

PK Assets

U.S. BBB

Gestärkt aus der Krise
oder ein desaster-in-
the-making?

9/2021

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

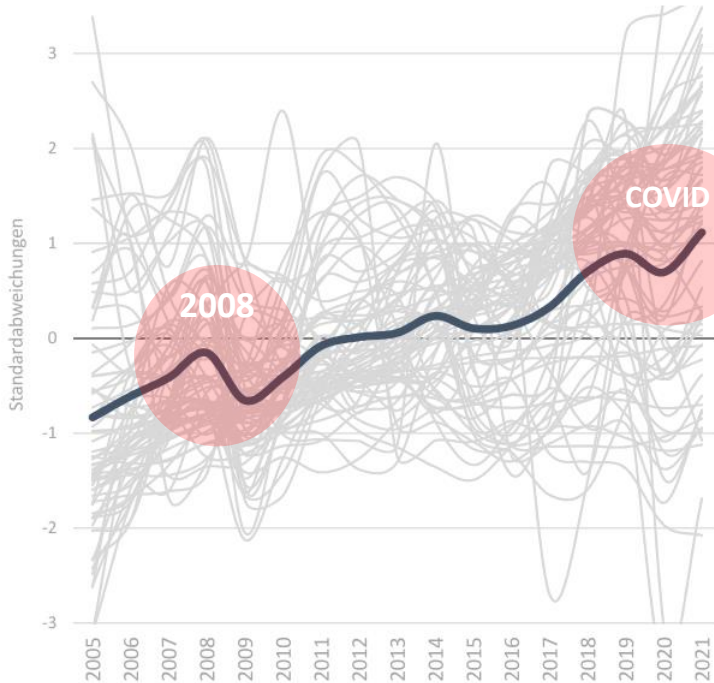
Unser BBB-Sample

- 72 aktive Emittenten im Bereich BBB+ bis BBB-
- BBB-Kohorte per Januar 2020 also zum Zeitpunkt der ersten Corona-News
- Ausschliesslich US-Unternehmen
- Alles Firmen mit lückenlosen Bilanzdaten bis zurück ins Jahr 2005
- Um die Unternehmen vergleichbar –und aggregierbar- zu machen, wird, wo notwendig, eine Skalentransformation ausgeführt, um den Trend sichtbar zu machen
- Das Sample besteht aus folgenden Unternehmen:

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

PK Assets

Umsatz (Trailing 12Mth)



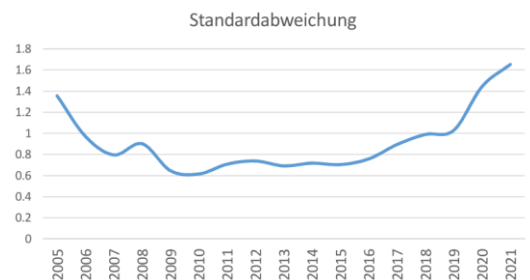
Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Genereller Trend:

- Im Schnitt ist die Umsatzentwicklung erfreulich!
- Der Covid-Einbruch war nicht so tief wie in der grossen Finanzkrise (GFK)
- Die Unternehmensumsätze sind im Schnitt wieder in den Mittelfristtrend seit 2016 eingeschwenkt
- Aber der Trend ist kaum repräsentativ für das Geschehen: Die Schere ist brutal aufgegangen und hat sich noch nicht wieder geschlossen
- Die Standardabweichung unter den Trends ist so hoch wie nie seit 2005

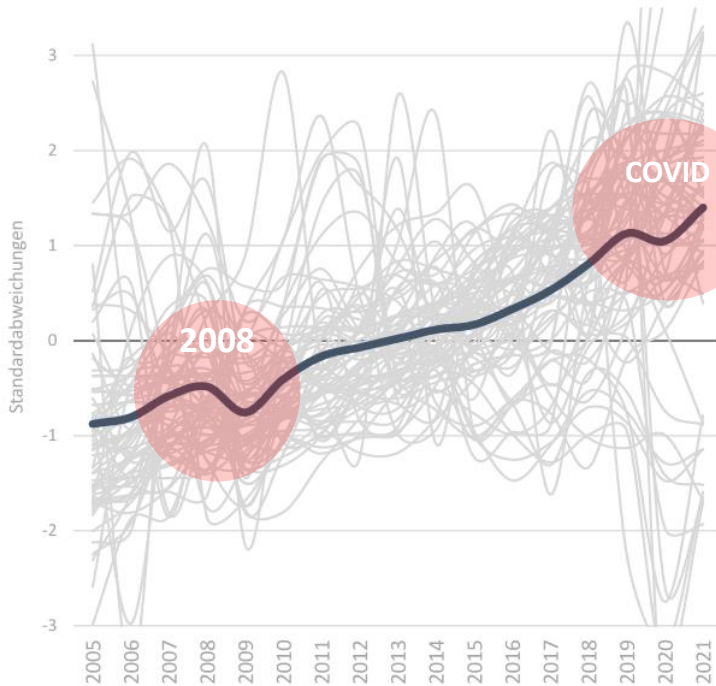


- D.h. es gibt massive Gewinner und massive Verlierer

Umsätze: Zurück im Trend, aber: Die Spreu trennt sich vom Weizen

PK Assets

EBITDA (Trailing 12Mth)



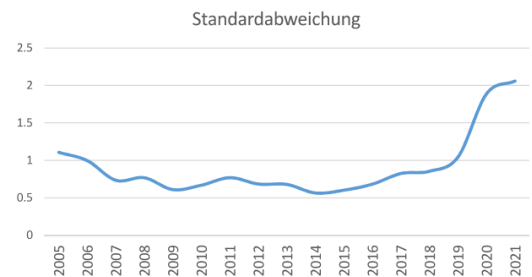
Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Genereller Trend:

- Was für die Umsätze gilt, gilt auch für die Rohgewinne: Die Scharte ist ausgewetzt..
- .. Im Schnitt
- Der Covid-Einbruch war geringer als in der GFK
- Aber auch hier: Die Streuung hat massiv zugenommen!!
- Beim Rohgewinn noch ausgeprägter als beim Umsatz

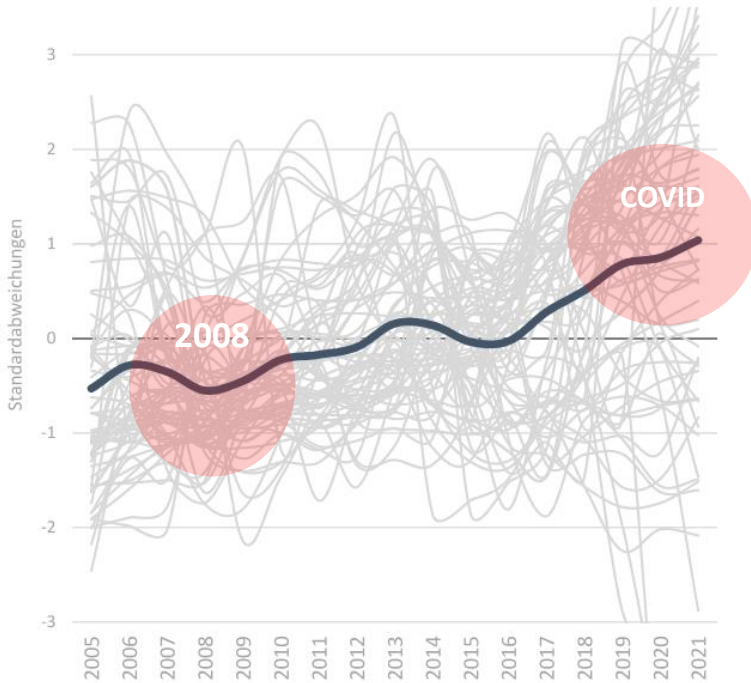


- Auch beim Rohgewinn gilt: Es gibt massive Gewinner und massive Verlierer

EBITDA: Verbessert, aber: Brutale Dislokationen

PK Assets

Totales Eigenkapital



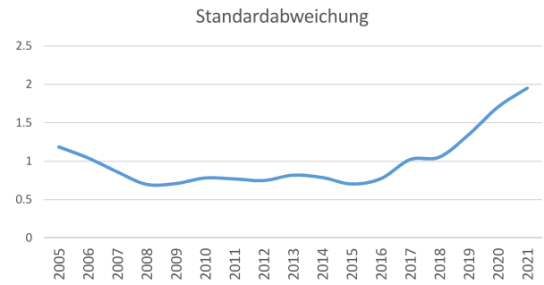
Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Genereller Trend:

- Dito zu Umsatz und EBITDA: Trend geht wieder hinauf, Streuung hat massiv zugenommen



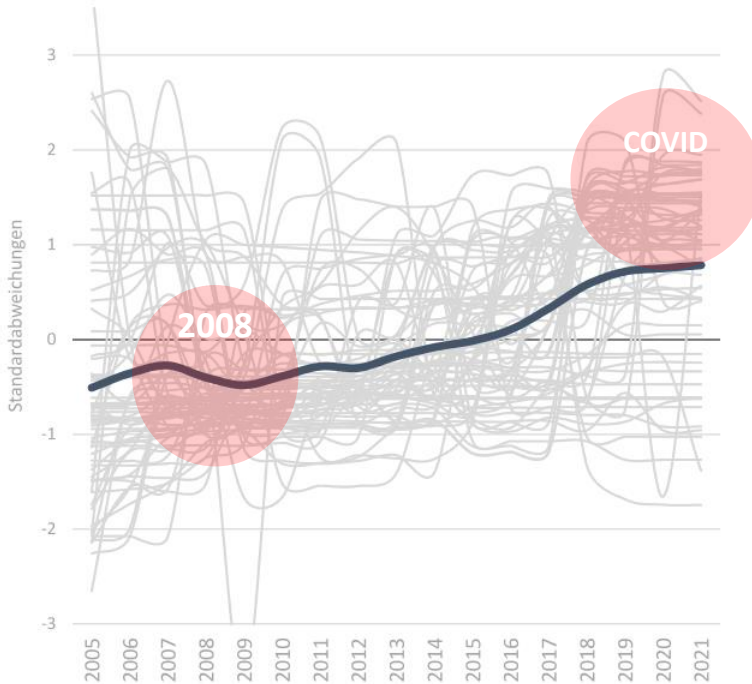
- Interessanter ist es –anders als in der GfK – nicht zu einem Rückgang des publizierten EK gekommen
- Aber die Explosion der Standardabweichung im 72-er Sample zeigt: Viele Unternehmen dürften massiv unterkapitalisiert sein

Eigenkapital:
Verbessert, aber: Einige unterkapitalisierte Unternehmen

Goodwill: Fake Equity

PK Assets

Akquisitions-Goodwill



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Genereller Trend

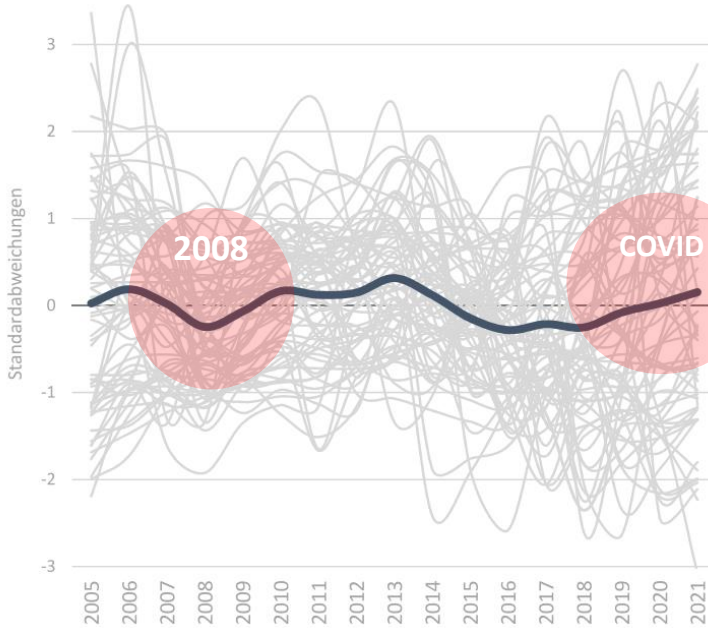
- Wir sprechen hier von Akquisitions-Goodwill, nicht von Patenten und überlegenem Knowhow
- Goodwill ist Fake Equity, da es entsteht, wenn bei Übernahmen mehr als der Buchwert bezahlt wird, und diese Kaufprämie absurderweise aktiviert wird, aber bei einem Bankrott kaum etwas einbringt und damit für den Obligationär wertlos ist
- Mit der von den Nationalbanken entfachten M&A-Manie ist denn auch diese warme Luft in den Bilanzen massiv gestiegen:
- Goodwill ist in einem Ausmass gestiegen, dass einem die Spucke wegbleibt
- Covid hat eine Pause in die M&A-Tätigkeit, und damit in den Goodwill-Aufbau- verursacht, aber es gab kein Abbau

Stetiger Anstieg von Fake Equity..

Wieviel vom positiven Eigenkapital-Trend verbleibt nach Abzug des Goodwills?

PK Assets

Totales Eigenkapital... nach Abzug Goodwill



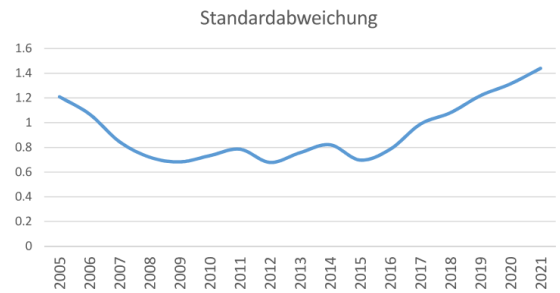
Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Genereller Trend:

- Es verbleibt nach Abzug im Schnitt kein Wachstum im Eigenkapital
- Null, Nichts
- Gleichzeitig ist die Streuung der Eigenkapitaltrends so hoch wie nie:

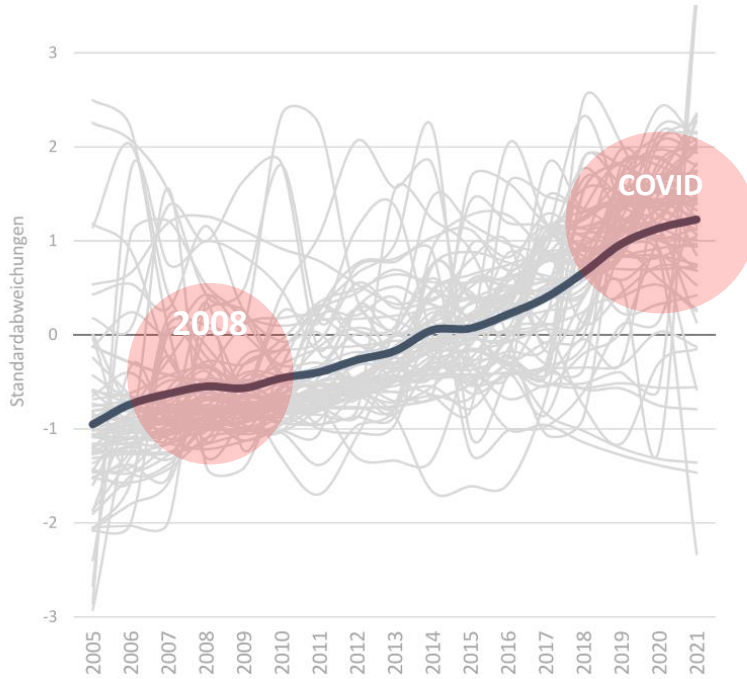


- Eine bedenkliche Ausgangslage für den Obligationen-Gläubiger: Er hat es mit viel grösseren Unternehmen zu tun, mit viel mehr nominalen Umsatz- und Gewinn-Hebeln, die aber im Schnitt nur gerade so viel EK aufweisen wie vor 16 Jahren und gleichzeitig gibt es einen Haufen unterkapitalisierten Gläubigern

Ein böser Verdacht: Basieren die Umsatz- und Gewinnanstiege seit 2005 nur auf Leverage?

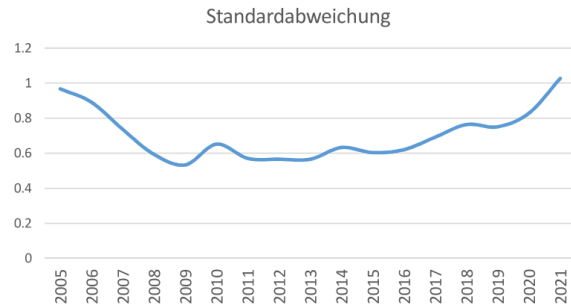
PK Assets

Verpflichtungen (inkl. Pensions etc.)



Genereller Trend:

- Die Schulden steigen zuverlässig
- Unter «Schulden» verstehen wir Verpflichtungen, und nicht nur Finanzschulden, also auch unfunded pensions etc
- Erstaunlich das friktionslose Wachstum der Verbindlichkeiten
- Auch hier: Die Streuung nimmt zu



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

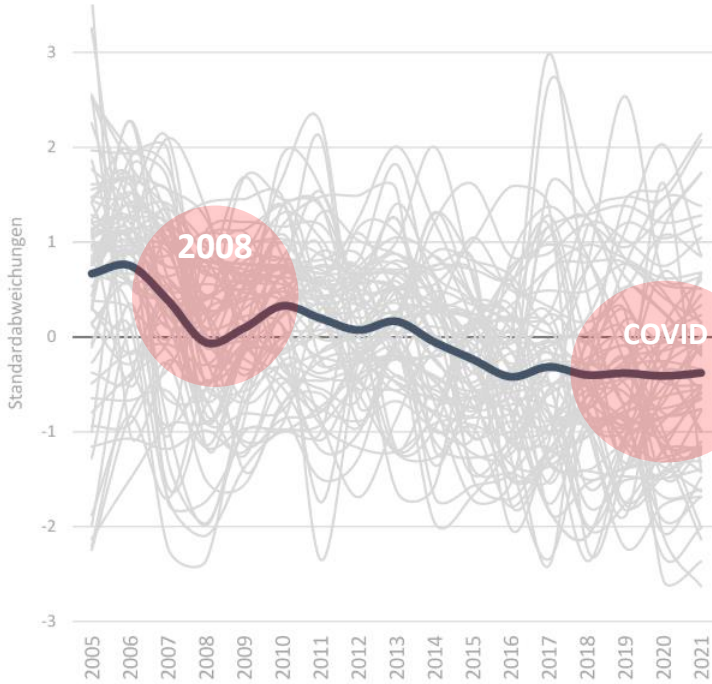
Stetiges Wachstum in den Schulden

Was bedeutet das für den Bilanz-Leverage?

Eigenkapitalisierung Ex Goodwill

PK Assets

EK pro Vermögen (ex Goodwill)



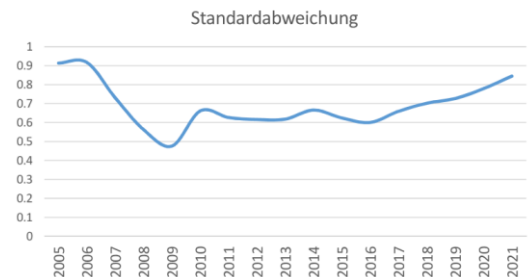
Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Genereller Trend:

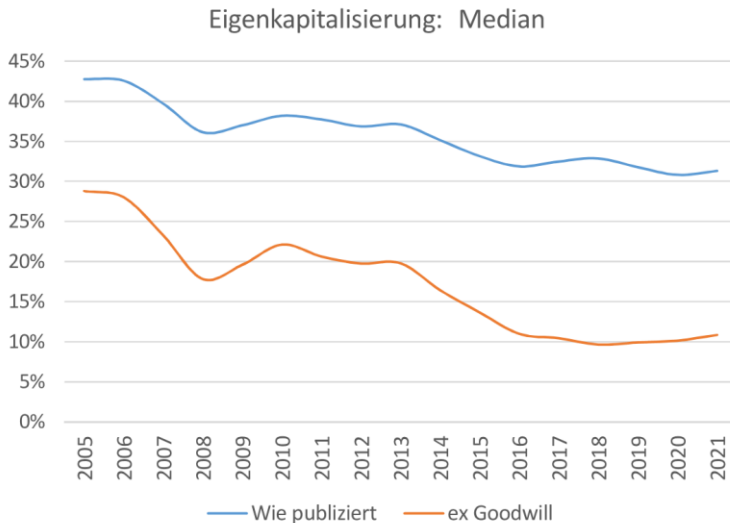
- Wir ziehen den Akquisitionsgoodwill ab von Vermögen und Eigenkapital
- Wir ermitteln so den Bilanzleverage
- Die schlechte Nachricht: Die Eigenkapitalisierung ist nahe des Tiefpunkts der letzten 16 Jahre
- Die gute Nachricht: Sie ist in den letzten 5 Jahren nicht weiter gefallen
- Die Streuung nimmt zu, aber nicht so stark wie an anderen Orten



- Man könnte sagen, die Eigenkapitalisierung hat sich auf einem tiefen Niveau eingependelt

Kapitaldecke auf prekärem Niveau?

Wie dünn sind die Bilanzen?



Der Bilanzleverage wird heutzutage kaum mehr angeschaut:

- Zu prominent wird mit dem operativen Leverage (Debt/EBITDA) argumentiert
- Die Bilanzen werden zunehmend «Asset Light» durch den Zufluss von Tech-Unternehmen mit weniger Anlagevermögen: Dieser Effekt ist hier nicht gültig, denn wir arbeiten mit einer festen Kohorte
- Die M&A-Manie hat zu enormem Goodwill geführt, der bilanziert werden darf, die Rating Agenturen stört's nicht, sie haben ihre eigene Bilanz mit Goodwill zerstört (!)
- Die Eigenkapitalisierung wird **massiv überschätzt** wenn man auf die publizierten Zahlen schaut; bzw.: Man wird massiv betrogen
- Wir finden deshalb, ein Blick auf den Bilanzleverage ist erhellend

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

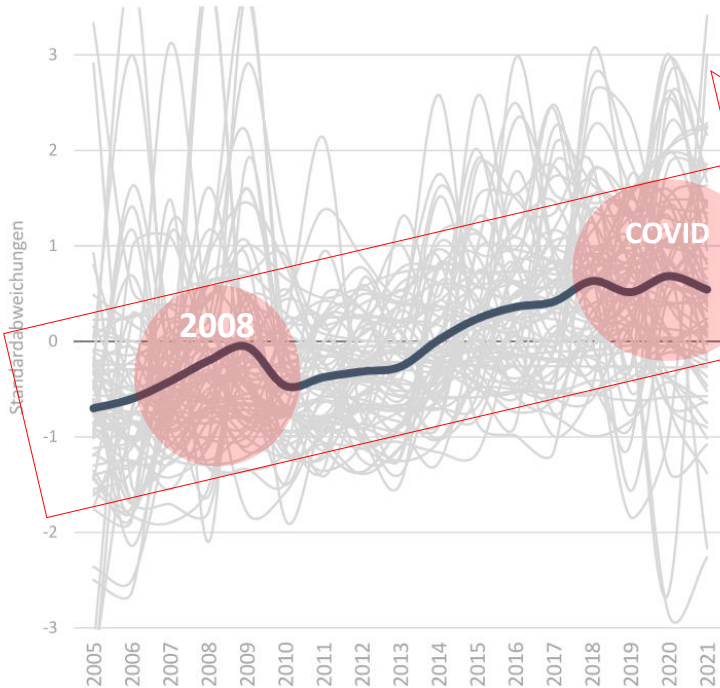
Die Eigenkapitaldecke ist faktisch in der Industrie so dünn wie bei Banken, viel Glück beim Recovery!

Operating Leverage

Net Debt / EBITDA

PK Assets

Net Debt / EBITDA



Genereller Trend:

- Schauen wir ihn uns an, den berühmten «Net Debt / EBITDA»
- Er vergleicht die Schulden (nach Abzug liquider Mittel und kfr. Vermögen) mit dem EBITDA
- Die gute Nachricht: Der Leverage wächst nicht mehr, einige Marktstimmen sprechen sogar von einer Trendumkehr in der Bonität bei amerikanischem BBB

Gemacht:

- Der Trend ist aufwärts, nicht abwärts!
- Die Schulden sind massiv gestiegen
- EBITDA ebenfalls
- Die Streuung hat massiv zugenommen
- In der nächsten Rezession dürften die EBITDA einbrechen, die Schulden aber nicht: Es ist ein dummes Instrument für Bond-Investoren, denn es ist prozyklisch

Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

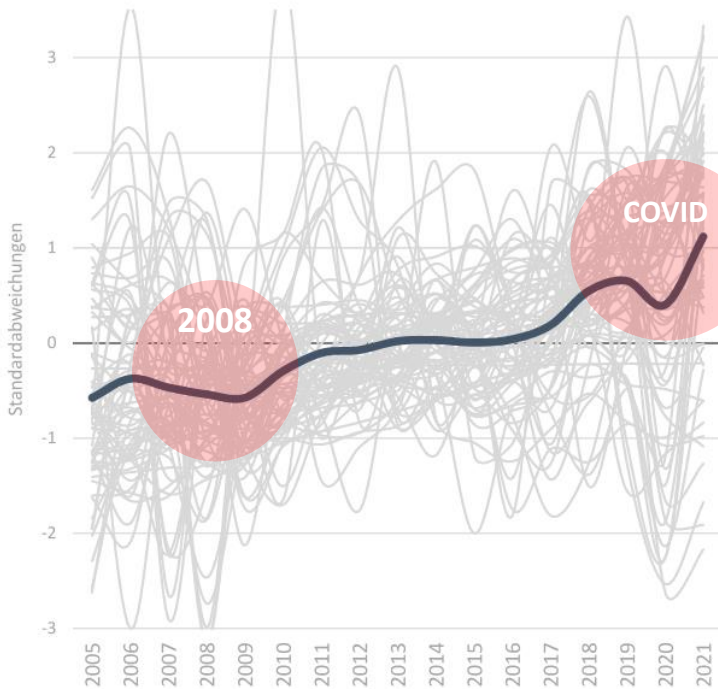
Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

Der Leverage ist heute im Schnitt 2.5x so hoch wie 2005, es funktioniert nur in einer Hochkonjunktur

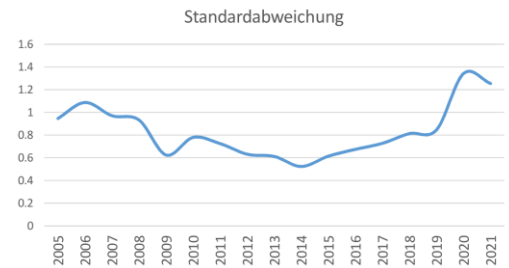
PK Assets

Net Income



Genereller Trend:

- Die Gewinne boomen!
- Die Covid-Delle ist überwunden, man kann von einem regelrechten Gewinnsprung sprechen
- Aber: Die Streuung ist brutal



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

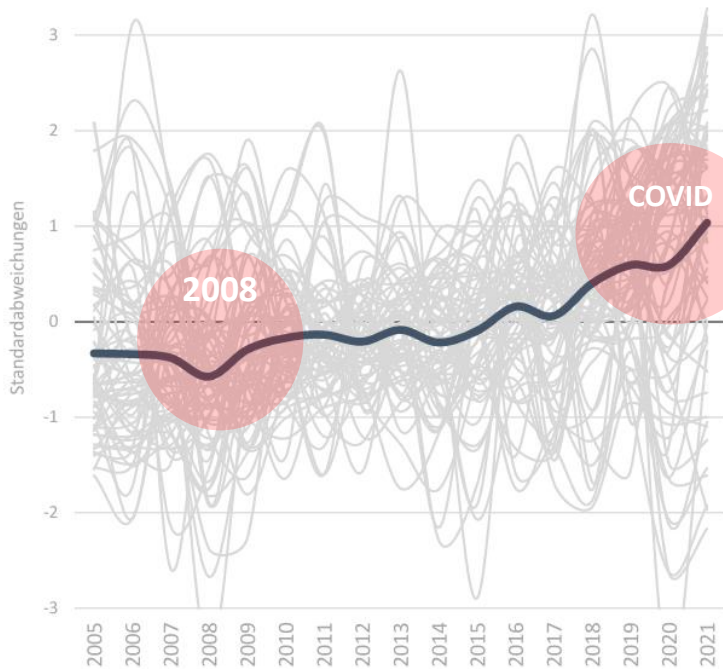
Die Gewinne explodieren

Uns interessieren aber nicht in erster Linie die Gewinne, sondern die Free Cash Flows:

Free Cash Flow

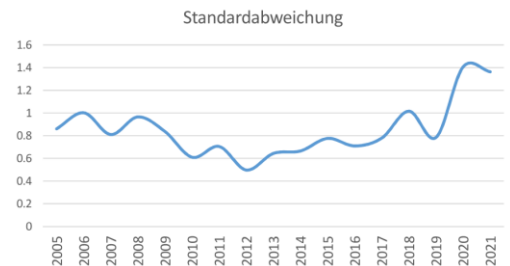
PK Assets

Free Cash Flow



Genereller Trend:

- Die gute Nachricht: Auch die FCF boomen!
- Erstaunlich: Keine Delle im Schnitt während Covid, unglaublich die Resilienz!
- Unsere Bonitätsmodelle fussen stark auch auf den FCF, das ist eine sehr gute Meldung
- Aber: Die Streuung ist brutal



Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 72 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich (Kohorte per Ende 2019 bis heute)

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

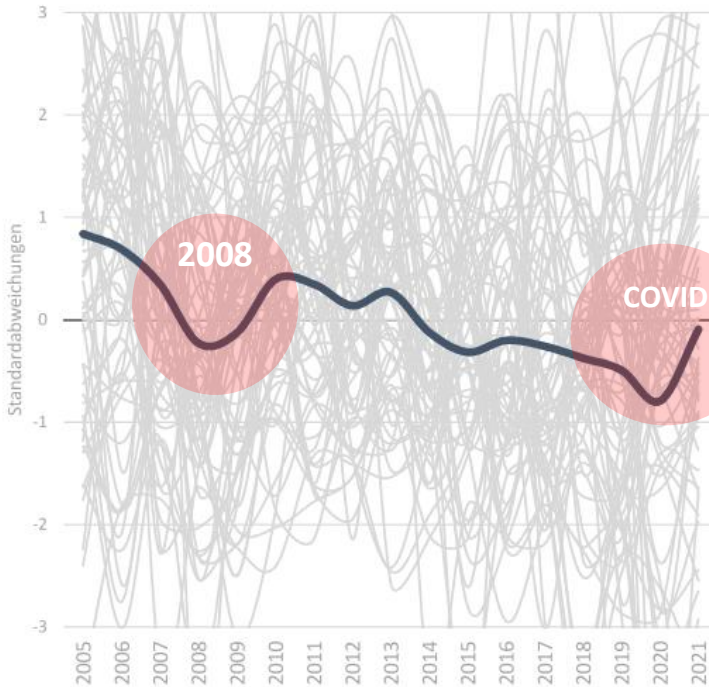
FCF-Explosion, sehr gut!..aber nicht überall

Wir fassen zusammen:

- Die Firmen wachsen! Umsätze und Rohgewinne steigen; aber die Entwicklung ist sehr uneinheitlich
- Das publizierte Eigenkapital ist seit 2005 gestiegen, aber es zeigt sich wegen der hohen Streuung dürften sich einige unterkapitalisierte Unternehmen im Sample aufhalten
- Goodwill ist in einem Ausmass gestiegen, dass einem die Spucke wegbleibt
- Es verbleibt nach Abzug im Schnitt kein Wachstum im Eigenkapital seit 2005, Null, Nichts
- Ein böser Verdacht: Basieren die Umsatz- und Gewinnanstiege seit 2005 nur auf Leverage?
- Die Schulden steigen zuverlässig; auch hier: Die Streuung nimmt zu
- Wir ziehen den Akquisitionsgoodwill ab von Vermögen und Eigenkapital und ermitteln so den Bilanzleverage: Die Eigenkapitalisierung ist nahe des Tiefpunkts der letzten 16 Jahre
- Die Eigenkapitalisierung wird massiv überschätzt wenn man auf die publizierten Zahlen schaut; bzw.: Man wird massiv betrogen
- Die Eigenkapitaldecke ist faktisch in der Industrie so dünn wie bei Banken
- Schauen wir auf den Operating Leverage: Net Debt / EBITDA: Er wächst zwar nicht mehr, und einige Marktstimmen sprechen sogar von einer Trendumkehr in der Bonität bei amerikanischem BBB, aber der Trend ist aufwärts, nicht abwärts, die Streuung hat massiv zugenommen
- Der Leverage ist heute im Schnitt 2.5x so hoch wie 2005, es funktioniert nur in einer Hochkonjunktur
- Andererseits: Die Gewinne boomen, man kann von einem regelrechten Gewinnsprung sprechen
- Und auch die FCF boomen! Die Streuung ist brutal
- **Dies sind alles Bausteine unserer Bonitätstrend-Einschätzung: Was sagen also unsere Bonitätsmodelle zu den 72 Emittenten im Sample?**

PK Assets

Bonität: Trend



Bonität insgesamt:

Wir berücksichtigen in unserem Bonitätsmass die folgenden Bausteine:
 Eigenkapitalisierung, Margen, FCF, Altman Z, Activity, Goodwill, Bilanzleverage, Operating Leverage, Operating Cash Flow, EV/Debt etc

Im Schnitt:

- Trendumkehr!
- FCF-Explosion bringt einen Umschwung in unseren Trend-Modellen
- Trotz steigendem Leverage, trotz tiefem Eigenkapital

Wir betrachten wir den Durchschnitt der Trends der 75 BBB Emittenten, basierend auf deren Z-Scores, also der Bewegung in Standardabweichungen

Das Sample: 72 Emittenten im U.S. BBB-Bereich

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

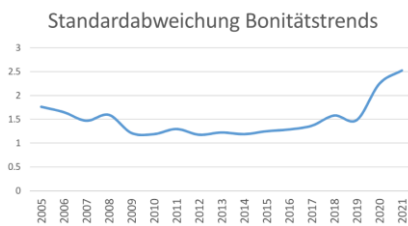
Markante Verbesserung...

Im Schnitt:

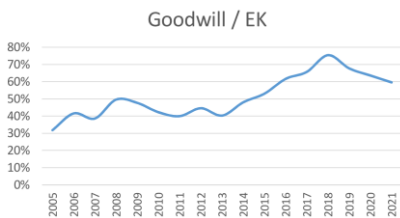
- Trendumkehr!
- FCF-Explosion bringt einen Umschwung in unseren Trend-Modellen
- Trotz steigendem Leverage, trotz tiefem Eigenkapital

Markante Verbesserung...

...aber:



- Streuung explodiert! Die Verbesserung des Bonitätstrends gilt längst nicht für alle 72 Firmen im Sample: **Viele extreme Gewinner und extreme Verlierer**. Die Verteilung sieht nicht wie eine klassische Normalverteilung aus, d.h. die Liste unserer potentiellen Investitionskandidaten leert sich beträchtlich



- Das Eigenkapital des Median-Unternehmens im 72er-Sample besteht zu 60% aus heisser Luft! **60%!** Das bedeutet auch: Die Hälfte der Unternehmen hat fast kein, kein oder negatives Eigenkapital!
- Damit ist das **Median-Unternehmen für uns per se nicht investierbar**, wir wollen dieses Goodwill-Krebsgeschwür nicht in unseren Portfolios, es fallen mehr als die Hälfte der Kandidaten raus nur wegen Fake Equity!
- Wenn man vom Sample diejenigen Emittenten rausrechnet mit einem schlechten Bonitätstrend und diejenigen mit zuviel Goodwill in der Bilanz, dann **bleiben nur noch eine Handvoll investierbare Obligationenschuldner übrig**

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