

PK Assets

Unternehmens- Anleihen

Die 7 apokalyptischen
Reiter....

...und einige Weisse Ritter

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

Worum geht's?

Wir suchen die ***gängigsten Unternehmensschuldner in Hartwährungen*** und schauen uns den ***Bonitätstrend*** an

- Wir nehmen Schuldner mit einem Rating zwischen BB und AA mit Fokus auf BBB, jeweils mit lückenlosen Zahlen bis zurück auf 2005
- Wir erhalten eine ***Grundgesamtheit von 325 Emittenten***, die ziemlich genau das abdecken, was ein Portfolio-Manager als investierbares Universum akzeptieren könnte, wenn er in die Hartwährungen USD, EUR, CHF und GBP investieren will
- Wir prüfen die Credits auf Herz und Nieren und haben gewisse ***Trends*** ermittelt
- ***Auf der Oberfläche*** sehen die Bonitätstrends gar nicht so schlecht aus, was viele Markt-Kommentatoren veranlasst, Entwarnung zu geben
- ***Taucht man aber tiefer in die Materie***, wird das Fazit deutlich ernüchternder
- Es gibt verschiedene Strategien von verschiedenen Unternehmen, den Obligationär über den Tisch zu ziehen, indem der Leverage erhöht wird, oder Fehlentwicklungen kaschiert werden; einerseits wohl um kapitalmarktfähig zu bleiben, dann um das Rating hoch zu halten, und sicherlich auch um die Bilanz in eine Call-Option für die Aktionäre zu verwandeln, der im Fall der Fälle eines Bankrotts sowieso nichts vom Recovery bekommt, also...
- ...nach mir die Sintflut
- Man kann aber auch den Umkehrschluss machen und sich fragen: ***Wie gut sind die Schuldner auf eine Rezession vorbereitet?***
- Wir haben Gruppen von Unternehmen, die ähnliche Strategien wählen, identifiziert und als ***Apokalyptische Reiter*** bezeichnet:

Der 7. Apokalyptische Reiter:

1. «Rating-Optimierer»
2. «Potemkinsche Dörfer»
3. «Auf Teufel-Komm-Raus»
4. «Substanzausschütter»
5. «Schuldenkönige»
6. «Hämophile»
7. «Multiorganversager»

Der 1. Apokalyptische Reiter:

«Rating-Optimierer»

Firmen wissen um den Fokus der Anleger auf die Kennzahl «Net Debt/EBITDA» und nützen dies aus

Net Debt / EBITDA ist ein dummes Bonitätsmass

Net Debt/EBITDA (ND/E) wird in der Obligationen-Welt oft verwendet um zu entscheiden, welche Unternehmen eine «solide Bilanz» aufweisen, und welche nicht

Wir fragen uns warum:

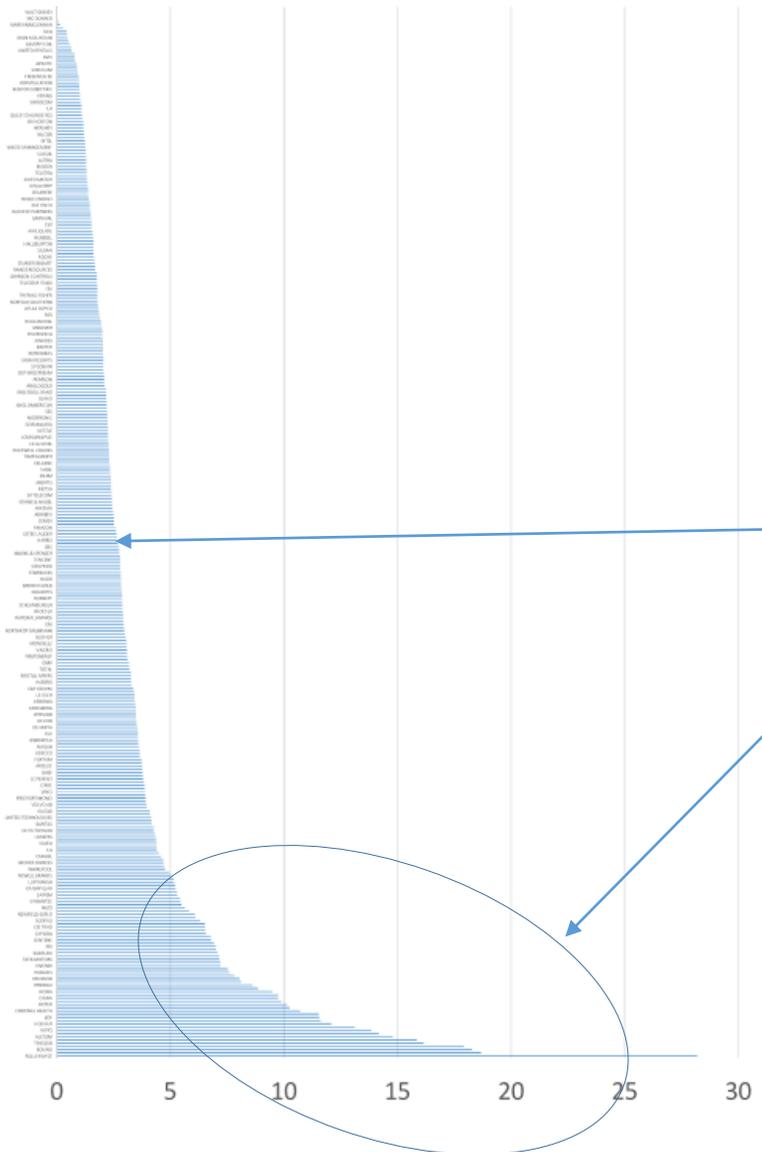
«Net Debt»

- Umfasst nur die Finanzschulden, aber die Realität ist schon lang eine ganz andere
- Ein Schuldner kann auch mit extrem hohen Schulden ein akzeptables ND/E aufweisen, aber dann oft nur in der Hoch-Konjunktur, geht's wirtschaftlich runter fallen die Gewinne rasch, aber die Schulden verbleiben:
- Es handelt sich hier also um eine Schönwetter-Kennzahl, die schnell abtaucht, wenn es konjunkturell ruppig wird
- Und oft wird rund um diese Kennzahl die Bilanz verunstaltet und zerrüttet, so dass absurde Konstellationen von tiefem ND/E und problematischen Bilanzen beobachtet werden können
- Wir schauen deshalb erstens auf die gesamten Verbindlichkeiten, und machen nicht den Anfängerfehler, nur auf eine einzige simple Kennzahl zu schauen

«EBITDA»:

- EBITDA ist eine gute Gewinngrösse mit vielen Vorteilen aber kaum hinreichend genug, um alleine über den Geschäftsgang Auskunft zu geben
- Auch EBITDA ist eine buchhalterisch manipulierbare Grösse
- Wir empfehlen dringend, auch auf die Cash Flows zu schauen, insbesondere den Netto-Free-Cash-Flow nach Ausschüttungen an den Aktionär, diese Grösse ist für den Obligationär mindestens so wichtig wie EBITDA
- Schlussendlich interessiert auch den Gläubiger: Was bleibt am Ende des Jahres in der Kasse als Cash?

Unterschied von Verpflichtungen/EBITDA vs. Net Debt/Ebitda



Net Debt/EBITDA, der Top-Benchmark der Finanzwelt für Bonitätseinschätzungen ist vielfach unbrauchbar

Denn die Kennzahl greift viel zu kurz:

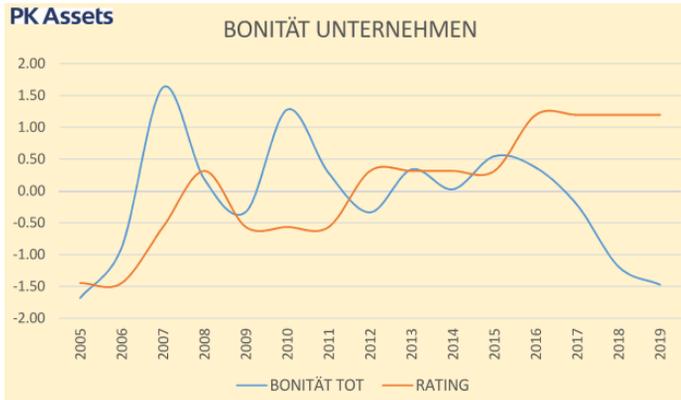
- Wesentliche Verpflichtungen wie ungedeckte Pensionsverpflichtungen werden ausgeklammert
- Das Median-**Net Debt**/EBITDA von unseren 325 Schuldern ist 2.1
- Das Median-**Liabilities**/EBITDA von unseren 325 Schuldern ist 4.8
- Wichtig: Der Median-Unterschied zwischen den beiden Begriffen ist 2.1, schwankt aber beträchtlich, wie der Chart beweist
- In 60 Fällen (von 325) ist die Differenz über 5x, in einzelnen Fällen über 10x (!)

Ein attraktives Net Debt/EBITDA maskiert oft Abgründe in der Bilanz

- Siehe Beispiele Daimler, Tata Motors und Hon Hai auf der nächsten Seite

Attraktives Net Debt/Ebitda aber miserabler Bonitätstrend

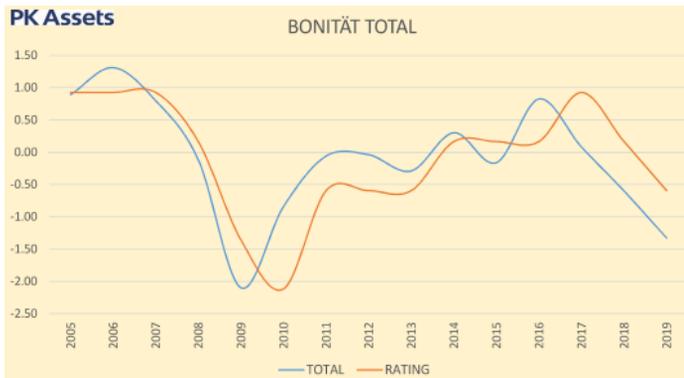
Beispiel 1: Daimler



Net Debt / EBITDA: -0.6 x

- **Liabilities / EBITDA 14.6 x**
- Steigender Leverage
- Sinkende Eigenkapitalisierung
- Sinkende risikoadjustierte Marge
- Negativer Free Cash Flow
- Fallendes Altman Z
- Fallender EV/Debt

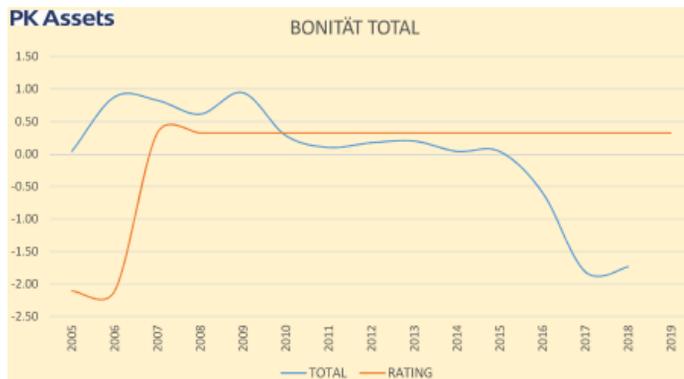
Beispiel 2: Tata Motors



Net Debt / EBITDA: 2.5 x

- **Liabilities / EBITDA 9.7 x**
- Tiefe Eigenkapitalisierung
- Negativer Free Cash Flow
- Massiv steigende Schulden
- Fallendes Altman Z
- Fallende risikoadjustierte Margen
- Fallender Interest Coverage
- Fallender EV/Debt

Beispiel 3: Hon Hai Precision

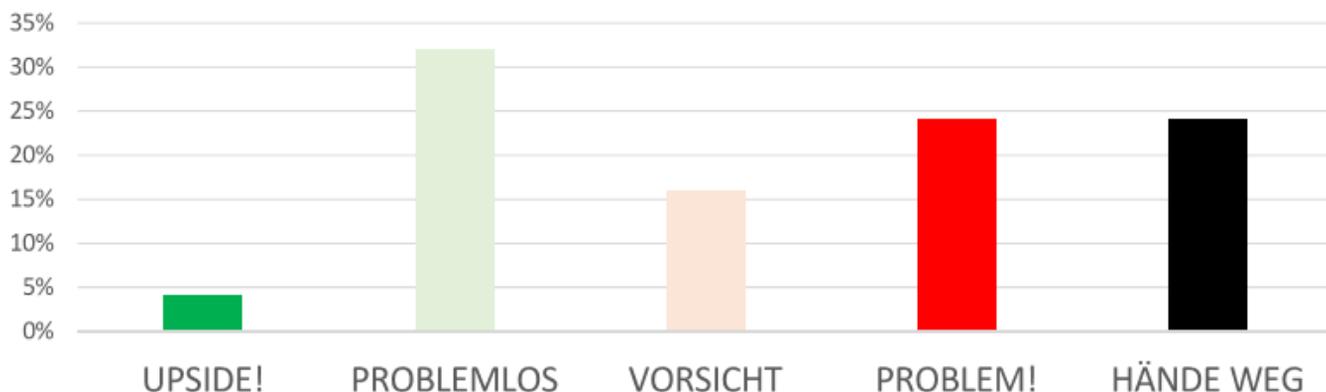


Net Debt / EBITDA: -1.2 x

- **Liabilities / EBITDA 9.4 x**
- Negativer Free Cash Flow
- Fallende risikoadjustierte Margen
- Fallender Interest Coverage
- Fallender EV/Debt

Tiefes Net Debt / EBITDA: Notwendig aber nicht hinreichend für gute Bonität...

Top 50 Credits gemäss "Net Debt / EBITDA"



...so, wie wir Bonität definieren:

Unsere Bonitätsanalyse umfasst sinnvollere Kennzahlen aus Bilanz, ER und CF-Rechnung und fokussiert auf den Trend der Bonität statt auf einen statisches Schnappschuss

Wir nehmen die 50 Emittenten mit den tiefsten Net Debt/EBITDA

- Immerhin, über ein Drittel der Credits mit den tiefsten Zahlen für den operativen Leverage (ND/E) sehen sauber aus...
- ..aber je ein Viertel sehen angeschlagen aus oder komplett un-investierbar
- Das ist zwar besser als unser Split in die verschiedenen Kategorien in der Grundgesamtheit unserer 325 Emittenten, ist aber weit weg entfernt von beruhigend
- Kommt hinzu: ND/E ist geeigneter für Aktien-Analysten als für Bond-Analysten, denn bricht der EBITDA in einer aufkommenden Rezession weg, bleibt der Schuldenblock bestehen, der Emittent schutzlos dem Sturm ausgesetzt

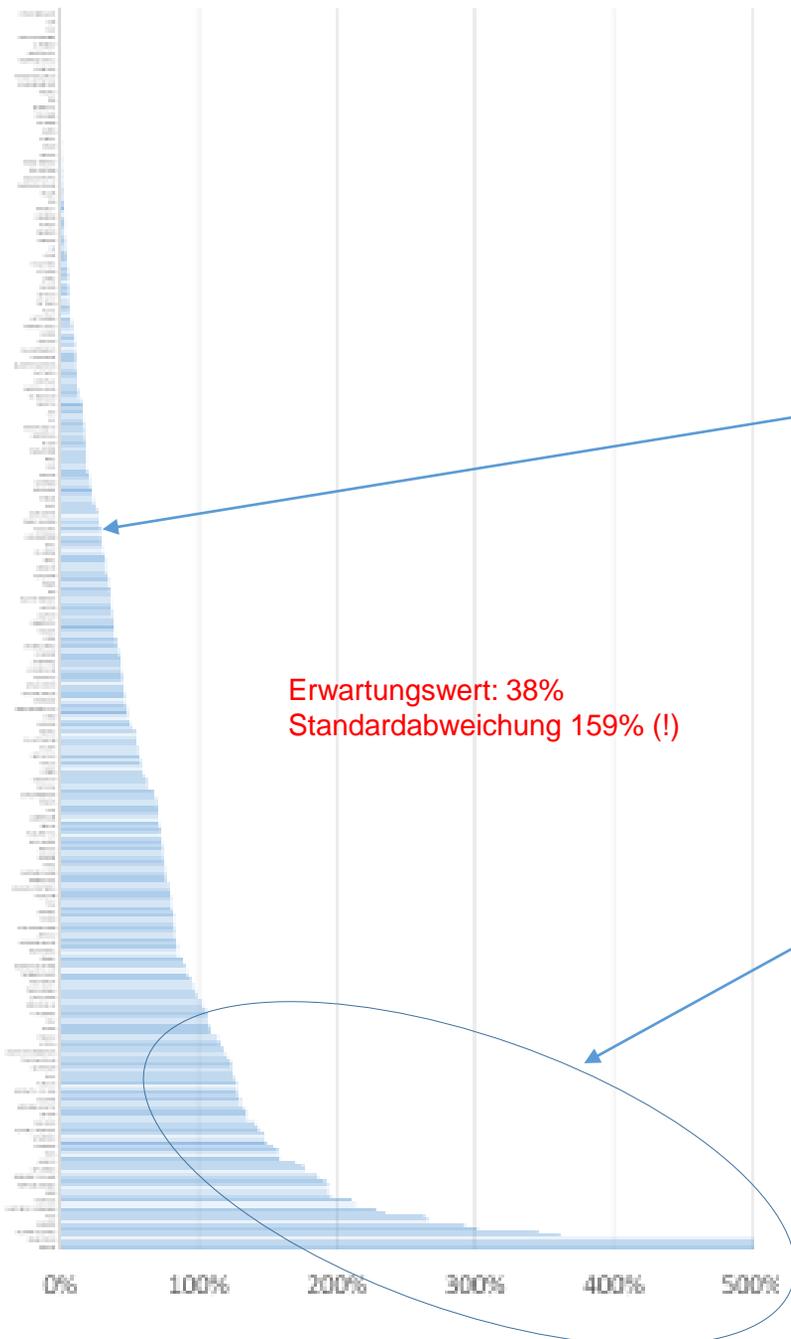
Der 2. Apokalyptische Reiter:

«Potemkinsche Dörfer»

Es gibt noch legale Wege, Luft in die Bilanz zu blasen

Moränen von zu teuer bezahlten Übernahmen

Goodwill / Eigenkapital



Goodwill interessiert fast niemanden in der Finanzwelt, zu unrecht:

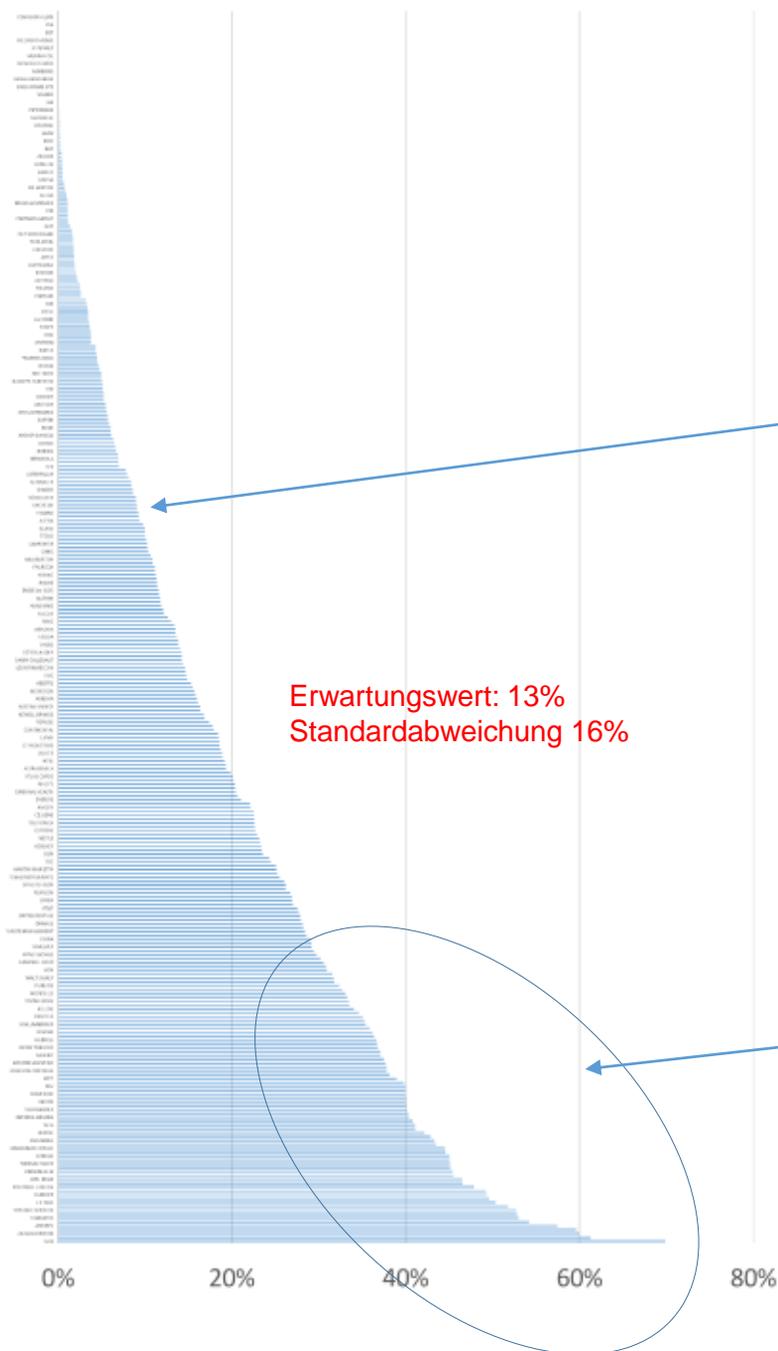
Goodwill ist heisse Luft und der grösste legale Weg, die Bilanz aufzublasen

Klappt die Firma zusammen, ist keine Substanz vorhanden

- Der Median-**Goodwill/Eigenkapital** bei unseren 325 Schuldner ist 39%
- **Firmen ohne Goodwill** sind in der Minderheit, wenn nicht sogar Ausnahmen: 35 von 325 Firmen
- **Firmen mit Goodwill von 20-100%** des Eigenkapitals: 65 von 325 Firmen
- **Firmen mit Goodwill von > 100%** des Eigenkapitals, -also Firmen faktisch **ohne** Eigenkapital: 63 von 325 Firmen
- Das Downside für den Obligationär ist viel grösser als er meint, der Recovery viel tiefer als er hofft

Für den Obligationär geht's ans Lebendige

Goodwill / Assets



Gläubiger geben sich mit Kennzahlen zufrieden, die mit heisser Luft aufgeblasen sind:

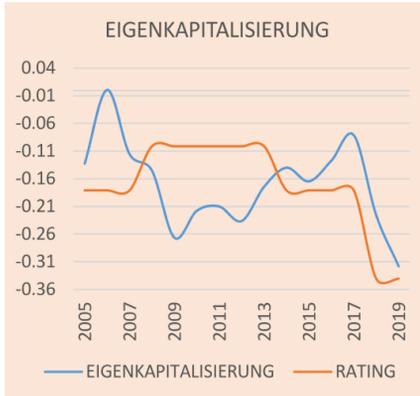
Die Abschläge auf den Substanzwert durch Goodwill-Verseuchung sind spürbar

- Der Median-**Goodwill/Vermögen** bei unseren 325 Schuldnern ist 13%
- Das tönt einigermassen moderat, aber dieser Durchschnittswert maskiert grosse Probleme:
- Mit einer Standardabweichung, die grösser ist als der Erwartungswert ist eigentlich alles gesagt
- Es gibt eine ganze Armada von Schuldnern, die einen viel tieferen Recovery bietet, als dies der Obligationär meint, wenn er die gängigen Bilanzkennzahlen anschaut
- Die Überraschung für die Obligationenkäufer kommt dann, wenn sie eigentlich vom Fixed-Income-Anteil ihrer Allokation profitieren will: In der Rezession

«Potemkin»

Bei einigen Potemkinschen Häusern besteht nicht einmal die Fassade

Beispiel 1: Campbell Soup



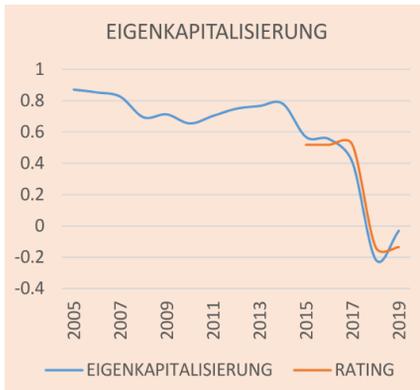
«Harte Eigenkapitalisierung»
$$\frac{\text{Eigenkapital} - \text{Goodwill}}{\text{Totalkapital} - \text{Goodwill}}$$

Ausgewiesenes Eigenkapital 8%

- Hartes Eigenkapital: -34%
- Goodwill / EK: 361% (!)
- Goodwill / Assets: 31%

Campbell Soup hat faktisch negatives Eigenkapital

Beispiel 2: Qualcomm



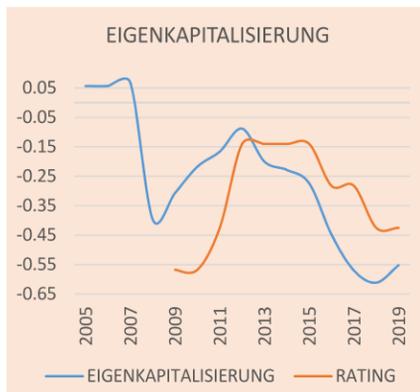
«Harte Eigenkapitalisierung»
$$\frac{\text{Eigenkapital} - \text{Goodwill}}{\text{Totalkapital} - \text{Goodwill}}$$

Ausgewiesenes Eigenkapital 16%

- Hartes Eigenkapital: -13%
- Goodwill / EK: 115%
- Goodwill / Assets: 18%

Qualcomm hat faktisch negatives Eigenkapital

Beispiel 3: ABInbev



«Harte Eigenkapitalisierung»
$$\frac{\text{Eigenkapital} - \text{Goodwill}}{\text{Totalkapital} - \text{Goodwill}}$$

Ausgewiesenes Eigenkapital 32%

- Hartes Eigenkapital: -43%
- Goodwill / EK: 172%
- Goodwill / Assets: 57% (!)

ABInbev hat faktisch negatives Eigenkapital

100 Credits mit höchstem Goodwill / EK



Kein Kompromiss!

Wir nehmen die 50 Emittenten mit dem höchsten Goodwill / Eigenkapital

- Unsere Bonitätsanalyse sucht fokussiert nach Bilanzverseuchung durch Goodwill, denn jedes Gramm Goodwill vermindert den Recovery eines Emittenten beim Fall der Fälle, dem Verteilen der Konkursmasse
- Von den 325 Emittenten haben wir die 100 schlimmsten Fälle angeschaut, und es ist unglaublich: Alle diese Emittenten hatten mehr als 75% Goodwill pro Eigenkapital, und sage und schreibe 63 Emittenten haben faktisch negatives Equity!
- Die ganze Gruppe ist demnach für uns un-investierbar
- Wir warten auf einen grossen Konkurs mit heftigem Goodwill-Befall und sind gespannt, ob dann die Thematik einen öffentlichen Nachhall bekommt
- Hände weg!

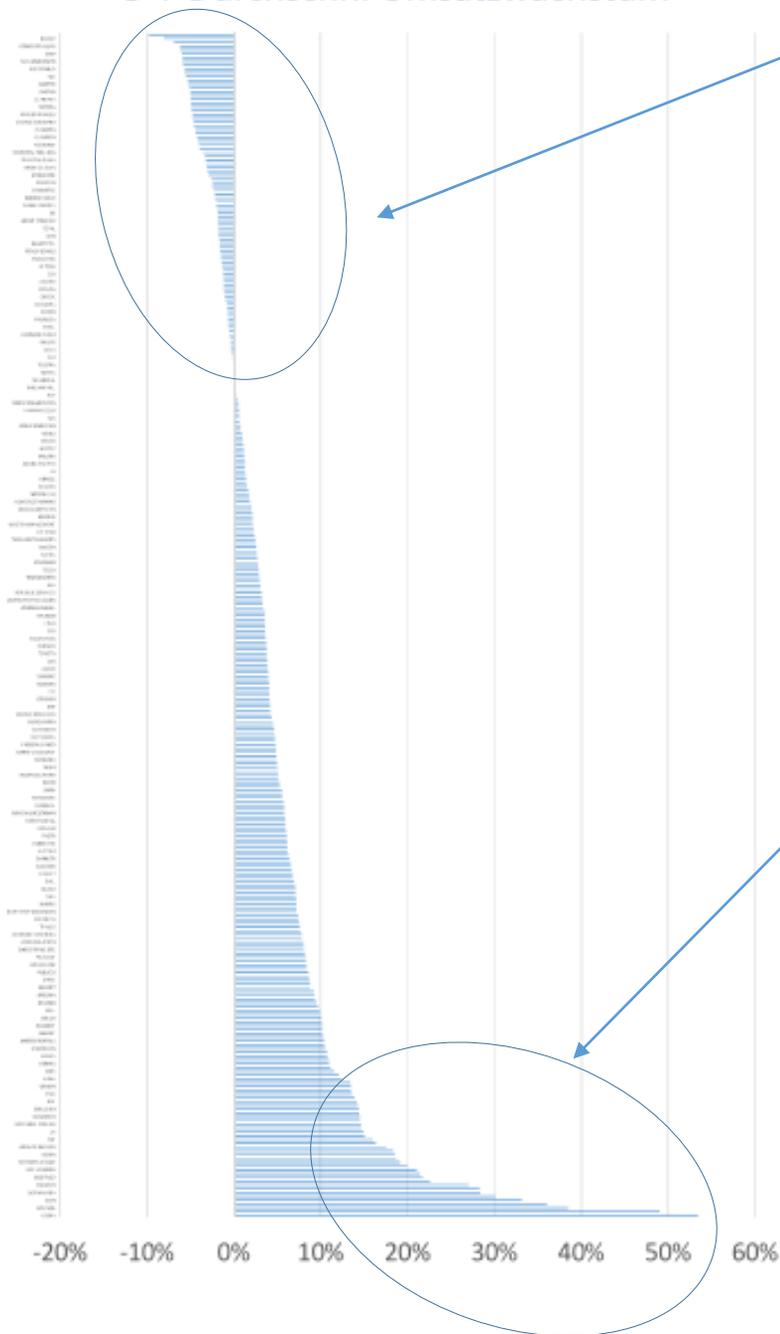
Der 3. Apokalyptische Reiter:

«Auf Teufel-Komm-Raus»

Firmen, die ohne Rücksicht auf die Bilanz wachsen

Wachstum als Bonitätsmerkmal ist tricky

Wachstum:
5-Y-Durchschn. Umsatzwachstum



Rund ein Viertel der Firmen ist in den letzten 5 Jahren im Schnitt nicht gewachsen

Weitere 45 Unternehmen wachsen anämisch, unter 3% p.a.

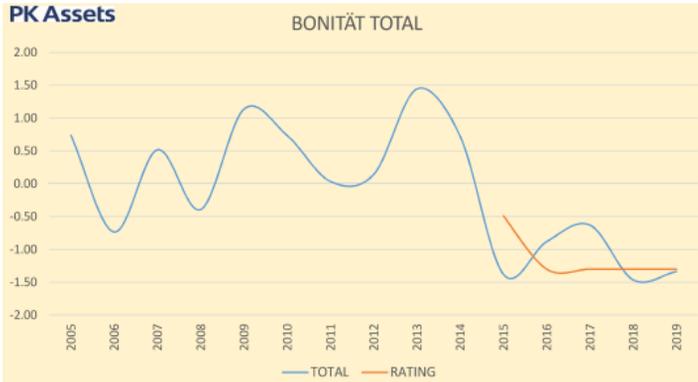
- Ist das für die Bonität ein Problem?
- Bringt das Downsizing auch eine Reduktion der Gewinne mit sich
- Reduzieren die Unternehmen dann auch die Verschuldung

17% der Firmen wächst mit massivem Tempo von >10% p.a.

Weitere 73 Unternehmen wachsen dynamisch, von 5-10% p.a.

- Man würde meinen, das ist ein gutes Zeichen für die Bonität eines Schuldners
- Wir haben das untersucht und das Fazit ist erhellend

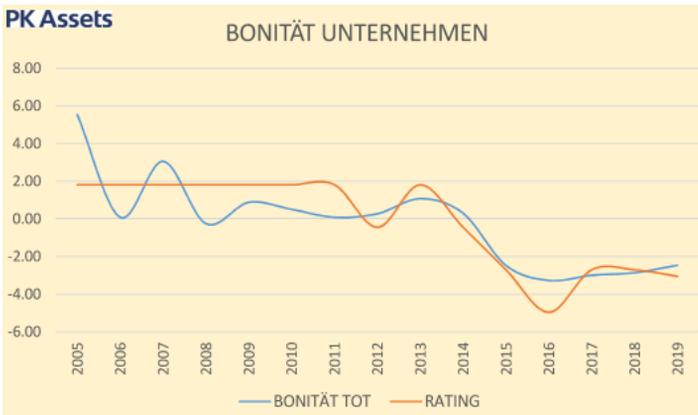
Beispiel 1: Hutchison



5-Jahres Umsatzwachstum 808%

- Eigenkapitalisierung 2010: 82%
- Eigenkapitalisierung heute: 30%
- Goodwill / EK: 55%
- Goodwill / Assets 25%

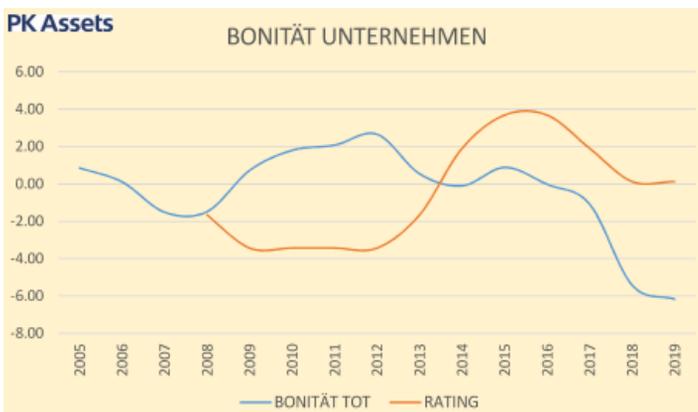
Beispiel 2: Medtronic



5-Jahres Umsatzwachstum 15%

- Eigenkapitalisierung 2010: 31%
- Eigenkapitalisierung heute: 20%
- Goodwill / EK: 79%
- Goodwill / Assets 44%

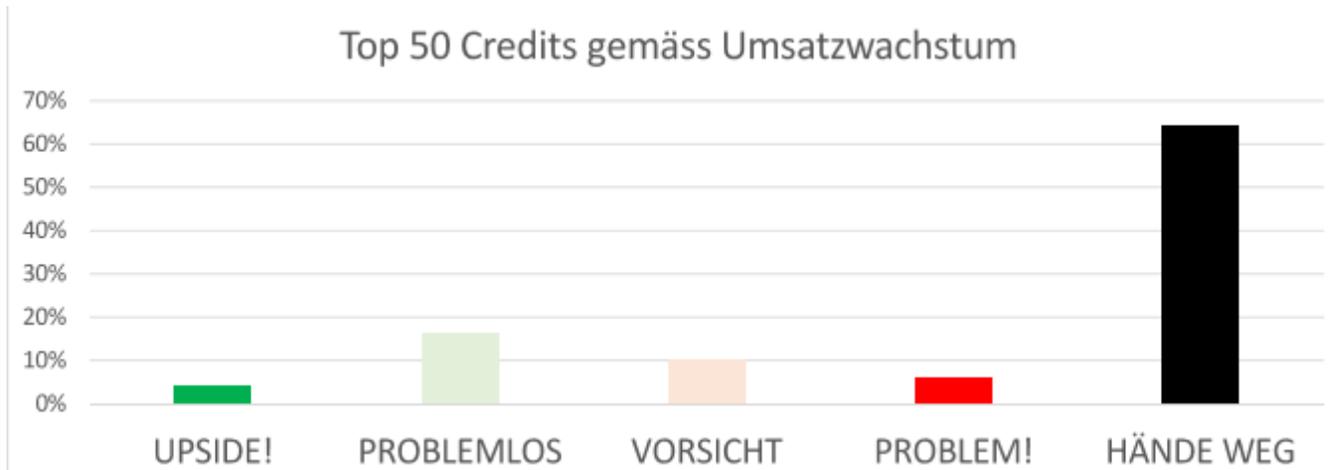
Beispiel 3: Starbucks



5-Jahres Umsatzwachstum 11%

- Eigenkapitalisierung 2010: 33%
- Eigenkapitalisierung heute: -45%
- Goodwill / EK: -83%
- Goodwill / Assets 17%

Für Obligationäre ist hohes Umsatzwachstum ein denkbar schlechtes Zeichen



...Grund: Das Wachstum ist bonitätsmässig nicht nachhaltig:

Wir nehmen die 50 Emittenten mit dem höchsten Umsatzwachstum

- Unsere Bonitätsanalyse umfasst Kennzahlen aus Bilanz, ER und CF-Rechnung und fokussiert auf den Trend der Bonität statt auf einen statisches Schnappschuss
- Nur ein Fünftel der Credits mit den höchsten Zahlen für das Umsatzwachstum sehen sauber aus...
- ..fast zwei Drittel sind für uns komplett un-investierbar
- Das ist noch ein schlechterer Split in die verschiedenen Kategorien als in der Grundgesamtheit unserer 325 Emittenten
- Hohes Umsatzwachstum ist für die Obligationäre ein Warnzeichen, denn häufig ist das Wachstum nicht organisch, sondern per Übernahmen und erodierendem Eigenkapital, das im Wachstum mit den Schulden nicht nachkommt und durch immer mehr Goodwill kompromittiert wird

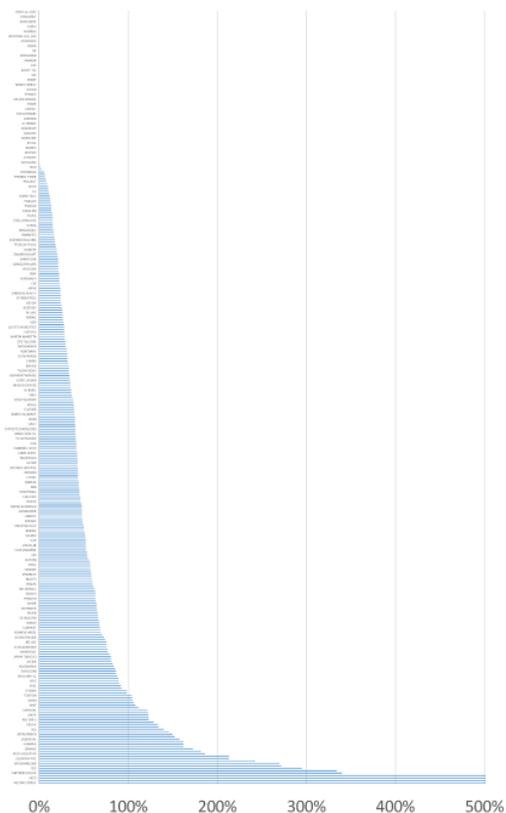
Der 4. Apokalyptische Reiter:

«Substanzausschütter»

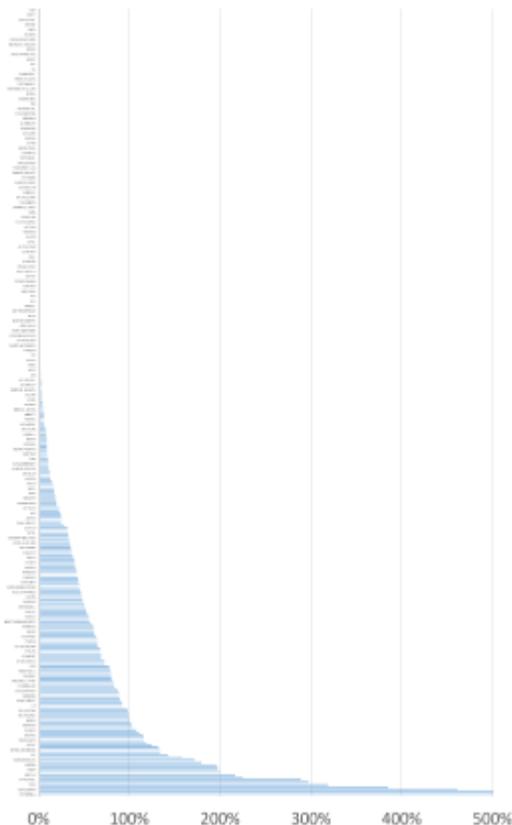
Firmen, die ohne Rücksicht auf die Bilanz die
Aktionäre bedienen

«Substanzausschütter»

Dividenden / Free Cash Flow



Kapitalrückzahlungen / Free Cash Flow



Ausschüttungen, als ob es kein Morgen gibt

Ausschüttungen an den
Aktionär sind für den
Obligationär negativ...

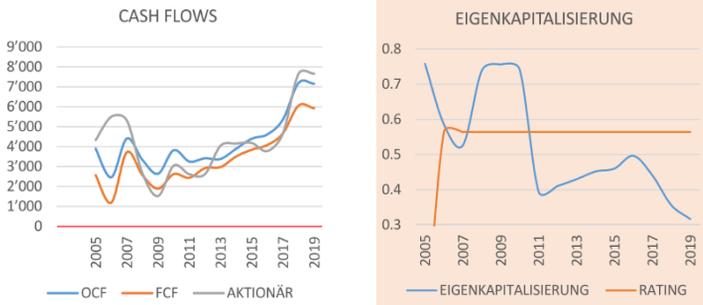
Unabhängig davon, ob es aus
Aktionärssicht Sinn macht oder
nicht

- Ausschüttungen vermindern die Substanz, Punkt
- Egal ob die Eigenkapitalrendite über oder unter den Kapitalkosten ist
- Die Median-Ausschüttung **pro Assets** ist 3%
- Das tönt nach wenig
- Die Median Ausschüttung **pro FCF** ist sagenhafte 73%....
- ...und das nur bei jenen Unternehmungen die überhaupt einen positiven FCF haben
- D.h. die Firmen schütten aus als ob es kein Morgen gibt

«Substanzausschütter»

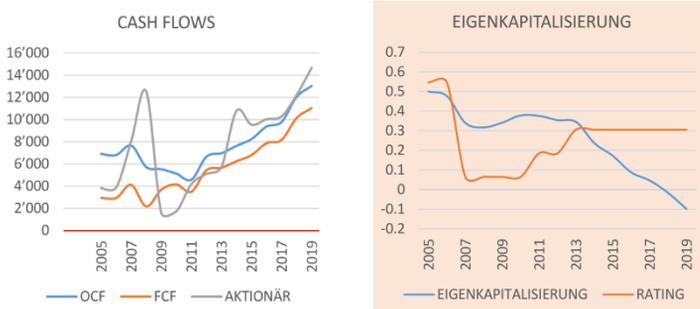
Verblendet von den tiefen Zinsen wird der Obligationär über den Tisch gezogen

Beispiel 1: Texas Instruments



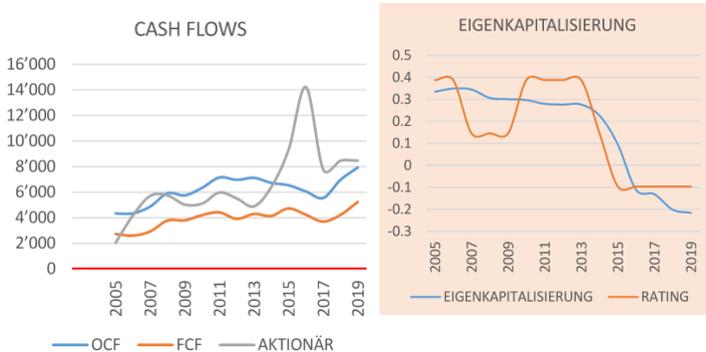
Über längere Zeit werden konsistent Summen an die Aktionäre ausgeschüttet, die grösser sind als der Free Cashflow, die Eigenkapitalisierung sinkt dramatisch

Beispiel 2: Home Depot



Dito

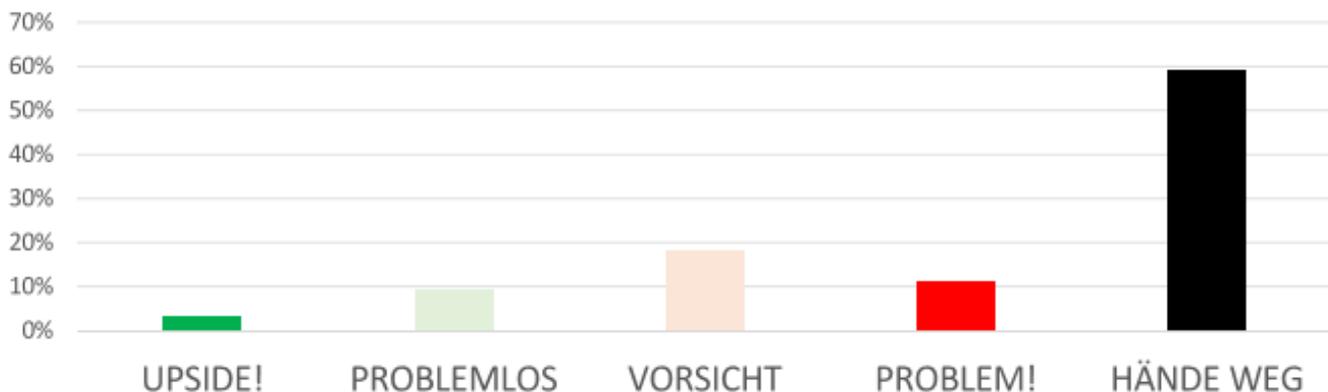
Beispiel 3: McDonalds



Dito

Schlimmer: Es sind beileibe nicht die gesunden Firmen, die viel ausschütten!

Top 100 Credits gemäss Ausschüttungen an den Aktionär



...Mehr als die Hälfte würden wir als Obligationäre nicht mit der Pinzette anlangen:

Wir nehmen die 100 Emittenten mit der höchsten Ausschüttungsquote verglichen zu den Assets

- Unsere Bonitätsanalyse umfasst Kennzahlen aus Bilanz, ER und CF-Rechnung und fokussiert auf den Trend der Bonität statt auf einen statisches Schnappschuss
- Nur 12% der Credits mit den höchsten Ausschüttungszahlen pro Assets sehen sauber aus...
- ..über zwei Drittel sehen angeschlagen aus oder komplett un-investierbar
- Die Ausschüttungen sind nicht nur hoch verglichen zu den Vermögen, sondern insbesondere auch verglichen mit den Free Cash Flows
- Die Firmen folgen fatalerweise den Anreizen, die von den Notenbanken indiziert worden sind

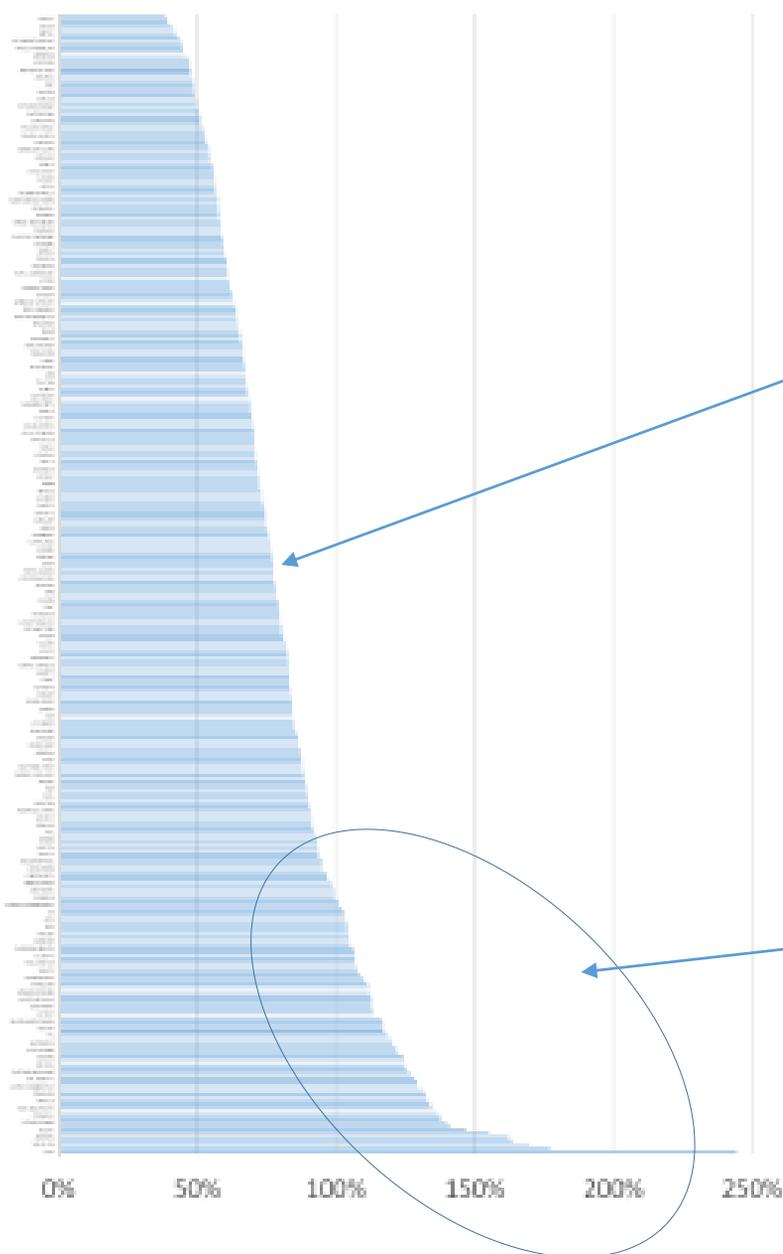
Der 5. Apokalyptische Reiter:

«Schuldenkönige»

Firmen, die rücksichtslos die Schulden erhöhen

Unternehmen folgen Anreizen, speziell bei den Schulden

Schulden:
Bilanzleverage nach Goodwill:
Fremdkapital/Vermögen



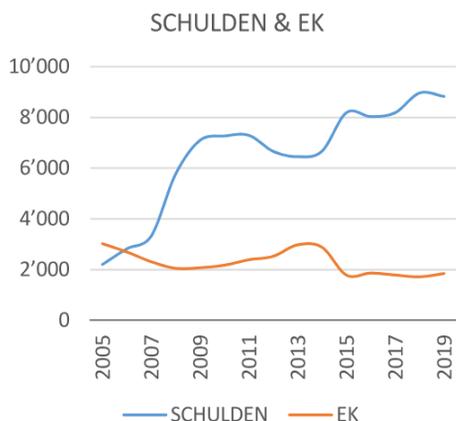
Die Schulden der Firmen sind im Brennpunkt des Interesses, denn die Tragbarkeit ist direkt mit der Höhe der Schulden vgl. zum Vermögen verbunden

Auch hier: Grosse Unterschiede

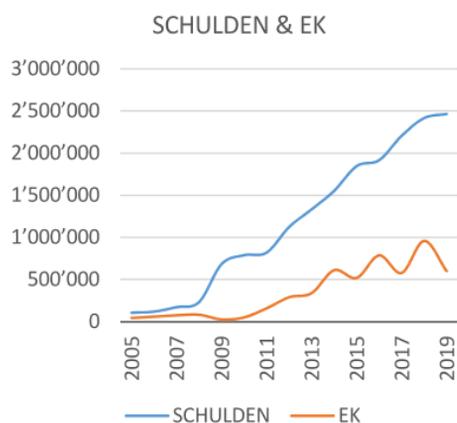
- Wir schauen die gesamten Verbindlichkeiten an, nicht nur die Finanzschulden
- Der Median- **Bilanzleverage** bei unseren 325 Schuldern ist 77%, d.h. der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital (oder Vermögen) ist über drei Viertel
- Dies nach Verrechnung des Goodwills gegen das Vermögen
- Die Vermutung liegt nahe, je mehr Schulden, desto tiefer die Bonität
- Allerdings muss auch die Ertragskraft ins Kalkül gezogen werden
- Nicht naiv wie mit dem ND/E-Mass, sondern vertieft
- Wir haben untersucht, ob speziell hoch verschuldete Firmen trotzdem attraktiv sein können für den Obligationären, die Resultate sind erhellend

Verblendet von den tiefen Zinsen werden Schuldenberge angehäuft

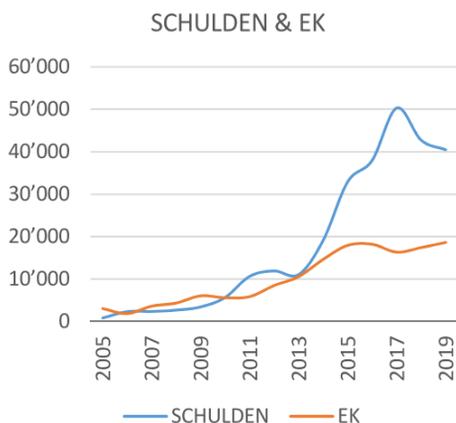
Beispiel 1: Harley Davidson



Beispiel 2: Tata Motors



Beispiel 3: Gilead



Das Eigenkapital kommt mit der Schuldenaufhäufung nicht mehr mit

- Wir berücksichtigen nicht nur die Finanzschulden (wie das Gros der Analysten) sondern die gesamten Verbindlichkeiten als Schuldenmass
- Wir beschränken uns bei diesen Beispielen auf Unternehmen, die nicht einmal signifikanten Goodwill durch Übernahmen gemacht haben
- Es gibt also auch einen breiten Schuldenaufbau bei Firmen, die nicht in M&A verwickelt sind und sich anorganisch vergrössern
- Die drei Beispiele sind repräsentativ für einen grossen Teil der heute gängigen Unternehmensschuldern in Hartwährungen

Schuldenanhäufen sollte für den Obligationären ein No-Go sein...

100 Schuldner mit dem höchsten Bilanzleverage



...denn die Firma kann das kaum mit Ertragskraft kompensieren...

...gemäß unserer Methode der Ermittlung der Bonität

- Unsere Bonitätsanalyse umfasst Kennzahlen aus Bilanz, ER und CF-Rechnung und fokussiert auf den Trend der Bonität statt auf einen statisches Schnappschuss
- Es zeigt sich, dass von den Top-100-Schuldenmachern kein einziges investierbar ist
- Das hat mit unserer fundamentalen Skepsis zu tun gegenüber ND/E, verschlechtert sich das wirtschaftliche Umfeld des Schuldners, dann brechen die Cashflows ein, die Schulden aber bleiben

Der 6. Apokalyptische Reiter:

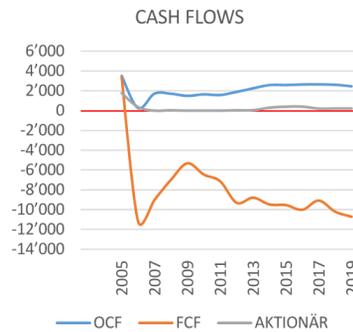
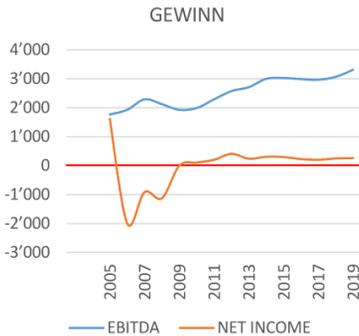
«Hämophile»

Firmen, die trotz anständigen Buchhaltungsgewinnen
ausbluten

«Bluterkrankte»

In der Bilanz kann man besser tricksen als in der Cashflow-Rechnung

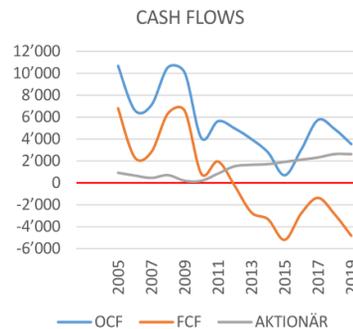
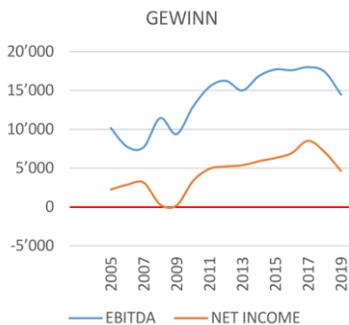
Beispiel 1: Avis



Ausgezeichnetes Buchhaltungs-Net Income...

- ...aber offene Wunde im FCF, fallende negative Eigenkapitalisierung, Goodwill-Verseuchung, Leverage-Explosion, fallendes Altman Z

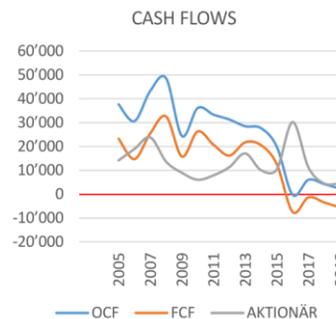
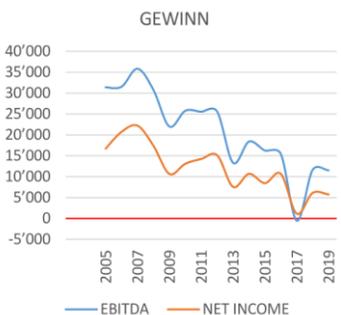
Beispiel 2: BMW



Anständige Gewinne...

- ...aber offene Wunde im FCF, steigende Ausschüttungen, fallendes Altman Z, fallende risikoadj. Margen, steigender operativer Leverage

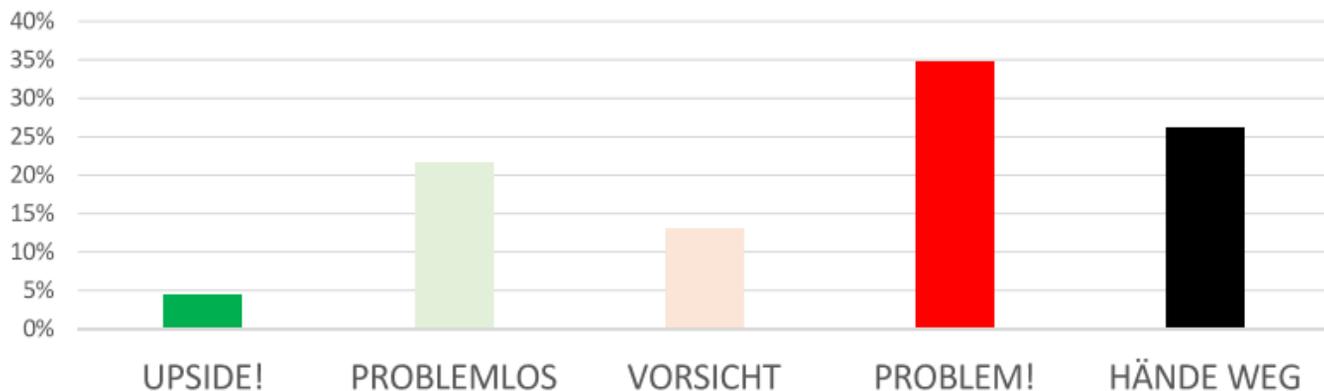
Beispiel 3: GE



Gewinne stabilisiert...

- ...aber negativer FCF, steigender Goodwill, kaum mehr tangibles Equity, brutal hohes Liabilities/EBITDA

Firmen mit negativem Cashflow



Das tönt nicht nach unmässig viel...

...aber das ist der Brutto-FCF, wenn wir die Firmen zählen, die netto – nach Aktionärsausschüttungen – einen negativen FCF aufweisen, dann sind wir bei 131 Schuldnern

- Negativer FCF ist nicht unbedingt ein Problem, beispielsweise, wenn eine Firma investiert
- Aber wenn eine grosse Diskrepanz besteht im Trend zwischen Buchhaltungsgewinnen und Cashflows, dann sind wir vorsichtig
- Kaum überraschend sind die Mehrzahl der FCF-negativen Firmen für uns mit einem grossen Vorbehalt behaftet

Der 7. Apokalyptische Reiter:

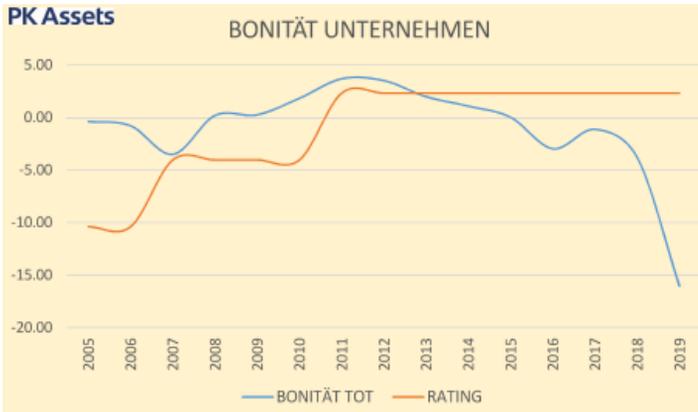
«Multiorganversager»

Firmen, deren Bonität aus einer Vielzahl von Gründen implodiert

«Mulitorganversager»

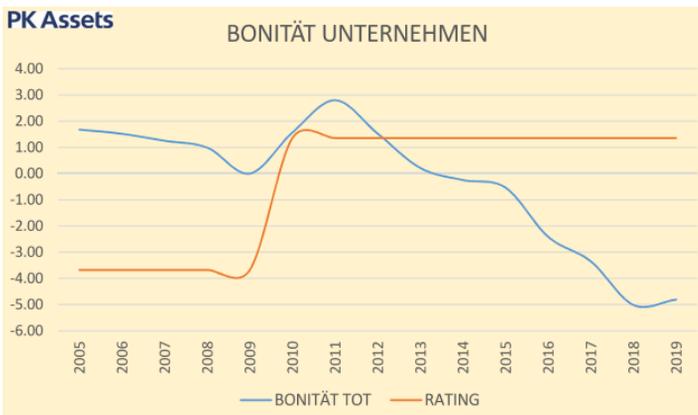
Oft kommt vieles zusammen, und die Abgründe werden oft erst unter der Oberfläche sichtbar

Beispiel 1: Oracle



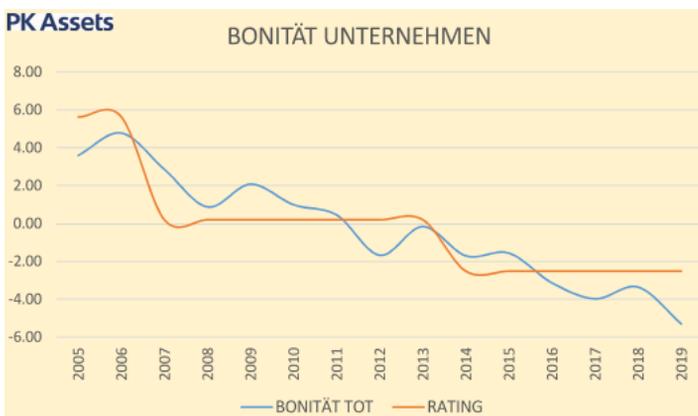
- Steigender Umsatz und Gewinn
- Steigende Cash Flows
- Massiv fallende Eigenkapitalisierung
- Massiv negativer Net Free Cash Flow nach Aktionär-Entschädigung
- Fallendes Altman Z
- Fallende risikoadj. Margen
- Goodwillexplosion

Beispiel 2: Merck (US)



- Steigender Umsatz und Gewinn
- Steigende Cash Flows
- Massiv fallende Eigenkapitalisierung
- Massiv negativer Net Free Cash Flow nach Aktionär-Entschädigung
- Immerhin: Steigendes Altman Z
- Fallende risikoadj. Margen
- Goodwillexplosion

Beispiel 3: GlaxoSmithKline



- Steigender Umsatz und Gewinn
- Steigende Cash Flows
- Massiv fallende Eigenkapitalisierung
- Massiv negativer Net Free Cash Flow nach Aktionär-Entschädigung
- Goodwillexplosion
- Negatives Equity nach Goodwill
- Fallende risikoadj. Margen
- Fallender EV/Debt

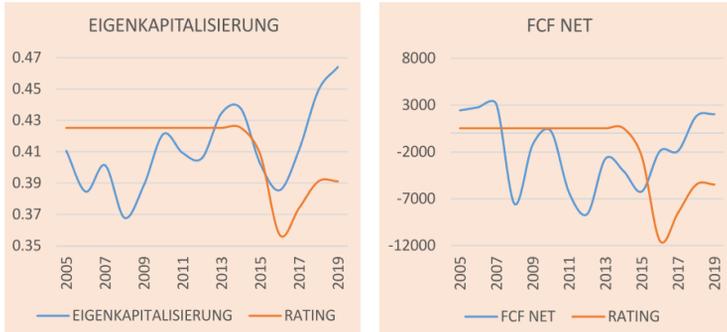
Die Weissen Ritter:

Es gibt sie, die «Musterknaben»

Firmen, die trotz allen Schulden-Anreizen auf Solidität
setzen

Es gibt noch Schuldner, die wissen, dass auch schlechtere Zeiten kommen

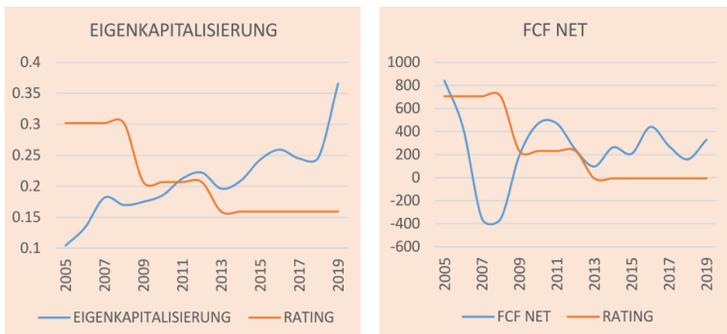
Beispiel 1: ConocoPhillips



Makellos

- Free Cash Flow positiv
- Schulden gedrückt
- Eigenkapitalisierung verbessert
- Altman Z verbessert
- 0% Goodwill
- Net Debt / EBITDA bei 0.6

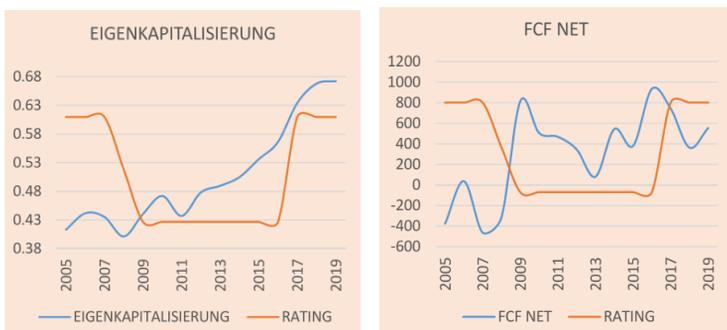
Beispiel 2: Marks & Spencer



Resilient bei schwierigem Umfeld

- Free Cash Flow positiv
- Ausschüttungen moderat
- Schulden gedrückt
- Eigenkapitalisierung verbessert
- Bessere risikoadjustierte Margen
- Altman Z stabil
- 3% Goodwill
- Net Debt / EBITDA bei 1.2

Beispiel 3: UPM-Kymmene

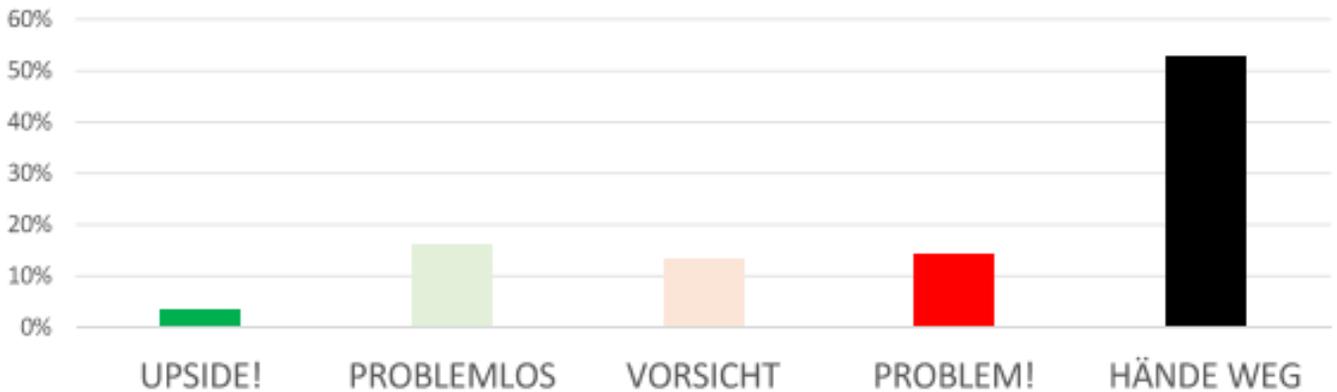


Bilanz resolut saniert

- Free Cash Flow positiv
- Ausschüttungen moderat
- Schulden unter EK gedrückt
- Eigenkapitalisierung verbessert
- Bessere risikoadjustierte Margen
- Altman Z verbessert
- 2% Goodwill
- Net Debt / EBITDA bei 0.2

Summa Summarum: Ganzes Sample Grosse Mehrheit nicht investierbar, und das nach langer, guter Konjunktur...

Das gesamte Sample: Total-Bonitätstrend



325 Schuldner in Hartwährungen, von BB- bis AA: Ernüchternd

Wir klassifizieren die Schuldner gemäss ihrem Bonitätstrend in 5 Klassen, bei 20% Goodwill pro Eigenkapital gibt's 1 Notch Strafe, bei 20-50% 2 Notch Strafe, Credits mit mehr als 50% Goodwill wollen wir generell nicht

- Unsere Bonitätsanalyse umfasst Kennzahlen aus Bilanz, ER und CF-Rechnung und fokussiert auf den Trend der Bonität statt auf einen statisches Schnappschuss
- **Bedenkenlos investieren kann man nur in jeden 5. Credit**
- Akzeptieren wir zusätzlich noch die Credits mit leicht schlechtem Bonitätstrend oder signifikantem aber nicht übermässigen Goodwill-Anteil, dann sind es ziemlich genau **1/3 aller Credits, die investierbar erscheinen**
- **14% der Credits haben ein massives Problem** und **über die Hälfte sind für uns komplett un-investierbar**, weil sich hier die Probleme häufen und/oder ein absurder Goodwill-Anteil besteht
- D.h. um ein diversifiziertes Portfolio zu bauen muss man beträchtliche Kompromisse eingehen
- Bringt man zusätzliche Parameter wie ESG ins Spiel wird es umso schwieriger

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