

Fixed Income 2/2023:

ESG:

Sind «gute»
Unternehmen auch
«solid»?

„Von welchen Firmen der Dekarbonisierung
würden wir Schulden kaufen?“

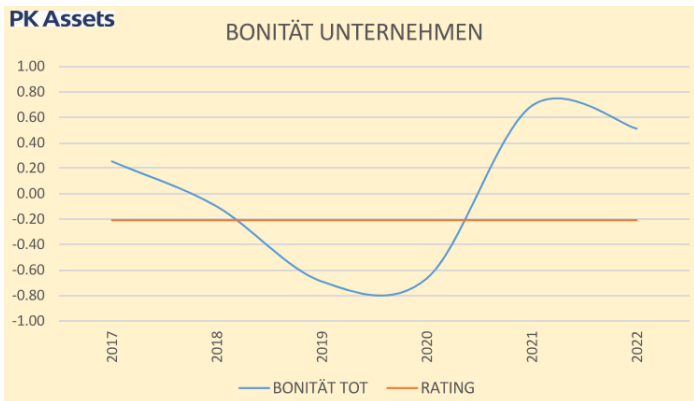
These

- **Die Marketing-Maschinerie behauptet oft, dass Unternehmen im Bereich ESG auch nachhaltigere Financials fahren**
- **Wir haben in unserer langen Tätigkeit als Obligationenanleger andere Erfahrungen gemacht**
- **Wir testen die These auf den Bereich der Dekarbonsierungs-Unternehmen**
- **Wir haben in die Prospekte von entsprechenden Fonds geschaut**
- **Wir benützen für die Analyse des Bonitätstrends der Unternehmen unsere eigene Bonitätsmethodologie**
- **Diese beinhaltet Aspekte wie Eigenkapitalisierung, Gewinne und Free Cash Flows, Margen, Altman Z, Zombie-Merkmale, Financial Engineering, Leverage, Aktivität und Marktsignale wie EV/Debt**

Die Resultate sind interessant:

Erneuerbare Energien

„Gemäss dem Netto-Null-Szenario der Internationalen Energieagentur (IEA) müssen zwei Drittel der Energieversorgung bis 2050 aus erneuerbaren Quellen stammen, um die globalen Umweltziele zu erreichen. Besonders wichtig auf dem Weg zu Netto-Null-Emissionen wird die Dekarbonisierung des Stromnetzes sein. Dafür gibt es zwei treibende Gründe. Erstens ist der CO₂-Ausstoss aus der Stromerzeugung mit rund 38% die Hauptquelle der weltweiten energiebedingten Treibhausgasemissionen.“
LGT 1/2023



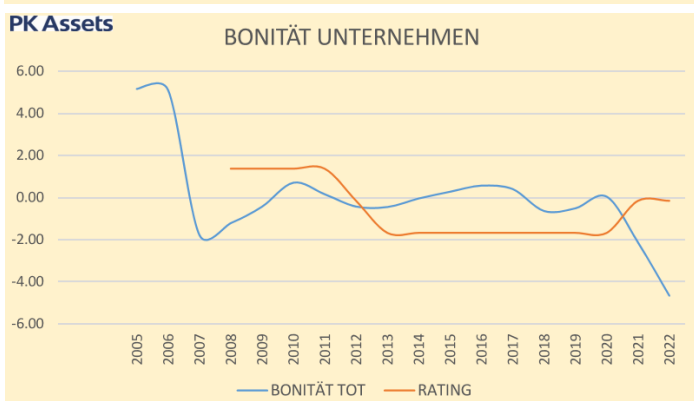
LINDE: Kein Kauf:

+

- Steigende Marge
- Steigende Aktivität
- Gesamt-Leverage ok

-

- Fallende Eigenkapitalisierung
- Steigender Goodwill
- **Goodwill = 63% des EK**



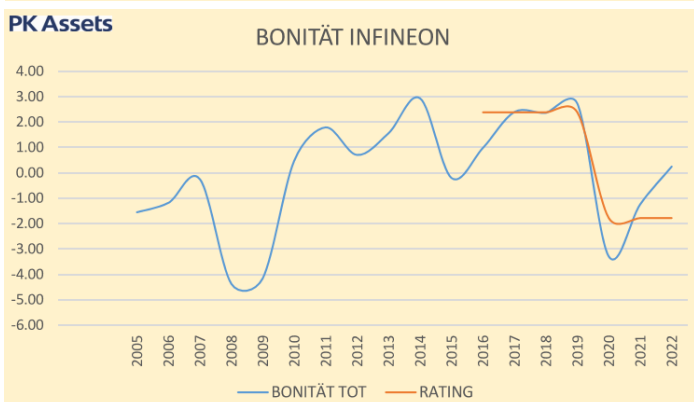
ENEL: Kein Kauf:

+

- Kein Goodwill
- Kein Zombie

-

- Massives Financial Engineering
- Fallende Eigenkapitalisierung
- Fallender, negativer FCF
- Schlechter Leverage-Trend



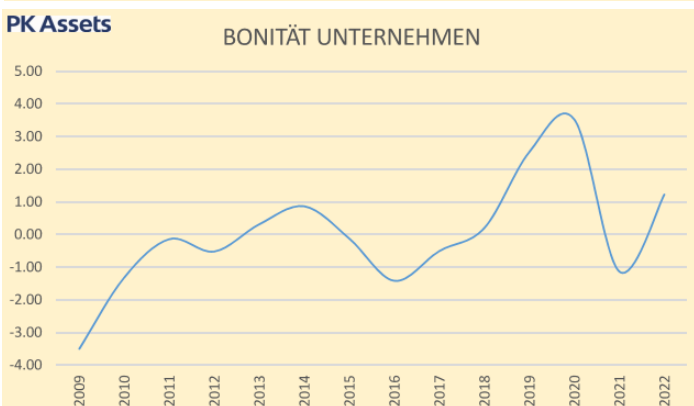
INFINEON: OK:

+

- Steigende Gewinne
- Stabiler Leverage
- FCF-Positiv, tiefe Ausschüttungsquote

-

- Steigender Goodwill



ENPHASE: Kein Kauf:

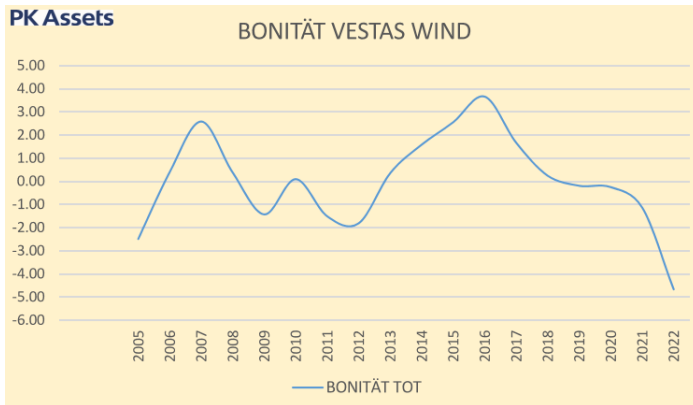
+

- Guter Gewinntrend

-

- Tiefe Eigenkapitalisierung
- Volatiles FCF
- Hohe Ausschüttungen
- **GW = 32% des EK**

Erneuerbare Energien



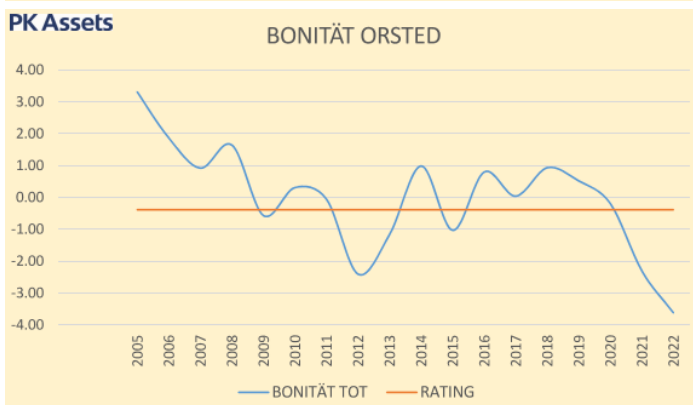
VESTAS: **Kein Kauf:**

+

• -

-

- Fallende Eigenkapitalisierung
- Fallende Marge
- Negatives FCF
- Zombie & Financial Engineering
- Steigender Leverage



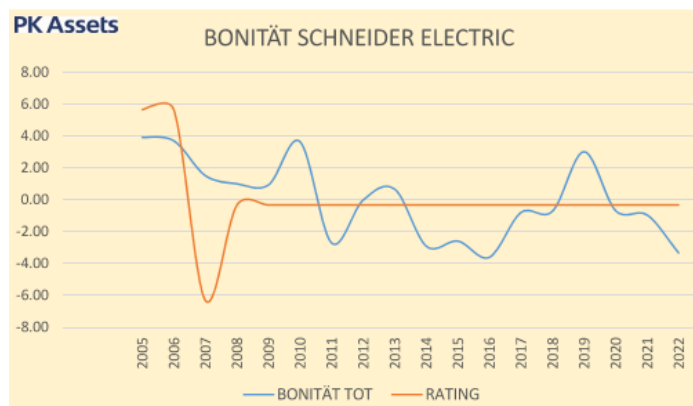
ORSTED: **Kein Kauf:**

+

- Kein Goodwill

-

- Fallende Eigenkapitalisierung
- Fallender, negativer FCF
- Schlechter Total-Leverage
- Miese Margen
- Financial Engineering



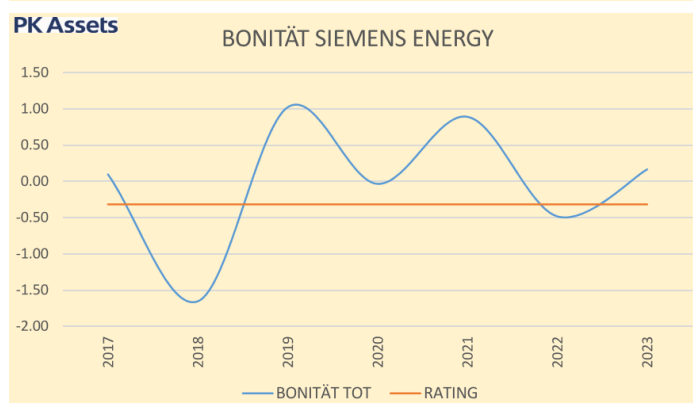
SCHNEIDER ELEC.: **Kein Kauf:**

+

- Steigende Gewinne

-

- Hoher Goodwill
- Financial Engineering
- Tiefe Eigenkapitalisierung
- Hoher Leverage
- GW = 87% des EK



SIEMENS ENERGY: **Kein Kauf:**

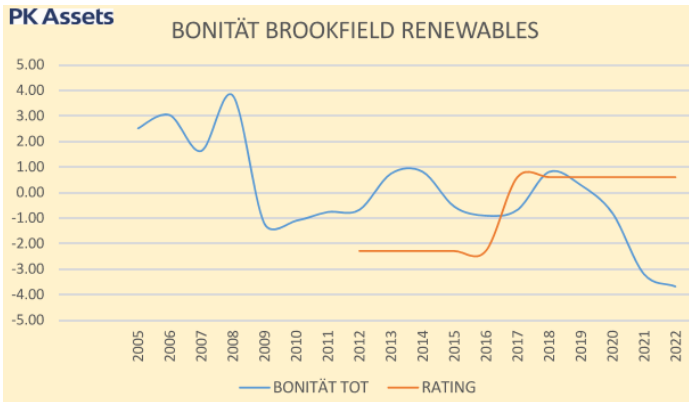
+

- Steigende Cashflows
- Stabiler Gesamtleverage

-

- Tiefe Eigenkapitalisierung
- Hoher Goodwill
- GW = 61% des EK

Erneuerbare Energien



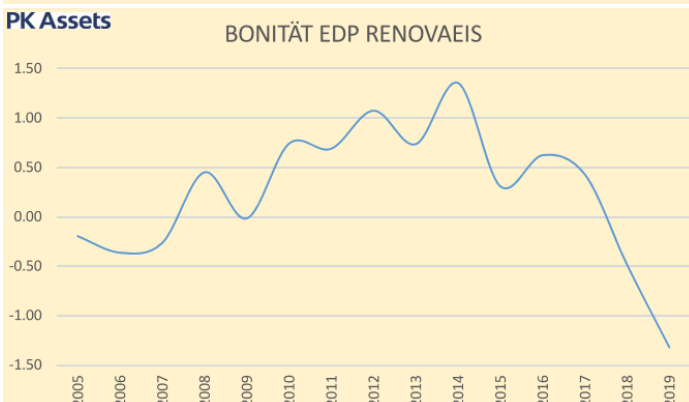
BROOKFIELD RENEW.: **Kein Kauf:**

+

- Steigender Umsatz

-

- Fallender FCF
- Fallende Eigenkapitalisierung
- Massives Financial Engineering



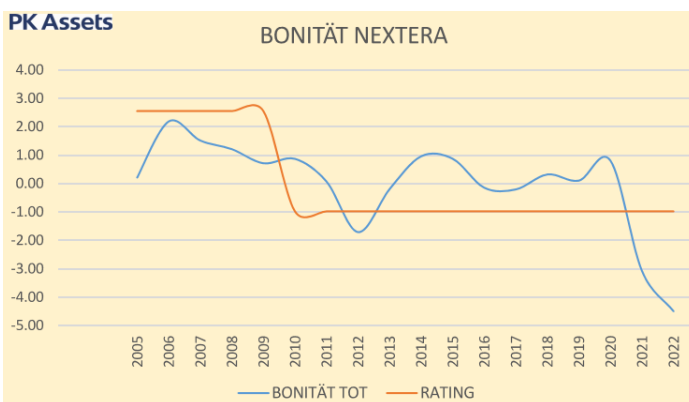
EDP RENOVAEIS: **Kein Kauf:**

+

- Steigende Umsätze
- Fast kein Goodwill

-

- Fallende Eigenkapitalisierung
- Brutal negativer FCF und fallend
- Hoher Leverage
- Financial Engineering



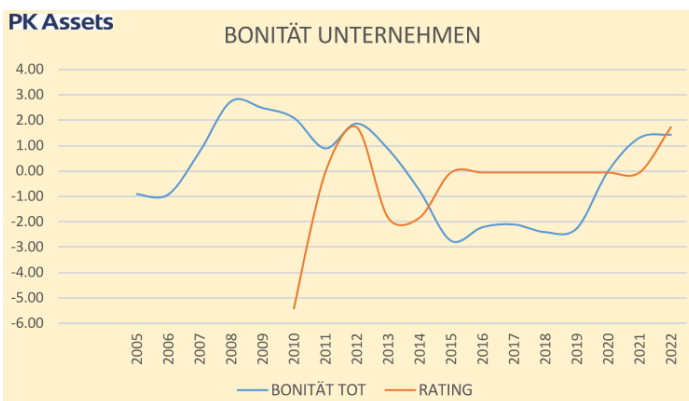
NEXTERA: **Kein Kauf:**

+

- Steigender buchh. Gewinn

-

- Fallende Margen
- Fallender, negativer FCF
- Zombie
- Hoher steigender Leverage
- Fallende Aktivität
- Massives Financial Engineering



DARLING INGREDIENTS: **Kein Kauf**

+

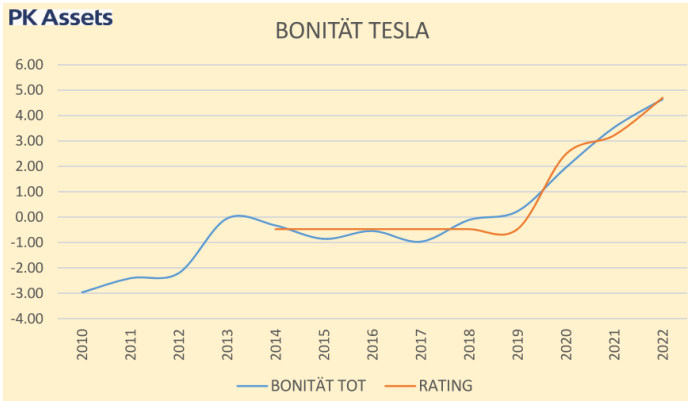
- Steigender Umsatz und Gewinne
- Steigende Eigenkapitalisierung
- Steigender FCF

-

- **GW = 52% des Eigenkapitals**

Mobilität

„(..) Ist der Transportsektor für 24% der anthropogenen CO₂-Emissionen verantwortlich, wobei drei Viertel auf den Strassentransport, 13% auf die Luftfahrt und 11% auf die Schifffahrt entfallen.“
LGT 1/2023



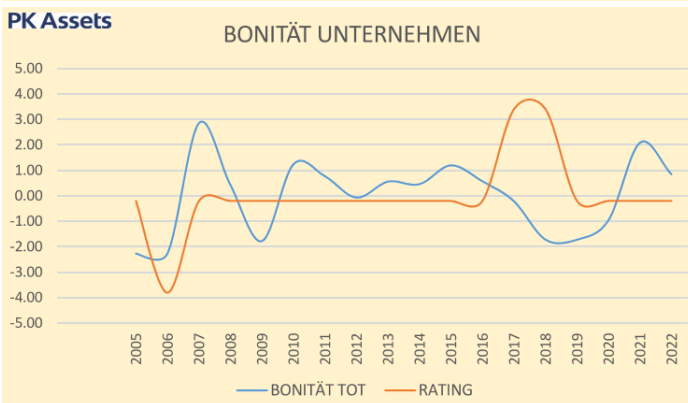
TESLA: OK:

+

- Steigende Cashflows ohne Ausschüttung
- Steigendes Eigenkapital
- Fallender Leverage
- Kein Goodwill

-

- -



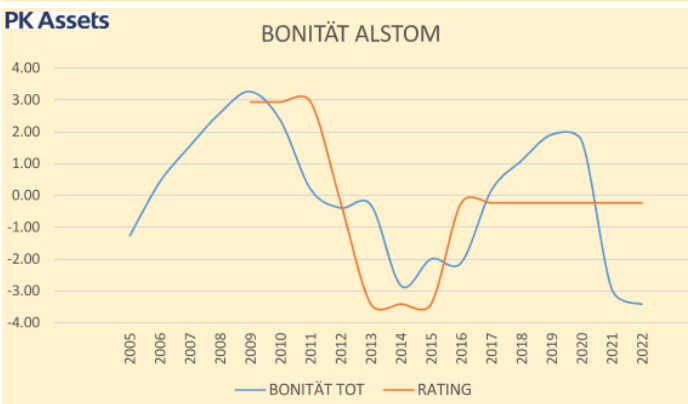
MERCEDES BENZ: OK:

+

- Hohe Cashflows
- Guter Eigenkapitaltrend
- Kein Goodwill

-

- Fallender Altman Z
- Fallende Aktivität
- Financial Engineering



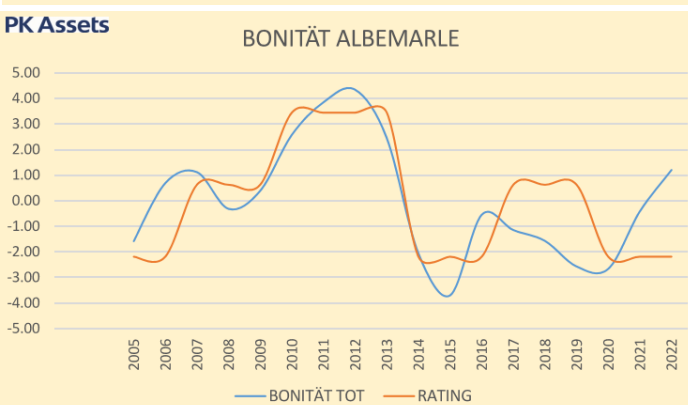
ALSTOM: Kein Kauf:

+

- -

-

- Macht Verluste
- Faktisch ohne hartes Eigenkapital
- Zombie
- Hohes Financial Engineering
- **GW = 101% des EK**



ALBEMARLE: Knapp OK:

+

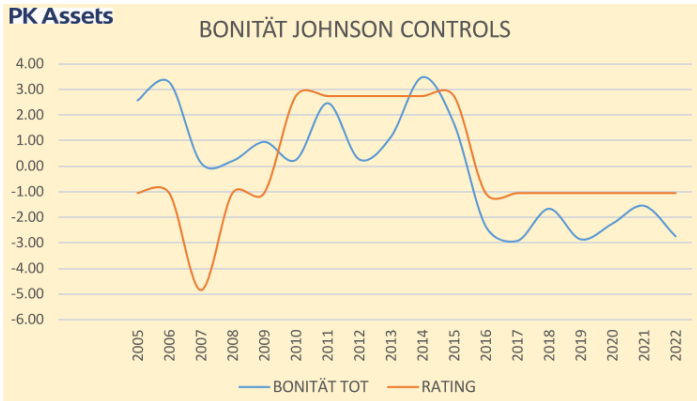
- Starkes Umsatz- und Margenwachstum
- Vernünftige Eigenkapitalisierung
- Guter Trend im Gesamt-Leverage

-

- Negative FCF-Marge
- Goodwill = 21% des EK

Energieeffizienz

„(...) Die Verringerung der Energienachfrage ist zentral im globalen Wettlauf Richtung Klimaneutralität. In ihrem NZE-Szenario schätzt die IEA, dass die Weltwirtschaft im Jahr 2030 etwa 40% grösser sein wird als heute, dabei jedoch etwa 7% weniger Energie verbraucht.“
LGT 1/2023



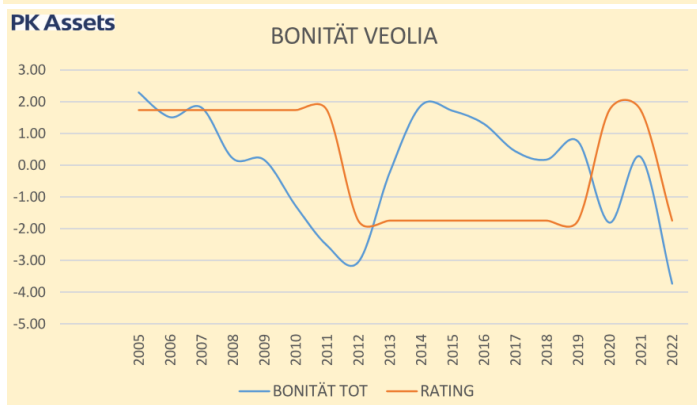
JOHNSON CONTROLS: **Kein Kauf:**

+

- Steigende buchh. Gewinne

-

- Fallende Eigenkapitalisierung
- Hohe Ausschüttungen
- **GW = 100% des Eigenkapitals**



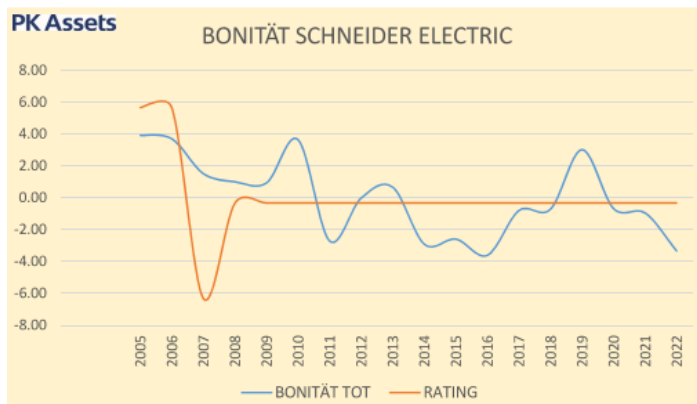
VEOLIA: **Kein Kauf:**

+

- Steigende Umsätze und Gewinne

-

- Steigender Leverage
- Fallende Aktivität
- Massives Financial Engineering
- **GW = 90% des Eigenkapitals**



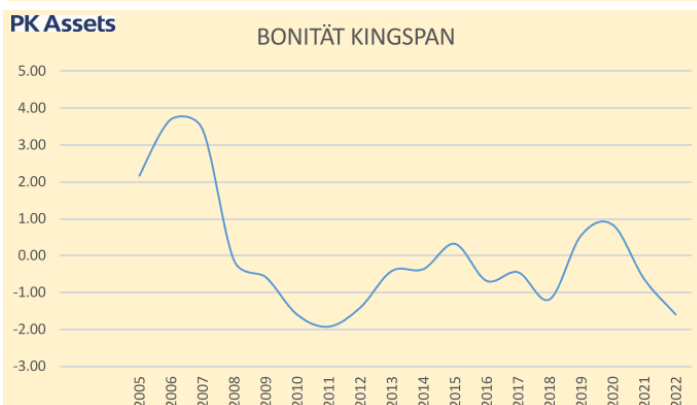
SCHNEIDER ELEC.: **Kein Kauf:**

+

- Steigende Gewinne

-

- Hoher Goodwill
- Financial Engineering
- Tiefe Eigenkapitalisierung
- Hoher Leverage
- **GW = 87% des EK**



KINGSPAN: **Kein Kauf:**

+

- Steigende Umsätze und Gewinne

-

- Negativer FCF
- Financial Engineering
- **GW = 67% des EK**

Takeaways

- Naiv über Bonds breit/passiv in die Dekarbonisierung zu investieren ist Wahnsinn
- Die Verseuchung durch Fake Equity (Akq.Goodwill) ist geradezu epidemisch
- Man findet an vielen Orten heftiges Financial Engineering und Zombie-Merkmale
- Man kann sogar behaupten, dass sich ein Grossteil der Unternehmen schön gerechnet hat „Pigs with Lipstick“, wenn man das ausgewiesene Eigenkapital mit dem Akquisitionsgoodwill vergleicht
- Wir erwarten einige Downgrades in diesen Credits, die Bonität ist an manchen Orten geradezu zerrüttet.
- Speziell die Renewables sehen fast durchgängig aus wie ausgefledderte Zombies
- **Die Unternehmen der Dekarbonisierung sind nicht nachhaltig: Sie sind in aller Regel ausgehöhlt, mit viel heisser Luft in den Bilanzen, an vielen Orten mit fallender Aktivität (Umsatz/Assets, ein speziell besorgniserregendes Merkmal), massives Financial Engineering, massiven Zombie-Merkmalen und, besonders unnachhaltig: viel zu hohen Ausschüttungen**
- „Gute“ Unternehmen im Sinne der Dekarbonisierung sind definitiv nicht automatisch „solide“ Unternehmen

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch