

# PK Assets

## USA BBB:

### Zeitbombe oder Panikmache?

[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)

## «USA BBB ist eine Zeitbombe»

«With economic growth relatively stagnant in major global economies, and heightened risk of disappointing earnings and greater regulation in areas like technology, a wave of investment grade companies could get cut to junk over the next 12 to 18 months, according to KKR. (...) Whenever the market turns, it could be ugly, said Scott Miner, CIO at Guggenheim. His firm expects **as much as 20% of BBBs in the US to get cut to junk in the next downgrade wave**, amounting to a record level of new high-yield bonds known as 'fallen angels'»

Bloomberg 1-2020

«Wall Street's biggest banks will have to show they can weather severe turbulence in the leveraged-lending market in the next round of the Federal Reserve's annual stress tests, the agency said. (...) Specific traumas the Fed is seeking to test at the biggest banks will include a **"wave of corporate sector defaults"** and heavy redemptions at funds that invest in leveraged lending in which "price declines on leveraged loans flow through to the prices for collateralized loan obligations." A selloff in corporate bonds and leveraged loans would **spill over into "other risky credit and private equity instruments,"** according to the Fed's scenario.»

Bloomberg 2-2020

„Heute ist die Bonität der Schuldner dürftiger als vor zehn Jahren, die Verbindlichkeiten sind höher, die Laufzeiten länger, und die hinterlegten Sicherheiten haben oft wenig Substanz. Die Investoren gehen beim Kauf solcher Obligationen bei deutlich abnehmender Rendite immer grössere Risiken ein. Im Zusammenspiel mit den Rating-Agenturen haben die institutionellen Investoren zugelassen, dass Firmen ihre Zinspapiere noch mit einem **BBB-Rating ausgeben können, obwohl ihre Schulden im Trend zugenommen haben**. In den vergangenen drei Jahren hatten 52% aller neu auf den Markt kommenden Anleihen eine Bonitätsbewertung dieser Kategorie (die als niedrigste noch als kreditwürdig bezeichnet wird). Würden sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verschlechtern, würden viele dieser Firmen in operative Schwierigkeiten geraten, ihre Kreditwürdigkeit würde sinken, ihre Refinanzierungskosten würden plötzlich steigen und die Investitionsmöglichkeiten leiden. (...) Die Institutionellen wären aus regulatorischen Gründen gezwungen, die betroffenen Papiere in einer Phase abzustossen, in der viele adverse Phänomene zusammenzukommen drohen. «

NZZ 2-2020

## «Alles nicht so schlimm»

«A report from Bank of America in January found that just 0.3% of triple-B issuers were downgraded to junk last year, a record low. "We expect less than \$100 billion of Fallen Angels [companies demoted to junk status from investment grade] during the next recession," the BofA analysts say.»

Almost Daily's Grant 2-2020

# Wie schlimm steht's um USA BBB?

Oder: Wie gut schlägt sich Team USA BBB?

## TEAM USA BBB (78 Firmen)

Agilent Technologies Inc, Allergan PLC, Altria Group Inc, American Tower Corp, Analog Devices Inc, Aon PLC, Apache Corp, AT&T Inc, AutoZone Inc, Boeing Co, Boston Scientific Corp, Bunge Ltd, Campbell Soup Co, Cardinal Health Inc, Cigna Corp, Conagra Brands Inc, Constellation Brands Inc, CSX Corp, CVS Health Corp, Discovery Inc, Dominion Energy Inc, DR Horton Inc, Eastman Chemical Co, Expedia Group Inc, FedEx Corp, FirstEnergy Corp, FMC Corp, GATX Corp, General Electric Co, General Mills Inc, Harley-Davidson Inc, Hasbro Inc, Hubbell Inc, Ingersoll-Rand PLC, JM Smucker Co, Johnson Controls, Kansas City Southern, Kohl's Corp, Kroger Co, L3Harris Technologies Inc, Laboratory Corp of America Holdings, Macy's Inc, Marathon Oil Corp, Martin Marietta Materials Inc, McDonald's Corp, McKesson Corp, Micron Technology Inc, Molson Coors Beverage Co, Mondelez International Inc, Moody's Corp, National Fuel Gas Co, Newmont Corp, NiSource Inc, Noble Energy Inc, Norfolk Southern Corp, Northrop Grumman Corp, Quest Diagnostics Inc, Republic Services Inc, Roper Technologies Inc, Royal Caribbean Cruises Ltd, Ryder System Inc, Sherwin-Williams Co, Starbucks Corp, Steel Dynamics Inc, Thermo Fisher Scientific Inc, Tiffany & Co, Timken Co, Tyson Foods Inc, United Technologies Corp, Valero Energy Corp, Verizon Communications Inc, ViacomCBS Inc, Western Union Co, Weyerhaeuser Co, Whirlpool Corp, Williams Cos Inc, Zimmer Biomet Holdings Inc

## TEAM USA BB (45 Firmen)

AES Corp/VA, Alcoa Corp, Ashland Global Holdings Inc, Avis Budget Group Inc, Ball Corp, Becton Dickinson and Co, Bed Bath & Beyond Inc, Brinker International Inc, Carpenter Technology Corp, Centene Corp, Charles River Laboratories International Inc, Crown Holdings Inc, DCP Midstream LP, EnerSys, EQT Corp, Equinix Inc, Ford Motor Co, Freeport-McMoRan Inc, Gap Inc, Goodyear Tire & Rubber Co, Hess Corp, Huntsman Corp, Iron Mountain Inc, L Brands Inc, Lamar Advertising Co, Magellan Health Inc, MSCI Inc, Murphy Oil Corp, Netflix Inc, Newell Brands Inc, NortonLifeLock Inc, NuStar Energy LP, Olin Corp, Pitney Bowes Inc, PulteGroup Inc, Range Resources Corp, Silgan Holdings Inc, Southwestern Energy Co, TEGNA Inc, United Rentals Inc, VeriSign Inc, Wyndham Destinations Inc, Wynn Resorts Ltd, Xerox Holdings Corp

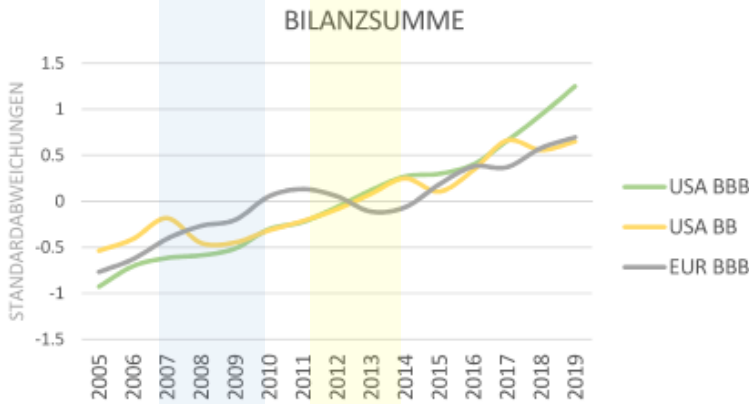
## TEAM EUROPA BBB (59 Firmen)

Accor SA, Adecco Group AG, Akzo Nobel NV, Alstom SA, Anheuser-Busch InBev SA/NV, ArcelorMittal SA, Arkema SA, Ashtead Group PLC, Barry Callebaut AG, Bayer AG, British American Tobacco PLC, Buzzi Unicem SpA, Capgemini SE, Carrefour SA, Cie de Saint-Gobain, Continental AG, Danone SA, Deutsche Lufthansa AG, Deutsche Telekom AG, DS Smith PLC, DSV PANALPINA A/S, E.ON SE, easyJet PLC, Enel SpA, Fortum Oyj, Fresenius Medical Care AG & Co KGaA, Fresenius SE & Co KGaA, Husqvarna AB, Iberdrola SA, Imperial Brands PLC, ITV PLC, Koninklijke KPN NV, Koninklijke Philips NV, LANXESS AG, Metsa Board Oyj, Orange SA, Panasonic Corp, Pearson PLC, Pernod Ricard SA, Peugeot SA, Publicis Groupe SA, RELX PLC, Renault SA, Repsol SA, SES SA, Smiths Group PLC, Snam SpA, Stagecoach Group PLC, Stora Enso Oyj, Suedzucker AG, Telefonica SA, Tesco PLC, UPM-Kymmene Oyj, Valeo SA, Veolia Environnement SA, Vivendi SA, Vodafone Group PLC, WPP PLC

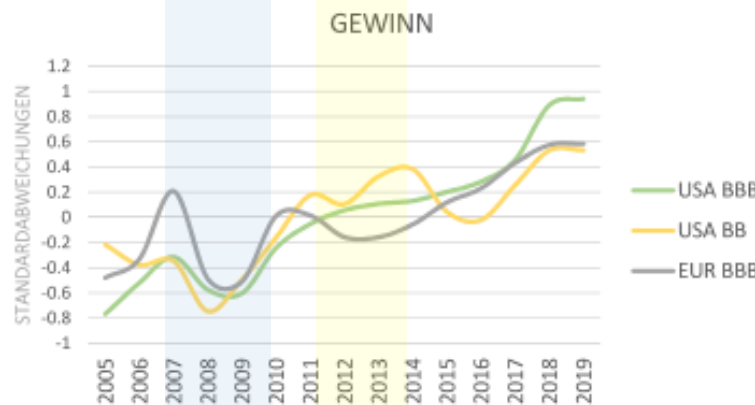
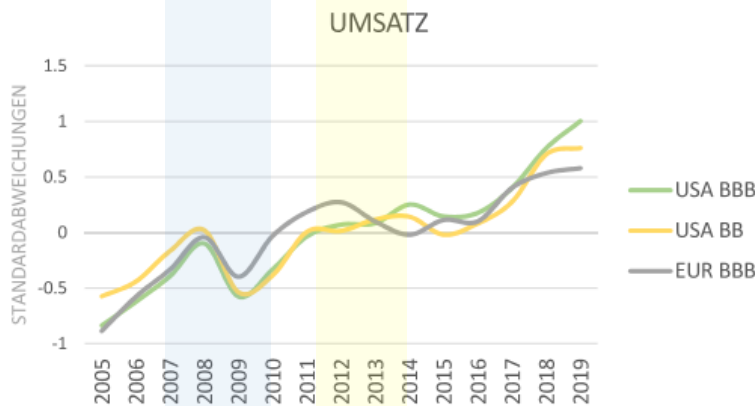
Wir untersuchen die Kohorte der heutigen USA BBB, vergleichen aber auch mit USA BB und Europa BBB

*Wie sieht die Situation auf den  
ersten Blick aus?*

# Dynamisches Wachstum in Umsatz, Bilanzsumme und Gewinn...



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen



FINANZ-KRISE

EURO-KRISE

- Bilanzen, Umsatz und Gewinn wachsen dynamisch
- **Besonders starker Wachstumstrend bei USA BBB**
- Man sieht die Verwerfungen in den beiden grossen Krisen
- Umsätze und Gewinne haben einige Zeit gebraucht, die Krise zu verdauen
- Das Wachstum hebt jetzt geradezu ab

...wo ist eigentlich das (BBB-) Problem?

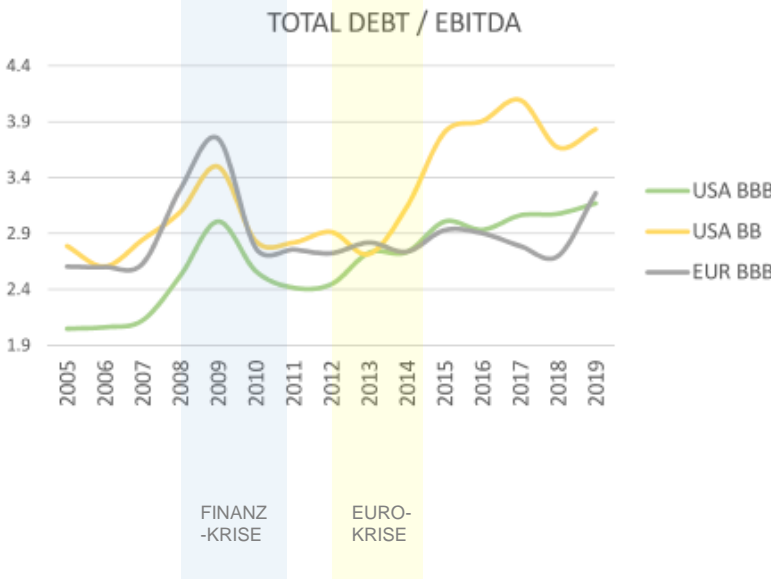
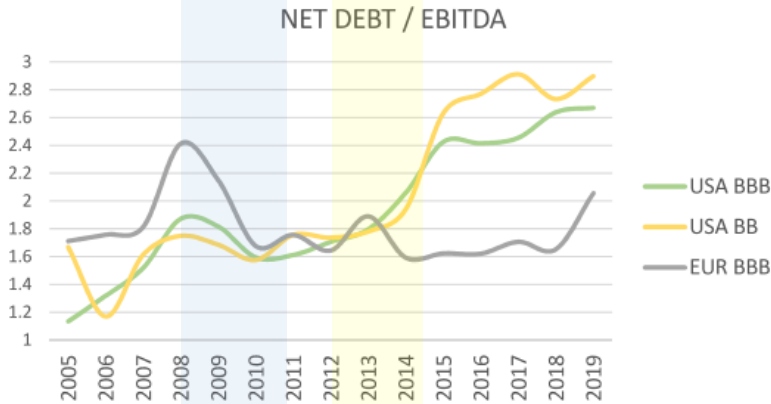
*Zweiter Blick:*

*«Net Debt / EBITDA»*

Das beliebteste Mass im Finanzmarkt:  
«Net Debt / EBITDA»

Negativ!

Leverage ist historisch hoch und steigt ...



- Alle suchen Unternehmen mit «soliden Bilanzen»
- Selektioniert wird oft mit Hilfe des operativen Leverages Net Debt/Ebitda
- USA BBB: Im Durchschnitt ist ein erhöhter Leverage feststellbar
- Und ja, der Leverage ist im USA BBB fast gleich hoch wie im USA BB, das ist allerdings historisch nichts Besonderes
- Auch auf Basis Total Debt/EBITDA steigt der Leverage
- «Debt» bedeutet hier: Finanzschulden, also Schulden bei Banken und Obligationären

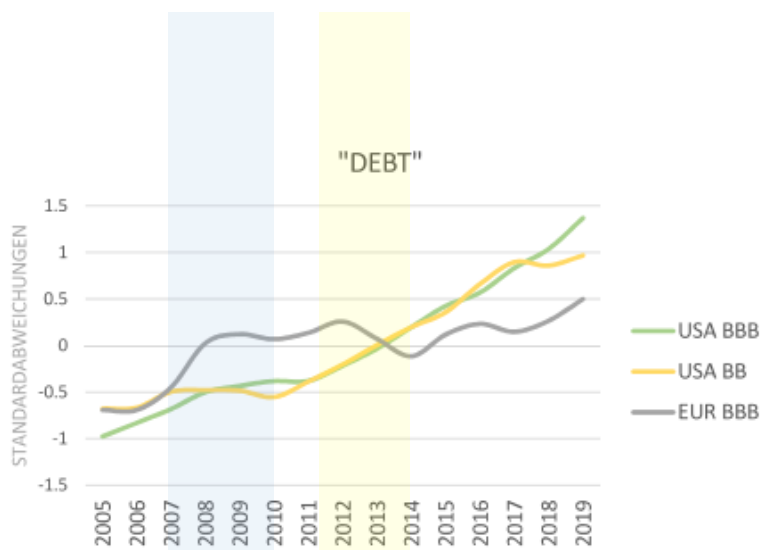
...aber macht Debt/Ebitda als Kennziffer für den Gläubiger Sinn?

*Wir schauen genauer hin:*

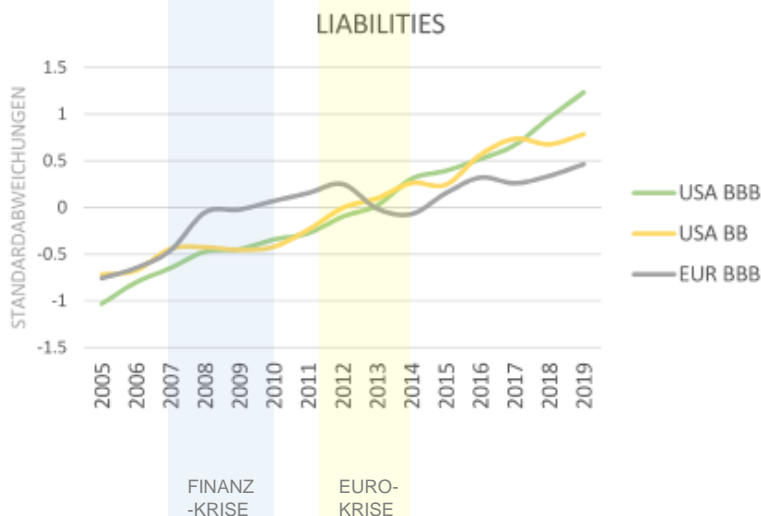
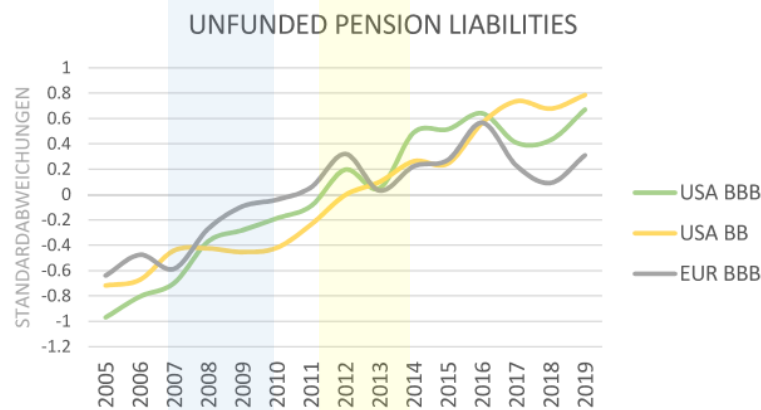
*Zuerst die Bilanz*



## Bilanz: «Debt» vs. «Liabilities»



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen



## Als ob die Firmen nur Finanzschulden hätten...

- Warum werden nur die Finanzschulden («debt» in debt/ebitda) angeschaut?
- Müssen etwa **Steuerschulden** und nicht **gedeckte Rentenverpflichtungen** nicht bezahlt werden?
- Diese zwei Faktoren wachsen ebenfalls, speziell im Fokus die ungedeckten Rentenverpflichtungen
- Die gesamten Verpflichtungen sind viel höher als die «Schulden» und schnell, **am schnellsten bei USA BBB**

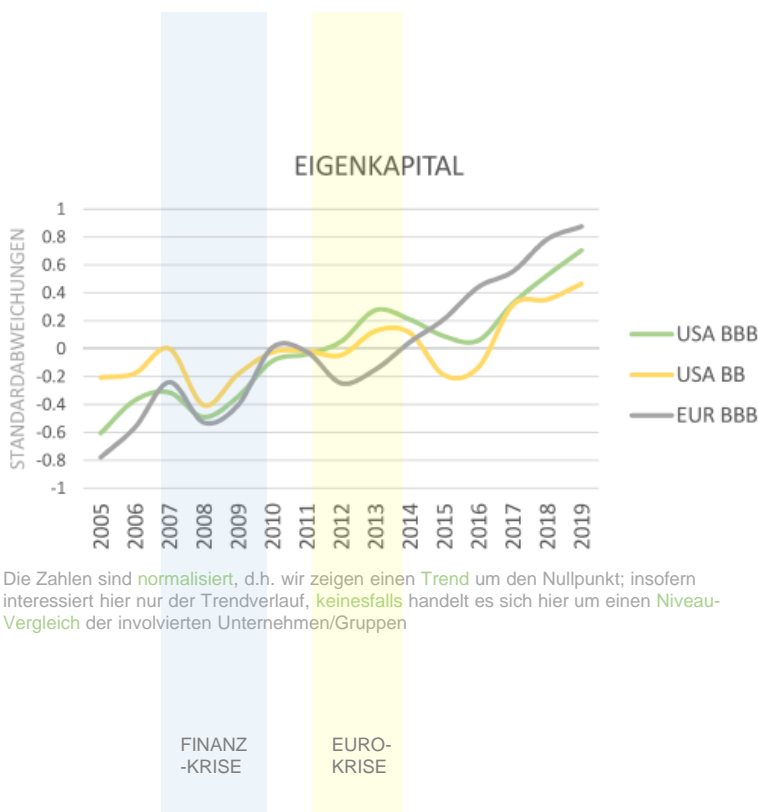
...die wahren Verpflichtungen sind viel höher und wachsen noch schneller, speziell bei **USA BBB**

2.6x

Median Net Debt / EBITDA der  
78 Firmen im USA BBB Sample

4.9x

Median Total Liabilities / EBITDA  
der 78 Firmen im UBS BBB  
Sample



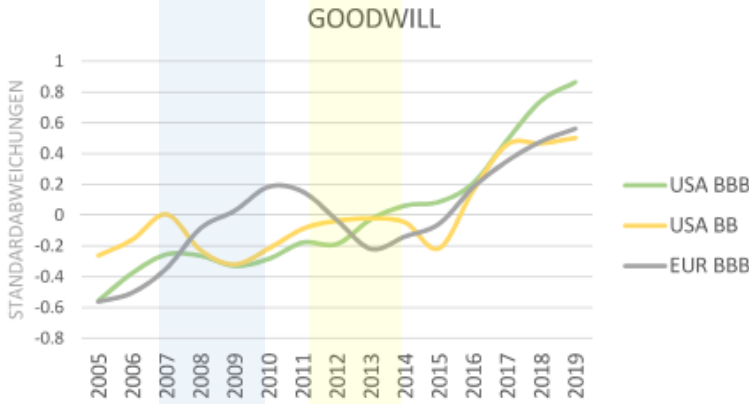
## Eigenkapital:

### Endlich: Das Eigenkapital steigt seit 3 Jahren deutlich...

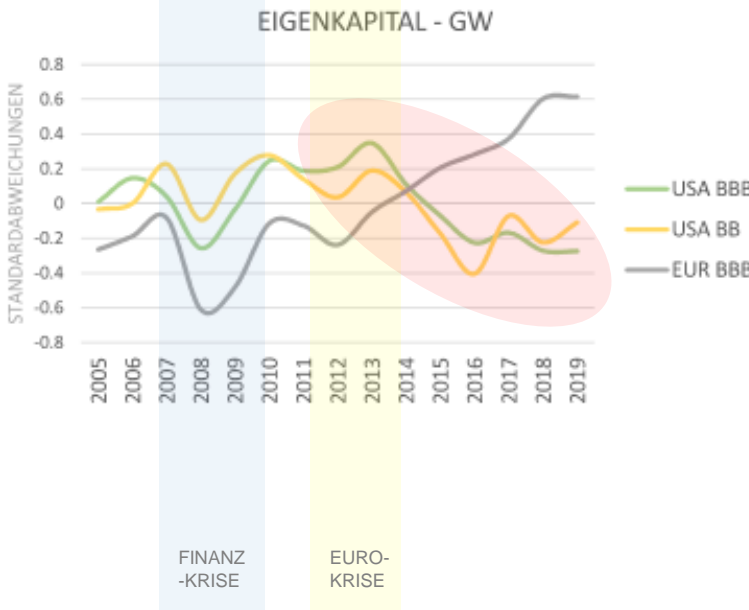
- Das Eigenkapital wächst wieder deutlich
- Zwischen dem Ausbruch der Krise im 2007 bis 2016 gab es kaum Wachstum im Eigenkapital
- Im USA BBB war das Wachstum des Eigenkapitals 2007-2016 besonders erbärmlich...
- ...notabene in einer Zeit, in der die Schulden ungehemmt angestiegen sind
- Seit 2016 ist das durchschn. EK im USA BBB um 30% gestiegen
- Aber: es gibt ein Pferdefuss

...aber die Unternehmen tricksen:

# Fassbares Eigenkapital wird Mangelware...



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen



- Durch die Übernahmewelle steigt der **Goodwill-Anteil** in den Bilanzen, u.z. der...
- ...**Akquisitions-Goodwill**, also zu teuer gekaufte Firmen und –Teile sind fiktives Eigenkapital, unbrauchbare Vermögensteile für Obligationäre im Falle des Konkurses

Goodwill pro Eigenkapital im Median:

USA BBB:	63% (!)
USA BB:	19%
EUR BBB:	40%

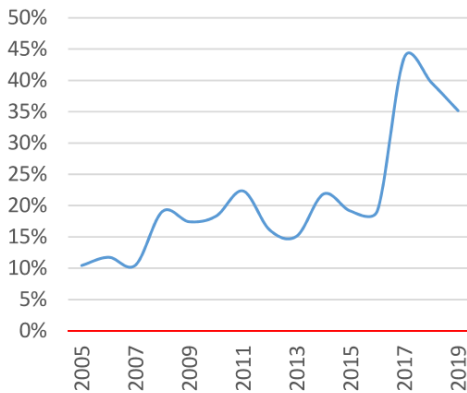
- Bereinigt man das Eigenkapital um die warme Luft, dann **fällt das Eigenkapital im USA BBB seit einigen Jahren dramatisch !!**
- D.h. dass die Sicherheitsmarge für den Obligationen gläubiger von USA BBB laufend schmilzt

$$\text{Eigenkapitalisierung} = \frac{(\text{Eigenkapital} - \text{Goodwill})}{(\text{Totalkapital} - \text{Goodwill})}$$

...ignoriert von Rating Agenturen und Analysten

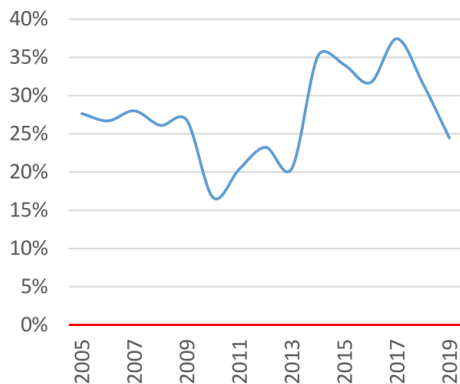
## Bilanz: Warum interessieren sich die Rating Agenturen nicht für Akquisitions-Goodwill?

MOODY'S CORP: GW / ASSETS



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen

S&P GLOBAL INC: GW / ASSETS



## Warum interessiert's die Rating-Agenturen nicht?

*Honi soit qui mal y pense*

- Von den Rating Agenturen hört man zum Thema Akquisitions-Goodwill nichts
- Vielleicht weil in den Bilanzen von Moody's Corp und S&P Global Inc selber massiv Goodwill schlummert?
- Nimmt man bei Moody's und S&P's den Goodwill raus, bleibt kein Eigenkapital mehr übrig
- Zeit, die Rating-Agenturen runter zu raten?

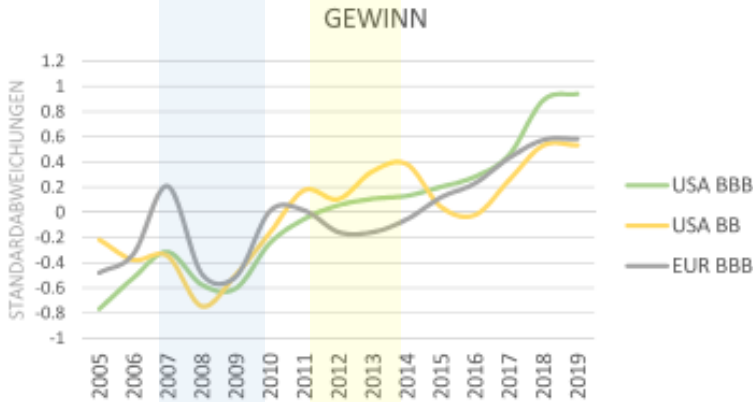
Die Rating-Agenturen haben ihre eigene Bilanz zerstört

*Fazit zur Bilanz:*

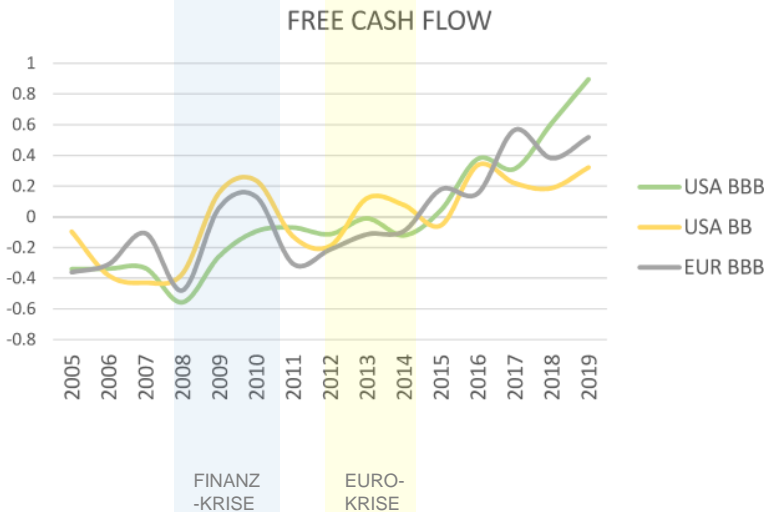
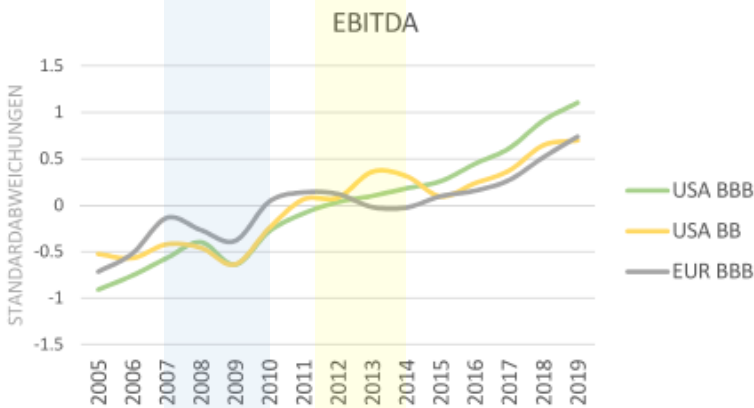
*Wir müssen alle Schulden anschauen, nicht nur die  
Finanzschulden und wir sollten fiktives Eigenkapital  
wegzählen!*

*Jetzt zur Erfolgsrechnung.:*

# Gewinne und Cash Flows wachsen dynamisch...



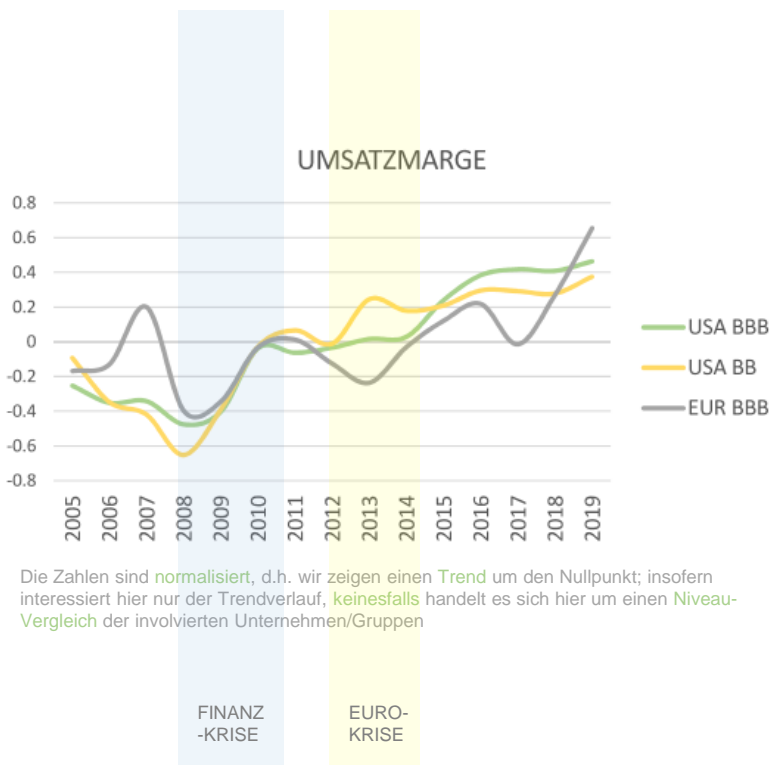
Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen



- Wir interessieren uns im Bereich der Gewinne v.a. für den Free Cash Flow, er ist weniger manipulierbar
- Und hier ist gerade USA BBB stark unterwegs
- 67 von 78 Firmen sind FCF-positiv und der durchschnittliche Trend ist hervorragend
- Wie man sieht, ist, bremsen Krisen das Wachstum massiv
- Gerät das Rating in Gefahr, können die Firmen mit positivem FCF die Ausschüttungen zurücknehmen
- Aber: 2008 zeigt, dass die Gewinne bei starken Krisen keinesfalls immun sind, auch USA BBB nicht

...wie sollen bei diesen Gewinnen die BBB zu einem Problem werden, egal wie viel Schulden sie haben?

## Die Umsatz-Margen boomen...



Umsatzmarge =

EBITDA / Umsatz

- Die Trends der Umsatzmargen sind allesamt positiv, ja sogar spektakulär
- In sämtlichen Samples stehen die durchschnittlichen Umsatzmargen auf einem Höchstpunkt
- Die Umsatzmarge von USA BBB gibt zu keiner Kritik Anlass
- Die Median-Umsatzmarge der 78 USA BBB-Unternehmen ist bei 22%, höher als bei USA BB und EUROPA BBB
- Oft wird die Befürchtung geäußert, dass hohe Umsatzmargen zurück zum Durchschnitt pendeln könnten, von einem «return to the mean» ist aber wenig ersichtlich, vielmehr ist der Trend seit 11 Jahren nach oben gerichtet

...und kein Return to the Mean zu beobachten



*Fazit zur Bilanz:*

*Wir müssen alle Schulden anschauen, nicht nur die  
Finanzschulden und wir sollten fiktives Eigenkapital  
wegzählen!*

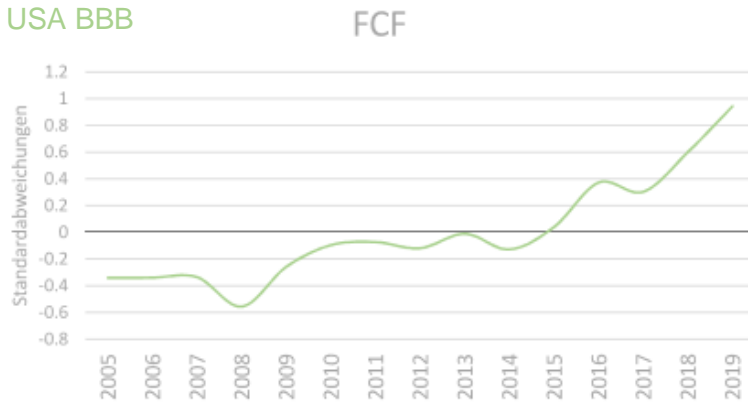
*Fazit zur Erfolgsrechnung:*

*Gewinne und Margen stark!*

*Wir verbinden Bilanz- und ER-Zahlen  
und schauen auf die Substanz der  
Unternehmen:*

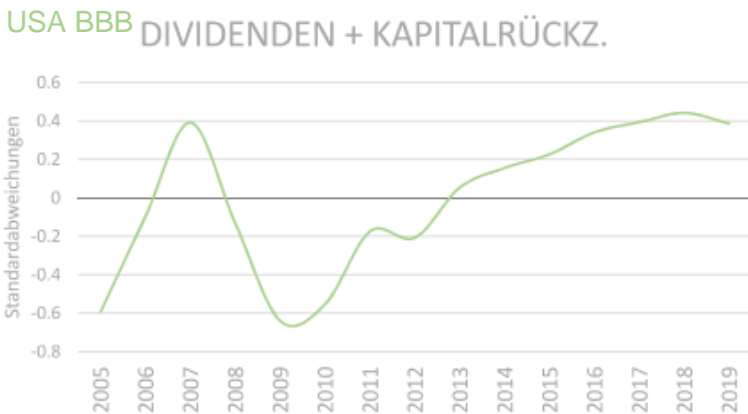
## Free Cash Flow: Was bleibt für den Obligationär übrig?

Es ist ein gutes Zeichen, dass der FCF sprudelt....



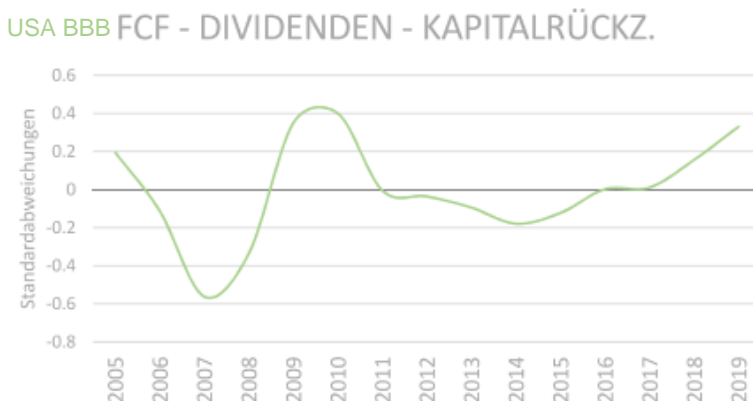
Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen

- Ja, der FCF geht durch die Decke
- Die Firmen im USA BBB schütten aber auch immer mehr an die Aktionäre aus
- Bleibt nach Dividenden und Kapitalrückzahlungen genug übrig um die Substanz der Unternehmen zu erhalten?



- Das Wachstum netto sieht nicht berauschend aus
- Bereits haben 1/3 der 78 Firmen im USA BBB einen negativen Net Free Cash Flow (nach Aktionärsausschüttungen)
- Natürlich: Die Firmen können die Ausschüttungen reduzieren um die Bilanz zu entlasten, aber das scheuen die Manager wie der Teufel das Weihwasser, denn dann bricht der Aktienkurs sofort ein

## Was bleibt übrig für den Obligationär?

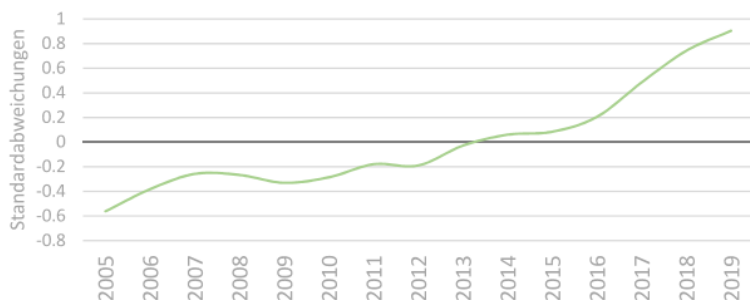


...aber bleibt auch genug für die Substanzerhaltung übrig?

## Zieht USA BBB den Obligationär über den Tisch?

USA BBB

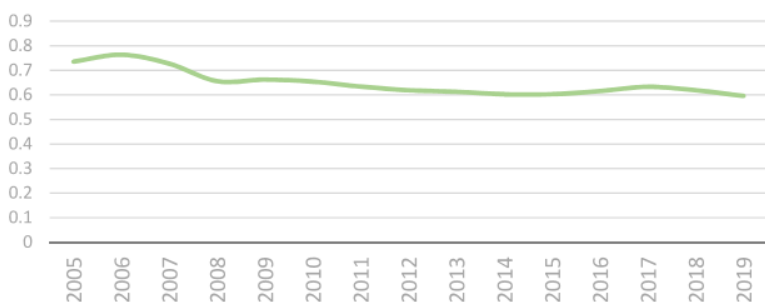
GOODWILL



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen

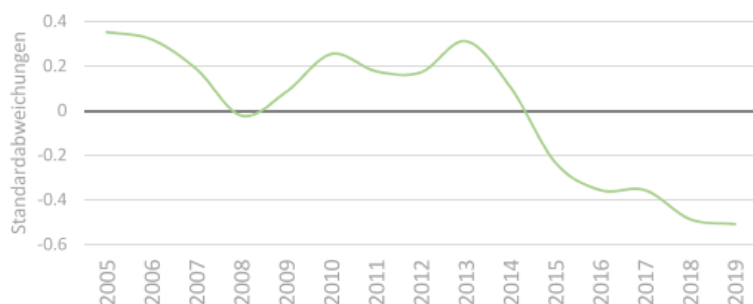
USA BBB

GOODWILL / INTANGIBLES



USA BBB

TANGIBLE EQUITY



## Schütten die Firmen Gelder an die Aktionäre aus, die für die Substanzerhaltung wichtig wären?

- Immer mehr von der Substanz besteht aus heisser Luft (Akquisitionsgoodwill); im Falle der Insolvenz verflüchtigt sich dieser «Vermögens»-Anteil für den Obligationär

- Es wird oft behauptet, dass die Unternehmen heute viel weniger Fixed Assets und viel mehr Intangibles aufweisen

- In der Tat steigen die Intangibles im Durchschnitt rasant, aber: Der Anteil des Akquisitionsgoodwill an den Intangibles ist nicht gefallen

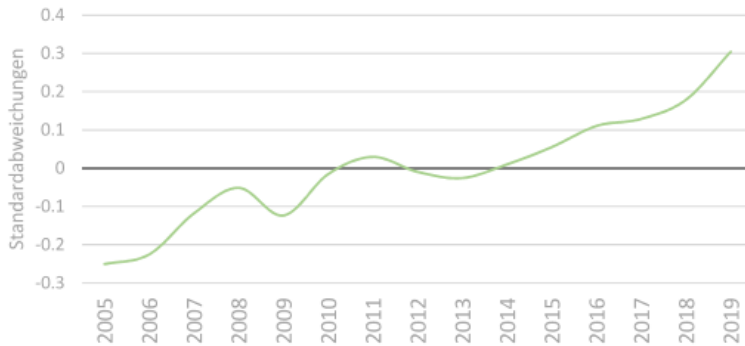
- Und warum sollten Intangibles besser zu verkaufen sein im Insolvenz-Fall als Fixed Assets?

Die Substanz im USA BBB sieht schwer beschädigt aus!

## Was macht die Basis der zukünftigen Gewinne?

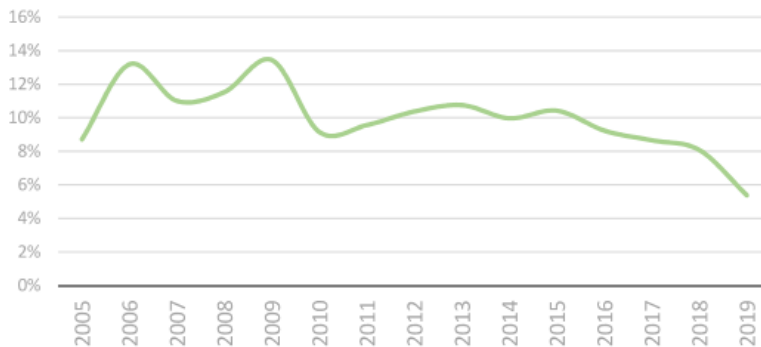
USA BBB

F&E



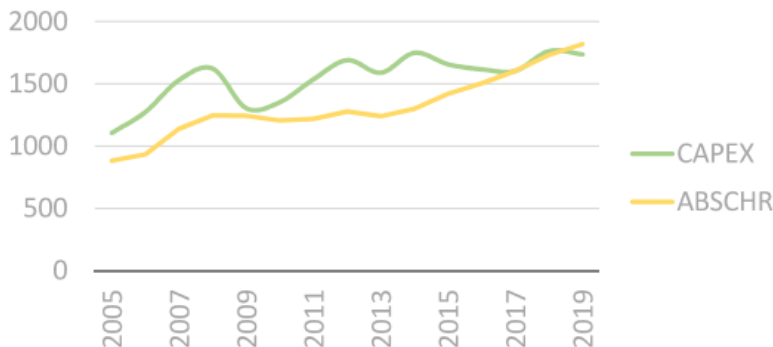
Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der **Trendverlauf**, **keinesfalls** handelt es sich hier um einen **Niveau-Vergleich** der involvierten Unternehmen/Gruppen

F&E / EBITDA



USA BBB

CAPEX - ABSCHREIBUNGEN



## Investieren die Firmen wenigstens in die Zukunft?

- Unglaublich: 41 Firmen von 78 im USA BBB –also mehr als die Hälfte - rapportieren, dass sie Null für Forschung und Entwicklung ausgeben!

- Zwar steigen die F&E-Ausgaben insgesamt im Schnitt an, aber wir trauten unseren Augen nicht, als wir die F&E-Ausgaben im Verhältnis zu EBITDA errechnet haben:

- 6%, ein Rinnsal des Gewinnes wird in Forschung und Entwicklung gesteckt

- Dabei sind die F&E die Basis der zukünftigen Gewinne, genau wie die Capex

- Und auch hier: Die Capex wachsen kaum, sie sind im Schnitt unter die Abschreibungen gefallen

Die Zahlen sehen schockierend aus

*Fazit zur Bilanz & Erfolgsrechnung:*

- *Bilanzen sind legal geschönt*
- *Gewinne sind gesund*
- *Firmen vernachlässigen die Substanz*

*Grund genug, zwei Fragen zu stellen:*

# 1. Frage:

Beschönigt das – bereits Besorgnis erregende – Debt/Ebitda sogar noch die effektive Sachlage?

## Ja: Brutal gefährlich

- Die Firmen in USA BBB haben **offensichtlich** in Richtung «Net Debt/EBITDA» **optimiert**, die Rating Agenturen haben das zugelassen
- **Im Rezessionsfall** fallen die EBITDA schnell und deutlich, die Schulden bleiben, es kommt zu **schlagartigen katapultartigen Bonitätsverschlechterungen**
- Beim sowieso zweifelhaften «Net Debt» wird von den Schulden die Liquidität abgezogen, man muss sich fragen wieviel dieser Liquidität für die immer grosszügigeren Dividenden und Aktienrückkäufe gebraucht werden; statt für die Schuldentilgung; bremst die Firma bei den Ausschüttungen wird sie sogleich vom Aktienmarkt abgestraft

## Ja: Wichtige Aspekte ausgeklammert

- Net Debt/EBITDA fokussiert nur auf die Finanzschulden, die totalen Verpflichtungen sind aber viel höher!
- Net Debt / EBITDA verschleiern eine gefährliche Gemengenlage:
- Die Kapitalisierung im USA BBB ist erbärmlich, das ist im Net Debt/EBITDA nicht ersichtlich
- Die Substanz im USA BBB ist zerrüttet, das ist im Net Debt/EBITDA nicht ersichtlich
- Die Firmen im USA BBB schütten enorm viel ihres EBITDA an die Aktionäre aus, das ist im Net Debt/EBITDA nicht ersichtlich

## 2. Frage

Passiert bei **USA BBB** etwas **Spezielles**, Einzigartiges?  
Ist USA BBB besonders problematisch?

### Ja

- Im Guten: Die Firmen im **USA BBB** wachsen unglaublich dynamisch, dynamischer als anderswo, und zwar bei Bilanzsumme, Umsatz und Gewinn
- Im Schlechten: **USA BBB** hat aber auch den grössten Anstieg der Verschuldung basierend auf Net Debt/EBITDA bewerkstelligt, der Anstieg ist auch konsistenter als bei den anderen Samples
- Der Trend der Schuldenexplosion ist bei **USA BBB** auch dann am ausgeprägtesten, wenn man die totalen Verpflichtungen betrachtet
- Goodwill ist bei **USA BBB** besonders endemisch, mit 63% des Eigenkapital hat es die Bilanzen geradezu zerrüttet
- In den USA fällt die Eigenkapitalisierung, in Europa steigt sie, wenn man die heisse Luft vom Eigenkapital abzieht
- **USA BBB** schlägt bzgl. Goodwill alle Anderen um Längen

### Nein

- Der Gewinntrend ist nicht fundamental verschieden, auch die Trends der Umsatzmargen sind ähnlich bei USA BBB, BB und Europa BBB
- Keines der Samples ist gefeit gegen Rezessionen: Die Gewinne von USA BBB dürften in einer Krise à la 2008 einbrechen, ebenso wie bei den anderen Samples

Unser Fazit USA BBB:

**Ja: USA BBB ist speziell, u.z. speziell problematisch**

*Wie schlecht ist USA BBB dran?*

*7 Bausteine für eine  
Bonitätseinschätzung*



# I Eigenkapitalisierung ex Goodwill



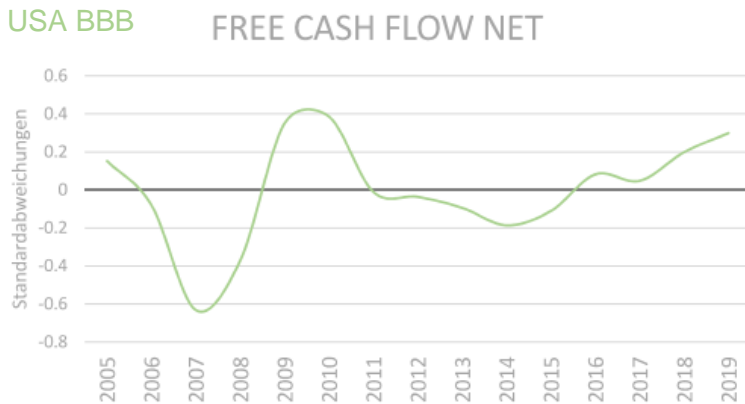
Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

Eigenkapitalisierung =

$$\frac{(\text{Eigenkapital} - \text{Goodwill})}{(\text{Totalvermögen} + \text{Operating Leases} - \text{Goodwill})}$$

- Bauen die Firmen Substanz auf oder ab?
- USA BBB verfügt über ein tiefes Eigenkapitalpolster
- Wir haben den Akquisition-Goodwill von Vermögen und Eigenkapital entfernt
- 2005 war die durchschnittliche Eigenkapitalisierung der heutigen BBB Kohorte bei 26%; heute ist sie bei knapp 7% (!)
- Eine tiefe Eigenkapitalisierung ist das Spiegelbild eines ungebremsten Schuldenaufbaus, eine Folge der rekordtiefen Zinsen und der Geduld der Rating Agenturen
- Übrigens: Die heutige BBB Kohorte war im 2005 im Schnitt ebenfalls BBB, fast identisch wie heute gerated

Wie sollen die Firmen  
mit so wenig EK einer  
Rezession  
standhalten?



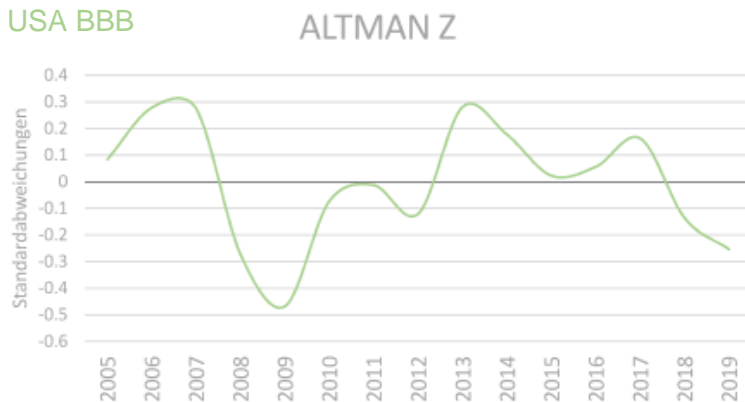
Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

Free Cash Flow netto =

Free Cash Flow  
-  
Dividenden  
-  
Aktienrückkäufe

- Erwirtschaftet die Firma genug Geld um die Substanz für den Obligationär zu pflegen?
- Wir haben dies schon besprochen: Die Gewinne und die **Cash Flows von USA BBB sind beeindruckend**
- Beeindruckend sind **aber** auch die Aktionärsausschüttungen
- Anscheinend ist der Grossteil der Aktionärsausschüttungen durch FCF und nicht neuen Schulden bezahlt worden; immerhin
- Per Saldo bleibt ein Wachstum des Net FCF, das erstens viel tiefer ist als des Brutto FCF, und zweitens niveaumässig erst den Zustand während der Krise hergestellt hat

...Net FCF wächst, aber weniger Dynamik als bei den Schulden



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

Altman Z =

:

$$Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

- $X_1 = (\text{Umlaufvermögen} - \text{kurzfristige Verbindlichkeiten}) / \text{Bilanzsumme}$ ,
- $X_2 = \text{einbehaltene Gewinne} / \text{Bilanzsumme}$ ,
- $X_3 = \text{Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)} / \text{Bilanzsumme}$ ,
- $X_4 = \text{Marktwert des Eigenkapitals} / \text{Summe der Verbindlichkeiten}$ ,
- $X_5 = \text{Umsatz} / \text{Bilanzsumme}$

- Steigt die Wahrscheinlichkeit eines Überlebens oder fällt sie?
- Altman Z betrachtet mehrere Aspekte der Gesundheit eines Unternehmens und ist deshalb der breiteste Indikator in unserem Modell
- Erstaunlich: Trotz langer, guter Konjunktur ist das durchschn. Altman Z im USA BBB seit längerer Zeit am serbeln
- Eigentlich hätten die Firmen in dieser langen Konjunktur Fett anfressen sollen und ihre Solvabilität erhöhen sollen für den Fall, dass diese Konjunktur zu Ende gehen könnte

Beunruhigender Trend  
im Altman Z



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

- Wird die Firma profitabler, wenn man das Risikoprofil berücksichtigt?
- Erhöht die Aufnahme von zusätzlichen Schulden die Profitabilität der Firma?
- Anscheinend nicht! Im USA BBB gilt die Regel, dass der Grenzertrag von Schulden fällt, wenn man es von der Margenseite anschaut
- Der Trend ist unzweifelhaft negativ

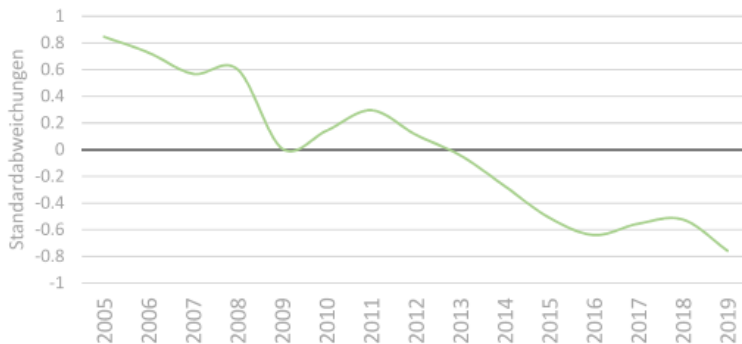
Risikoadjustierte Marge =

$$\frac{\text{EBIT Marge}}{(\text{Total Debt} / \text{Total Equity})}$$

Negativer Trend

USA BBB

UMSATZ / SCHULDEN



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

Sales / Liabilities =

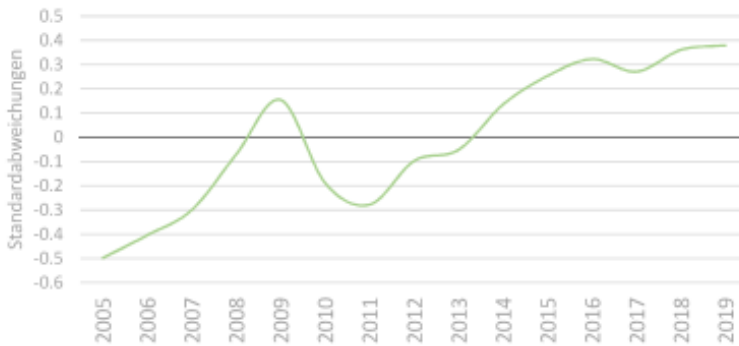
$$\frac{\text{Umsatz}}{\text{Schulden}}$$

- **Lohnt sich die Inkaufnahme von mehr Schulden beim Umsatz?**
- **Erhöht die Aufnahme von zusätzlichen Schulden die Aktivität der Firma?**
- **Anscheinend nicht! Im USA BBB gilt die Regel, dass der Grenzertrag von Schulden fällt, auch wenn man es von der Verkaufsseite anschaut**
- **Der Trend ist unzweifelhaft negativ**

Negativer Trend

USA BBB

LEVERAGE ^2



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

- Steigt der Gesamt-Leverage oder fällt er?
- Basiert auf Bilanzleverage und operativem Leverage
- Wir haben ein Mass kreiert, das sowohl die Schulden, Vermögen und die Rohgewinne umfasst, es ist eine Verbindung von Bilanz- und Op.Leverage
- Der Trend ist klar, der Leverage von USA BBB ist auf dem höchststand seit 2005

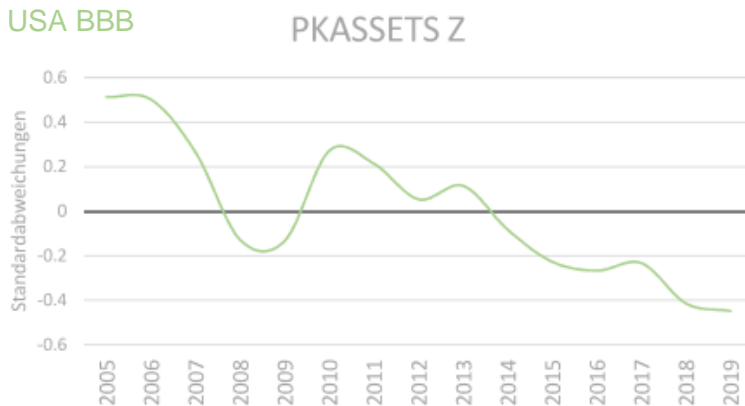
Leverage ^2=

$$\text{EBITDA} \times (\text{Vermögen} + \text{Op.Leases} - \text{Goodwill})$$

/

$$(\text{Schulden} + \text{Op.Leases})^2$$

Total Leverage auf dem Höchststand



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

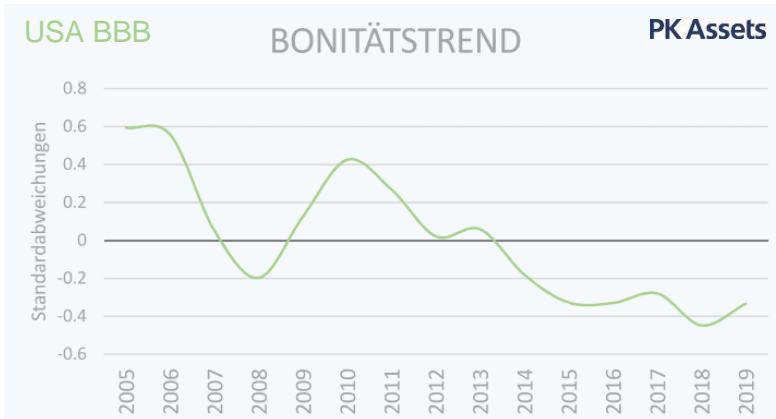
PK Assets Z =

Warnsignale von

- Risikoadjustierte EBITDA-Marge
- Leverage<sup>2</sup> basierend auf Finanzschulden
- Interest Cover
- Enterprise Value / Debt
- Asset Cover

- Gibt es Warnsignale, die mit gängigen Indikatoren nicht aufgefangen werden?
- PK Assets Z umfasst risikoadjustierte Marge, Leverage und Asset Coverage
- PK Assets sucht nach zusätzlichen Warnsignalen und baut diese als Dummy in die Gleichung ein
- Falls negativ, wird auch Interest Coverage und EV/Debt gewichtet
- Je mehr Warnsignale, desto tiefer fällt das Mass

Die Warnsignale sind  
breit anzutreffen



Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

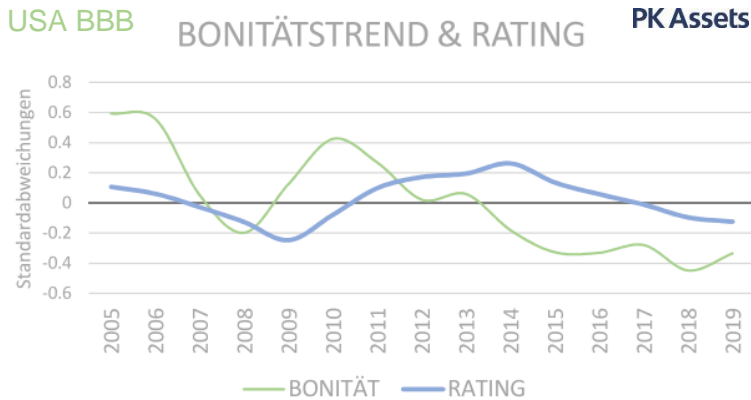
- Der Bonitätstrend ist negativ...
- ...und am Tiefpunkt der Historie seit 2005
- Und dies nach einer präzedenzlos langen Konjunktur

1. Massiver Verlust an Eigenkapital-Polster
2. Verhaltene Wachstum im Netto FCF
3. Fallendes Altman Z
4. Fallender Grenznutzen der steigenden Schulden
5. Hoher Gesamt-Leverage
6. Viele Warnsignale

Basierend auf dem Durchschnitt:

USA BBB geht mit einer minimalen Marge in die nächste Rezession





Die Zahlen sind **normalisiert**, d.h. wir zeigen einen **Trend** um den Nullpunkt; insofern interessiert hier nur der Trendverlauf

Das Durchschnittsrating der BBB-Kohorte beträgt aktuell exakt BBB in der Mitte

- Entscheidend für einen Melt-Down sind die Rating-Agenturen
- BBB sind an der kritischen Barriere von Investment Grade und Junk
- Noch ist punkto Rating im Durchschnitt wenig passiert
- Es muss wenig passieren – oft nur 1 Notch Downgrade – und es passiert einiges mit dem Preis des Bonds und dem Markt, sofern es sich um einen wichtigen Credit handelt
- Mit einigem guten Willen kann man unser Bonitätsmass als Vorläufer für die Ratings anschauen
- Unser Mass ist am Tiefpunkt der Historie seit 2005, das würde einiges, vielleicht entscheidendes, negatives implizieren für die kommenden Quartale

Er sieht wie ein Vorläufer aus, das verheißt nichts Gutes

*Es gibt offensichtlich ein USA BBB Problem*

*Ist es ein Problem einiger weniger Unternehmen?*

*Ist es ein breites Problem?*

*Braucht es eine Rezession für eine Krise?*

*Oder kommt die Krise auch bei tiefem Wachstum?*

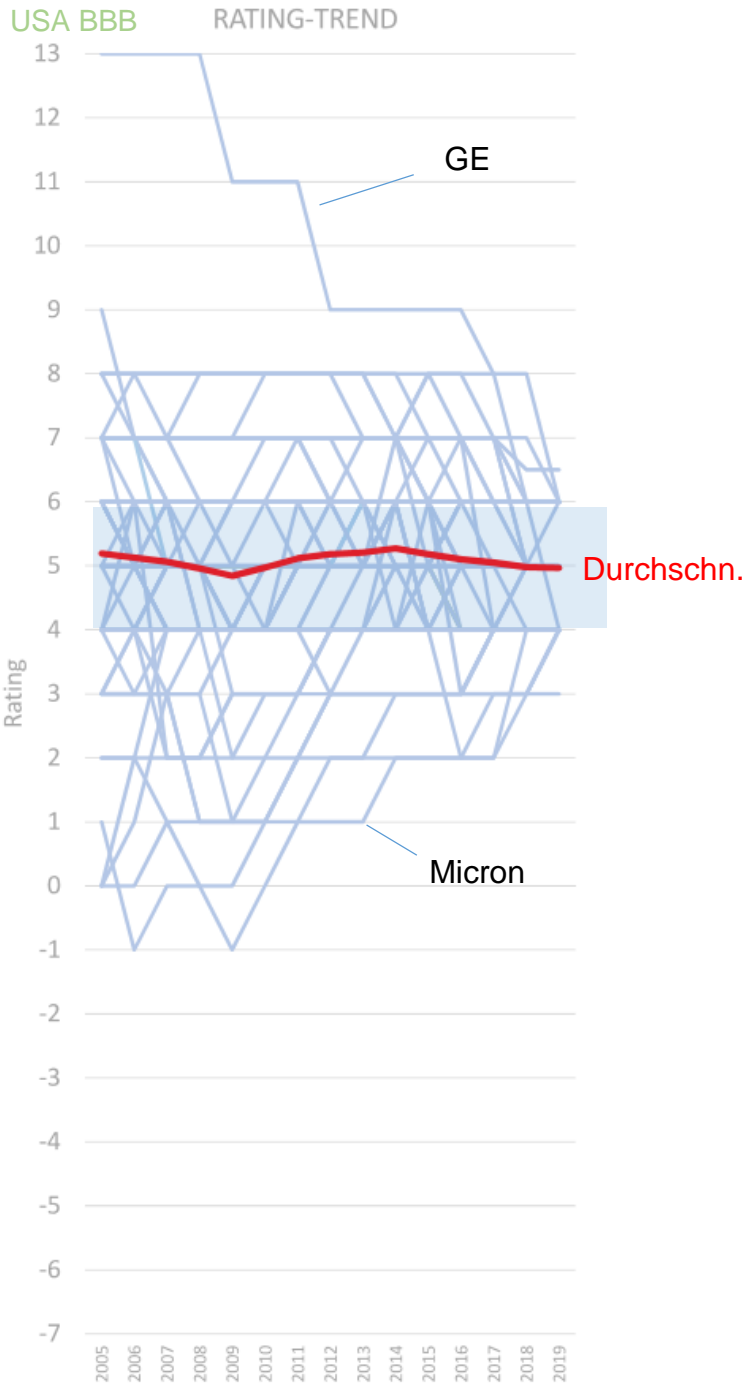
*Der Versuch einer Beantwortung:*

*Wir fangen an mit der Frage ob die  
bisherigen Aussagen der Durchschnitts-  
Betrachtung die wichtigsten Antworten  
liefern*

*Ist der Durchschnitt repräsentativ für die  
individuellen Trends der 78 Firmen im  
USA BBB-Sample?*

*Welche und wie viele Unternehmen  
sind denn gefährdet?*

# Woher kommen die heutigen USA BBB?



Rating-Bereich von -7 = C bis +13 = AAA

BBB+ ist 6  
 BBB ist 5  
 BBB- ist 4

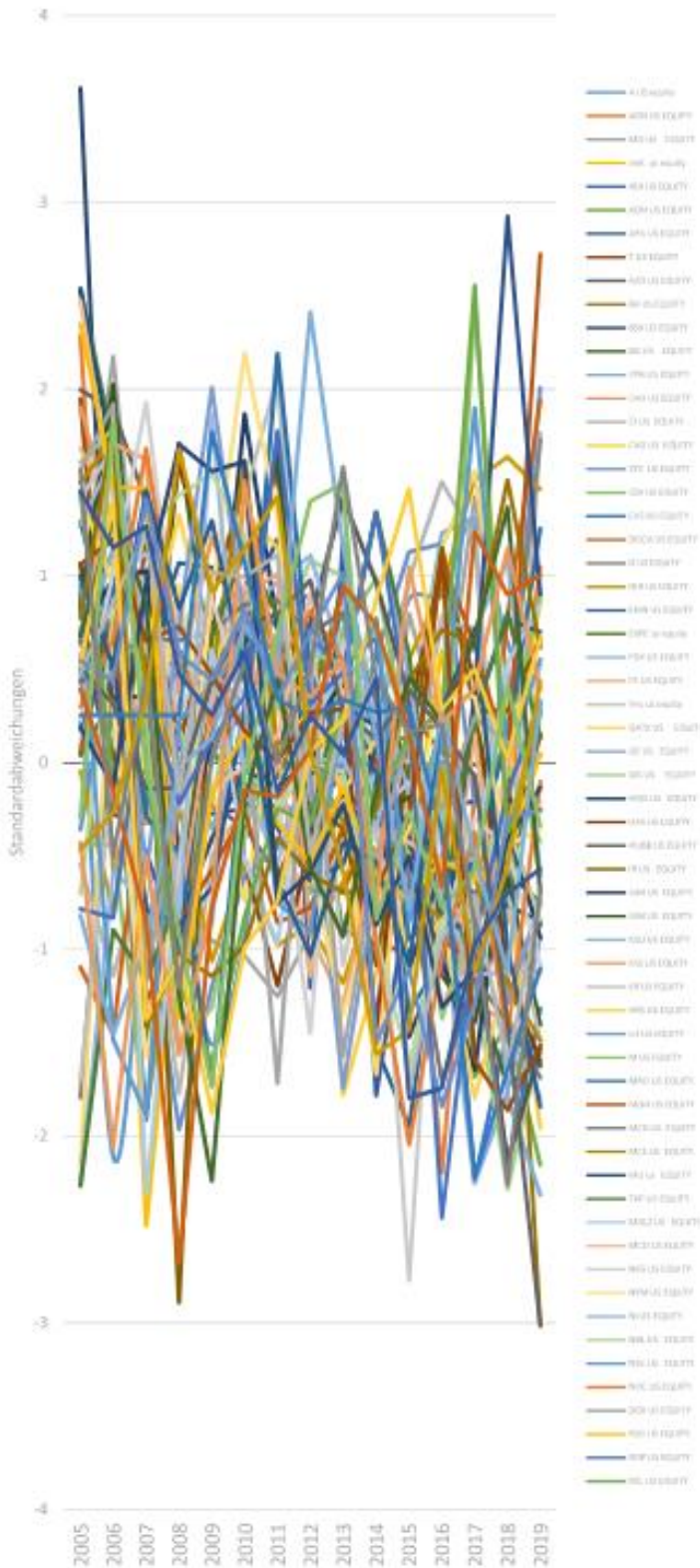
- Interessant: Der Bonitätstrend (gemäss unserem Ansatz) ist negativ, der Rating-Trend ist seitwärts
- Die (heutige!) BBB Kohorte ist kein stabiler, monolithischer Block von krisenerprobten, wettergegerbten Einmal/Immer-BBB Firmen sondern ein Sammelsurium Firmen im BBB auf der Durchfahrt nach oben und unten
- Es gibt Firmen wie GE, die kommen von oben, in diesem Falle von AAA (!), und es gibt Micron, kommend vom B1
- Was bedeutet das?
- Wie sollen die Firmen auf der Durchfahrt nach unten den Verfall bremsen, wenn das Klima unwirtlicher wird?

Offensichtlich ist es auch wichtig, die Verteilung im Sample anzuschauen

# Alle 78 USA BBB Firmen auf einen Blick

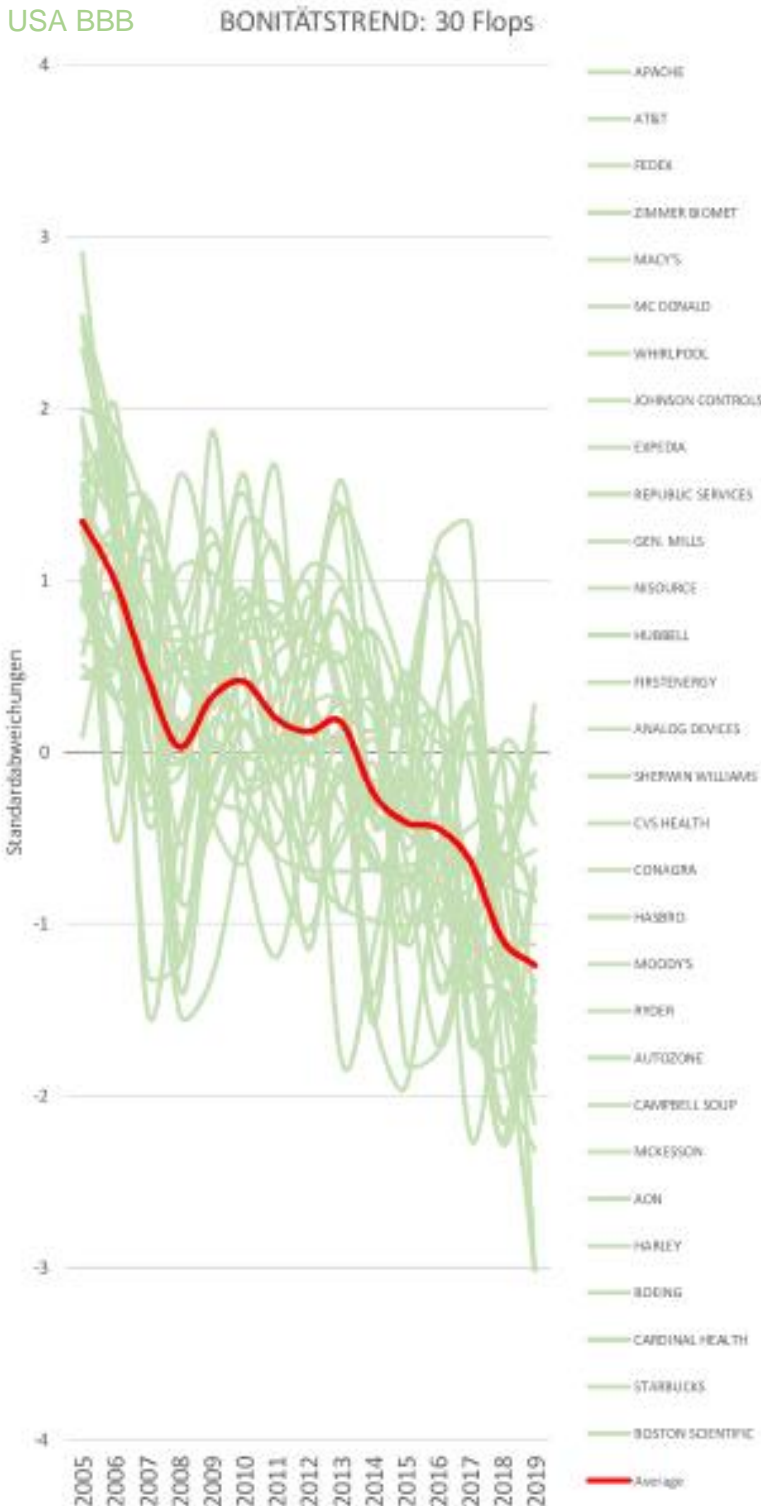
USA BBB

BONITÄTSTREND



- So klar die durchschnittlichen Trends so unklar die Verteilung
- Der Chart zeigt zunächst, dass die **individuellen Schicksale deutlich verschieden sind vom Durchschnitt**
- Es gibt eine Menge Firmen, die einen positiven Trend aufweisen
- Es gibt aber auch jede Menge Firmen, die einen schlechten, zum Teil katastrophalen Trend aufweisen
- Klar ist: Es findet eine massive Divergenz statt: Es scheint so, dass zwischenzeitlich eine gewisse Konvergenz stattgefunden hat, die aber wieder komplett in eine Divergenz umgeschlagen hat
- D.h. es gibt einige Kandidaten für Fallen Angels

**Klare Divergenz**



- Es ist einfach, unter den 78 Firmen im Sample USA BBB 30 mit schlechtem Bonitätstrend zu finden
- Das ist eine Besorgnis erregend hohe Zahl bei einem Sample von 78
- Das heisst, es könnte eine regelrechte Downgrade-Lawine kommen
- Es sind trendmässig nicht einzelne Aussetzer, die den Trend runter ziehen, sondern es ist eine breite Phalanx
- Unter den BBB Firmen mit den schlechtesten Trends sind Schwergewichte:
- Starbucks, Boeing, AON, Campbell Soup, Harley, Conagra sind nur die Bekanntesten
- Jede Menge Material um sich Sorgen zu machen

Viele Household Names mit hohem News-Wert sind betroffen

# Wer ist gefährdet?

# Die Suche nach der Nadel im Heuhaufen

## USA BBB

MARATHON OIL	MARATHON OIL
KOHL'S	KOHL'S
MICRON	MICRON
DR HORTON	DR HORTON
NEWMONT MINING	NEWMONT MINING
APACHE	APACHE
NORFOLK SOUTHERN	NORFOLK SOUTHERN
NATIONAL FUEL GAS	NATIONAL FUEL GAS
NOBLE ENERGY	NOBLE ENERGY
WILLIAMS	WILLIAMS
WEYERHAEUSER	WEYERHAEUSER
HARLEY	HARLEY
GATX	GATX
STEEL DYNAMICS	STEEL DYNAMICS
ROYAL CARIBBEAN	ROYAL CARIBBEAN
VALERO	VALERO
TIFFANY	TIFFANY
KANSAS CITY SOUTHERN	KANSAS CITY SOUTHERN
CSX	CSX
HASBRO	HASBRO
VERIZON	VERIZON
FEDEX	FEDEX
KROGER	KROGER
MC DONALD	MC DONALD
AUTOZONE	AUTOZONE
MARTIN MARIETTA	MARTIN MARIETTA
AT&T	AT&T
DISCOVERY	DISCOVERY
CON/STELLATION	CON/STELLATION
AMERICAN TOWER	AMERICAN TOWER
EXPEDIA	EXPEDIA
AGILENT TECH	AGILENT TECH
JOHNSON CONTROLS	JOHNSON CONTROLS
MOODY'S	MOODY'S
WESTERN UNION	WESTERN UNION
ANALOG DEVICES	ANALOG DEVICES
INGERSOLL RAND	INGERSOLL RAND
NORTHROP GRUMMAN	NORTHROP GRUMMAN
ALLERGAN	ALLERGAN
TIMKEN	TIMKEN
THERMO FISHER	THERMO FISHER
ROPER TECH	ROPER TECH
QUEST DIAGNOSTICS	QUEST DIAGNOSTICS
TYSON FOODS	TYSON FOODS
UNITED TECHNOLOGIES	UNITED TECHNOLOGIES
EASTMAN CHEM	EASTMAN CHEM
CIGNA	CIGNA
MACY'S	MACY'S
ZIMMER BIOMET	ZIMMER BIOMET
GE	GE
REPUBLIC SERVICES	REPUBLIC SERVICES
MONDELEZ	MONDELEZ
BOSTON SCIENTIFIC	BOSTON SCIENTIFIC
JIM SMUCKER	JIM SMUCKER
MOLSON COORS	MOLSON COORS
CVS HEALTH	CVS HEALTH
VIACOM CBS	VIACOM CBS
DOMINION	DOMINION
MCKESSON	MCKESSON
HUBBELL	HUBBELL
WHIRLPOOL	WHIRLPOOL
FMC	FMC
ALTRIA	ALTRIA
SHERWIN WILLIAMS	SHERWIN WILLIAMS
LH	LH
GEN. MILLS	GEN. MILLS
FIRSTENERGY	FIRSTENERGY
NISOURCE	NISOURCE
ADM	ADM
STARBUCKS	STARBUCKS
CARDINAL HEALTH	CARDINAL HEALTH
BUNGE	BUNGE
RYDER	RYDER
CAMPBELL SOUP	CAMPBELL SOUP
CONAGRA	CONAGRA
BOEING	BOEING

Grün: Upgrade  
 Hellgrün: Stabil  
 Rosa: Leicht negativ  
 Rot: Negativ!  
 Schwarz: Hände weg

• Kolumne links: Einschätzung gemäss Rating Trend

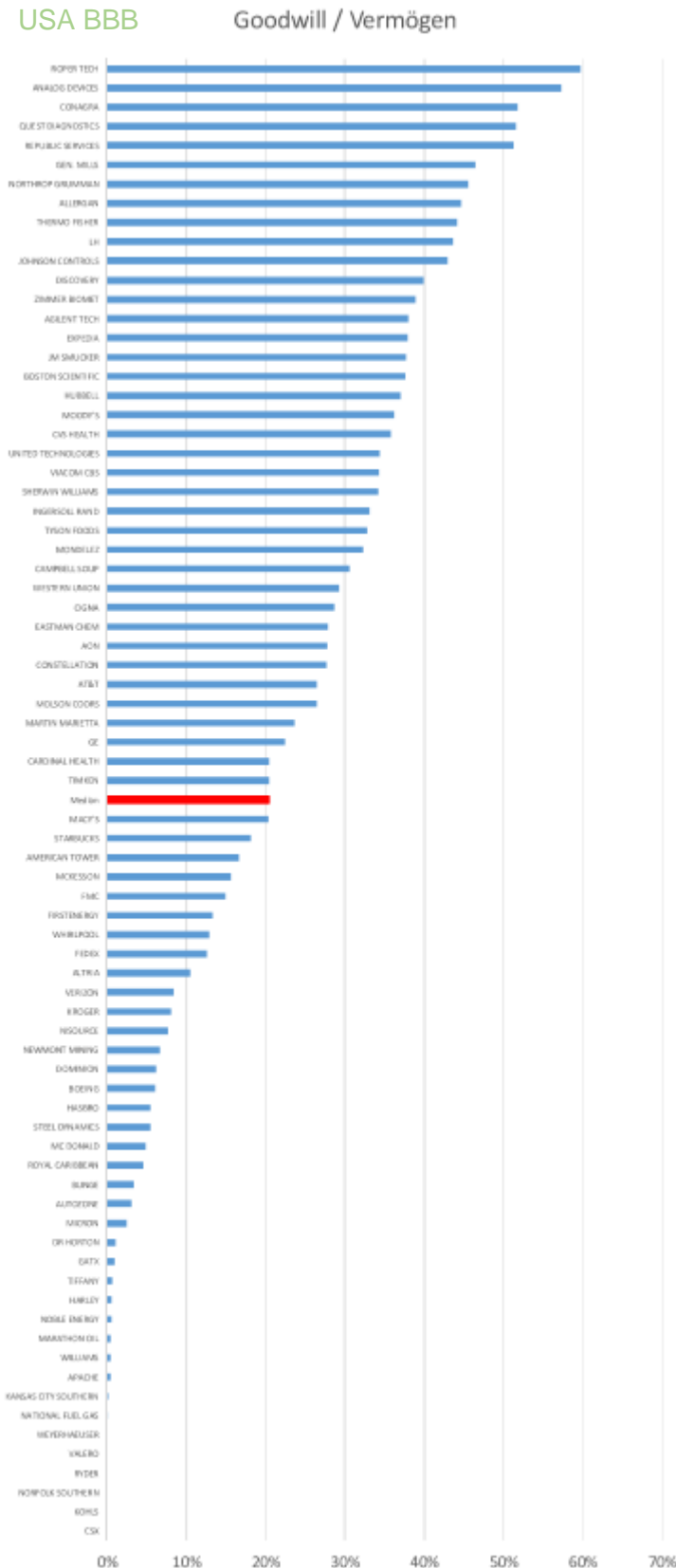
• Kolumne rechts: Einschätzung nach Einbezug der Höhe des Goodwills in der Bilanz

- Man sieht wir haben ein Problem!
- Eigentlich wollen wir nur Grüne Schuldner im Portfolio
- Eigentlich gibt es viele Firmen, mit einem ansprechenden Bonitätstrend aber viel zu viel Goodwill in der Bilanz
- Es gibt einige Firmen mit einem schlechten Bonitätstrend plus einigem Goodwill auf der Bilanz
- Wir haben bei  $\frac{3}{4}$  der Unternehmen im BBB-Segment ernsthafte Vorbehalte
- Dort, wo der Bonitätstrend und die Goodwill-Position problematisch ist, dürfte sich auch das Rating-Downside befinden

Das USA BBB Problem ist so gross, dass für den Anleger eine Diversifikation schwierig wird

# Wer ist gefährdet?

Nicht nur der Trend ist negativ, sondern es gibt viele Firmen mit Bilanzen voll mit heisser Luft

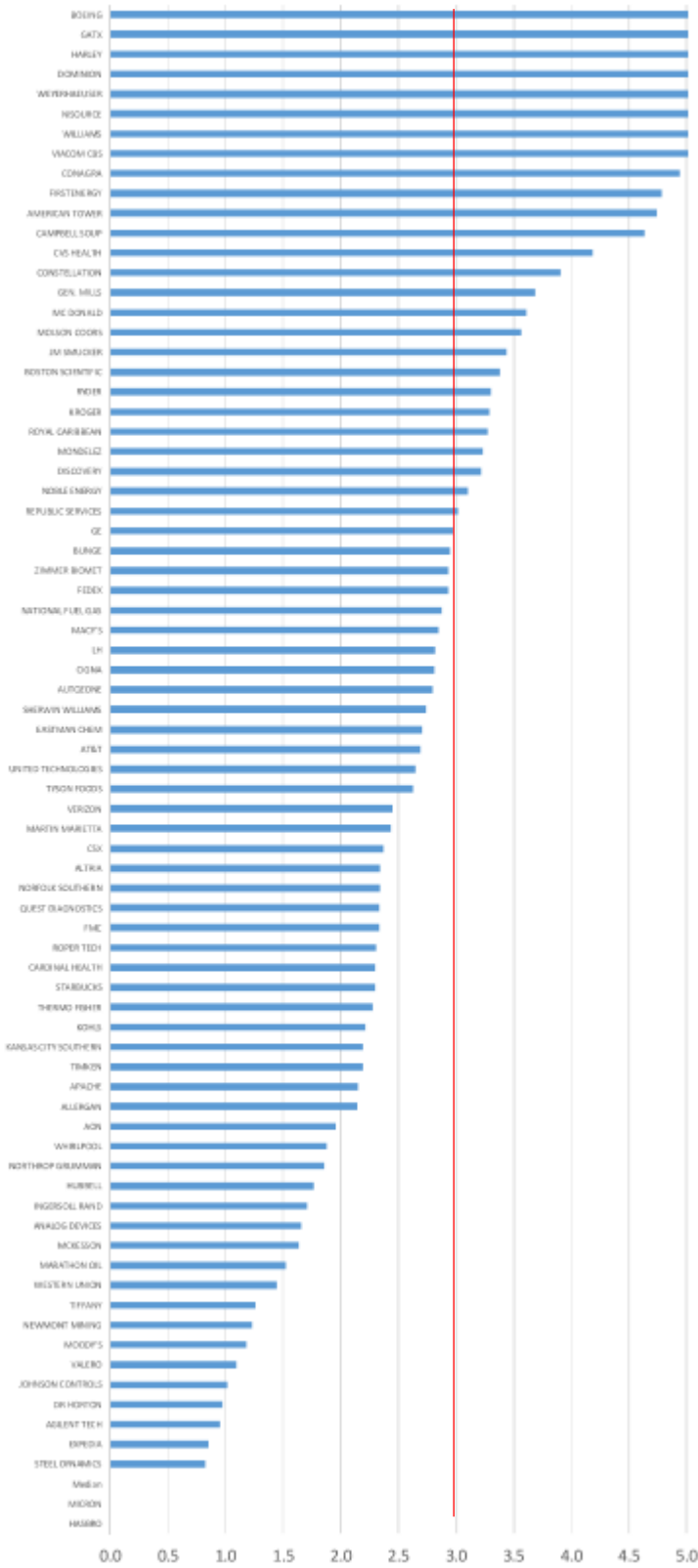


- Offiziell meldet die Median-Firma im USA BBB Eigenkapital von 34% des Gesamtkapitals
- Gleichzeitig rapportieren sie im Durchschnitt (Median) Goodwill in der Höhe von 20% des Gesamtvermögens bzw. 62% des Eigenkapitals
- Wir zeigen hier den Median, weil es Firmen gibt, die jede Grenze sprengen und den Mittelwert zerrütten
- Knapp 1/3 der 78 Firmen haben faktisch kein Eigenkapital, weil der Goodwill das EK übertrifft

Falls in einer Rezession GW abgeschrieben werden muss, gibt's dann reihenweise Downgrades?

## USA BBB

### Net Debt / Ebitda



«Viele dieser BBB-Anleihen eigentlich tiefer eingestuft werden müssten. «Innerhalb des von uns überwachten Anlageuniversums hat sich der Verschuldungsgrad unter BBB-Schuldern seit der Zeit vor der Finanzkrise von 1,7 auf 3,1 erhöht», sagt Daniel Pfister vom Bonitätsinstitut Independent Credit View. Das seien strapazierte Werte. Eine Faustregel besage, dass für eine anlagewürdige Bonitätsnote der Verschuldungsgrad eines Unternehmens – definiert als Nettoschulden zu Ebitda – den Schwellenwert von 3 nicht übersteigen sollte.“

The Market 2-2020

1/3 der Firmen haben einen Leverage über 3.0, und der Trend geht nur in eine Richtung



## Versuch eines Fazits zu USA BBB:

Sehen wir im Durchschnitt einen Niedergang der Bonität? **Ja**  
Geht es überall im USA BBB bergab? **Nein**

Sind es nur vereinzelte Problem-Firmen? **Auch nicht, rund die Hälfte der Firmen hat ein Bonitätsproblem, ein Viertel ein grosses**

Welches ist das grösste Problem? **Erodierendes Eigenkapital**

Welches ist der positivste Aspekt? **Hohe Gewinne und Cashflows, Rating Agenturen schauen nicht auf den Goodwill**

Welches ist die grösste Gefahr? **Nicht die graduelle Migration von Unternehmen runter in Junk, sondern ein gehäufter Downgrade, der die Aufnahmefähigkeit des BB und die gute Stimmung im BBB überfordert; der GAU wäre eine Rezession**

Braucht es eine Rezession für einen Rating-Kollaps oder ist der Trend bereits so schlecht, dass auch nur tiefes

Wirtschaftswachstum reicht? **Aktuell wachsen Umsatz, EK, Gewinne und Cashflows noch, die Rating Agenturen glauben noch den Versprechungen der Unternehmen, dass sie den Leverage mit FCF reduzieren werden; der zweite Blick offenbart bereits heute grosse Probleme in gewissen Bilanzen, die Downgrades rechtfertigen würden**

Helfen die tiefen Zinsen? **Ja, schlechte Firmen behalten den Markt-Access, eine Grundbedingung für ein Investment Grade Rating**

Ist es nur ein Schlechtwetterproblem? **Nein, die Bonitäts-Bewegung ist zu breit, zu viele Namen sind involviert, die Probleme und der Negativtrend sind bereits stark genug für ein weiteres Durchwursteln; wir glauben aber nicht, dass die Rating Agenturen einen Unfall provozieren werden, die Firmen müssen jetzt, bevor es zu spät ist, aggressiv den Leverage runter nehmen. Die Frage ist: Gestattet's der Aktienmarkt?**

*«Everybody has a plan until they get  
punched in the mouth»*

*Mike Tyson*

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