
- Goodwill bei 169% des EK, zusammen mit Intangibles sind fast die Hälfte der Assets heiße Luft

HÄNDE WEG

KINGFISHER

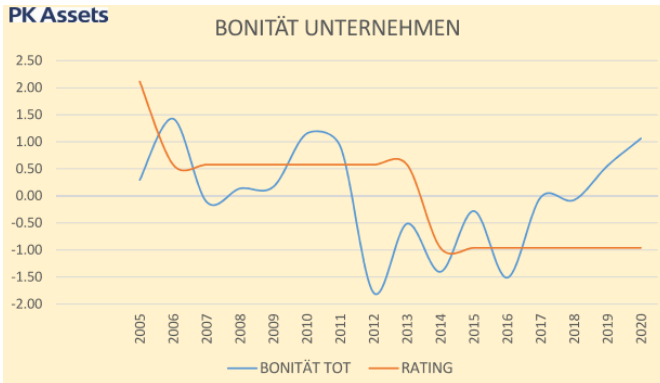


- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Steigende harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne, stark oszillierender FCF
- Leverage steigt zuletzt stark
- Altman tief und fallend
- Akquisitions-Goodwill von 38% des EK

PROBLEMLOS

Unser Bonitäts-Verdikt

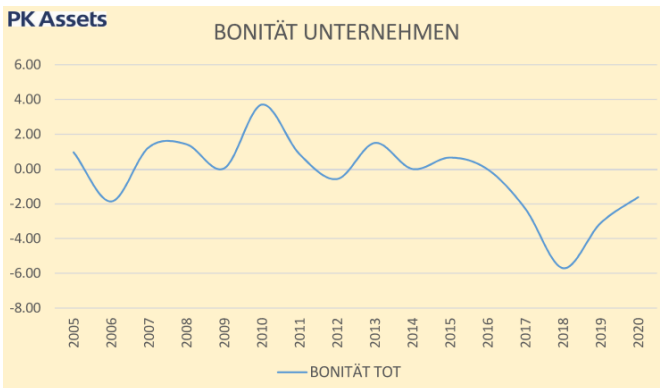
KPN



- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Stabile, tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Tiefere aber stabile Gewinne und Cash Flows bei moderater Ausschüttung
- Fallender Leverage
- Stabiler, tiefer Altman
- Goodwill bei 60% des EK, weitere Other Intangibles von 57% des EK, faktisch hat die Firma kaum hartes EK

PROBLEM!

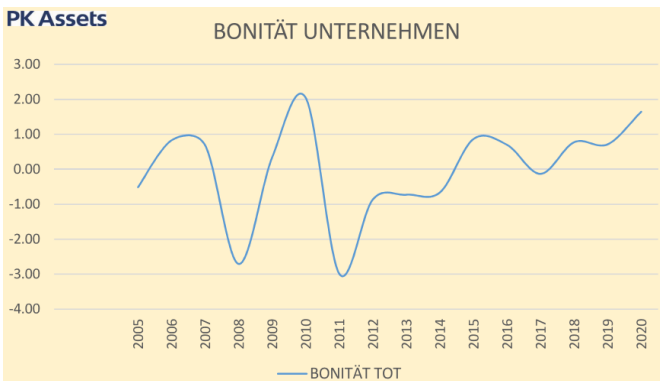
KÜHNE & NAGEL



- Sehr tiefes Net Debt/Ebitda
- Stark fallende harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und operative Cash Flows bei hohen Ausschüttungen
- Leverage-Trend eher negativ
- Altman hoch aber fallend
- Goodwill bei 52% des EK

PROBLEM!

LONZA

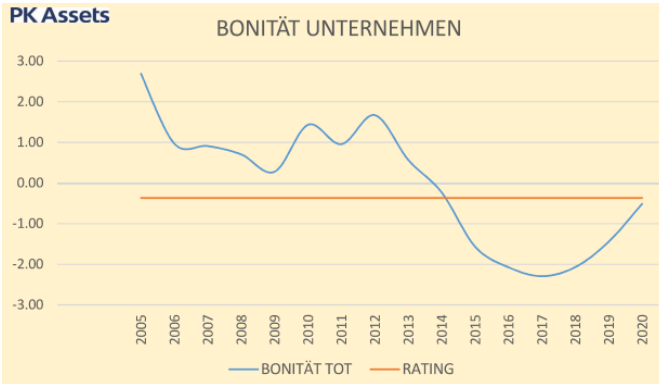


- Mittleres Net Debt/Ebitda
- Leicht steigende harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne, oszillierender FCF
- Leverage fällt stark
- Altman steigt stark
- Akquisitions-Goodwill von 55% des EK

VORSICHT

Unser Bonitäts-Verdikt

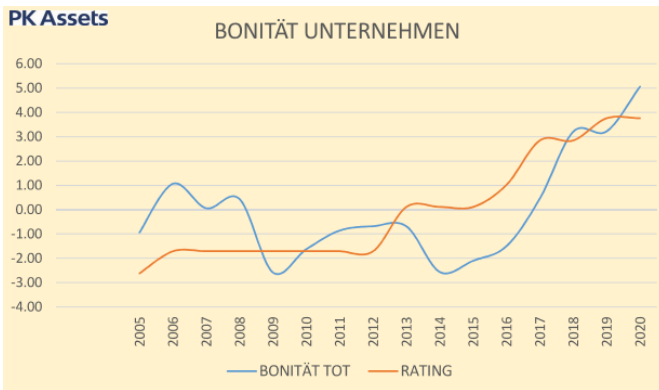
MICROSOFT



- Negatives Net Debt/Ebitda, aussergewöhnlich
- Fallende harte Eigenkapitalisierung
- Stark steigende Gewinne, und Cash Flows bei steigender Ausschüttung
- Stabiler hoher Leverage
- Steigender, hoher Altman
- Akquisitions-Goodwill bei 37% des EK

PROBLEMLOS

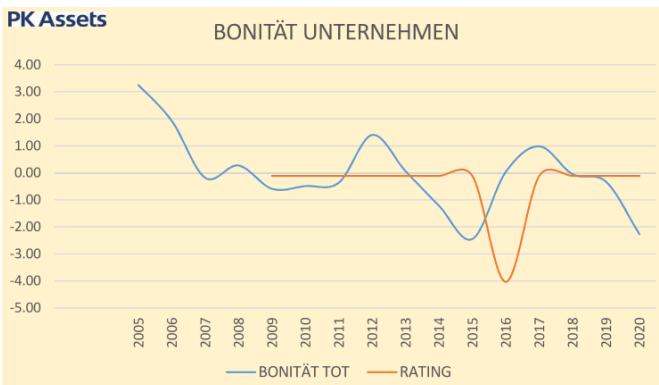
NVIDIA



- Negatives Net Debt/Ebitda, aussergewöhnlich
- Steigende, hohe harte Eigenkapitalisierung
- Stark steigende Gewinne, und Cash Flows bei zuletzt fallender Ausschüttung
- Fallender Leverage
- Hoher Altman
- Akquisitions-Goodwill bei 5% des EK

UPSIDE!

OMV

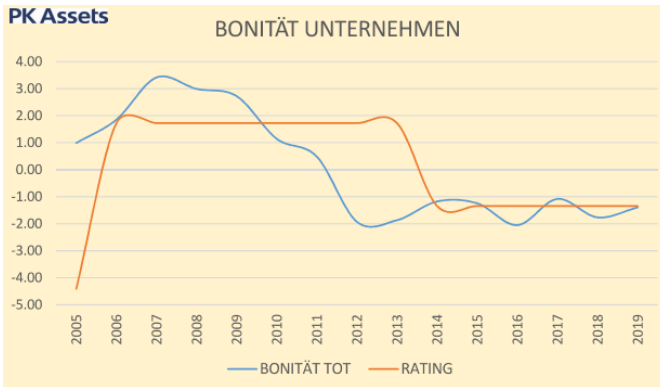


- Tiefer Net Debt/Ebitda
- Fallende harte Eigenkapitalisierung
- Stabile bis leicht steigende Gewinne und Cash Flows
- Leverage steigt
- Altman fällt
- Akquisitions-Goodwill von 4% des EK

VORSICHT

Unser Bonitäts-Verdikt

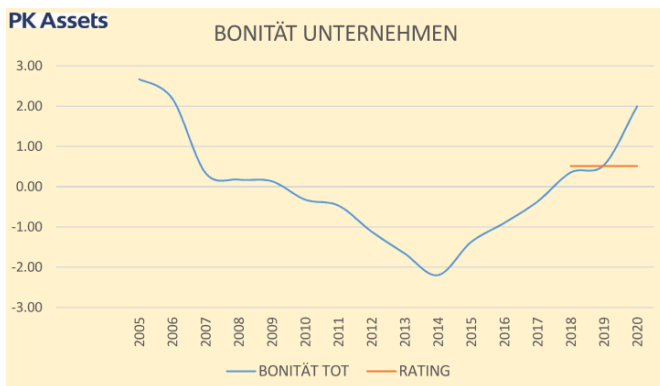
ORANGE



- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Stabile, tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne und Cash Flows bei stabiler Ausschüttung
- Stabiler Leverage
- Stabiler Altman
- Goodwill bei 80% des EK, zusammen mit Other Intangibles sind 40% des Vermögens heisse Luft

HÄNDE WEG

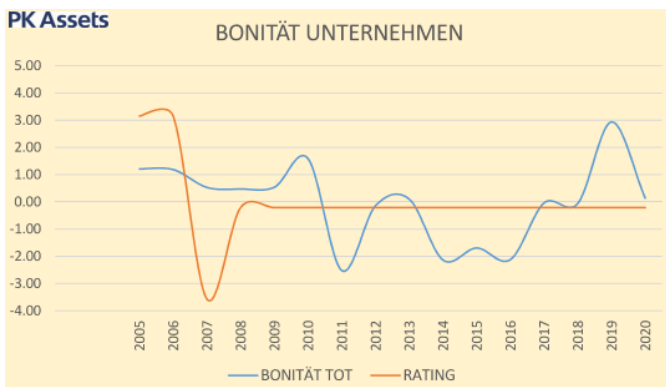
SALESFORCE



- Negatives Net Debt/Ebitda, aussergewöhnlich
- Steigende, tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und Cash Flows mit Ausnahme Net Income
- Leverage-Trend stark positiv
- Altman steigt
- Goodwill bei 68% des EK, zusammen mit Intangibles sind über die Hälfte der Assets heisse Luft, das ist wichtig, ist doch die EK-Decke tief

HÄNDE WEG

SCHNEIDER ELECTRIC

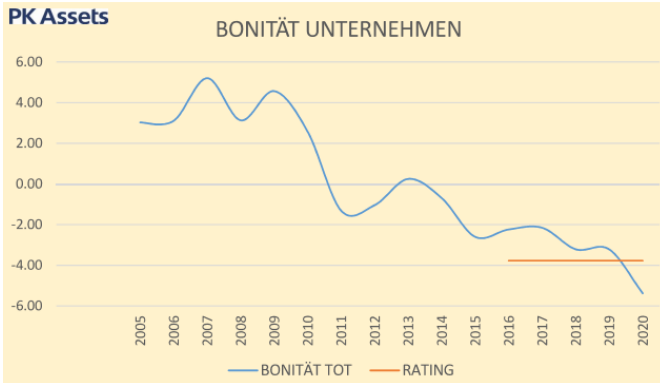


- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Stabile, tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und Cash Flows bei fallender Ausschüttungsquote
- Leverage steigt zuletzt stark
- Altman hoch und stabil
- Akquisitions-Goodwill von 85% des EK und 40% des Vermögens

HÄNDE WEG

Unser Bonitäts-Verdict

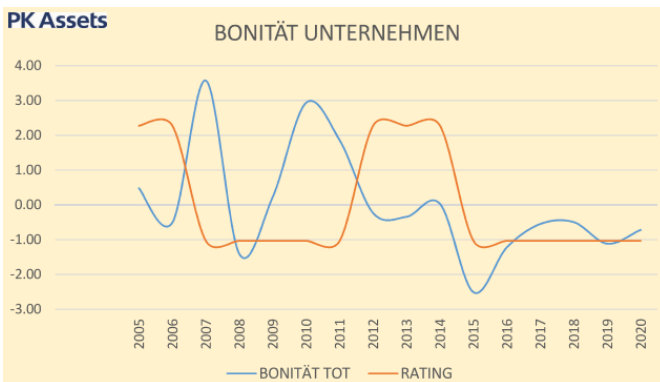
SGS



- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Stark fallende harte Eigenkapitalisierung
- Steigende Gewinne und Cash Flows bei hoher Ausschüttung
- Steigender Leverage
- Hoher, fallender Altman
- Goodwill explodiert auf zuletzt sage und schreibe 139% des EK

HÄNDE WEG

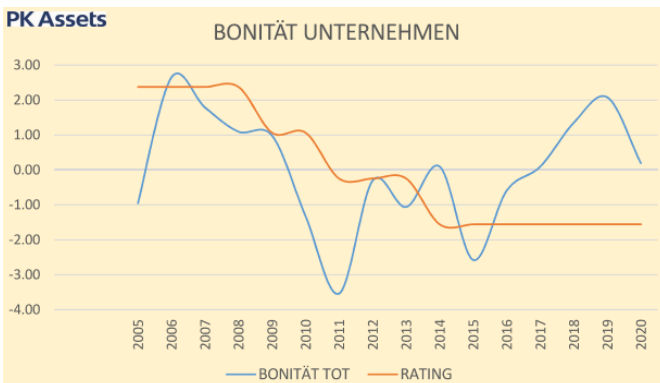
SIEMENS



- Relativ hoher Net Debt/Ebitda
- Stabile harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne und steigende Cash Flows bei hohen Ausschüttungen
- Leverage steigt
- Altman fallend
- Goodwill bei 45% des EK

PROBLEM!

SOLVAY

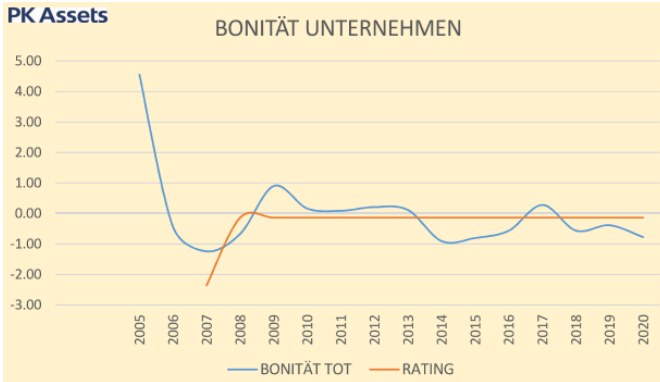


- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Steigende harte Eigenkapitalisierung
- Hit im Net Income, positives Ebitda, steigende Cash Flows
- Leverage fällt
- Altman fällt
- Akquisitions-Goodwill von 44% des EK

VORSICHT

Unser Bonitäts-Verdikt

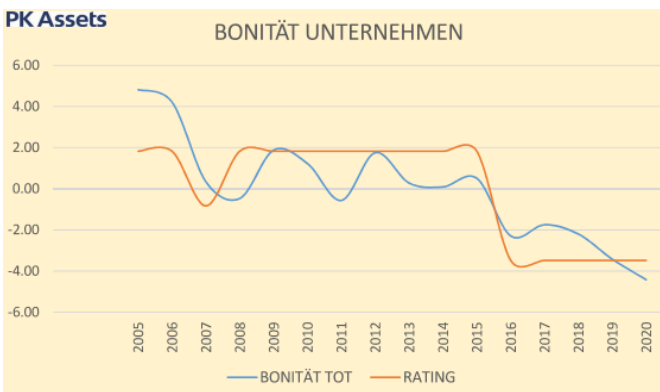
SWISSCOM



- Mittlerer Net Debt/Ebitda
- Stabile, tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne und Cash Flows
- Stabiler Leverage
- Stabiler Altman
- Goodwill auf aktuell 63% des EK

PROBLEM!

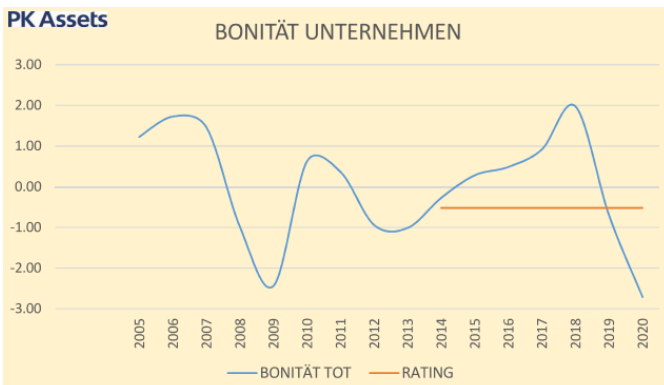
TELIA



- Relativ hoher Net Debt/Ebitda
- Schnell fallende harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Ebitda und Cash Flows bei hohen Ausschüttungen, fallendes Net Income
- Leverage-Trend negativ
- Altman fallend
- Goodwill bei 95% des EK, zusammen mit Intangibles sind 40% der Assets heisse Luft

HÄNDE WEG

TIFFANY

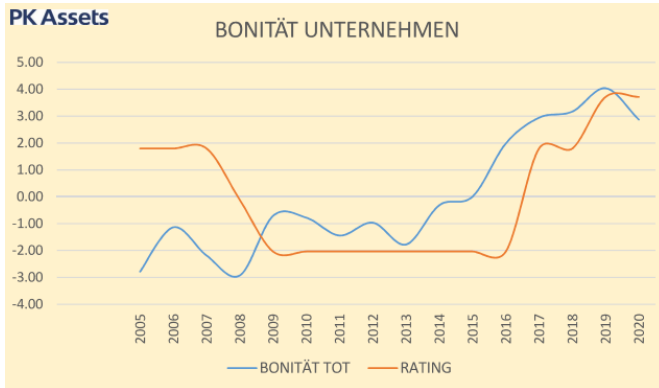


- Tiefes Net Debt/Ebitda
- Stabile harte Eigenkapitalisierung
- Krise reduziert die zuletzt steigenden Gewinne und Cash Flows
- Leverage steigt zuletzt stark
- Altman fällt zuletzt deutlich
- Kein Akquisitions-Goodwill

PROBLEM!

Unser Bonitäts-Verdikt

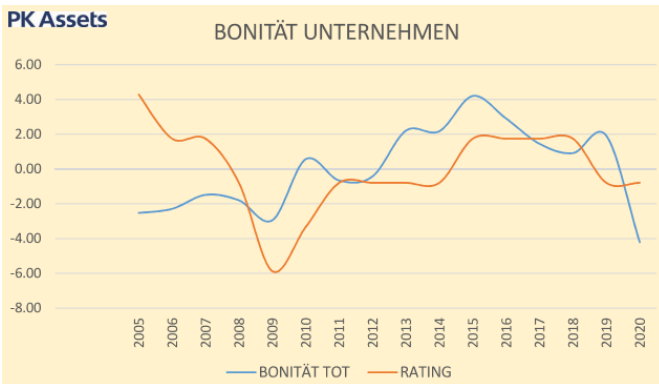
UPM KYMMENE



- Extrem tiefes Net Debt/Ebitda
- Steigende harte Eigenkapitalisierung
- Stabile Gewinne, steigende Cash Flows bei zuletzt hoher Ausschüttung
- Fallender Leverage
- Steigender Altman
- Kein Goodwill

PROBLEMLOS

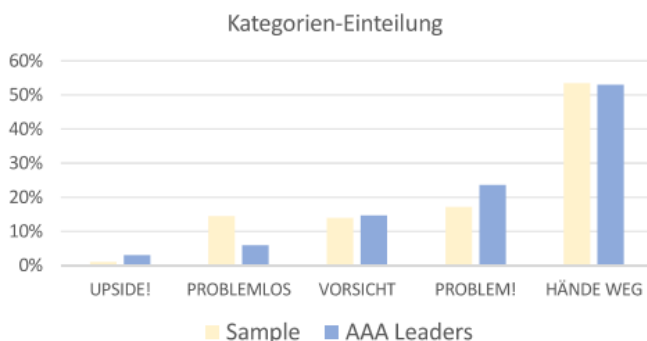
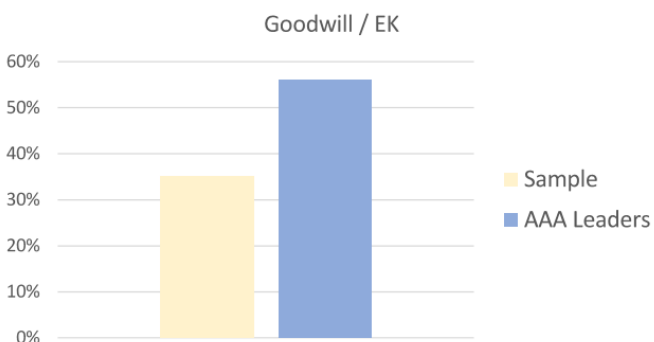
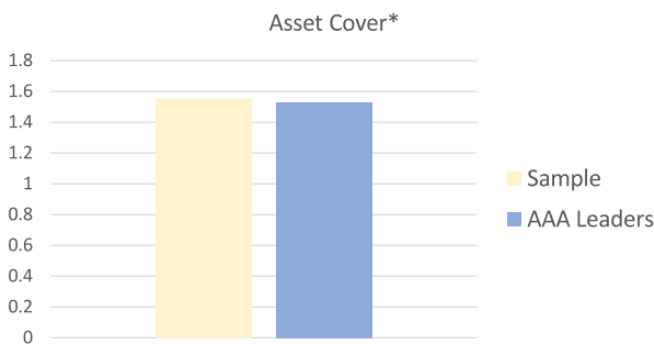
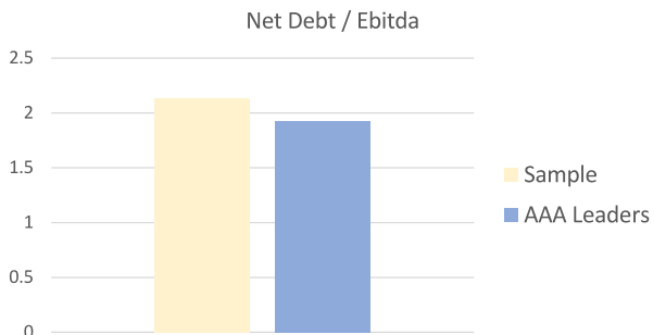
VALEO



- Relativ hoher Net Debt/Ebitda
- Fallende, tiefe harte Eigenkapitalisierung
- Schlag auf die Gewinne und Cash Flows durch die Krise
- Leverage-Trend stark negativ
- Altman stark fallend
- Goodwill bei 63% des EK, zusammen mit Intangibles sind über ein Viertel der Assets heisse Luft

HÄNDE WEG

Sind ESG-Leaders besser als das Sample?



Auf den ersten Blick: Ja!

- Die AAA-ESG-Leaders haben ein tieferes Net Debt/Ebitda-Multiple, die im Finanzmarkt am genauesten beobachtete Grösse

Auf den zweiten Blick: Nein!

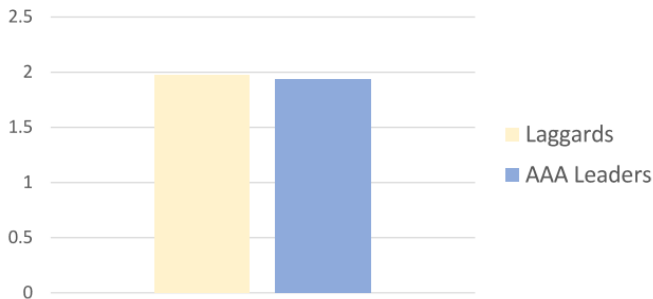
- Beim Asset Cover beginnt es: Es ist kein Vorteil der Leader-Gruppe auszumachen, der Asset Cover ist fast identisch, wenn man den Median anschaut
- Beim Goodwill wird's noch deutlicher: Die Leaders haben einen deutlich höheren Goodwill-Anteil am Eigenkapital: 56% gegenüber bloss 35% im Gesamt-Sample, wenn man auf den jeweiligen Median schaut
- Und das ist wichtig, denn die Leaders haben sogar mehr Fremdkapital pro Total-Kapital (81%) als das Sample (77%)
- Wenn man unsere Kategorien-Einteilung anschaut, dann ist das Gesamt-sample den Leaders sogar überlegen, mit etwas weniger Problem-Emittenten

Nein, die Leaders bieten in der Summe keinen systematischen Bonitäts-Mehrwert gegenüber dem gesamten Markt

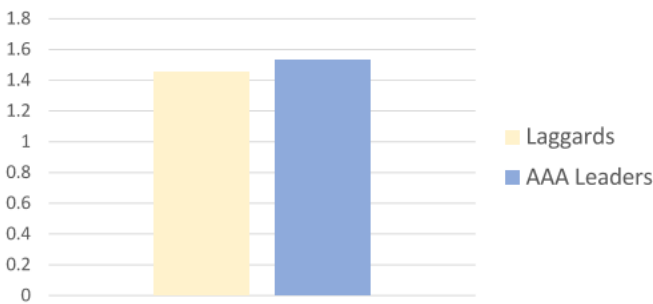
* Zu wieviel % sind die Finanzschulden durch harte Assets gedeckt?

Sind ESG-Leaders wenigstens besser als die Laggards?

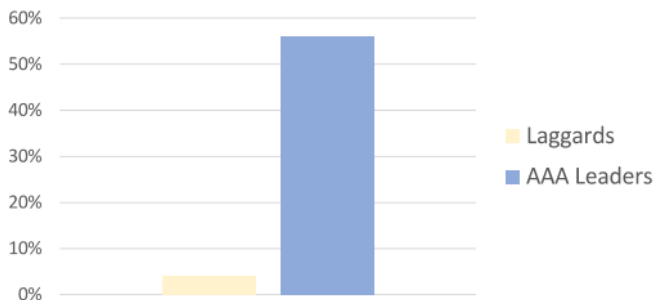
Net Debt / Ebitda



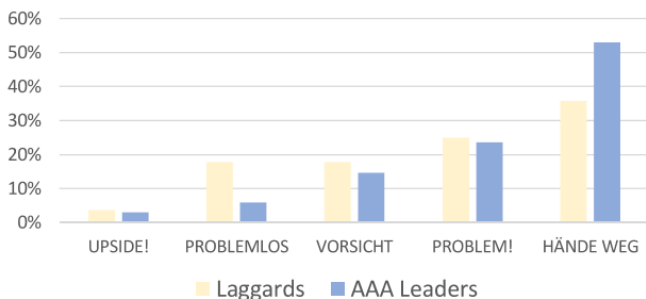
Asset Cover*



Goodwill / EK



Kategorien-Einteilung



Auf den ersten Blick: Ja!

- Die 35 AAA-ESG-Leaders haben ein leicht tieferes Net Debt/Ebitda-Multiple, und einen etwas höheren Asset Cover als die 28 Laggards

Auf den zweiten Blick: Nein!

- Während die Leaders durch Akquisitions-Goodwill durchseucht sind, ist dies bei den Laggards kaum der Fall, ein signifikanter Vorteil für die Laggards!
- Das schlägt voll auf die Kategorien-Einteilung durch, die Laggards sehen (bei unserer Bonitätsanalyse!) wesentlich besser aus als die Leaders, der Vorteil ist signifikant

Leider nein, im Gegenteil: Die Laggards schlagen die Leaders im Schnitt um Längen!

Insgesamt stellt sich die Frage, ob und wie eine solche ESG-Analyse im Ausleseprozess integriert werden soll, führt sie doch unter Umständen nicht nur zu einer Verbesserung, sondern zu einer Bonitäts-Antiselektion

* Zu wieviel % sind die Finanzschulden durch harte Assets gedeckt?

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch