

PK Assets

Unternehmens-Anleihen

Warum passives Investieren Wahnsinn ist

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Mögest du in interessanten Zeiten leben
Alter chinesischer Fluch

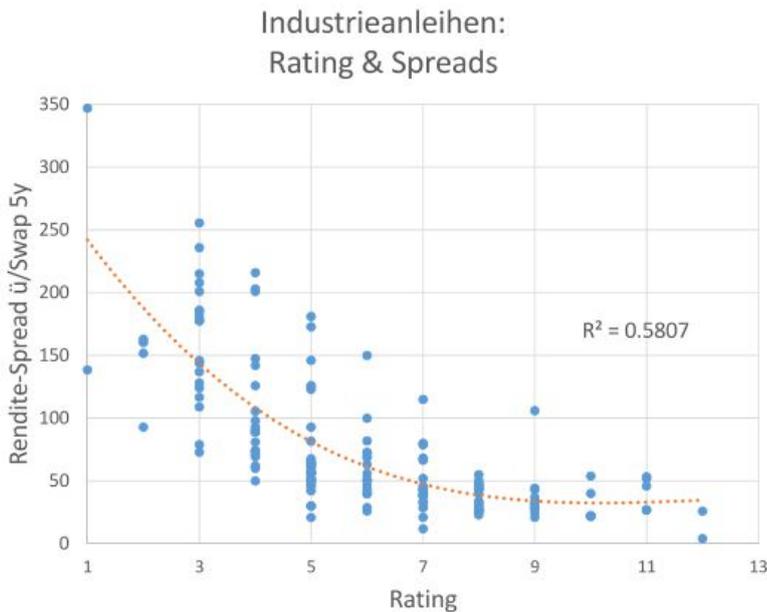
Vorbemerkungen zu Industrie-Emittenten	S. 3-10
Vorbemerkungen zu Banken-Emittenten	S. 11-15
Vorbemerkungen zu Versicherungs-Emittenten	S. 16-17
Trends	S. 18-27
Taktik	S. 28-31
Track Record	S. 32

Vorbemerkungen zu Industrie-Emittenten

Sample: ABB ABBOTT ABINBEV ADECCO ADUNO ALPIQ ALTRIA AMAZON AMGEN ANADARKO
ANGLOAMERICAN AON APMAERSK APPLE ARCELOR ARYZTA AT&T AUSNET AXPO BARRY
CALLEBAUT BAT BAXTER BAYER BERKSHIRE BHARTI TEL BIOGEN BKW BMW BP BUCHER BUNGE
CAP GEMINI CARLSBERG CARNIVAL CASINO GUICHARD CATERPILLAR CELANESE CHEVRON CIE
TRAD CISCO CLARIANT CNOOC COMCAST CONSTELLATION CSX DAIMLER DANAHER DIAGEO
DOW DR PEPPER DTE BAHN DTE TELECOM DU PONT EBAY EDF ELI LILLY ELSEVIER ENEL ENGIE
ENI EON ERICSSON ESTEE LAUDER FEDEX FLUGHAFEN FORD FRESENIUS MED FRESENIUS SE
GAZPROM GE GEN. MILLS GF GIVAUDAN GLENCORE GM GOODYEAR HARLEY HEIDELBERG
HOME DEPOT HONEYWELL HUSQVARNA HYUNDAI IBM IMPERIAL BRANDS INTEL ISS JAPAN
TOBACCO JOHN DEERE K+S KIA KPN LAFARGE LANXESS LEON.FINMECCAN LINDE LONZA LUKOIL
LVMH MC DONALD MEDTRONIC MOL HUNGARY MONDELEZ NESTLE NEXANS NOKIA NORILSK
NOVARTIS ORACLE PERNOD PETROBRAS PEUGEOT PFIZER PM PROCTER QANTAS RELIANCE
RENAULT REPSOL ROCHE ROSNEFT SAIPEM SEVERSTAL SGS SHELL SIEMENS SIKA SINOPEC
STARBUCKS STGOBAIN SUEZ ENVIR SULZER SWED MATCH SWISSCOM TATA MOTORS TDC
TELECOM ITALIA TELEFONICA TEMENOS TEVA THYSSEN TOLL BROTHERS TOTAL VIVENDI
VODAFONE VOLVO AB VOLVO CAR VW WALT DISNEY ZIMMER BIOMET

Industrie: Querschnittsbetrachtung

Genügen Ratings für das Portfolio-Management?



Rating-Skala:

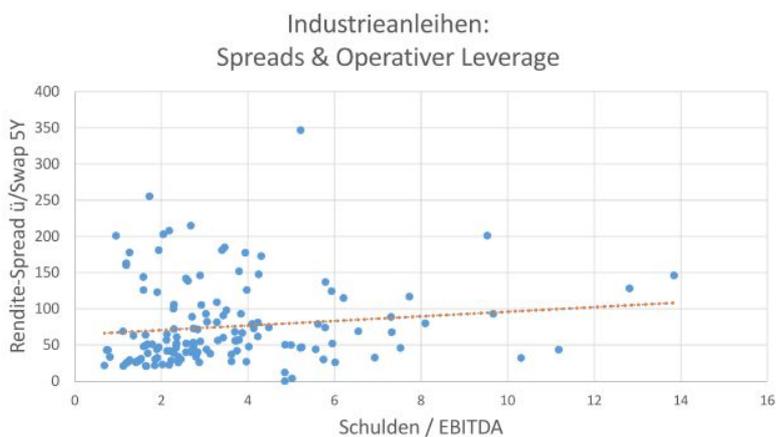
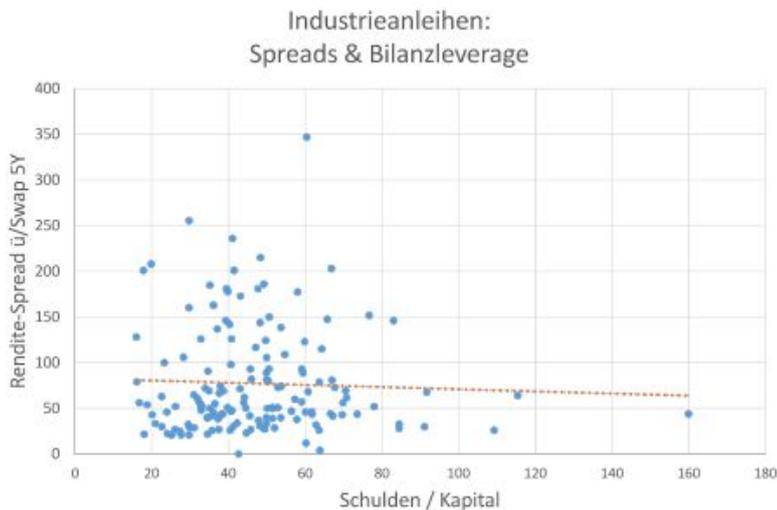
AAA	13
AA+	12
AA	11
AA-	10
A+	9
A	8
A-	7
BBB+	6
BBB	5
BBB-	4
BB+	3
BB	2
BB-	1

- Wir untersuchen die 150 grössten Unternehmensemittenten in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF
- Es sind Emittenten aus EMU, USA, CH, UK, Osteuropa, Indien, China, Russland, Australien, Japan, Korea, Schweden und Brasilien
- Der Zusammenhang zwischen Rating und Spread ist negativ, wie erwartet: Für tiefere Ratings gibt es im Durchschnitt höhere Spreads
- Der Determinationskoeffizient R^2 ist bei 0.58, d.h. das Rating erklärt nur etwas mehr als die Hälfte der Renditestreuung um das Rating
- Schon bei dieser simplen Querschnittsbetrachtung (Vergleich der Emittenten zu einem Stichpunktdatum) genügt das Rating nicht

Ratings sind wichtig, genügen aber nicht

Industrie: Querschnittsbetrachtung

Was treibt die Rendite-Spreads?



Verschuldung:

Wir untersuchen die 150 grössten Unternehmensschuldner in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF

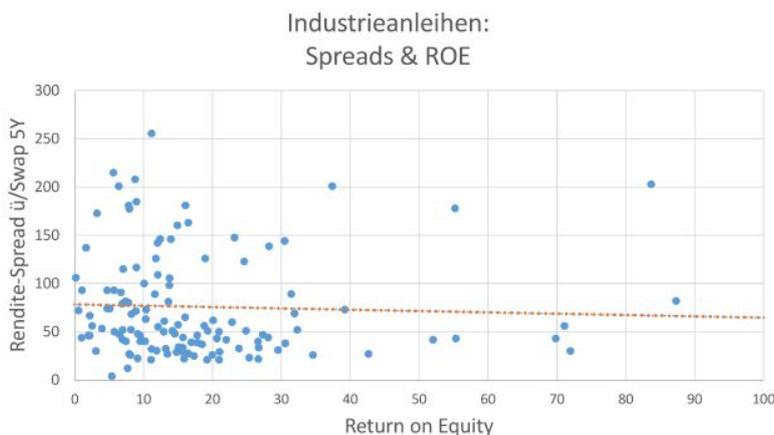
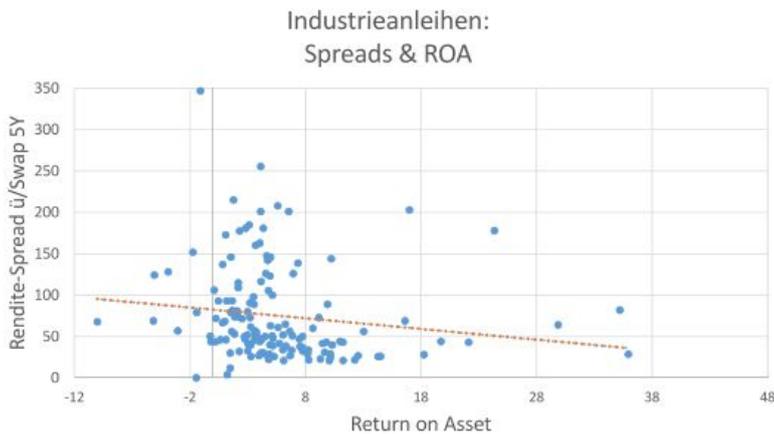
Es sind Emittenten aus EMU, USA, CH, Osteuropa, Indien, China, Russland, Australien, Japan, Korea, Schweden und Brasilien

- Wir schauen zunächst die gängigen Schulden-Masse an: Schulden pro Kapital (**Bilanz-Leverage**) und Schulden pro Bruttoerträge (**Operativer Leverage**)
- Es gibt keinerlei hilfreiche Korrelation zwischen Verschuldungsniveau und Spreads, auch nicht zwischen Verschuldungsniveau und Rating

Isolierte Schulden- Analyse hilft nicht weiter

Industrie: Querschnittsbetrachtung

Was treibt die Rendite-Spreads?



Profitabilität

Wir untersuchen die 150 grössten Unternehmensschuldner in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF

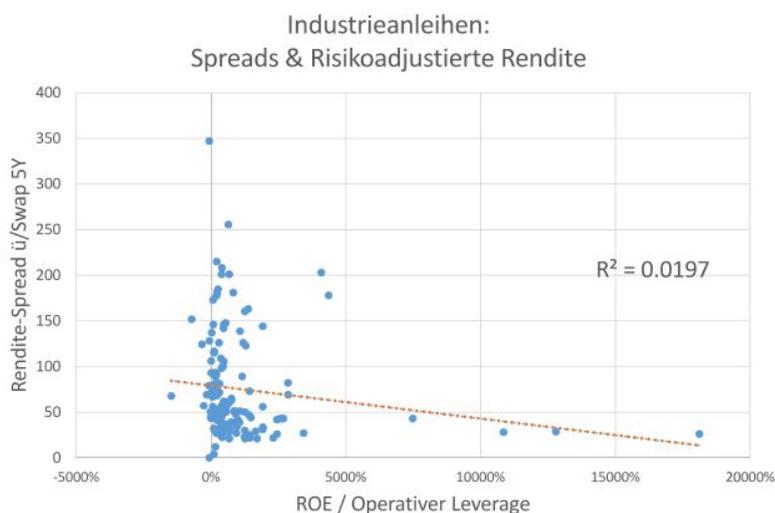
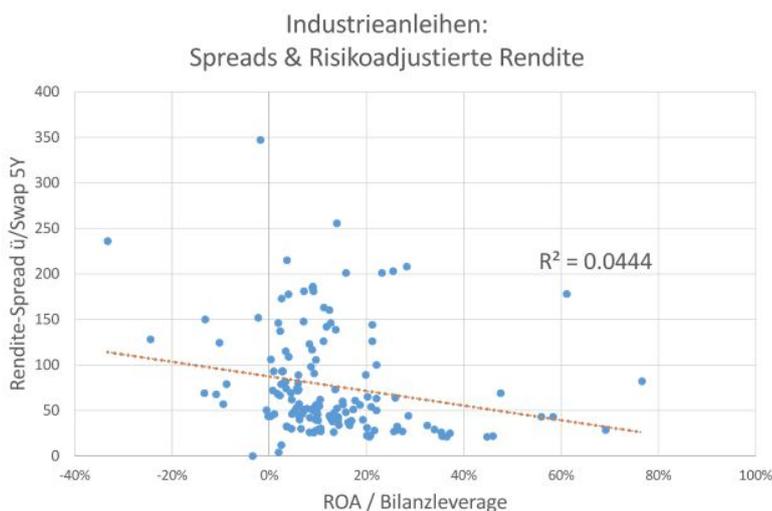
Es sind Emittenten aus EMU, USA, CH, Osteuropa, Indien, China, Russland, Australien, Japan, Korea, Schweden und Brasilien

- Wir schauen die gängigen Profitabilitäts-Masse an:
ROA: Gewinn/Vermögen und
ROE: Gewinn/Eigenkapital
- Es gibt keinerlei hilfreiche Korrelation zwischen Profitabilitäts-Niveau und Spreads, auch nicht zwischen Profitabilitäts-Niveau und Rating

Isolierte Profitabilitäts-Analyse hilft nicht weiter

Industrie: Querschnittsbetrachtung

Was treibt die Rendite-Spreads?



Leverage-adjustierte Profitraten

Wir untersuchen die 150 grössten Unternehmensschuldner in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF

Es sind Emittenten aus EMU, USA, CH, Osteuropa, Indien, China, Russland, Australien, Japan, Korea, Schweden und Brasilien

- Wir **verbinden** die gängigen **Profitabilitäts-Masse** und die gängigen **Verschuldungsmasse** und konstruieren Risiko- (Leverage-) adjustierte Rentabilitätsmasse
- Es gibt keinerlei hilfreiche Korrelation zwischen risikoadjustierter Rentabilität und Spreads

Die simple Analyse bringt nichts!

Die simple Analyse bringt nichts!

- Der Stichtagvergleich von Ratings, Spreads und Unternehmens-Fundamentalien wie Gewinne und Schulden und Kombinationen hiervon bringt nichts

Wir müssen jeden Emittenten einzeln anschauen

- Die Firmen und die Sektoren und die Länder aus welchen die Firmen stammen sind zu verschieden, als dass sie gegeneinander verglichen werden könnten

Wir wollen wissen, ob das Rating steigen, fallen oder stabil bleiben wird

- **Denn das wissen wir: Wenn das Rating steigt, dann steigt der Preis, und v.a. auch umgekehrt!**

Wir wollen ein Tool mit einer guten Prognosefähigkeit...

- Ratings kommen nicht aus dem nichts, wenn es uns gelingt ein Prognosemodell für Ratings zu finden, dann hilft uns dies beim Portfolio-Management enorm!

...dafür brauchen wir Benchmarks, jeweils identisch für alle Emittenten pro Sektor Industrie/Banken/Versicherungen

1. Eigenkapitalisierung
2. Risikoadjustierte Nettogewinn-Marge
3. Risikoadjustierte Rohgewinn-Marge
4. «PK Assets Z», ein eigener Benchmark aus Solvabilität, Rentabilität, Aktivität & Liquidität
5. Altman Z
6. FFO/Schulden
7. Interest Coverage
8. Zusätzlich bei Banken: Cost/Income
9. Zusätzlich bei Banken: Zinsmarge
10. Zusätzlich bei Banken: Tobins Q
11. Zusätzlich bei Versicherungen: Combined Ratio

Wir wechseln von einer Querschnitts-Analyse (Stichtag) zu einer Längsschnitts-Analyse (Veränderungen über die Zeit)

Beispiel unserer Längsschnitt-Analyse:

Bsp: FedEx Corp

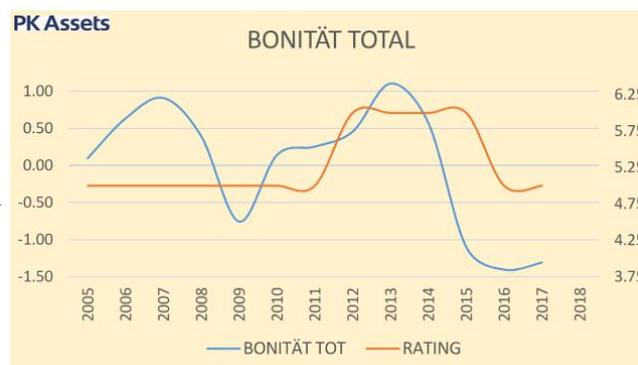
FedEx Corp



Unsere Analyse ist äusserst aussagekräftig

- Der Längsschnitt zeigt, die Fundamentalien der Unternehmung sind bestimmend für das Rating
- Fedex ist ein besonders schönes Exemplar, weil hier die Trends in allen Segmenten gleichläufig sind
- Da dies oft nicht der Fall ist, müssen wir die Inputs gewichten
- Für Interessenten bzgl. der Gewichte wenden Sie sich an unsere Emailadresse am Ende der Präsentation
- Im Falle Fedex gehen wir davon aus, dass etwas Abwärtsdruck in den Ratings besteht, mit Baa2 ist noch 1 Notch Puffer da bis Junk Status
- Das Modell ist tatsächlich ein Leading Indicator für das Rating

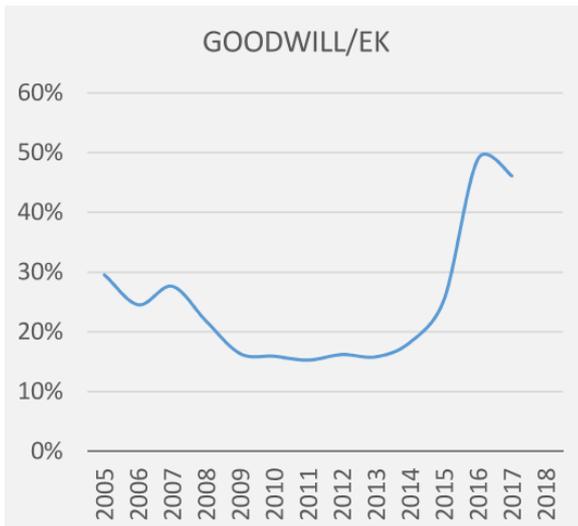
FedEx Corp



Beispiel unserer Längsschnitt-Analyse:

...wäre da nicht der Goodwill

Bsp. FedEx Corp



Was ist Goodwill?

Goodwill entsteht bei Firmenübernahmen, wenn der Kaufpreis höher ist als der Buchwert der Firma. Ohne Akquisitionen entsteht auch kein Goodwill in der Bilanz, der auf französisch treffend als «perte de fusion» bezeichnet wird. Technisch gesehen entsteht dieser Fusionsverlust, wenn der Kaufpreis höher ist als die zu Marktpreisen bewerteten Vermögenswerte abzüglich der Schulden. Die Differenz stellt das höhere Potenzial dar, das der Käufer bei der übernommenen Firma sieht, wenn er sie unter seine Kontrolle nimmt. Der Goodwill bleibt in der Bilanz und kann nach internationaler Regelung nur dann reduziert werden, wenn sich die ursprüngliche Einschätzung des genannten Potenzials als zu hoch erweist.

NZZ 2013 «Luft aus der Bilanz ablassen»

Goodwill ist fiktives Eigenkapital !

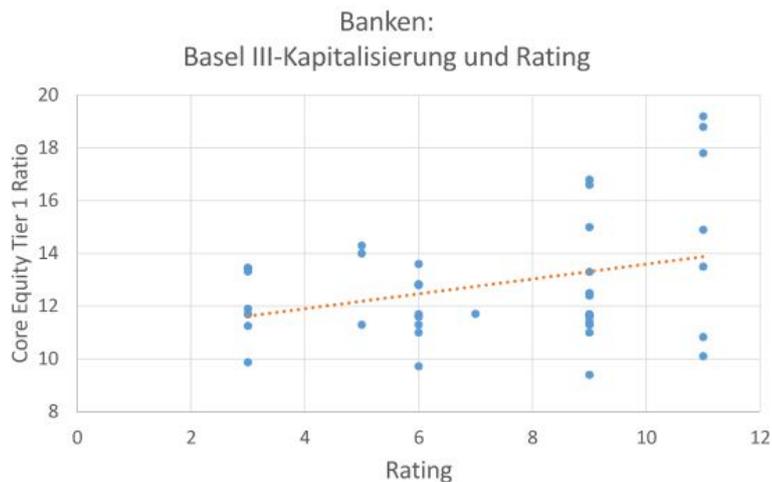
- Goodwill ist im besten Fall heisse Luft
- Es ist absurd, dass das *«höhere Potenzial, das der Käufer bei der übernommenen Firma sieht, wenn er sie unter seine Kontrolle nimmt»* bilanziert werden sollte, schliesslich wird generell das unternehmerische Knowhow einer Firma nicht bilanziert, denn es sollte sich in risikoadjustiert überlegenen Renditen manifestieren, und damit im P/E, nicht in immateriellen Vermögensteilen
- Im schlechten Fall ist Goodwill eine Manipulierung der Bilanz wenn das Ziel ist, höhere Eigenkapitalien zu zeigen als effektiv da sind
- Nochmals: Wir sprechen **nicht** von Patenten, überlegenen Produktionsverfahren etc. sondern nur von aktivierten, teuren Übernahmen über dem inneren Preis
- Wenn die Wirtschaft und die Märkte drehen, dann könnte das Problem fiktiver Eigenkapitalien vernichtend werden, speziell wenn diese fiktiven Eigenkapitalien hoch sind
- Wir empfehlen dringend, bei der Analyse von Emittenten **Goodwill komplett vom Eigenkapital zu subtrahieren**

Vorbemerkungen zu Banken-Emittenten

Sample: Akbank TAS Australia & New Zealand Banking Group Ltd Barclays PLC Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA BNP Paribas SA Bank of America Corp Commonwealth Bank of Australia Citigroup Inc Commerzbank AG Credit Agricole SA Credit Suisse Group AG Danske Bank A/S Deutsche Bank AG Goldman Sachs Group HSBC Holdings PLC ING Groep NV Intesa Sanpaolo SpA JPMorgan Chase & Co Lloyds Banking Group PLC Macquarie Group Ltd Morgan Stanley National Australia Bank Ltd Nordea Bank AB Cooperatieve Rabobank UA Royal Bank of Canada Banco de Sabadell SA Banco Santander SA Skandinaviska Enskilda Banken AB Societe Generale SA Standard Chartered PLC Svenska Handelsbanken AB Swedbank AB Finansbank AS/Turkey Turkiye Garanti Bankasi AS Turkiye Is Bankasi Turkiye Vakiflar Bankasi TAO UniCredit SpA Wells Fargo & Co Yapi ve Kredi Bankasi AS

Banken: Querschnittsbetrachtung

Banken sind strenger reguliert: Genügt Basel III für die Analyse?



Rating-Skala:

AAA	13
AA+	12
AA	11
AA-	10
A+	9
A	8
A-	7
BBB+	6
BBB	5
BBB-	4
BB+	3
BB	2
BB-	1

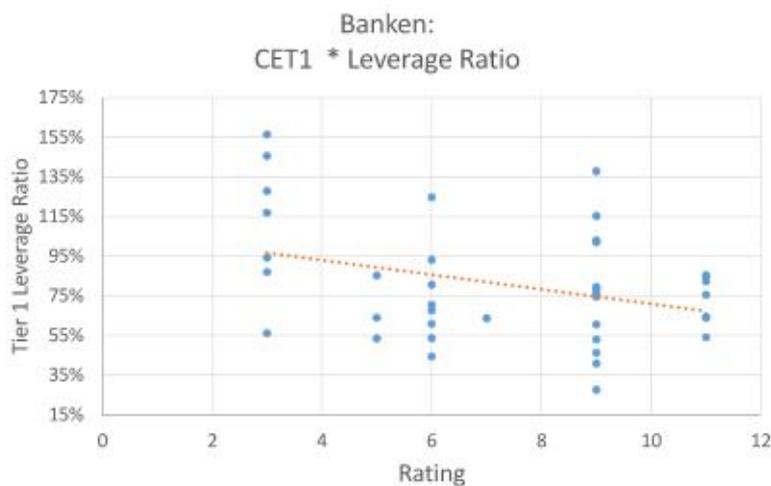
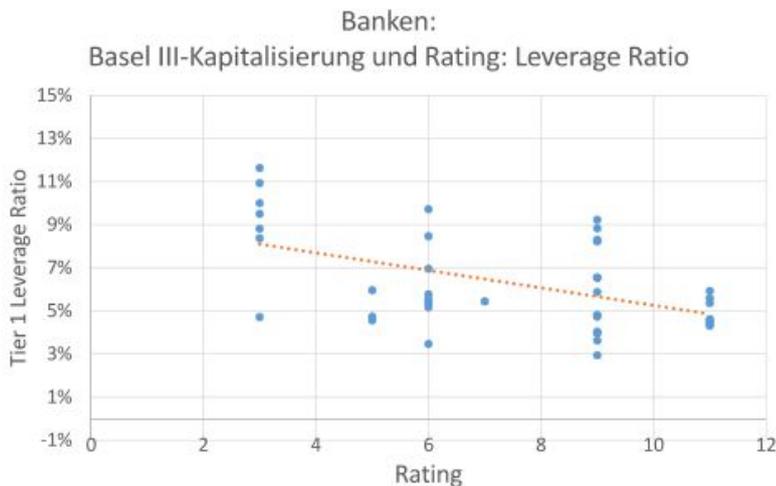
Kernkapital

- Wir untersuchen die 39 grössten Banken im Bondmarkt in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF
- Es sind Emittenten aus EMU, USA, CH, UK, Australien, NZ, Schweden und Türkei
- Der Zusammenhang zwischen Rating und **CET1-Kapitalisierung** ist positiv, wie erwartet: Für eine höhere Kapitalisierung gibt es im Durchschnitt höhere Ratings
- Der Determinationskoeffizient R^2 ist bei 0.107, d.h. die Kapitalisierung erklärt nur etwas mehr als 10% der Ratingstreuung
- Offensichtlich genügt die Kapitalisierung zur Erklärung des Ratings nicht

CET1 reicht nicht für eine Analyse

Banken: Querschnittsbetrachtung

Banken sind strenger reguliert: Genügt Basel III für die Analyse?



Leverage Ratio

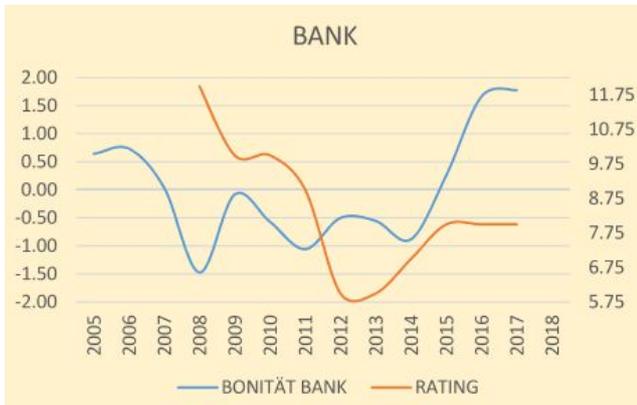
- Wir untersuchen die 39 grössten Banken im Bondmarkt in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF
- Es sind Emittenten aus EMU, USA, CH, UK, Australien, NZ, Schweden und Türkei
- Verschiedene Banken haben verschiedene Geschäftsfelder, verschiedene Assets und damit verschiedene Risiken
- Wenn die CET1-Kapitalisierung die Ratings nicht genügend erklärt, dann vielleicht die Tier1-Leverage Ratio? Oder das Produkt von CET1 und T1-LR?
- Ein Zusammenhang zwischen Rating und Tier1 Leverage Ratio ist nicht ersichtlich.
- Offensichtlich genügen die gängigen Basel III-Parameter zur Erklärung des Ratings nicht

Basel III –
Kennzahlen
reichen nicht für
eine Analyse

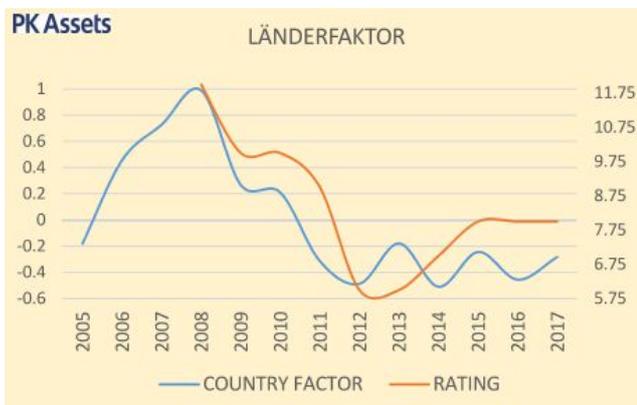
Banken: Querschnittsbetrachtung

Was tun?

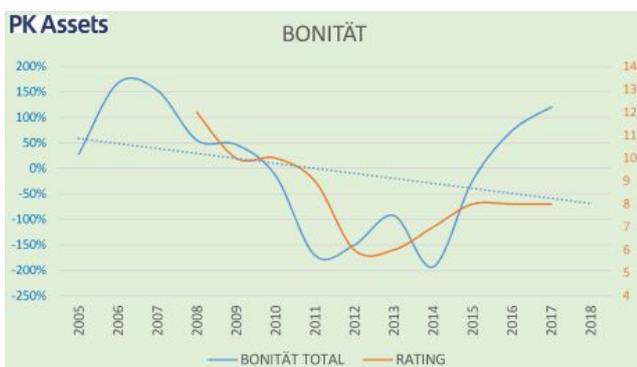
Bsp: Danske Bank



+



=



Wir kombinieren die Banken-Analyse...

Wir benützen eine für Banken massgeschneiderte Kombination von Benchmarks:

- Kapitalisierung
- Nettomarge risikoadjustiert
- Bruttomarge risikoadjustiert
- PK Assets Z
- Income Cost
- Zinsmarge
- Tobin's Q

...mit einer Analyse des Länderfaktors für die Bank...

Wir berücksichtigen hier:

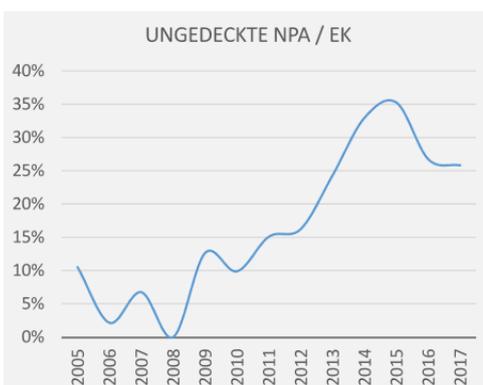
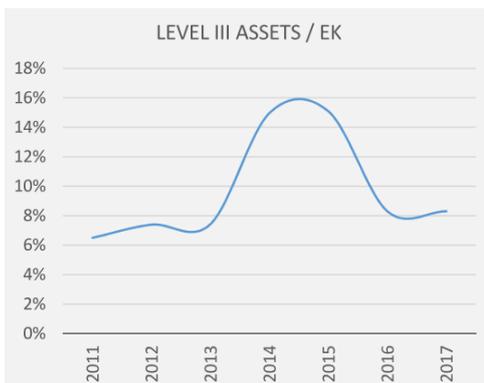
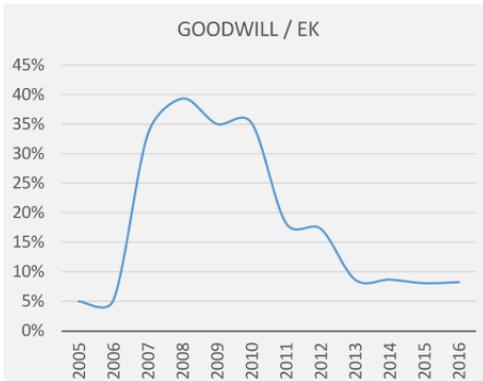
- Zinsniveau
- Zinskurve
- Misery Index des Landes
- Verschuldungsquote des Landes

Banken ticken anders und der Länderfaktor ist wichtig

Banken: Querschnittsbetrachtung

Aber auch hier: Achtung

Bsp: Banca Intesa



Total
40% des
EK

Goodwill

- Wir sprechen nicht von Patenten, etc. sondern von aktivierten, teuren Übernahmen über dem inneren Preis
- Wenn die Wirtschaft und die Märkte drehen, dann könnte das Problem fiktiver Eigenkapitalien vernichtend werden
- Wir empfehlen dringend, bei der Analyse von Emittenten Goodwill komplett vom Eigenkapital zu subtrahieren

Level III-Assets

Level 3 Assets sind Vermögensteile, deren Fair Values nicht bestimmt werden können. Wir empfehlen bei exzessiven L3A Vorsicht walten zu lassen.

Nicht gedeckte NPA

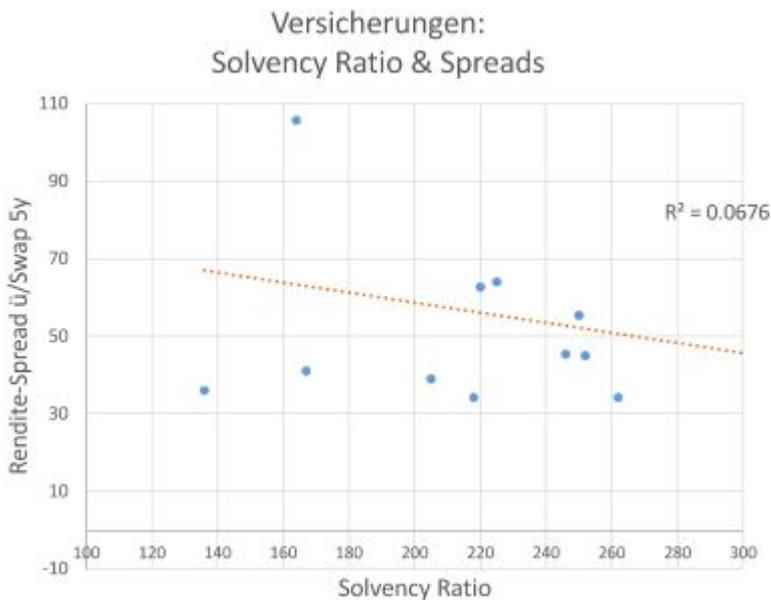
Non Performing Loans und Liegenschaften aus fallierten Hypotheken werden oft nicht genügend mit Reserven gedeckt. Wir empfehlen NPL, die nicht zu 75% gedeckt sind, vom EK abzuziehen

Caveat Emptor

Vorbemerkungen zu **Versicherungs-Emittenten**

Sample: Allianz SE Aviva PLC AXA SA Baloise Holding AG Assicurazioni Generali SpA Hannover Rueck SE Helvetia Holding AG Muenchener Rueckversicherungs Prudential PLC SCOR SE Swiss Life Holding AG Swiss Re AG Talanx AG Zurich Insurance Group AG

Versicherungen: Querschnittsbetrachtung



Versicherungen sind -wie die Banken- reguliert: Genügt Solvency II für die Analyse?

Solvency II Ratio

- Wir untersuchen die 14 gängigen Versicherungen im Bondmarkt in den Währungen USD/EUR/GBP/CHF
- Es sind Emittenten aus EMU, CH und UK

Solvency II ist eine Richtlinie in der EU für Versicherungs-Unternehmen. Schwerpunkte der Richtlinie bilden verfeinerte Vorschriften für die Eigenmittelausstattung

- Eine Solvency Ratio über 100 bedeutet, dass die Versicherung einen Kapitalpuffer besitzt über das Minimum hinaus
- Ein Zusammenhang zwischen Spreads und Solvency Ratio ist nicht ersichtlich.
- Offensichtlich genügen die gängigen Solvency-Parameter zur Erklärung des Ratings nicht

Solvency II erklärt die Rendite-streuung nicht

Trends

Wir gruppieren die **Industrie**-Schuldner in 3 Gruppen:

50 US-Schuldner / 50 europäische Schuldner / 20 CH-Schuldner

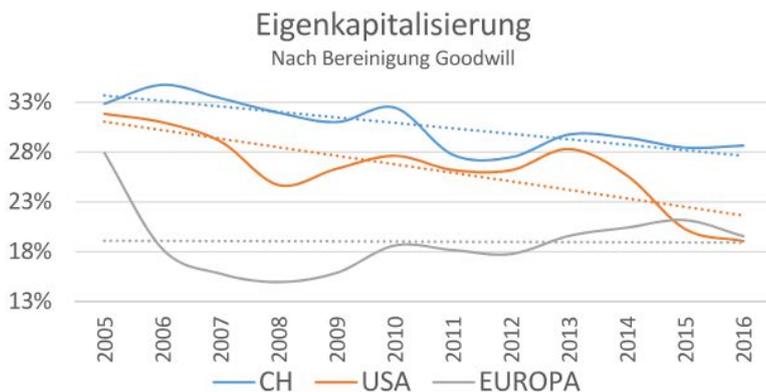
Wir teilen die **Banken** ein nach Herkunft:

USA, Kerneuropa, EMU-Peripherie, UK, Skandinavien, sowie UBS und CS

Bei den **Versicherungen** schauen wir auf den Durchschnitt der 14 Unternehmen

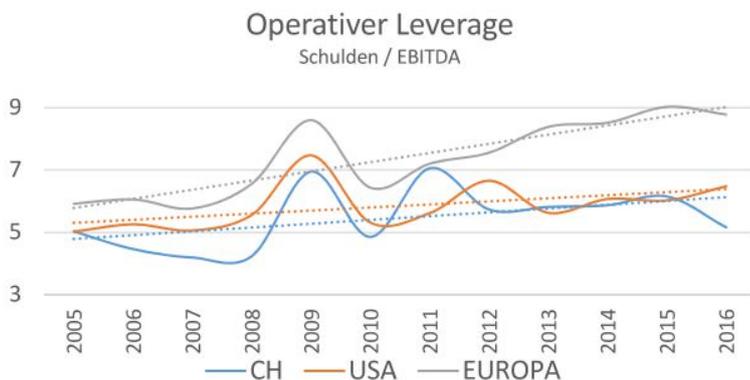
Trends

Unternehmens- Anleihen ex Banken & Versicherungen



Einsatz von Schulden

- Der Bilanz-Leverage steigt bei US-Unternehmen drastisch
- Auch bei CH-Unternehmen steigt der Bilanz-Leverage
- Europäische Emittenten verhalten sich vorsichtiger



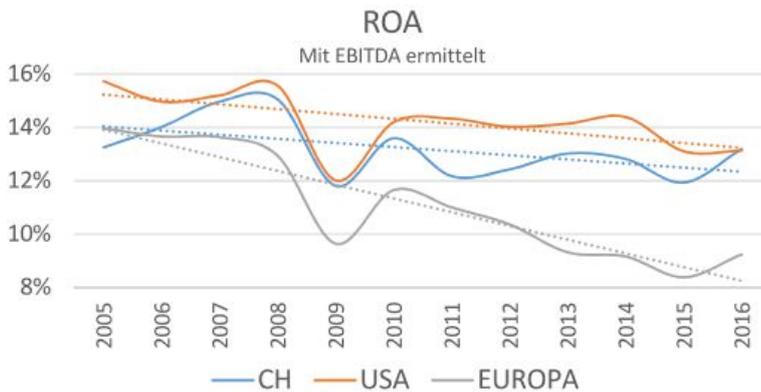
- Der operative Leverage steigt in Europa drastisch
- Auch in USA steigt der operative Leverage wieder
- CH verhält sich vorsichtiger

V.a. US-Industrie erhöht den Leverage

Wir schauen 120 Emittenten aus dem Bereich Industrie an.
Wir gruppieren die Industrie-Schuldner in 3 Gruppen:
50 US-Schuldner / 50 europäische Schuldner / 20 CH-Schuldner
Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

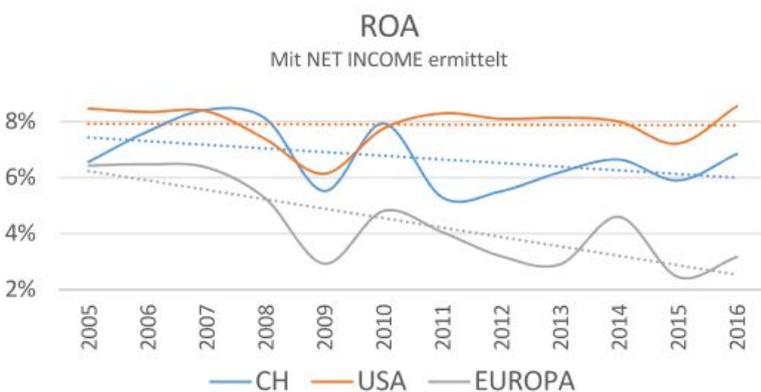
Trends

Unternehmens- Anleihen ex Banken & Versicherungen



Profitmarge

- Die Profitabilität auf Stufe ROA ist stabil in CH und USA, aber deutlich gesunken bei europäischen Emittenten, wenn man mit EBITDA rechnet



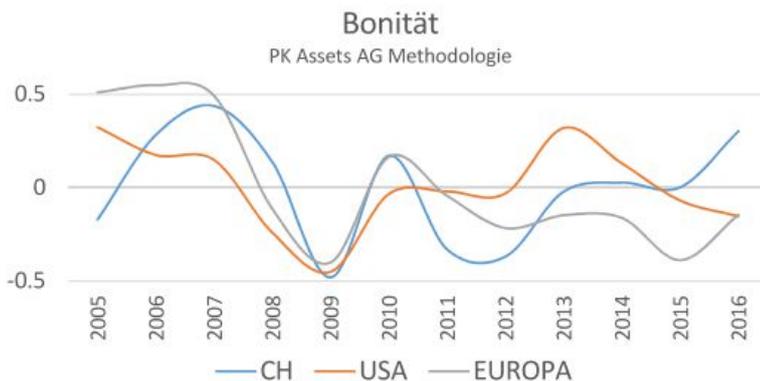
- Wenn man mit Nettogewinnen rechnet, dann ist das Bild ähnlich
- Die Profitabilität auf Stufe ROA ist leicht steigend bei CH- und US-Unternehmen, aber deutlich gesunken bei europäischen Emittenten

Wir schauen 120 Emittenten aus dem Bereich Industrie an.
Wir gruppieren die Industrie-Schuldner in 3 Gruppen:
50 US-Schuldner / 50 europäische Schuldner / 20 CH-Schuldner
Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

Profitabilität:
Europa
abgehängt

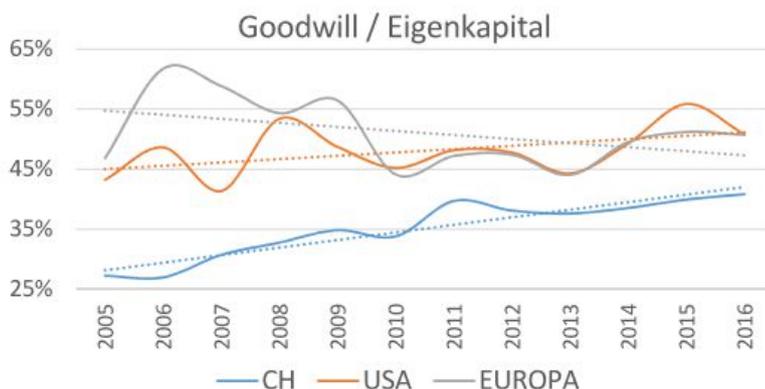
Trends

Unternehmens- Anleihen ex Banken & Versicherungen



Bonität

- US- Unternehmen: Die Bonität kommt zurück
- EUR-Unternehmen: Die Bonität erholt sich leicht auf tiefem Niveau
- CH-Unternehmen: Die Bonität verbessert sich deutlich



Goodwill

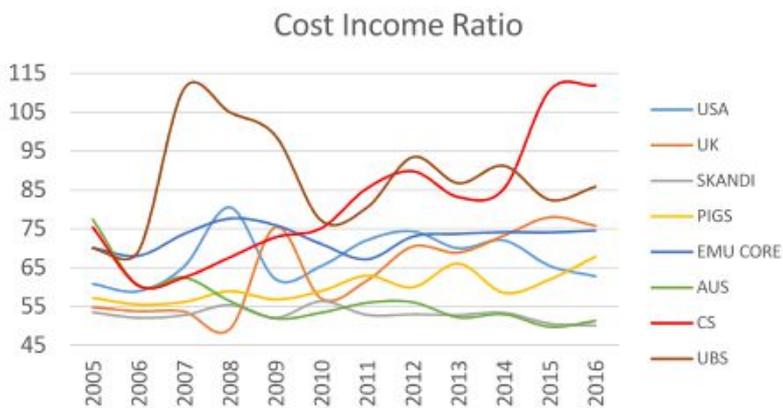
- Goodwill ist kein rein amerikanisches Phänomen
- Goodwill steigt deutlich an bei CH- und US-Unternehmen
- Bei europäischen Unternehmen ist der GW seit längerem auf hohem Niveau
- Bei diesen Größenordnungen von GW/EK wird in vielen Fällen massive Vorsicht angezeigt sein

Wir schauen 120 Emittenten aus dem Bereich Industrie an.
Wir gruppieren die Industrie-Schuldner in 3 Gruppen:
50 US-Schuldner / 50 europäische Schuldner / 20 CH-Schuldner
Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

Bonität: Outperformance von CH-Firmen

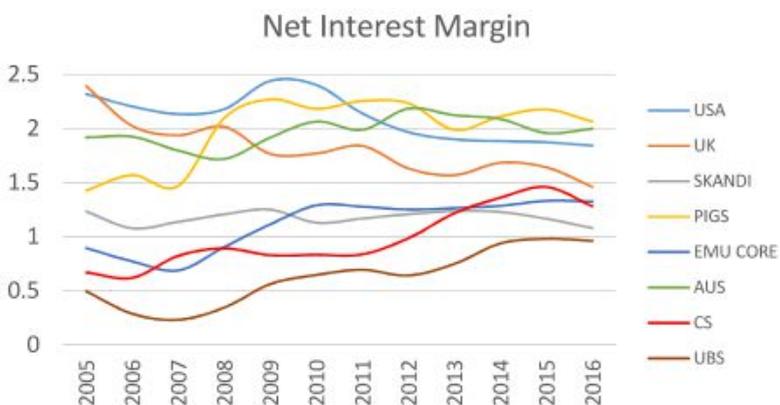
Trends

Banken



Effizienz

- Der Kostendruck steigt an vielen Orten
- Die US-Banken sind die einzigen, die deutlich effizienter werden
- Beeindruckend die tiefe CIR bei skandinavischen und australischen Banken



Zinsmarge

- Interessant: Die Zinsmarge fällt in USA und UK, in Ländern ohne Negativ-Zinsen
- Im Minuszins-Land CH steigt sie
- In den hoch-Zins-Länder Australien und der EMU-Peripherie ist die Zinsmarge hoch und stabil

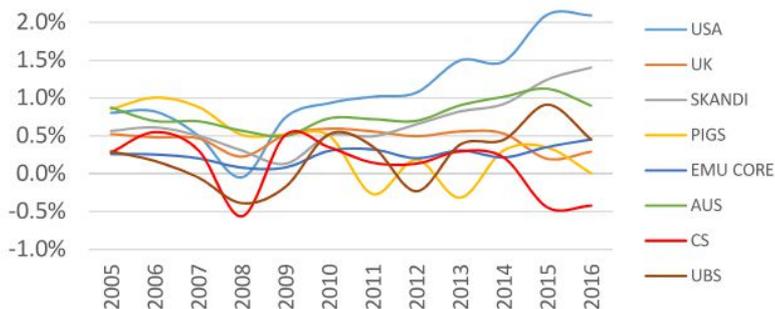
Wir schauen 31 Emittenten aus dem Bereich Banken an. Wir gruppieren die Banken nach der Region aus der sie kommen. Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

Banken: Zinsmargen- Konvergenz und fallende Effizienz

Trends

Banken

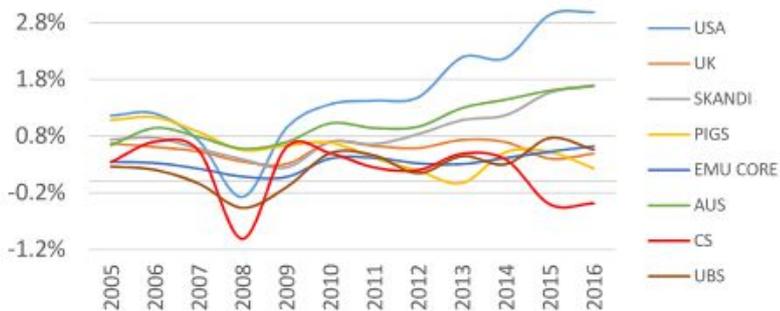
Risikoadj. Gewinnmarge
Mit NET INCOME gerechnet



Risikoadjustierte Nettogewinne

- US- und Skandi-Banken stark!
- Italo- und Spanien-Banken schwach
- Kerneuropa verbessert, wenn auch tief

Risikoadj. Gewinnmarge
Mit ROHGEWINNEN gerechnet



Risikoadjustierte Rohgewinne

- US-, australische und Skandi-Banken stark!
- Italo- und Spanien-Banken schwach
- Kerneuropa verbessert, wenn auch tief

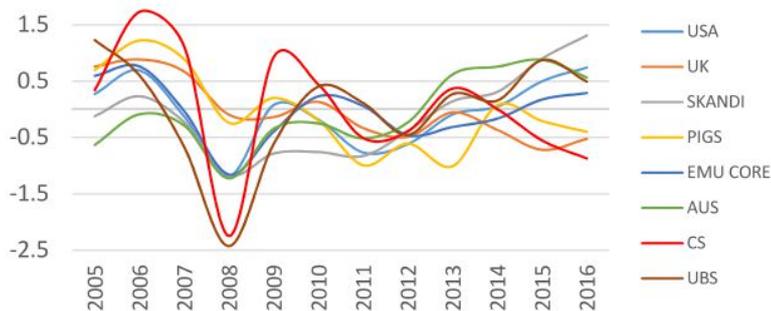
Qualität der
Bankengewinne:
Deutliche
Unterschiede!

Wir schauen 31 Emittenten aus dem Bereich Banken an.
Wir gruppieren die Banken nach der Region aus der sie kommen.
Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

Trends

Banken

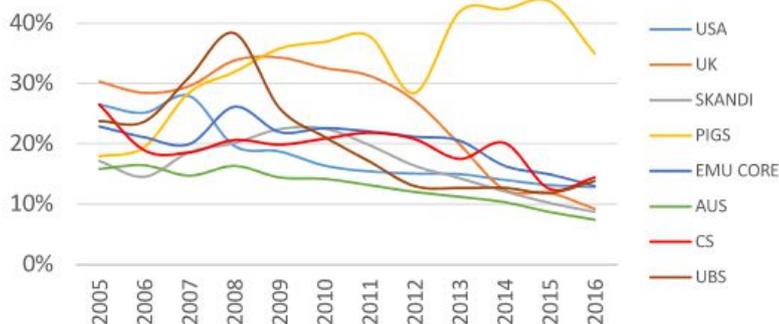
Bonität
Methodologie PK Assets



Bonität

- Wir favorisieren Skandi-Banken
- US- und kerneuropäische Banken verbessern ihr Profil
- AUS-Banken stark
- UK-Banken tief und nicht ansteigend trotz Basel III
- Italo und Spanien-Banken stabilisiert

Goodwill und ungedeckte NPL / EK



Goodwill und ungedeckte NPA*

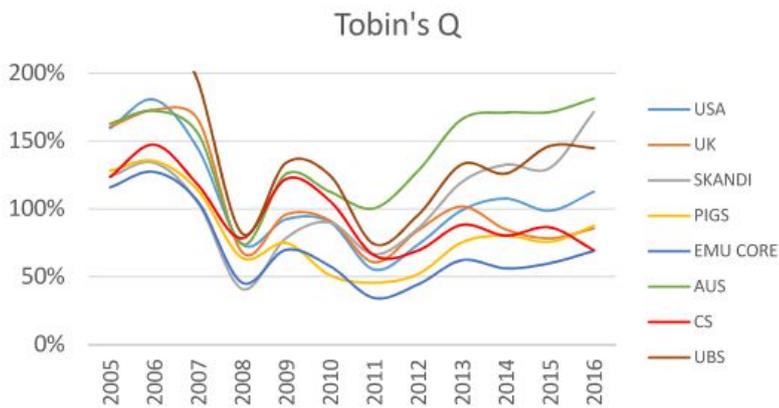
- NPA: Non Performing Loans + Foreclosed Real Estate
- Generell entschärft sich das Problem deutlich
- V.a. UK Banken machen vorwärts
- Aber die Niveaus sind immer noch hoch
- Italien und Spanien insgesamt immer noch ein massives Problem!

*)

Alle NPA, die nicht mindestens mit 75% durch Reserven gedeckt sind kommen in diese Rechnung

Wir rechnen somit mit einem Recovery von 25% für NPA

Bonitäts-Schere geht auf, NPA-Problem bleibt



Tobin's Q

- Traut der Markt den Banken?
- Im Schnitt steigt das Vertrauen in die Banken
- Besonders stark in den fundamental gesunden Regionen Skandinavien und Australien
- In Europa, inklusive UK bestehen angesichts eines Tobin Q von 70-80% noch erhebliche Zweifel!

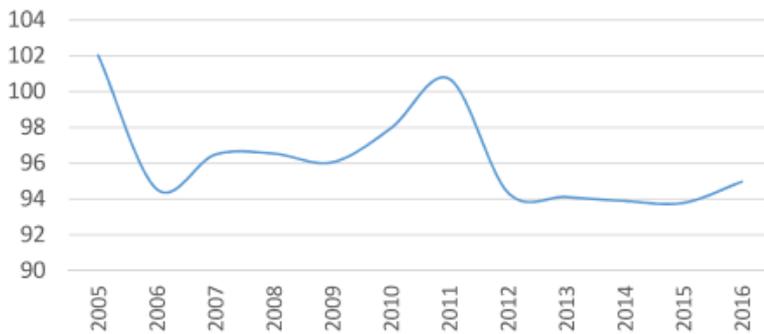
Vertrauen verbessert, aber noch tief in Europa

Wir schauen 31 Emittenten aus dem Bereich Banken an. Wir gruppieren die Banken nach der Region aus der sie kommen. Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

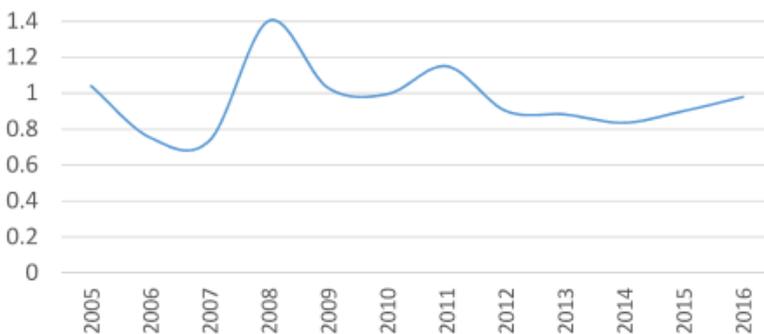
Trends

Versicherungen

Combined Ratio



Operating Leverage



Effizienz

- Der Begriff Combined Ratio bezeichnet in der Versicherungswirtschaft das Verhältnis von Aufwendungen für Versicherungsbetrieb und -leistungen zu abgegrenzten Prämien
- Hohe, stabile Effizienz

Leverage

- Im mittleren Bereich der letzten 11 Jahre
- Stabil seit 5 Jahren

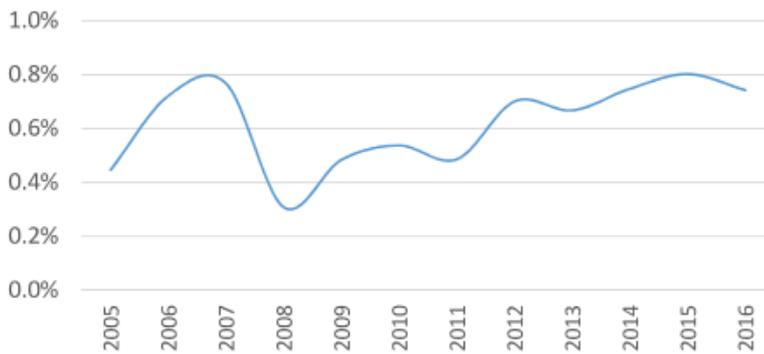
Wir schauen 12 Emittenten aus dem Bereich Versicherungen an.
Wir schauen den Durchschnitt an.
Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

Versicherungen
sind langweilig,
gut so!

Trends

Versicherungen

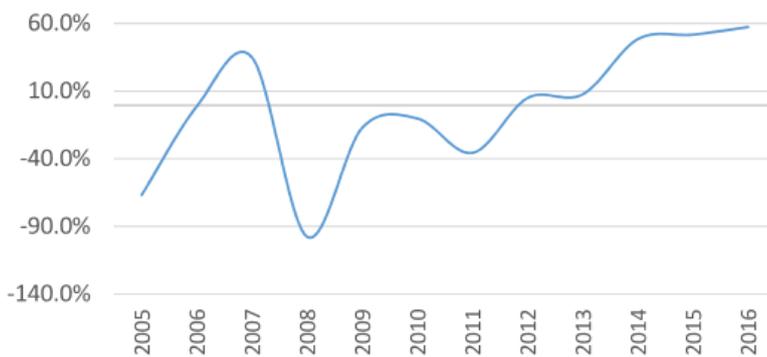
Risikoadjustierte Marge



Operative, risikoadjustierte Umsatz-Marge

- Profitabilität ist erstaunlich hoch
- Am oberen Ende der letzten 11 Jahre

Bonität



Bonität

- Tiefer Leverage, hohe Effizienz, gute Ertragskraft: Hohe Bonität

Ertragskraft ok,
Bonität hoch

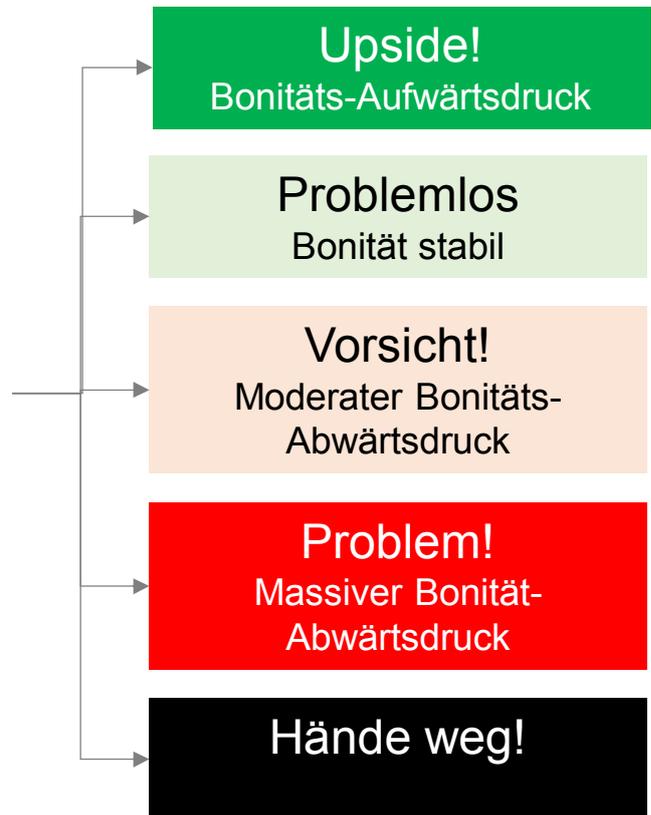
Wir schauen 12 Emittenten aus dem Bereich Versicherungen an.
Wir schauen den Durchschnitt an.
Die Emittenten sind alle gleichgewichtet, wir eliminieren damit Klumpen

Taktik

Jetzt zum Fleisch am Knochen

Wie selektionieren wir?

Wir teilen die Emittenten ein in:



Herunterstufung für:

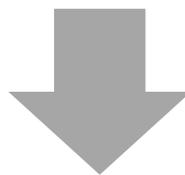
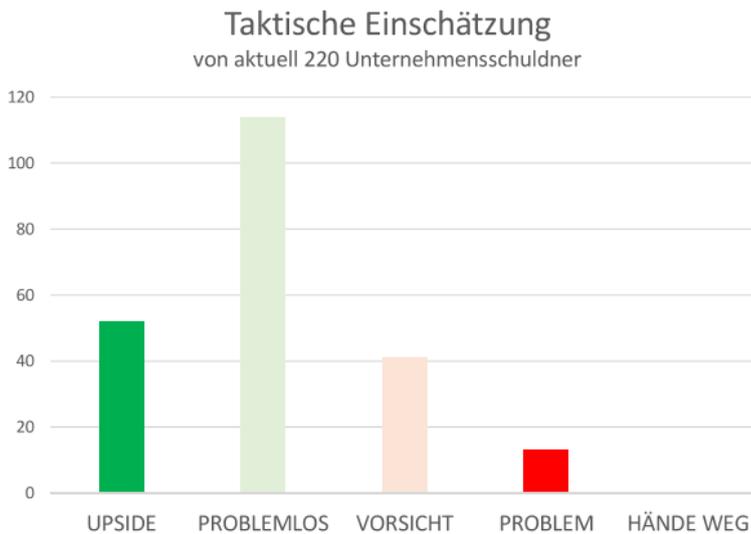
Goodwill / EK + Ungedeckte NPA:

10-20%		1 Down-Notch
20-50%	+	1 Down-Notch
>50%	+	1 Down-Notch

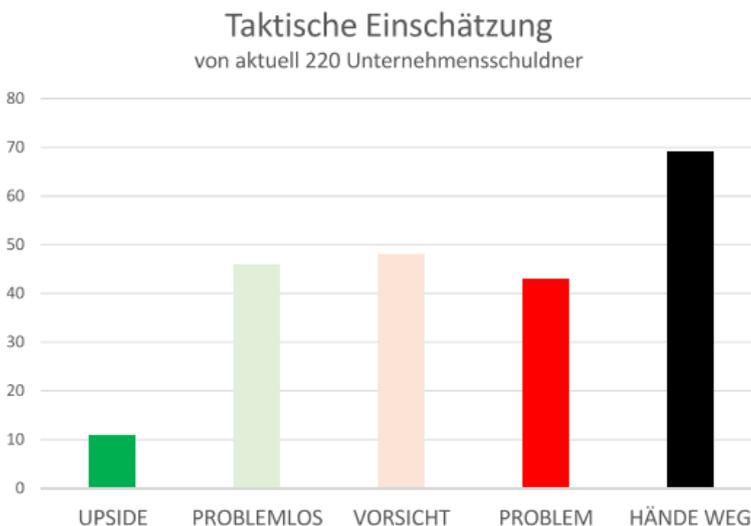
Level III-Assets / EK:

>40%	+	1 Down-Notch
>100%	+	1 Down-Notch

Vor Herunterstufungen:



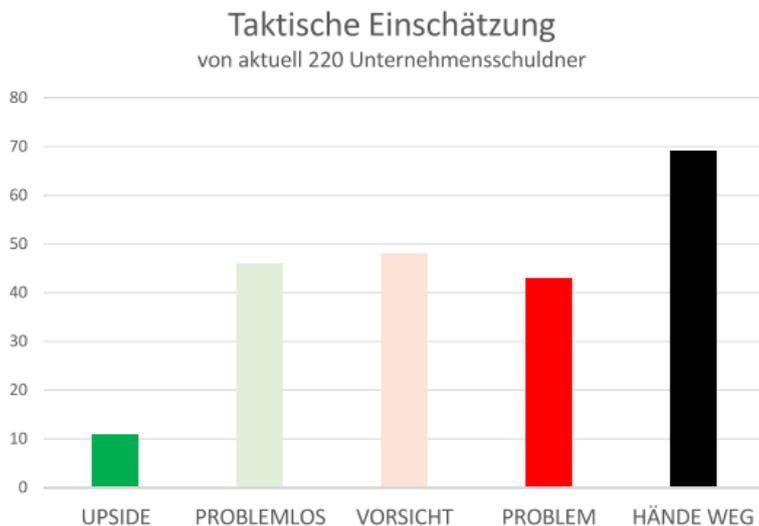
Nach Herunterstufungen:



**Achtung beim Entscheid
wo investieren bei
Unternehmensanleihen!**

- Nur gerade die Hälfte der untersuchten Emittenten erachten wir taktisch als investierbar
- Knapp die Hälfte der Emittenten dürfte spätestens in einer Rezession ein massives Problem bekommen
- Knapp ein Drittel hat sogar ein massives Manko
- Jeder fünfte Emittent hat bei Berücksichtigung von fiktiven Eigenkapitalien aus Goodwill eine massive Rückstufung von Rating-Agenturen zu gegenwärtigen
- Nur 5% hat nach Berücksichtigung von fiktiven Eigenkapitalien eine hohe Erwartung einer Höherstufung durch die Rating-Agenturen

**Und:
Passives Investieren ist
Wahnsinn**



Durchschnitts-Rating:

BBB+ BBB BBB+ A- BBB+

Durchschnitts-Spread

65 129 82 62 63

Interessant:

Wer nach unserer Methode investiert verliert weder Rendite noch Rating

- Das Durchschnitts-Rating für alle Gruppen, egal ob Rating-Upside oder –Downside, ist fast das identische
- Auch auf Spread muss nicht verzichtet werden, sind doch die grünen Spreads identisch zu den schwarzen, und der hellgrüne Spread ist besonders attraktiv
- Es scheint, dass die Rating-Agenturen das Thema Goodwill, ungedeckte Non Performing Assets und Level III-Vermögen nicht systematisch berücksichtigen

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

- Home
- Firmenprofil
- Team
- Anlagephilosophie
- Track Records
- Marktanalysen
- Dienstleistungen
- Archiv
- Kontakt
- Links

Unsere Statistiken

- Mischmandat
- Aktien Schweiz
- Aktien Ausland
- Obligationen Fremdwahrung
- Obligationen "BBB"

Track Record Obligationen "BBB"



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