

PK Assets

Corporate Bonds & das Ende von Easy Money

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Fasten seat belts

- *«BBB-rated bonds – the lowest investment grade category – now stand at USD 1.4 trillion in the US and constitute the largest component of the investment grade universe»*
- *US corporate debt today is hitting record highs, that you usually see at the bottom of recessions»*
- *«In the last three economic downturns, between 7 and 15% of the investment grade bond universe was downgraded to high yield. But the percentage could be higher this time around because so much of the market is rated in the BBB tier. When it's all said and done, some USD 1.1 trillion of investment grade debt could end up as junk. This could overwhelm the USD 1.3 trillion U.S. speculative grade debt market and potentially cause the weakest borrowers to lose access to capital»*
- *«Low ROA necessitates the use of debt to boost return on equity»*
- *«The US corporate sector has never been so levered. Yet this debt binge has funded unprecedented financial engineering rather than a big rise in corporate America's capital base»*
- *«This massive increase in corporate debt hasn't really funded a big rise in assets. It hasn't really funded a big increase in capital spending as much as it's funded enormous amounts of financial engineering»*
- *«The extra yield that investors get compared with Treasuries, adjusted for companies' leverage, is close to historic lows, according to Bloomberg intelligence»*
- *«Bloomberg Economics' projections for the Fed, ECB and BOJ suggest that –taken together- net asset purchases for October 2018 will be fractionally below zero, down from USD 108 billion a year earlier»*
- *«US corporate balance sheets are probably more sensitive to changes in interest rates than they have ever been»*

2019 könnte das Jahr werden, in welchem die **Ära des Easy Money unterbrochen** wird.

Sind die Unternehmen gerüstet dafür, höhere Zinsen und Spreads zu bewältigen?

Wir haben **185 Unternehmen** angeschaut, 88 amerikanische Unternehmen, 72 Unternehmen aus UK und Eurozone, sowie 25 schweizerische Unternehmen, um Trends in Leverage und Ertragskraft, und damit der **Bonität**, zu ermitteln

Wir fokussieren uns hier auf Industrie, Utility, Dienstleistungen. Banken und Versicherungen analysieren wir zu einem späteren Zeitpunkt gesondert

Alle 185 Unternehmen sind gängige Emittenten im Fixed Income mit lückenlosen Zahlen bis zurück ins 2005, gerated **zwischen BB und AA**

Wir machen **Aussagen zu aggregierten Trends** für USA, EUR & UK sowie CH gesondert

Um sinnvolle Aussagen auf aggregierter Basis zu erhalten führen wir wo nötig eine **Skalentransformation** durch, d.h. wir argumentieren wo immer nötig nicht mit absoluten Zahlen, sondern mit Bewegungen in Standardabweichungen

Wir schauen zuerst den Bilanz-Leverage an, dann die Ertragskraft und schliesslich den operativen Leverage und andere Kombinationen aus Bilanz und Erfolgsrechnung/Mittelflussrechnung

Wir gehen auf aggregierter Ebene vor, **wie** wir das bei der **Analyse der Bonität eines einzelnen Emittenten** machen

Wir suchen aber hier in erster Linie **Anzeichen für systemischen Stress** in den Bilanzen und Erfolgsrechnungen der Unternehmen

Anschliessend verifizieren wir die grundsätzlichen Aussagen mit der Betrachtung der **Einzelfälle**

1

Bilanzen

- a) Eigenkapital & Goodwill
- b) Schulden
- c) Bilanzleverage

Erfolgsrechnungen

- a) Gewinne
- b) Margen

Operating Leverage

2

Unsere Bonitätsindikatoren

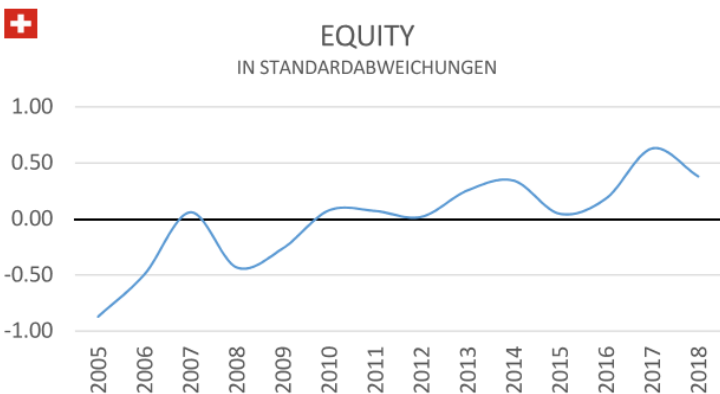
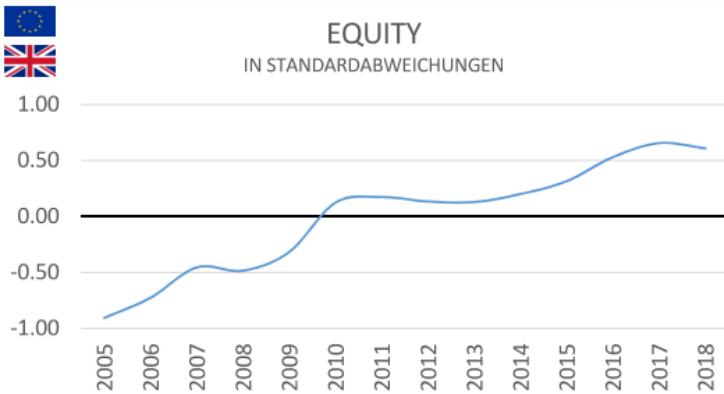
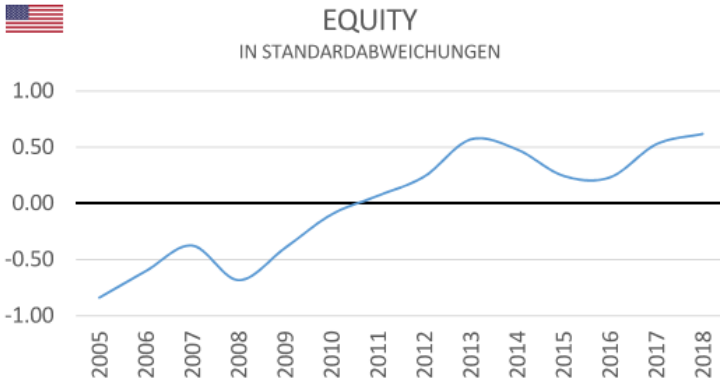
- a) Eigenkapitalisierung
- b) PKAssets Z
- c) Altman Z
- d) FCF
- e) Risikoadj. Marge
- f) Dummies

3

Wo kann man investieren?

- a) USA
- b) EU/UK
- c) CH

Steigt das bilanzierte Eigenkapital?



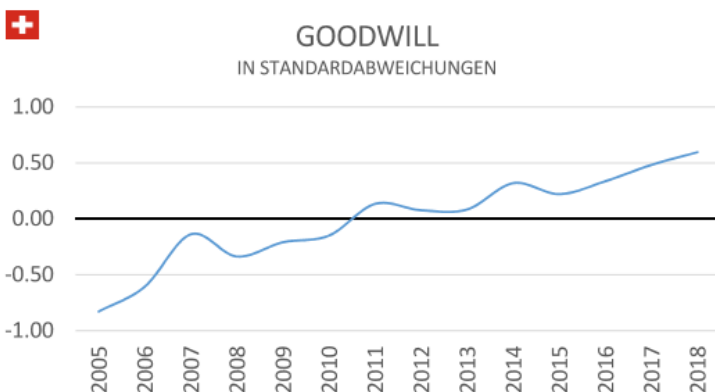
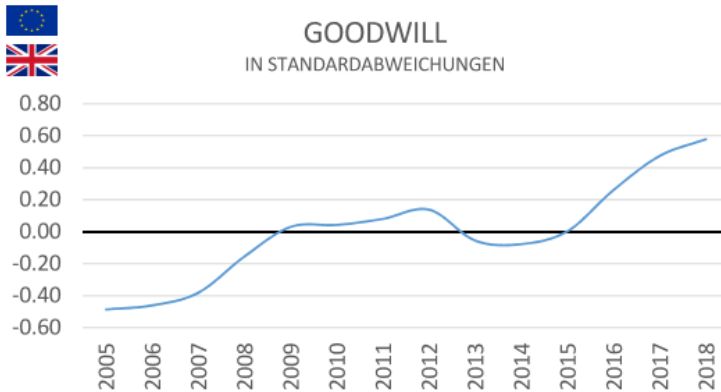
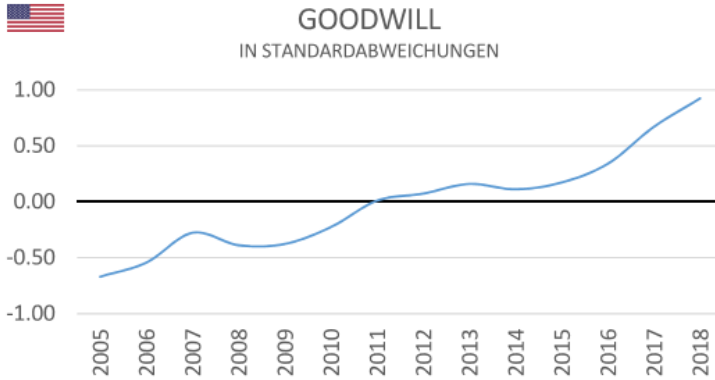
Ja, aber das bedeutet per se noch nicht viel

- Selbstverständlich ist es positiv, wenn das Eigenkapital steigt
- Speziell in einem Umfeld von erhöhten Dividenden- und Aktienrückkauf-Programmen

Aber:

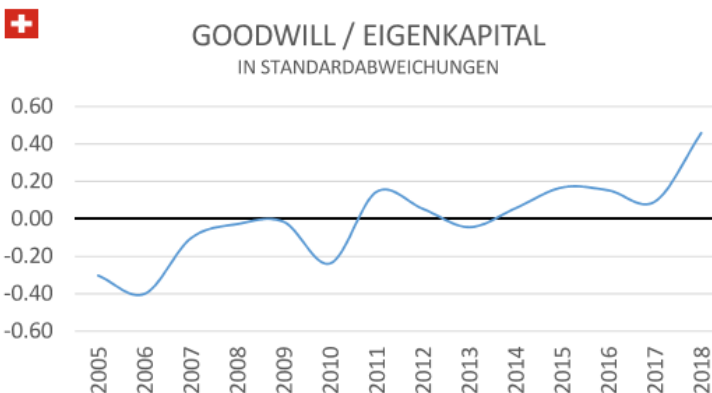
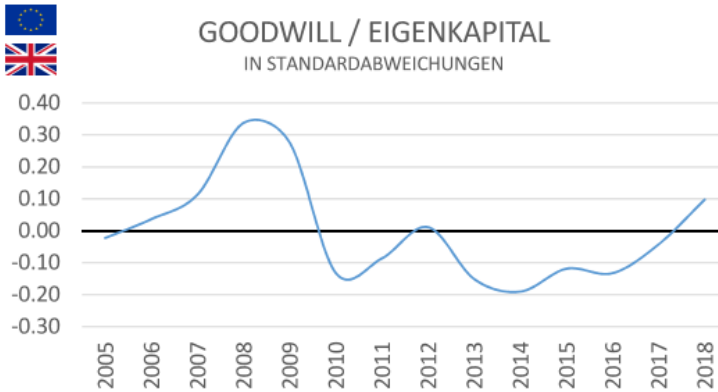
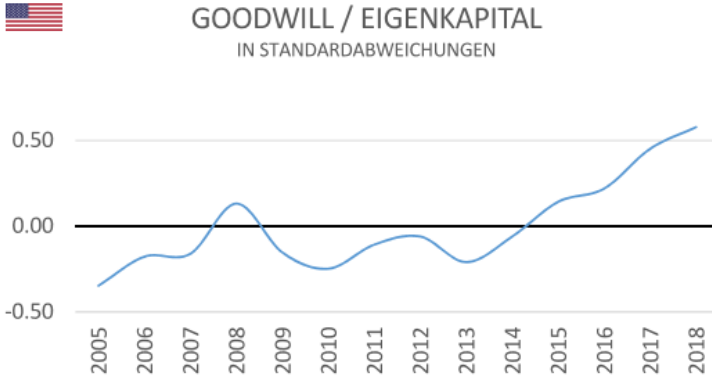
- Steigt es wegen Thesaurierung von Gewinnen?
- Oder wegen Übernahmen?
- Und wächst es schneller als das Fremdkapital?
- Das Wachstum des EK ist prononcierter in Europa, während das EK in den USA erst wieder den Stand von 2013 erreicht hat

Steigt der Akquisitions-Goodwill?



Ja, und das ist ein Problem!

- Wir sprechen nicht von Patenten, sondern von **warmer Luft**, nämlich zu teuer bezahlten Übernahmen
- Der Preis über dem Buchwert der übernommenen Unternehmen kann aktiviert werden und es ist dem CFO der übernehmenden Firma überlassen, diesen abzuschreiben oder nicht
- Die Bildung von Goodwill ist **fiktives Eigenkapital**
- Für uns ist Goodwill schlicht ein Betrug
- Wir subtrahieren jeglichen Goodwill vom Eigenkapital (und zählen die Perioden-Goodwill-Äufnung vom Netto-Gewinn ab)
- **Der Goodwill steigt überall an, und das ist ein überaus schlechtes Zeichen**
- Goodwill scheint keineswegs ein rein amerikanisches Problem zu sein



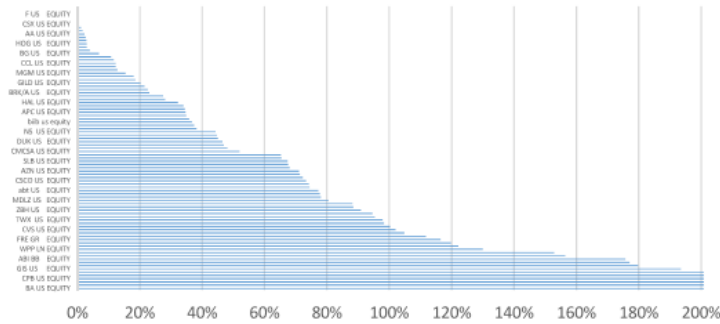
Ja, und wie!

- Goodwill ist fiktives Eigenkapital
- Je mehr die Unternehmen Goodwill aktivieren, desto schlechter
- Denn dann ist das vorher ermittelte **wachsende Eigenkapital eine Schimäre**
- In den USA explodiert der Beschiss mit Goodwill
- Aber auch in der Schweiz und Europa besteht eine gewisse Problematik
- Fragt sich: Die Aktivierung von Goodwill steigt, v.a. in den USA-Bilanzen, aber von welchem Niveau?

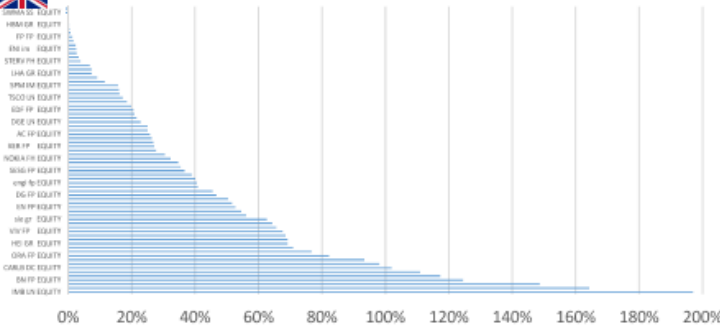
Wie gross ist das Geschwür Goodwill?



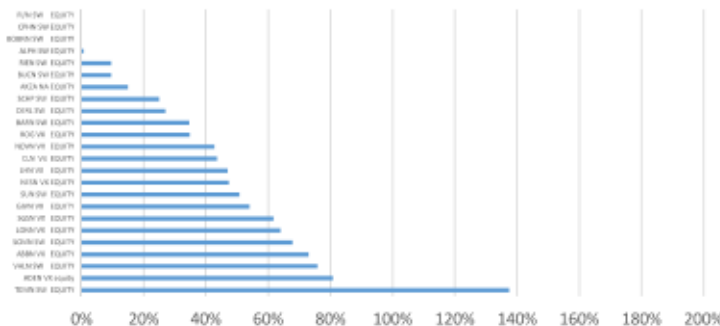
Goodwill in % des Eigenkapital



Goodwill in % des Eigenkapital



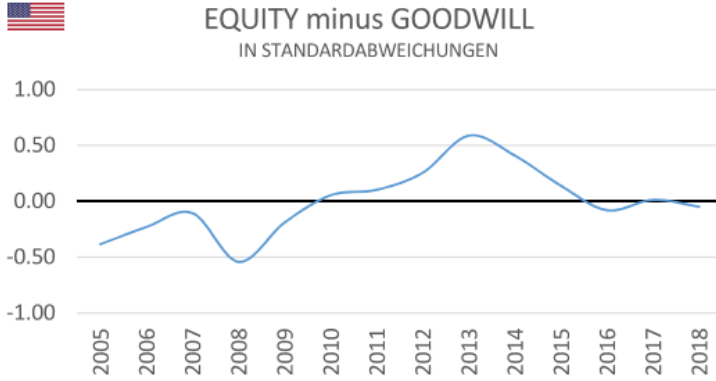
Goodwill in % des Eigenkapital



Exorbitant, fiktives Eigenkapital nimmt überhand!

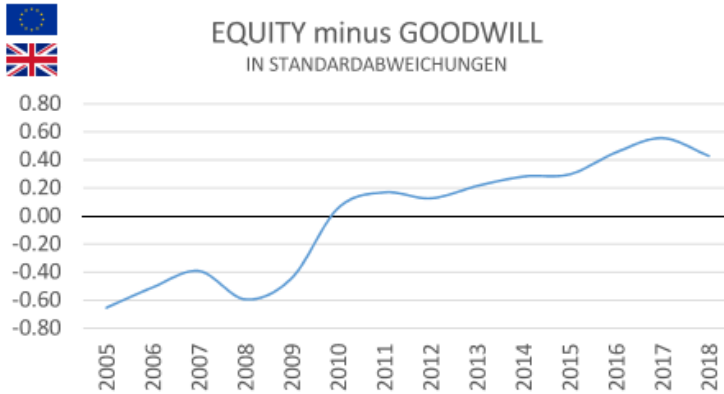
- Es gibt nur noch wenige Unternehmen, die nicht vom Virus Goodwill angesteckt sind
- Anteile des Goodwills von 20%, 50%, ja 100% am Eigenkapital und darüber hinaus (!) sind nicht etwa die Ausnahme sondern die Norm!
- In den **USA** ist der Durchschnitt im Sample bei **60%**, (der Median ist bei 52%) in **Europa/UK** bei **40%** (hier ist der Median deutlich tiefer bei 28) und in der **Schweiz** bei **42% des Eigenkapitals!** (hier ist der Median bei 43%)

- Der Durchschnitt dieses Samples ist repräsentativ für die Gesamtheit aller von uns regelmässig analysierten Unternehmen, dort beträgt der Durchschnitt aktuell 48%
- Es gibt haufenweise Unternehmen faktisch ohne oder sogar mit negativem Equity

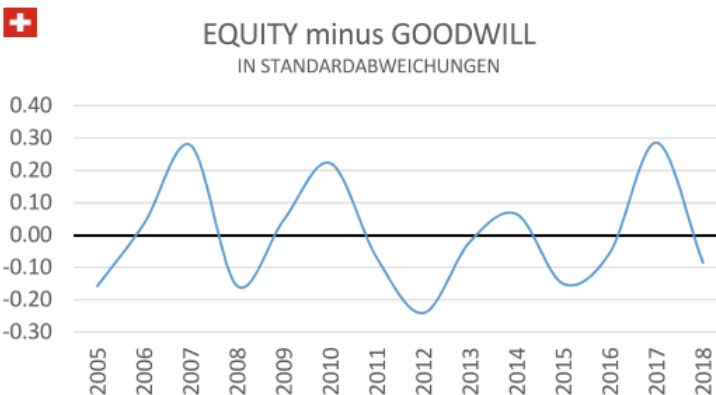


In den USA nein, in Europa ja

- Der kolossale Aufbau von fiktivem EK durch Goodwill in den USA maskiert ein Malaise fehlender Dynamik bei den Eigenkapital-Decken
- Subtrahiert man den Goodwill vom EK, dann ist seit 2013 in den USA im Schnitt kein EK-Wachstum zu verzeichnen



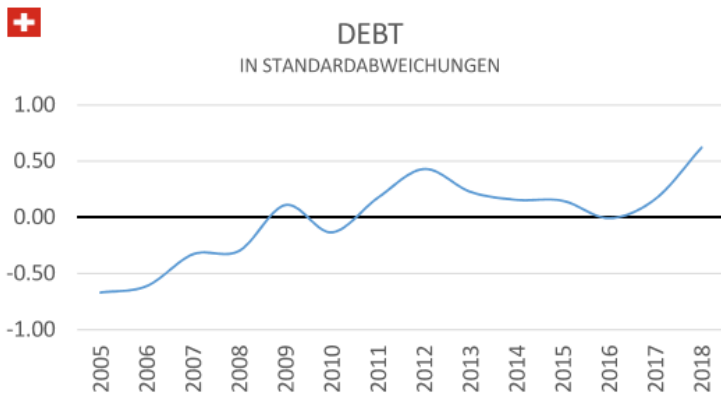
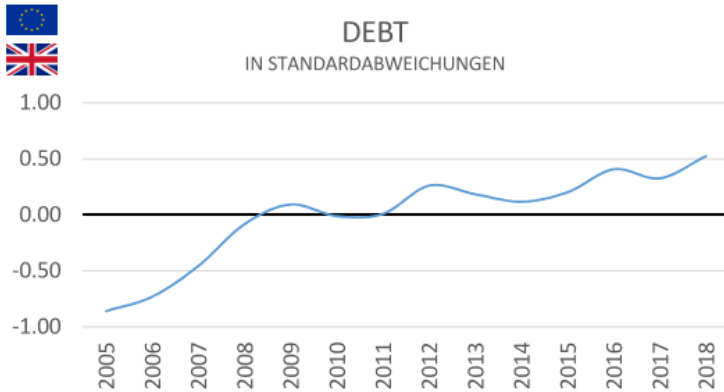
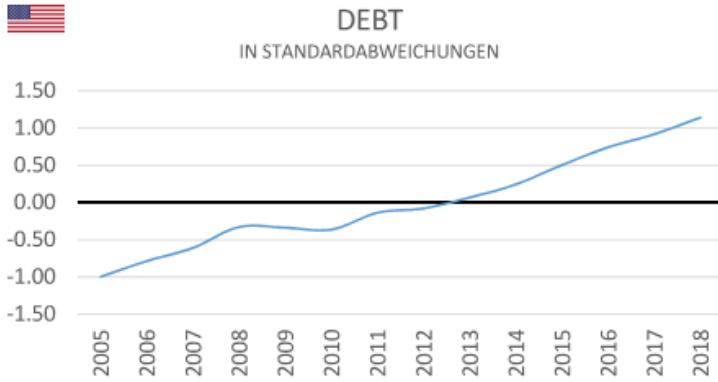
- In Eurozone/UK sieht es besser aus
- In der CH fluktuiert das EK, steigt aber in der Tendenz nicht



- Somit: Bevor wir die Schulden anschauen muss konstatiert werden, dass speziell in den **USA** eine gefährliche Situation entstanden ist, wo das

**Eigenkapital
 massiv schön
 gerechnet** wird

a) Das gebräuchliche **Schuldenmass:**
«**Debt**»

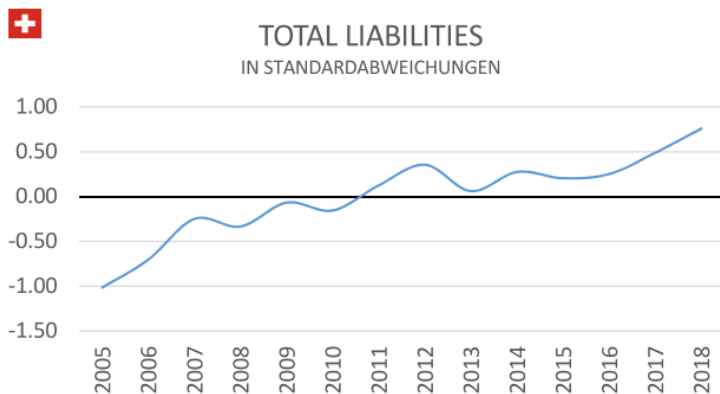
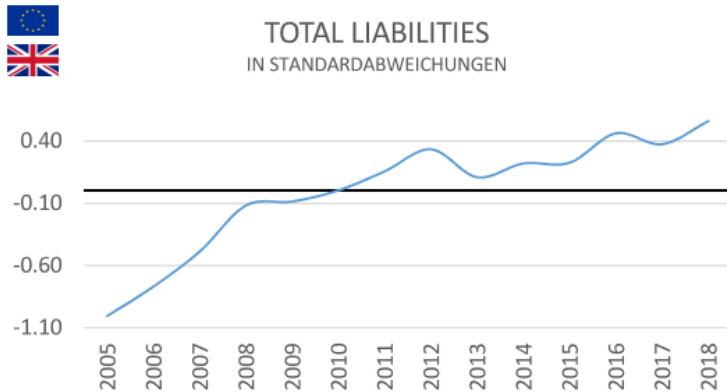
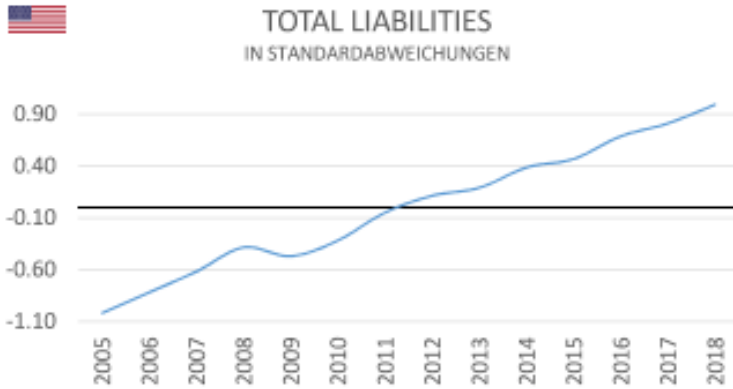


Schuldenlawine

- «Debt» = Kfr und lfr Finanz-Schulden, verzinsbar und oft securitisiert
- Es ist dieser Schuldbegriff, der für gewöhnlich benutzt wird, wenn von Leverage wie Debt/EBITDA (=«operativer Leverage») oder Debt/Assets (=«Bilanzleverage») gesprochen wird
- Dieser Begriff umfasst allerdings eine Reihe von wichtigen weiteren Verbindlichkeiten nicht:
 - Derivative, Pension Liabilities, Operating Leases etc
 - Die Schulden steigen überall rasant

b) Unser **Schuldenmass:**
«**Total Liabilities**»

Es bleibt eine
Schuldenlawine

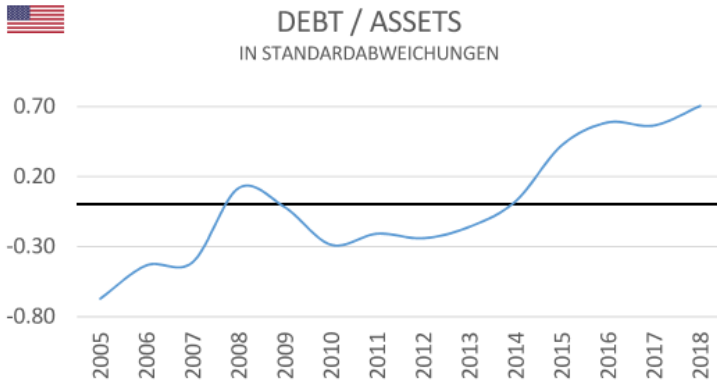


- «Liabilities» = «Debt» + Pension Liabilities + Derivatives + Operating Leases
- Wir haben für die meisten Firmen noch keine Daten für Operating Leases im 2018 bekommen. Wir gehen in diesen Fällen für 2018 eine Veränderung aus analog zu 2017
- Es ist dieser Schuldbegriff, den **wir** benützen, er umfasst **zusätzlich** zum geläufigeren «Schulden»-Wert weitere wichtige Verbindlichkeiten wie **Pension Liabilities** und **Operating Leases**
- Insbesondere die **Operating Leases** sind im Rahmen von Bilanzkosmetik **massiv gesteigert** worden
- Die Verbindlichkeitenb steigen überall, am massivsten in den USA, gefolgt von CH und EU/UK
- Verwenden wir dieses realistischere Schulden-Mass, dann muss man konstatieren, dass **nicht nur das Eigenkapital, sondern auch das Fremdkapital systematisch schöngerechnet wird**

Steigt der Bilanz-Leverage?

Das gebräuchliche
«Debt/Assets»

In USA boomt der Bilanz-Leverage, in Europa gab's kein Re-Leverage



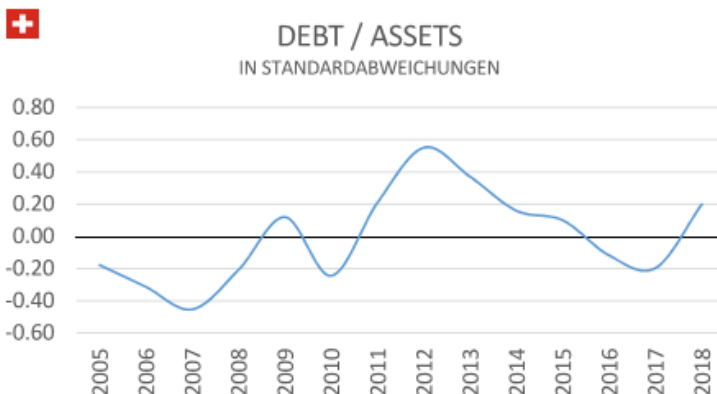
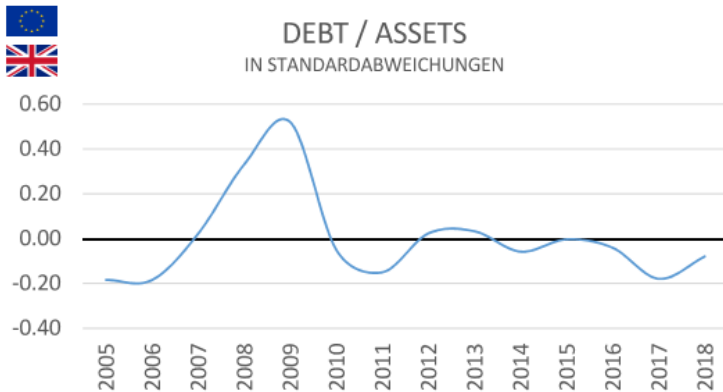
- «Debt/Asset» = Leverage ohne Korrektur von Goodwill, Pension Liabilities und Operating Leases

- Die Amerikaner blasen die Bilanz mit Schulden auf

- Der Bilanz-Leverage ist in den USA auf Rekordkurs seit 2005, deutlich höher als in 2008

- In Europa ist der Bilanz-Leverage auf tiefem Niveau, tiefer als in 2008 und als in der Eurokrise

- Tatsächlich zeigen die Daten, dass insbesondere in der Eurozone und UK insgesamt im Schnitt deutlich weniger Bilanz-Leverage gefahren wird



1

Bilanzen

- a) Eigenkapital & Goodwill
- b) Schulden
- c) Bilanzleverage

Erfolgsrechnungen

- a) Gewinne
- b) Margen

Operating Leverage

2

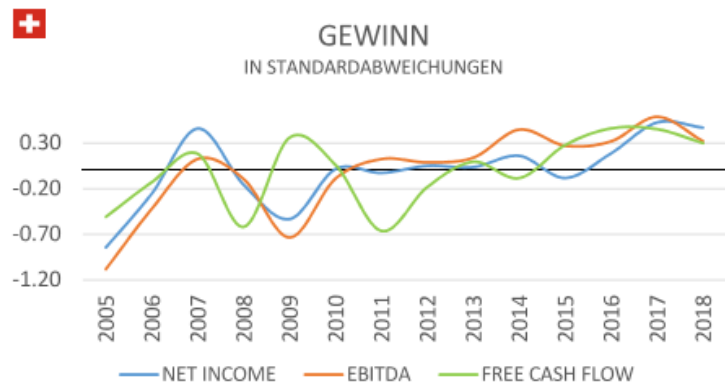
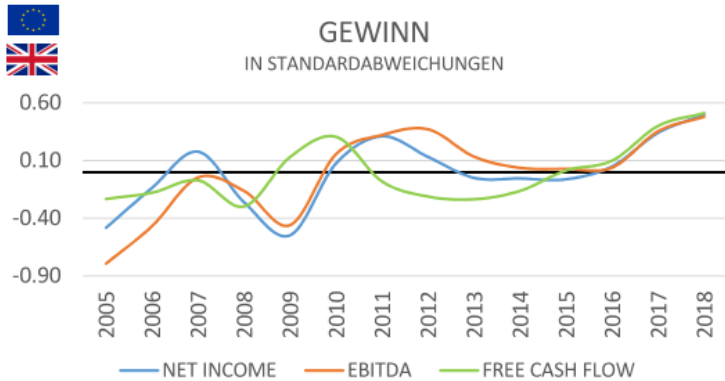
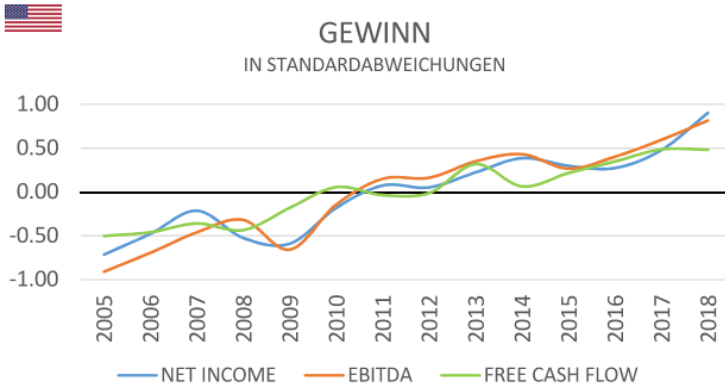
Unsere Bonitätsindikatoren

- a) Eigenkapitalisierung
- b) PKAssets Z
- c) Altman Z
- d) FCF
- e) Risikoadj. Marge
- f) Dummies

3

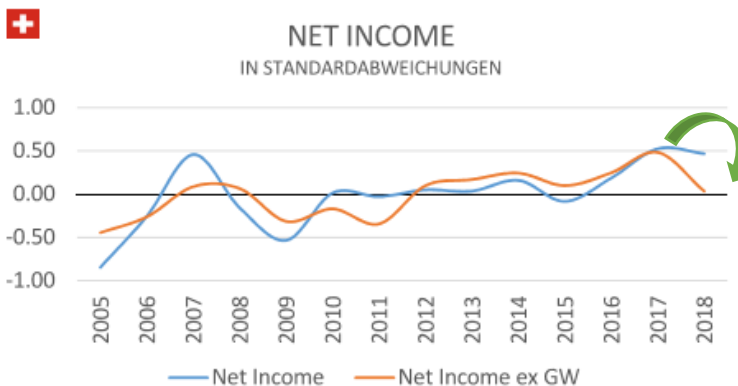
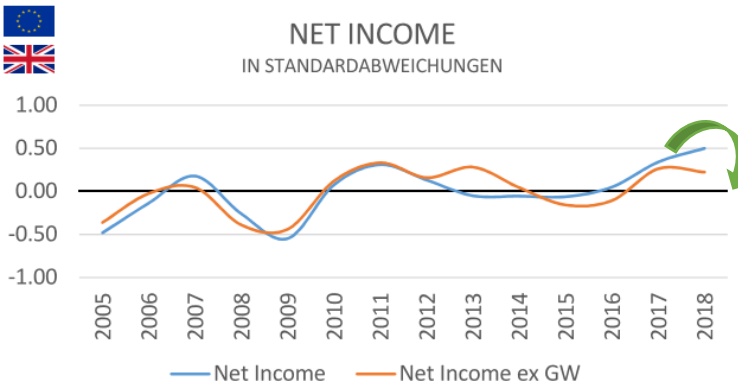
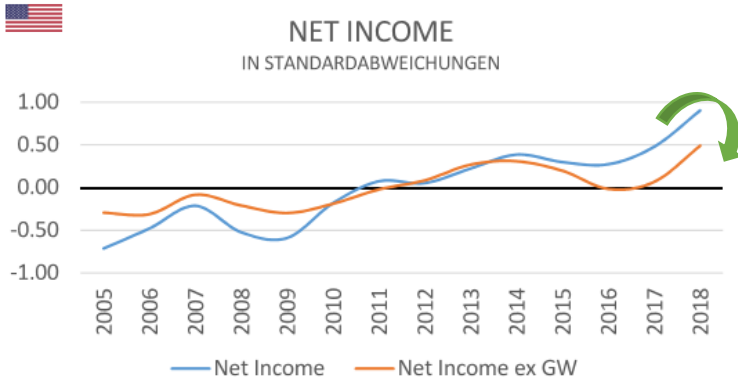
Wo kann man investieren?

- a) USA
- b) EU/UK
- c) CH



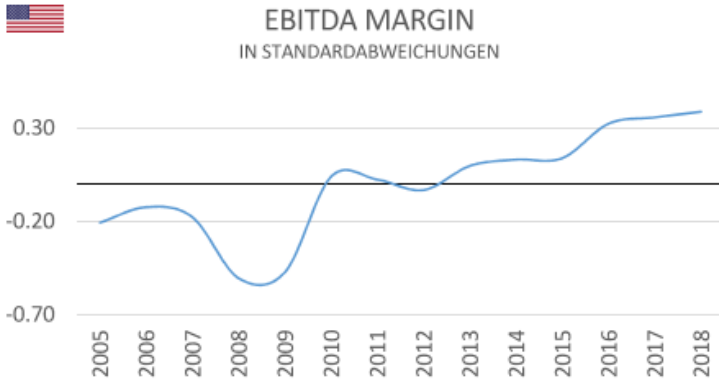
Ja, Gewinnrezessionen sind überwunden

- Net Income und EBITDA sind auf dem Höchststand seit 2005
- Das FCF bleibt in den USA etwas zurück
- Die steigenden Gewinne sind ein erfreuliches Zeichen, kompensieren sie doch einiges von höheren Schulden und unerfreulichen Eigenkapital-Trends



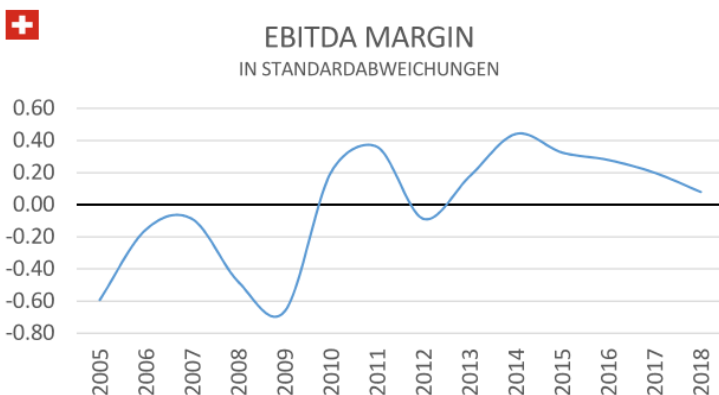
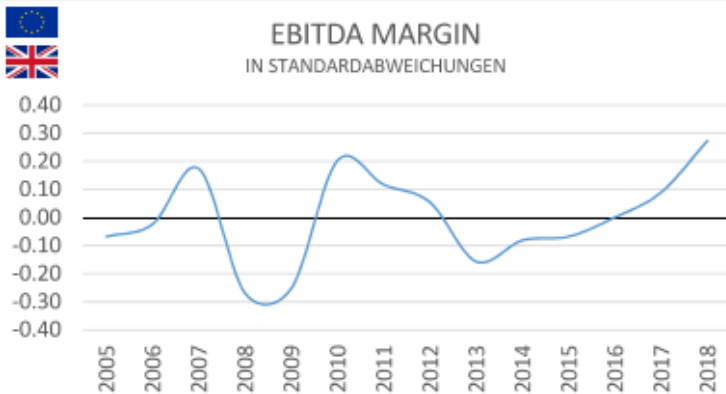
Ja, der Glanz blättert etwas ab

- Wir verfügen bei den meisten Unternehmen noch nicht die Goodwill-Zahlen für 2018. Wir gehen in diesen Fällen von einem Goodwill-Aufbau analog zu 2017 aus
- Gewinne sind nach Abschreibungen und Amortisationen
- Goodwill-Aufbau ist faktisch eine negative Amortisation
- Goodwill-Aufbau ist damit ein fiktiver Gewinn, weil nichts dahinter steht, weshalb man den Periodenaufbau von Akquisitions-Goodwill vom Gewinn abziehen sollte
- So gerechnet sehen die Gewinnrends deutlich gemässiger aus
- **Mit Goodwill-Aufbau schönen die Firmen ihre Bottom-Line**



Verbessert!

- Wir schauen die EBITDA Marge bez. des Umsatzes an
- Die Margen sind in den USA und EU/UK auf dem Höchststand seit 2005
- Diese Marge zeigt, dass die gestiegenen Gewinne nicht nur ein Resultat grösserer Einheiten sind, sondern, dass die Unternehmen **effizienter** geworden sind



1

Bilanzen

- a) Eigenkapital & Goodwill
- b) Schulden
- c) Bilanzleverage

Erfolgsrechnungen

- a) Gewinne
- b) Margen

Operating Leverage

2

Unsere Bonitätsindikatoren

- a) Eigenkapitalisierung
- b) PKAssets Z
- c) Altman Z
- d) FCF
- e) Risikoadj. Marge
- f) Dummies

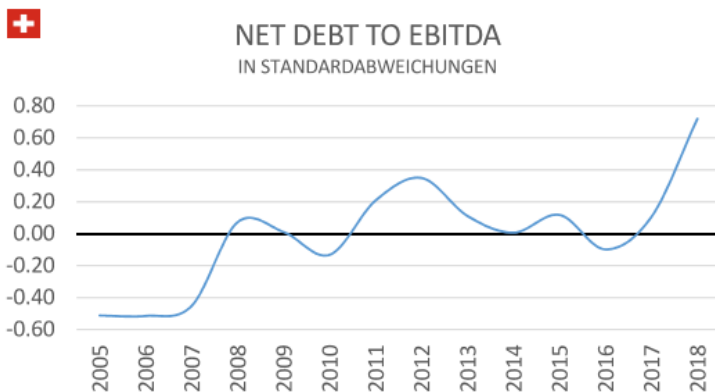
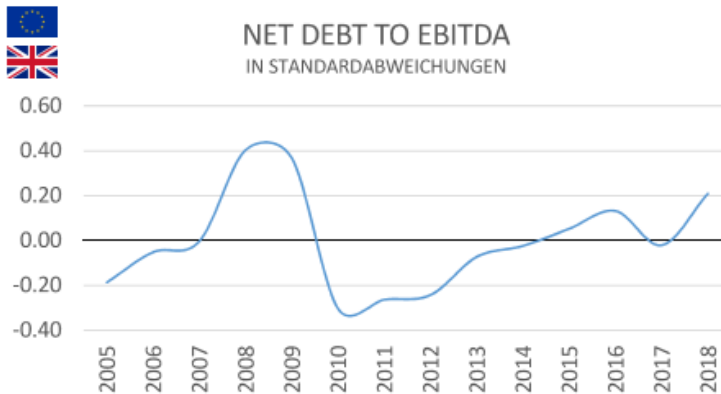
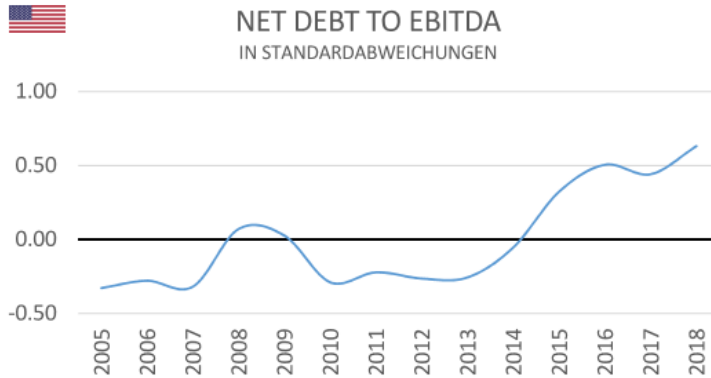
3

Wo kann man investieren?

- a) USA
- b) EU/UK
- c) CH

Alles schaut auf das

«Net Debt / EBITDA»



Massiver Anstieg des Operating Leverage, und zwar überall

- «Operating Leverage» = Der Vergleich von Verschuldung und Ertragskraft
- Net Debt bedeutet Schulden minus Cash und liquide Vermögensteile
- Wir haben bisher konstatiert, dass die Schulden steigen, aber das EBITDA ebenso
- Setzen wir die beiden Grössen in Beziehung, dann zeigt sich, dass die Schulden schneller steigen als die Rohgewinne, entsprechend entsteht ein **schnell wachsender** Leverage, und zwar überall
- «Operating Leverage» ist der **Fetisch** von Rating Agenturen, Bankanalysten und Credit-Investoren, wenn es darum geht, Bonitäten in einer Kennziffer zu veranschlagen

Ein gemischtes Bild mit grossen Sorgen

- **Guter Eigenkapitaltrend**, aber
- **Goodwill-Epidemie:** Goodwill nimmt Ausmasse an, die einem Ponzi-Scheme gleichen
- **Bereinigt um Goodwill** verschwindet der positive Eigenkapitaltrend, Europa sieht hier deutlich besser aus als die USA
- **Schulden steigen überall**, und zwar massiv
- **Bilanz-Leverage steigt v.a. in den USA** in EU/UK und CH kaum
- **Ertragskraft boomt** sowohl Roh- wie Nettogewinne und Cashflows steigen rasant
- **Gute Gewinn-Margen** die Ebit-Margen sind durchs Band verbessert
- **Operating Leverage steigt v.a. in den USA** weniger in Europa
- Stimmt das Bild dass die **EU/UK wesentlich konservativer aussieht als die USA?**

Wie kommen wir zu einer eindeutigen Aussage?

1

Bilanzen

- a) Eigenkapital & Goodwill
- b) Schulden
- c) Bilanzleverage

Erfolgsrechnungen

- a) Gewinne
- b) Margen

Operating Leverage

2

Unsere Bonitätsindikatoren

- a) Eigenkapitalisierung
- b) PKAssets Z
- c) Altman Z
- d) FCF
- e) Risikoadj. Marge
- f) Dummies

3

Wo kann man investieren?

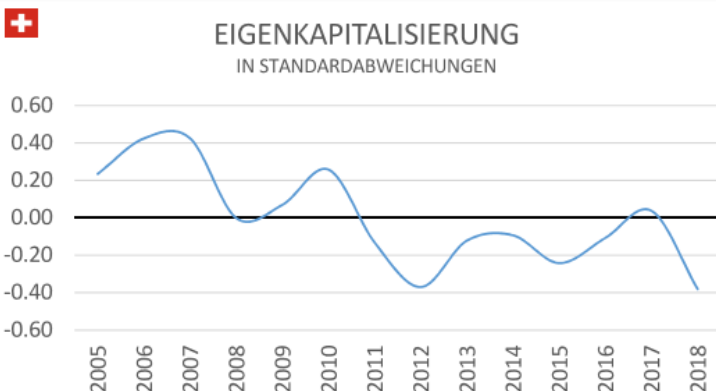
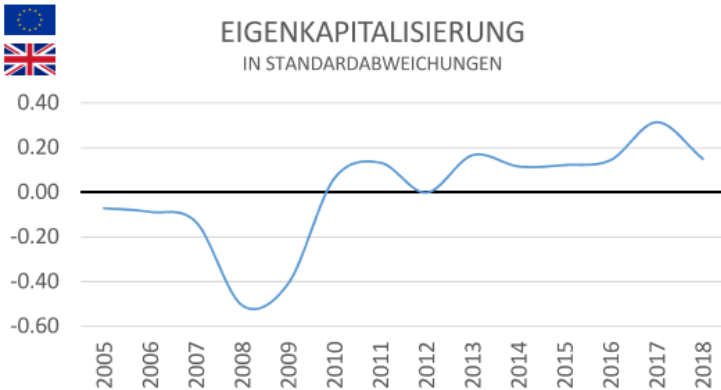
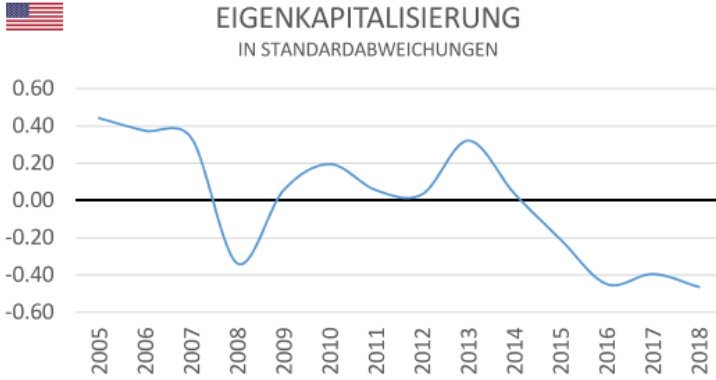
- a) USA
- b) EU/UK
- c) CH

Das Problem mit dem Fetisch des Finanz- Marktes

Net Debt/EBITDA ist problematisch

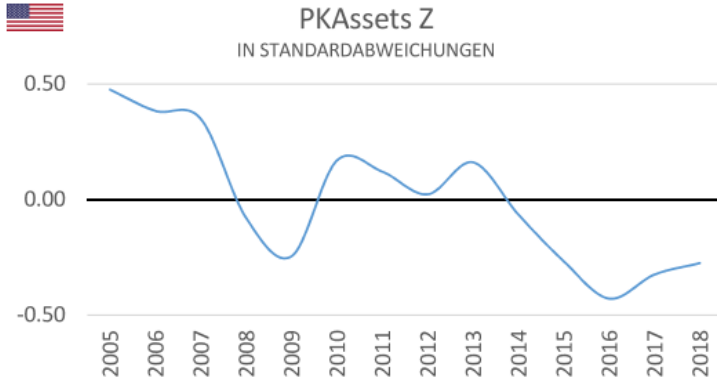
- Alle Welt schaut auf den Operating Leverage (Net Debt/EBITDA oder auch FFO/Debt) aber diese Metric ist brutal gefährlich:
- **Lagging Indicator**, dann wenn man's braucht: EBITDA hat eine zyklische Komponente, es tendiert in Rezessionen entweder zu fallen oder zu stagnieren; die Schulden sind aber im Schnitt monoton steigend
- **Kommt es zu einer Gewinnrezession**, dann haben die Unternehmen oft kaum Kapazität, die Schulden zu reduzieren, es kommt unweigerlich zu Downgradings, weil die Unternehmen einen Anreiz haben, das Multiple zu maximieren
- **Eher für den Aktionär als für den Obligationär**: Uns erscheint die Metric Debt/Ebitda eher für den Aktionär stimmig zu sein («wieviel Rohgewinn presse ich aus dem Leverage») als für den Obligationär, für den die Schuldenstrategien der Firmen auf Basis Debt/EBITDA zu einer Schönwetter-Veranstaltung werden
- **Zeigt ein zu schönes Bild**: In den USA ist denn auch das Debt/Equity, also der Bilanz-Leverage aktuell auf dem Höchstpunkt, ganz im Gegensatz zu EU/UK und CH
- **Komplett falscher Anreiz**: Was wollen wir garantiert nicht? Unternehmen, die wegen einer zyklischen Gewinn-Hausse den Bilanz-Leverage in Höhen katapultieren, der in der Rezession unweigerlich zu Downgrades führt...
- ...**speziell heute** mit dem gigantischen Anteil von BBB in der Grundgesamtheit der Corporate Bonds, also der sensiblen Stelle zwischen Investment Grade und Junk
- **Deshalb: Fokus ändern!** Wir schauen 5 Indikatoren an und 3 Dummy-Variablen (Bausteine die nur in die Rechnung kommen, wenn etwas schief geht)

Eigenkapitalisierung als Frühwarnsystem



USA sieht nicht gut aus, Europa ist wesentlich konservativer finanziert

- Wir berechnen den Anteil des EK am Gesamtkapital
- Korrigiert um Goodwill und Operating Leases
- Sollten irgend wann mal die Gewinne einbrechen, dann verbleiben die Schulden als Block
- Wer dann unterkapitalisiert ist bekommt ein Problem
- Die Eigenkapitalisierung der USA ist auf Rekordtiefe
- Europa sieht wesentlich besser kapitalisiert aus



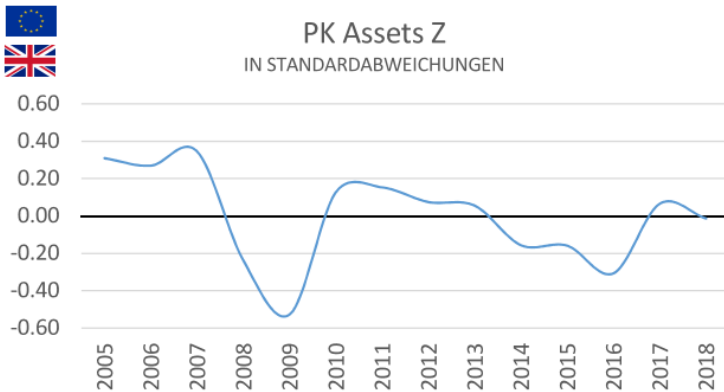
↑
Je höher desto besser

Wieder schwaches USA, in Europa kein Stress

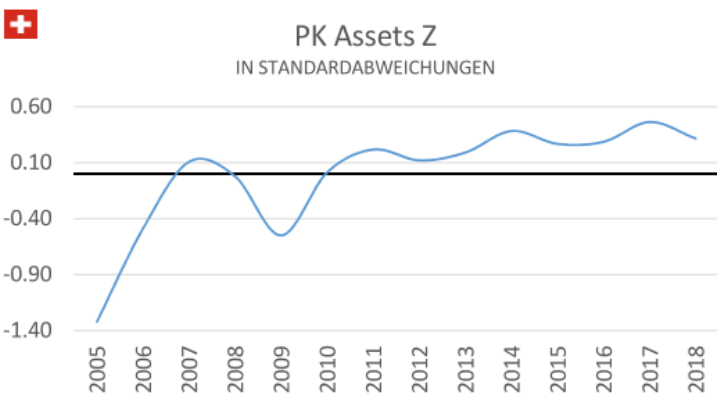
- $PKAsset\ Z = Leverage^2$
- = Operativer Leverage, skaliert mit dem Bilanz-Leverage
- = $(EBITDA/Verbindlichkeiten) / (Verbindlichkeiten / Assets)$

PK Assets Z ist umso besser

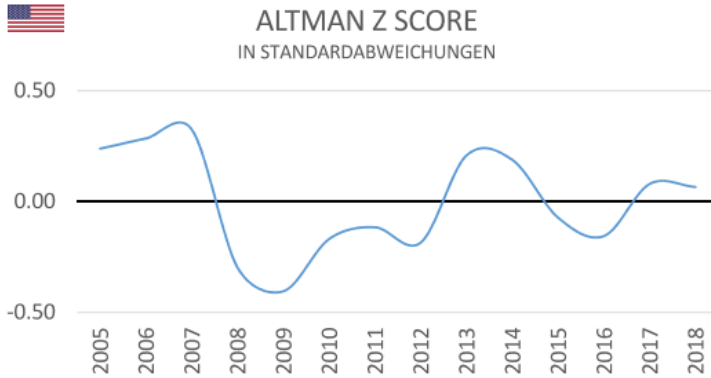
- Je höher das Eigenkapital,
- Je tiefer die Schulden
- Je höher das EBITDA
- Selbstverständlich korrigiert um Goodwill und Operating Leases
- Mit Ausnahme der USA gibt sich kaum ein Signal systemischen Stress an



↑
Je höher desto besser



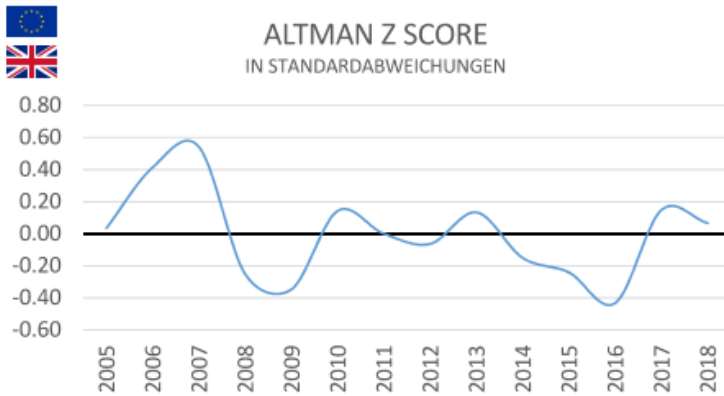
↑
Je höher desto besser



↑
Je höher desto besser

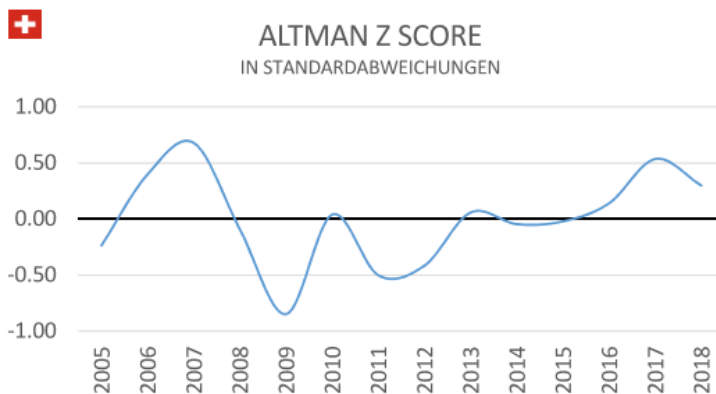
Zeigt kein Stress,
die Levels von heute sind
durchschnittlich

- Das 1968 veröffentlichte Z-Faktor-Modell von Altman (Altman's Z-Score) ist das erste multivariate Insolvenzprognoseverfahren für Unternehmen überhaupt. Es vereint Trends von Aktivität, Solvabilität, Profitabilität und Liquidität
- Ein steigendes Altman Z bedeutet verminderte Gefahr eines Defaults, fallendes Altman Z bedeutet eine erhöhte Gefahr eines Defaults



↑
Je höher desto besser

- Tiefe Altman Z-Scores würden eine erhöhte Gefahr von bankrotten bedeuten
- Im Schnitt sind die Niveaus allerdings im Bereich des Durchschnitts seit 2005
- Gut sichtbar sind die Verwerfungen im Gefolge von 2008 und in Europa auch besonders im Gefolge der Eurokrise



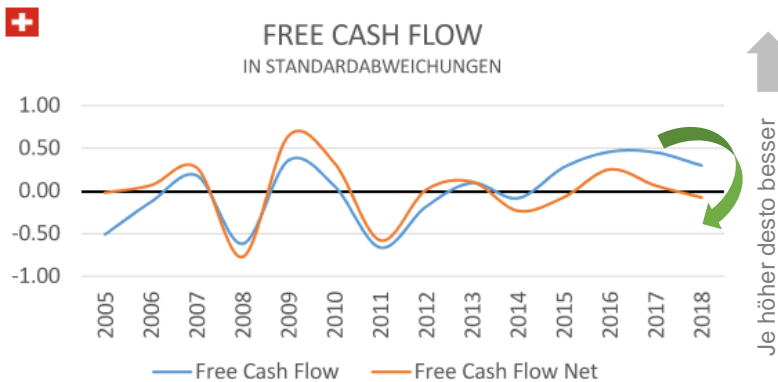
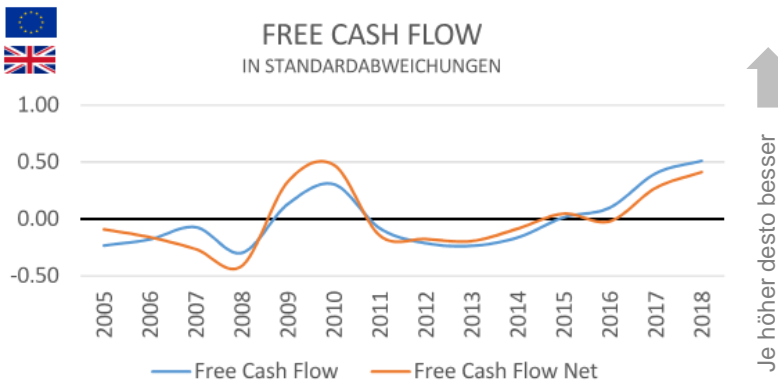
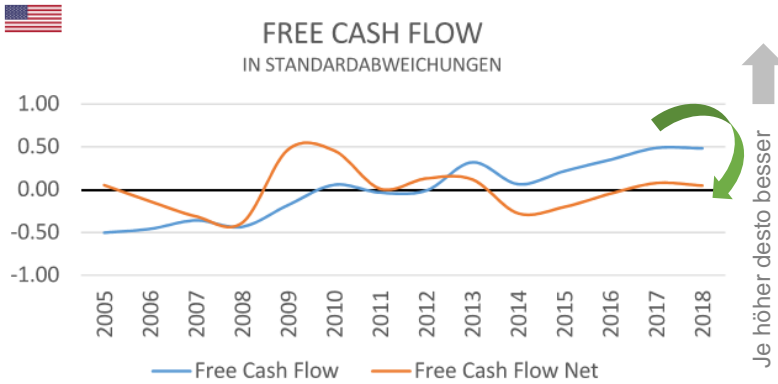
↑
Je höher desto besser

**Keine Gefahr von dieser Seite,
ein gutes Zeichen!**

Free Cash Flows

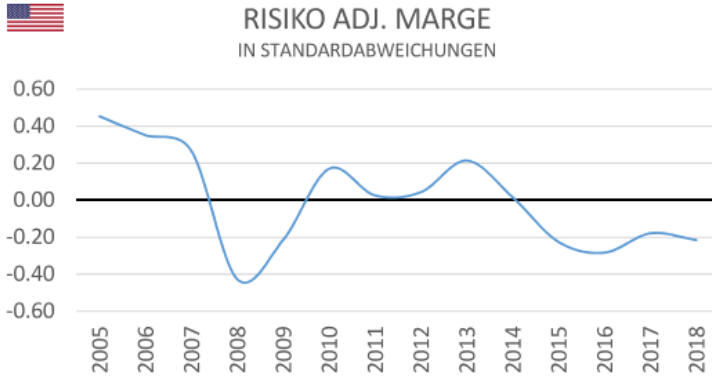
Nach Dividenden und Kapitalrückzahlungen

Nur die Europäer schauen für die Obligationäre



- Wir ziehen vom Free Cash Flow die Kapitalrückzahlungen und Dividenden ab
- Den FCF berechnen wir als Operating CF minus Capex
- den OCF berechnen wir als Net Income + Abschreibungen + Amortisationen, korrigiert um Nicht-Cash-Änderungen
- Wieviel Geld bleibt übrig für die Obligationäre bzw. für die Substanz nach Bedienung der Aktionäre ?
- Bleibt noch etwas übrig vom steigenden FCF-Trend?
- Die Amerikaner und die CH schütten so viel Geld aus in Dividenden und Aktienrückkäufen, dass kein positiver net FCF-Trend mehr übrig bleibt
- Die Europäer sind viel zurückhaltender

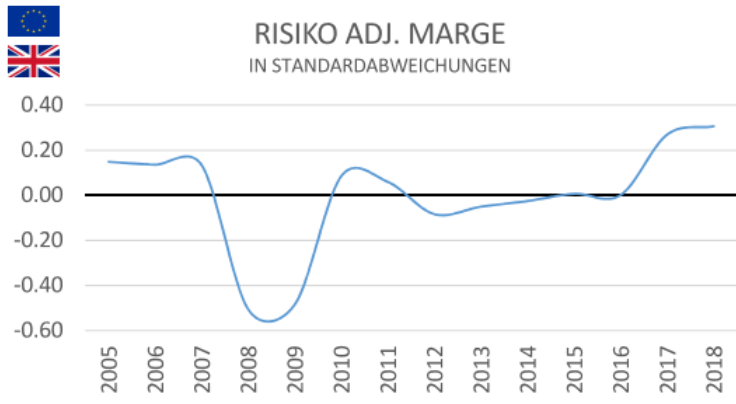
Risiko-adjustierte Umsatz-Marge



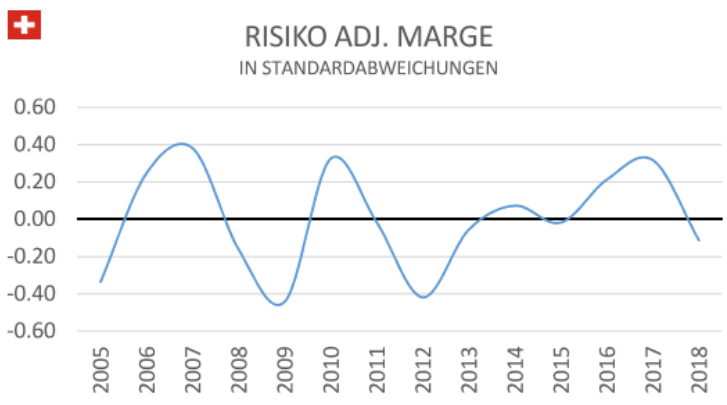
↑
Je höher desto besser

USA wieder unattraktiv, wesentlich besser: EU/UK

- Wir skalieren die EBIT-Marge mit dem Bilanz-Leverage
- = $(EBIT/Sales) / (Debt/Equity)$
- Die risikoadjustierte Marge in den USA ist bedenklich tief
- Hier überkompensiert der steigende Leverage die ebenfalls steigende Marge
- In EU/UK trifft eine steigende Marge auf einen tendenziell fallenden Leverage, dementsprechend gut die Trends der risikoadjustierten Marge



↑
Je höher desto besser



↑
Je höher desto besser

Dummies:

Fallweise Unternehmensspez.
Warnsignale

In folgenden Fällen bauen wir einen **zusätzlichen Baustein** in die Analyse ein:

1) Explodierender Goodwill

- **Bsp. Air Liquide:** Der Goodwill (im Chart invers) wächst schnell auf über 80% des Eigenkapitals an; hat sich die Firma mit einer Übernahme übernommen?

und/oder

2) Implodierender Interest Cover

- **Bsp. BAT:** Trotz Tief-Zins-Umfeld verschlechtert sich der Interest Cover deutlich; wie soll sich die Firma erholen, wenn die Zinsen steigen?

und/oder

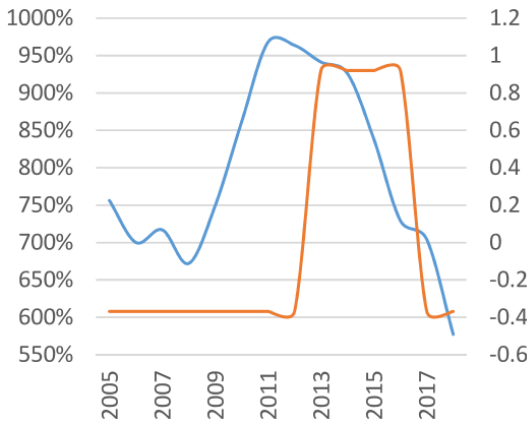
2) Absturz Enterprise Value / Debt

- **Bsp. AT&T:** Der Markt straft die Unternehmung ab mit einem Crash im Enterprise Value. Glaubt der Markt, dass etwas fishy ist?

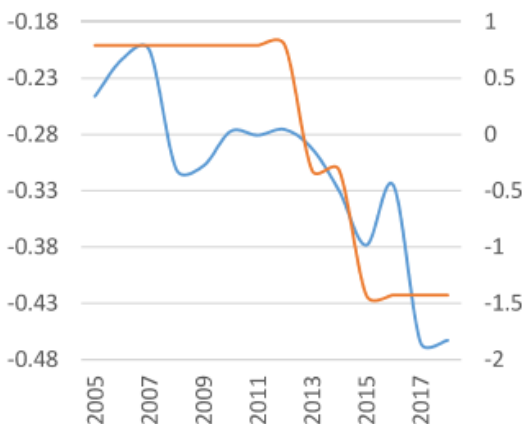
GOODWILL / EK



PKA Z: INT COV



PKA Z: EV/DEBT



1

Bilanzen

- a) Eigenkapital & Goodwill
- b) Schulden
- c) Bilanzleverage

Erfolgsrechnungen

- a) Gewinne
- b) Margen

Operating Leverage

2

Unsere Bonitätsindikatoren

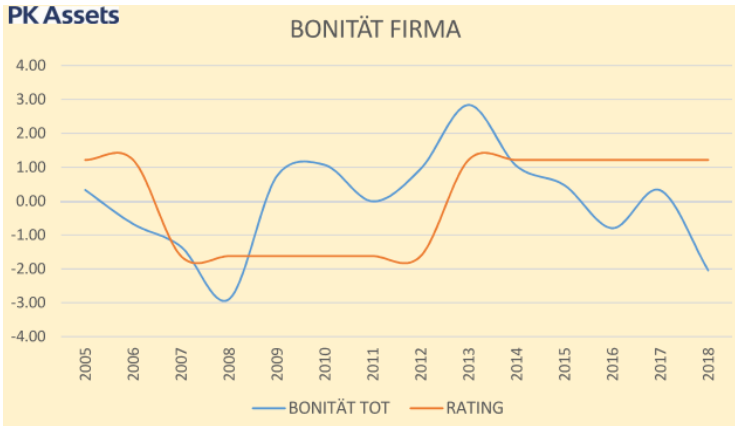
- a) Eigenkapitalisierung
- b) PKAssets Z
- c) Altman Z
- d) FCF
- e) Risikoadj. Marge
- f) Dummies

3

Wo kann man investieren?

- a) USA
- b) EU/UK
- c) CH

Wozu all das?



Was wir **nicht** wollen:

1. Emittenten mit schlechten Bonitätstrends

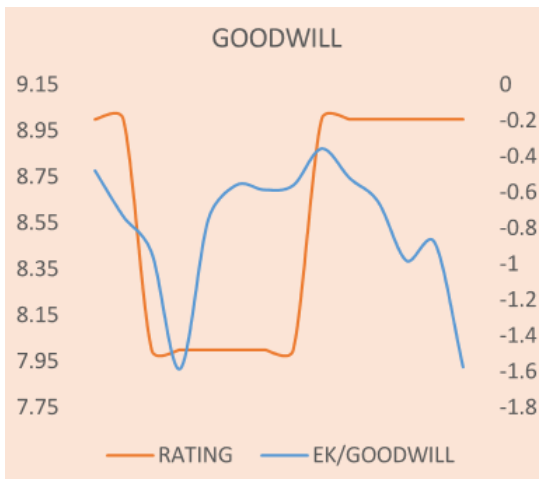
Bsp.: Hershey

- Steigender Free Cash Flow..aber
- Fallende Eigenkapitalisierung
- Fallende risikoadj. Marge
- Fallendes PK Assets Z
- Fallendes Altman Z
- Fallender Interest Cover
- Fallender EV/Debt

..und

2: Hoher Goodwill

- Explodierender Goodwill auf nunmehr 157% des EK (Chart zeigt EK/Goodwill)



Unser Bonitäts- Entscheid

Pro Emittent

UPSIDE

- Emittent ist profitabel
- Bonität verbessert sich
- Ratingagenturen haben noch nicht Rating verbessert

STABIL

- Emittent ist profitabel
- Bonität ist stabil
- Ratingagenturen sind adäquat

VORSICHT

- Bonität ist leicht negativ
- Emittent ist nicht überzeugend profitabel
- Ratingagenturen schon reagiert
- Entspricht für uns einem Outlook Negativ aber nicht einem Watch Negative

PROBLEM

- Massives Bonitätsproblem
- Emittent ist nicht profitabel
- Leverage nimmt zu
- Ratingagenturen haben noch nicht genügend reagiert
- Downgrade fundamental imminent

HÄNDE WEG

- Massives Bonitätsproblem
- Und/oder unakzeptables Niveau an Goodwill pro Eigenkapital

Unser Bonitäts- Entscheid

Pro Emittent

Zusätzlich Down-Notch für folgende **Goodwill**-Positionen pro Eigenkapital:

Bsp.: Ein Emittent mit einem guten Bonitäts-Trend bekommt...

UPSIDE

STABIL

VORSICHT

PROBLEM

HÄNDE WEG



1 Down-Notch für 10-20% Goodwill / EK

2 Down Notch für 20-50% Goodwill / EK

4 Down-Notch für ü50% Goodwill / EK

Trend USA allgemein:

- Eigenkapitalisierung fällt, Bilanzleverage steigt, Goodwill steigt massiv
- Gewinne und Margen steigen erfreulich
- Operativer Leverage steigt auf Rekordstand
- Altman Z zeigt kein Stress an

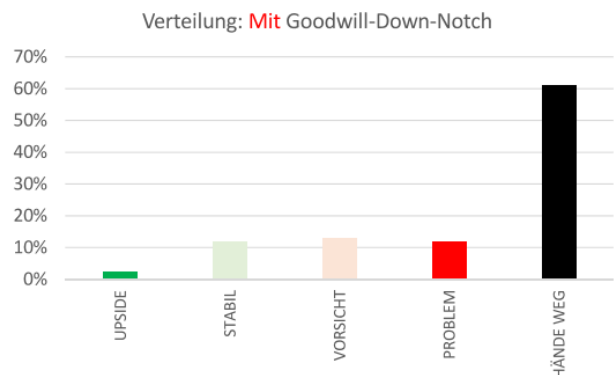
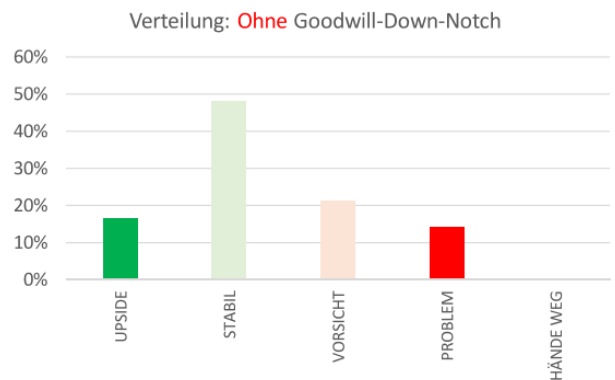
Die 88 US-Unternehmen:

Ohne Goodwill-Down-Notch sieht die Lage entspannt aus

- 2/3 des Samples sind Emittenten mit steigenden oder stabilen Bonitätstrends
- Nur 14% des Samples sind Emittenten, die wir aktuell komplett meiden würden

Mit Goodwill-Down-Notch sieht die Lage komplett anders aus:

- 2/3 der Emittenten sind toxisch
- Nur noch 14% der Emittenten verfügen über ein Plazet der Unbedenklichkeit
- Ex rot und schwarz sind **nur knapp über ¼ der Emittenten investierbar**
- Der allgemeine Trend von verschlechterten Markttrends schlägt voll durch, wenn man Emittenten mit substantiellem, fiktivem Eigenkapital konsequent und rigoros aussortiert



Trend EU/UK allgemein:

- Eigenkapitalisierung steigt, Bilanzleverage fällt, Goodwill steigt massiv
- Gewinne und Margen steigen erfreulich
- Operativer Leverage steigt
- Altman Z zeigt kein Stress an

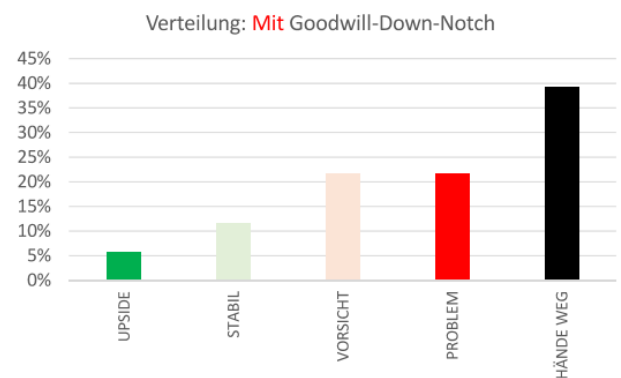
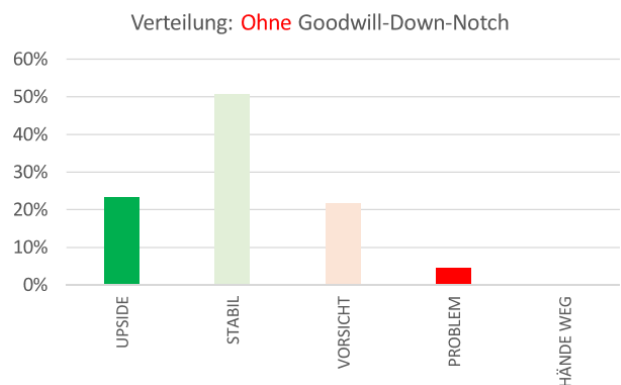
Die 72 Unternehmen:

Ohne Goodwill-Down-Notch sieht die Lage entspannt aus

- 3/4 des Samples sind Emittenten mit steigenden oder stabilen Bonitätstrends
- Nur 4% des Samples sind Emittenten, die wir aktuell komplett meiden würden

Mit Goodwill-Down-Notch sieht die Lage komplett anders aus:

- **Fast 40% der Emittenten sind toxisch**
- Nur noch 16% der Emittenten verfügen über ein Plazet der Unbedenklichkeit
- Ex rot und schwarz sind **nicht einmal die Hälfte investierbar**
- Der allgemeine Trend eines guten Bonitätstrends ist makulatur, wenn man Emittenten mit substantiellem, fiktivem Eigenkapital konsequent und rigoros aussortiert



Trend CH allgemein:

- Kleines Sample, heterogen ohne grosse eindeutige Trends
- Eigenkapitalisierung steigt, Bilanzleverage stabil, Goodwill steigt massiv
- Gewinne steigen, Margen nicht
- Operativer Leverage steigt
- Altman Z zeigt kein Stress an

Die 25 Unternehmen:

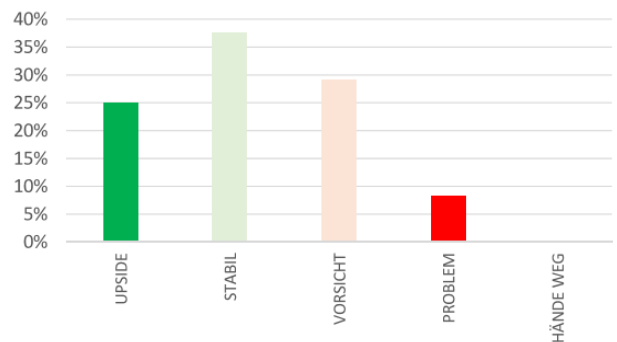
Ohne Goodwill-Down-Notch sieht die Lage entspannt aus

- 2/3 des Samples sind Emittenten mit steigenden oder stabilen Bonitätstrends
- Nur 8% des Samples sind Emittenten, die wir aktuell komplett meiden würden

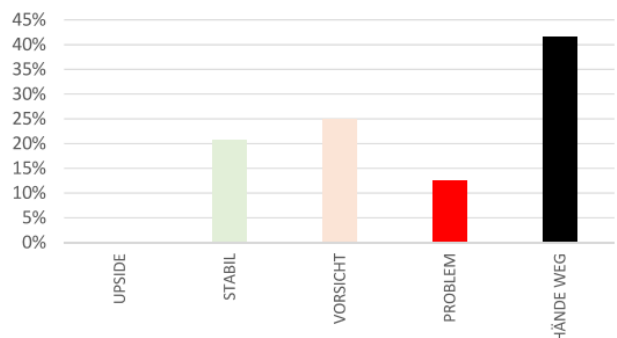
Mit Goodwill-Down-Notch sieht die Lage komplett anders aus:

- **Über 40% der Emittenten sind toxisch**
- Nur noch 20% der Emittenten verfügen über ein Plazet der Unbedenklichkeit, keines bleibt mit Upside!
- Ex rot und schwarz sind **nicht einmal die Hälfte investierbar**
- Der allgemeine Trend eines guten Bonitätstrends ist makulatur, wenn man Emittenten mit substantiellem, fiktivem Eigenkapital konsequent und rigoros aussortiert

Verteilung: Ohne Goodwill-Down-Notch



Verteilung: Mit Goodwill-Down-Notch



USA

ABBOTT, ABINBEV, AES, ALCOA, ALLERGAN, ALTRIA, AMAZON, ANADARKO, AON, ARCHER DANIELS, ASTRAZENECA, AT&T, ATLAS COPCO, BAT, BAXTER, BERKSHIRE, BIOGEN, BOEING, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARNIVAL, CARPENTER, CATERPILLAR, CBS, CHEVRON, CIGNA, CISCO, COMCAST, CONAGRA, CONOCOPHILLIPS, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DANAHER, DS SMITH, DUKE, ELI LILLY, FEDEX, FORD, FREEPORT MCMORAN, FRESENIUS MED, FRESENIUS SE, GE, GEN. MILLS, GILEAD, GOODYEAR, HALLIBURTON, HARLEY, HERSHEY, HOME DEPOT, HONEYWELL, IBM, INTEL, IRON MOUNTAIN, JOHN DEERE, LENNAR, MANPOWER, MARSH&MCLENNAN, MEDTRONIC, MGM, MONDELEZ, MURPHY OIL, NEWELL BRANDS, NUSTAR ENERGY, ORACLE, PFIZER, PITNEY BOWES, POTASH, QUALCOMM, RALPH LAUREN, ROYAL CARIBBEAN, SCANA, ROYAL CARIBBEAN, SEALED AIR, SILGAN, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, TIMEWARNER, UNITED TECHNOLOGIES, VERIZON, WALMART, WALT DISNEY, WILLIAMS, WPP, XEROX, ZIMMER BIOMET

Eurozone & UK

ACCOR, AIR LIQUIDE, ANGLOAMERICAN, APMAERSK, BASF, BAYER, BMW, BOUYGUES, BP, CAP GEMINI, CARLSBERG, CARREFOUR, CASINO GUICHARD, CELANESE, DAIMLER, DANONE, DIAGEO, EDF, ENEL, ENGIE, ENI, ERICSSON, EUTELSAT, FAURECIA, GLAXO, HEIDELBERG, HORNBACH, IBERDROLA, IMPERIAL BRANDS, K+S, KERING, KPN, LANXESS, LINDE, LUFTHANSA, LVMH, NEXANS, NOKIA, ORANGE, PEARSON, PERNOD, PEUGEOT, PHILIPS, RENAULT, REPSOL, ROLLS-ROYCE, RWE, SAIPEM, SAPPI, SES, SHELL, SIEMENS, SODEXO, STGOBAIN, STORA ENSO, SÜDZUCKER, SWED MATCH, TDC, TESCO, THYSSEN, TOTAL, UNILEVER, UPM KYMMENE, VALEO, VINCI, VIVENDI, VODAFONE, VOLVO AB, VW

CH

ABB, ADECCO, AKZO, ALPIQ, BARRY CALLEBAUT, BOBST, BUCHER, CLARIANT, CPHN, GF, GIVAUDAN, HOLCIM, LONZA, NESTLE, NOVARTIS, OERLIKON, RIETER, ROCHE, SCHINDLER, SGS, SULZER, SWISSCOM, TEMENOS, VALORA

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