

Bonität 3/2024:

Bonität von Unternehmensanleihen:

Sind Ratings
prognostizierbar?

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

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

*Sind Ratings für Unternehmensanleihen
von Moody's, S&P's etc
prognostizierbar?*

Die kurze Antwort: Erstaunlicherweise sehr oft

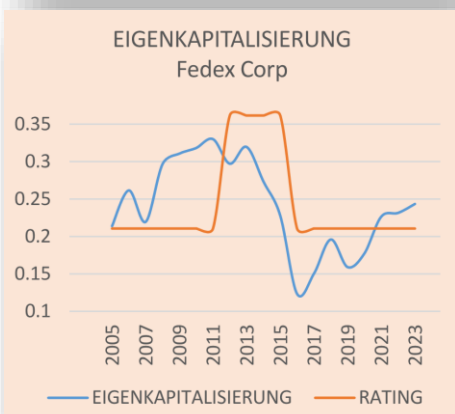
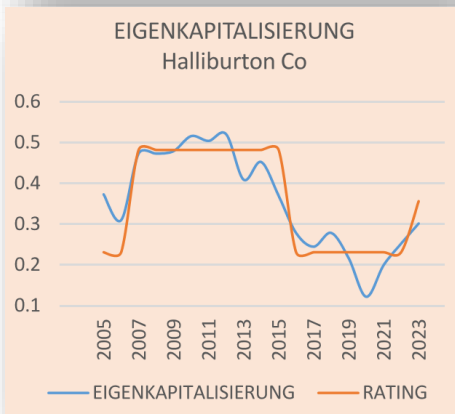
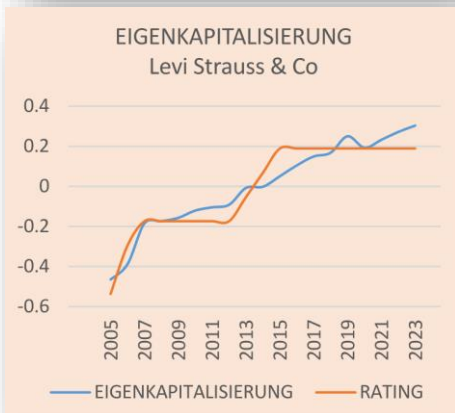
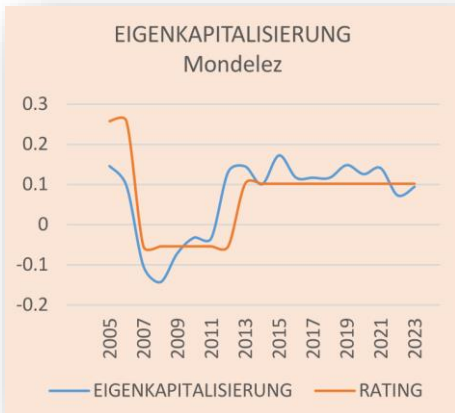
Für eine etwas detailliertere Antwort...

- *..zeigen wir Ihnen, welches für uns die besten Parameter sind..*
- *...darunter einige innovative und bemerkenswerte Bausteine*
 - *...wie wir diese Parameter aggregieren*

*Haben Sie Interesse an unserer Dienstleistung? Kontaktieren Sie uns
auf 044'787'80'20*

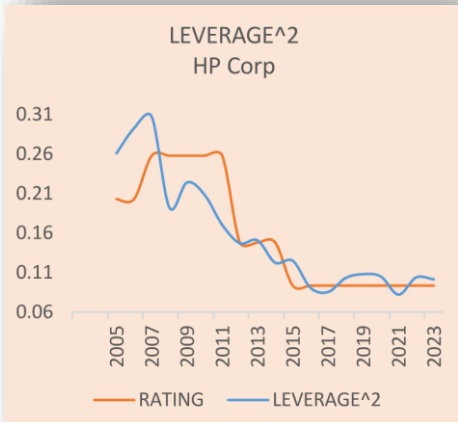
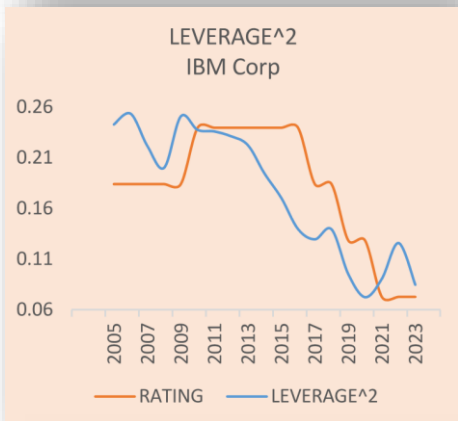
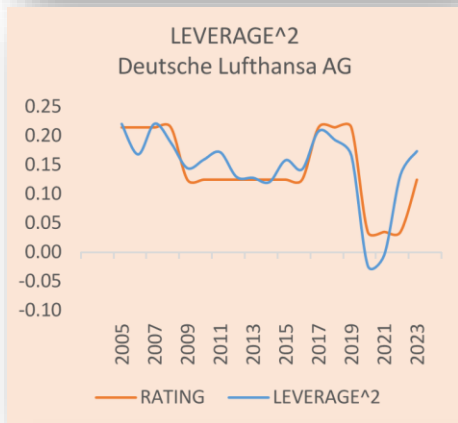
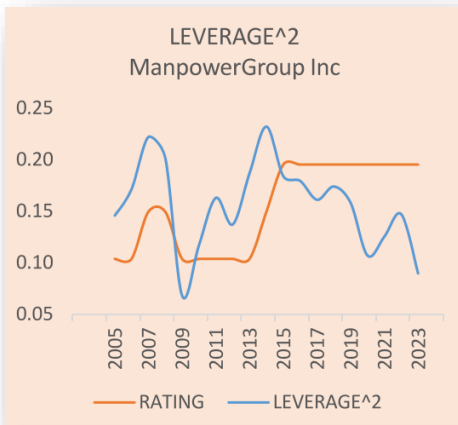
Die besten Bausteine

Eigenkapital



- *Dass die Eigenkapitalisierung ein wesentlicher Teil einer Bonitätsanalyse ist, dürfte nachvollziehbar sein*
- *Wir berücksichtigen nur hartes EK nach Abzug des Akquisitionsgoodwills*

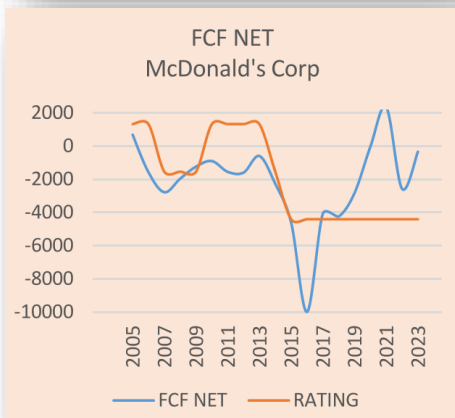
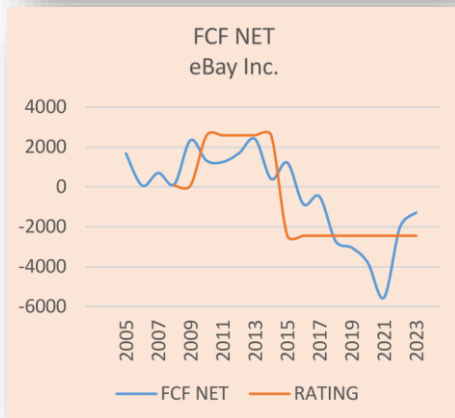
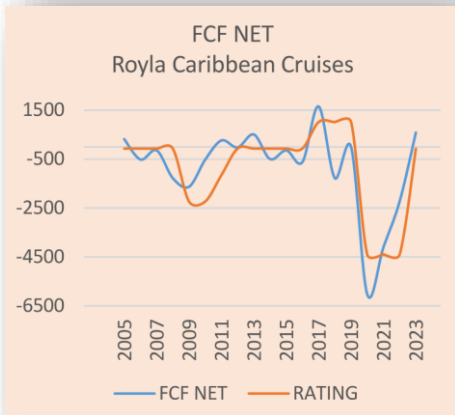
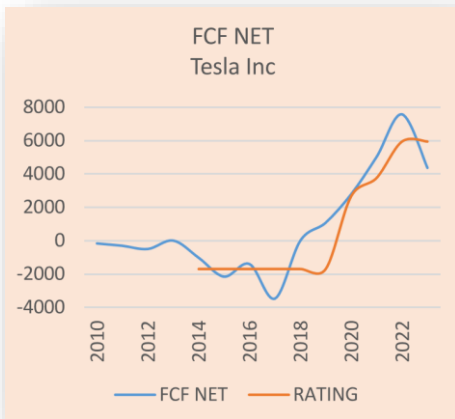
Die besten Bausteine



Totaler Leverage

- *Hier unsere erste Eigenkreation:*
- *Der Totale Leverage*
- *Ein Produkt aus Bilanz-Leverage und Operating Leverage..*
- *..unser „Leverage^2“*
- *Dieser Baustein gehört zu den wertvollsten Vorlauffaktoren für die Ratings*

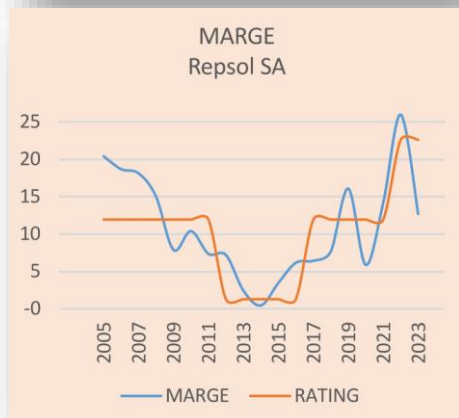
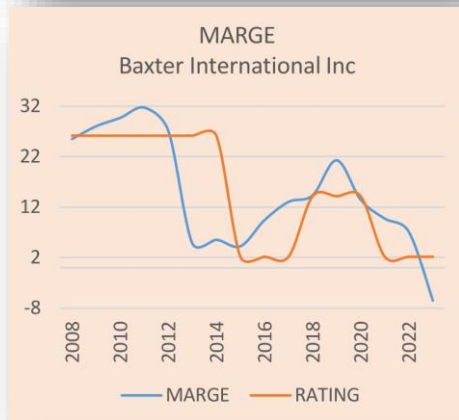
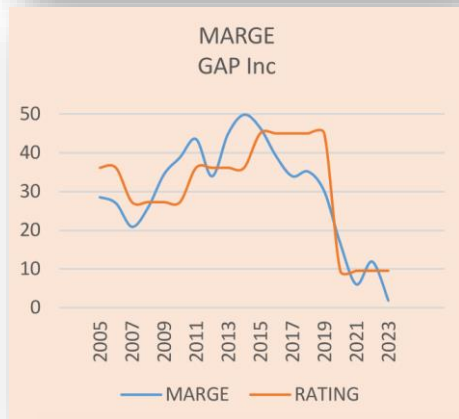
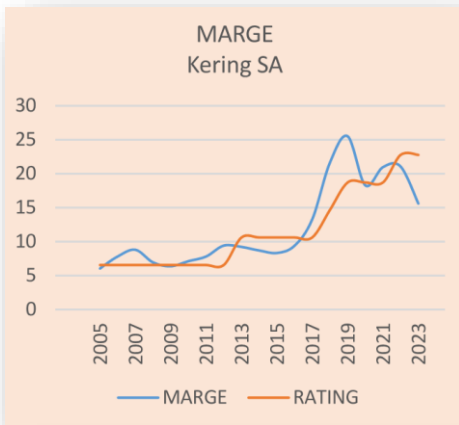
Die besten Bausteine



Net Free Cash Flow

- *An Wichtigkeit nicht zu überschätzen: Free Cash Flow..*
- *..nach Bedienung der Aktionäre..*
- *..also abzüglich von Dividenden und Buybacks*
- *Und damit das, was für den Substanzaufbau übrig bleibt*
- *Es ist dies die von uns präferierte Gewinn-Metrik, die weniger von der Unternehmung manipulierbar ist als Earnings und EBITDA*

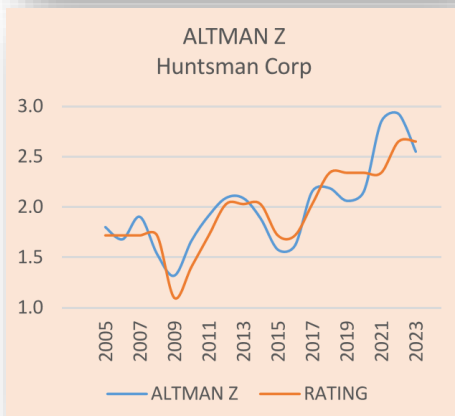
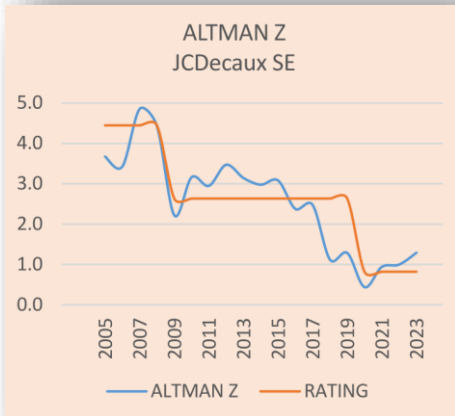
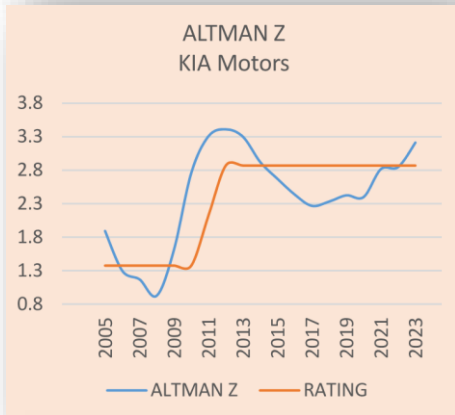
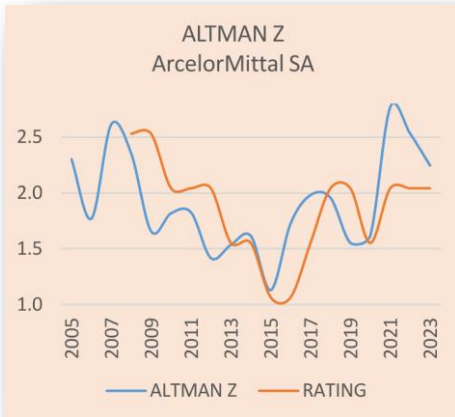
Die besten Bausteine



Profit-Marge

- *Von den vielfältigen Möglichkeiten der Berechnung von Profitabilität wählen wir den ROIC*
- *Der ROIC ist das Verhältnis von Operating Income und totalem investiertem Kapital...*
- *..also nicht die oft verwendete Eigenkapital-Marge, welche aus Sicht des Obligationärs falsche Anreize an das Management setzt*

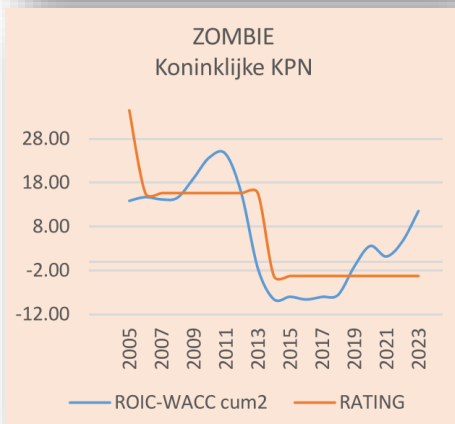
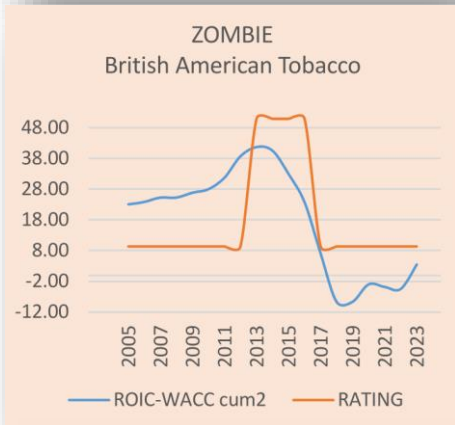
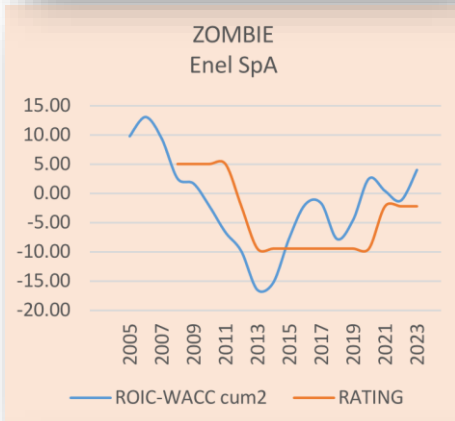
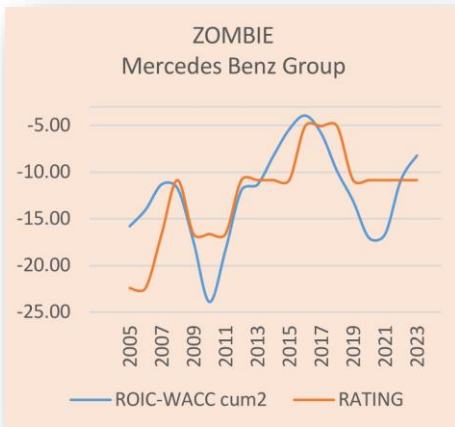
Die besten Bausteine



Altman Z

- *Unverzichtbar in unserer Bonitätstrend-Analyse ist das Altman Z*
- *Das Altman Z ist der Star unter den Bonitätsmodellen...*
- *.. Trotz Schwachstellen, wie der Nichtberücksichtigung von FCF und Akq.Goodwill..*
- *.. und in der Tat sprechen wir diesem Mass die höchste Fähigkeit zur Prognose von Ratings und Ratingänderungen zu...*
- *...zusammen mit einer Reihe von Eigenkreationen*

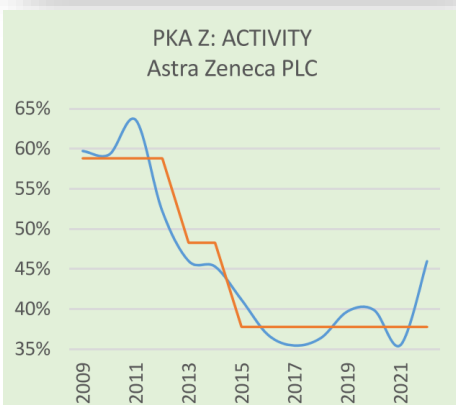
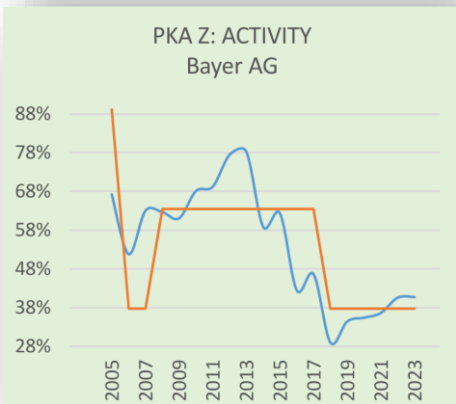
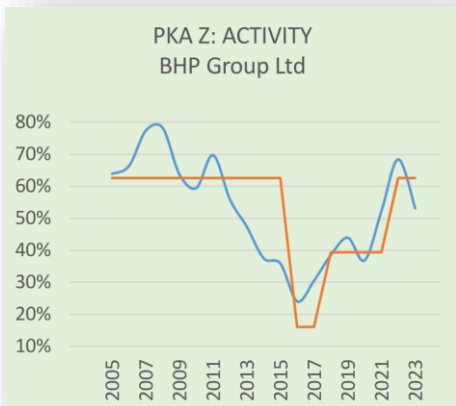
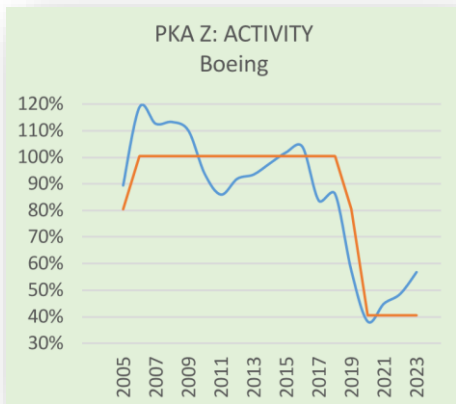
Die besten Bausteine



Zombie

- Eine weitere dieser Eigenkreationen ist unser Zombie-Mass
- Wir nehmen die Idee des ROIC im Bereich der Marge auf
- Wir vergleichen den ROIC mit den WACC, den gewichteten Kapitalkosten
- Die Differenz kumulieren wir laufend
- Wir bekommen damit ein ausgezeichnetes Mass, das uns zeigt, ob die Unternehmung tendenziell Mehrwert liefert oder nicht..
- ..oder eben ob sie eher vital ist oder stirbt

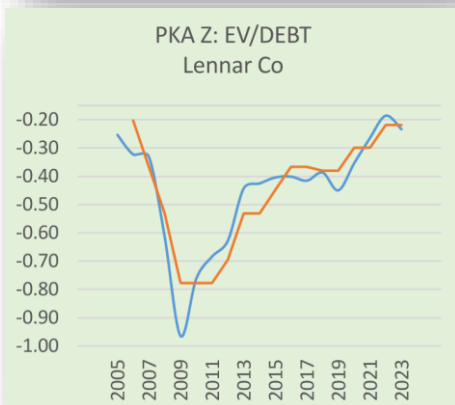
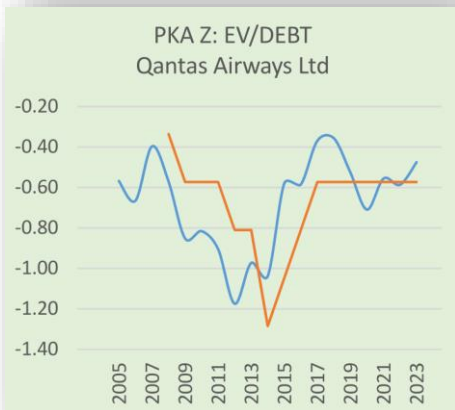
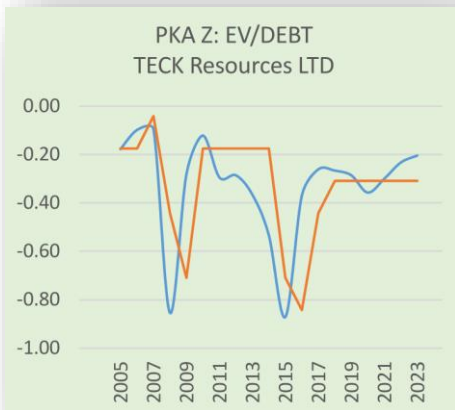
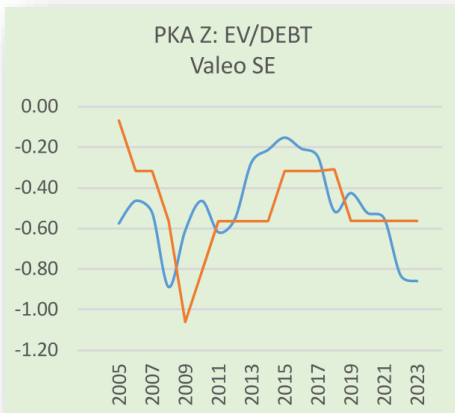
Die besten Bausteine



Aktivität

- *Wächst eine Unternehmung?*
- *Denn alles andere als Wachstum bedeutet nichts gutes für den Gläubiger*
- *Aber ist das Wachstum gesund?*
- *Diese Metrik ist eine denkbar einfache:*
- *Umsatz / Total Assets*
- *Aber ungemein aussagekräftig*

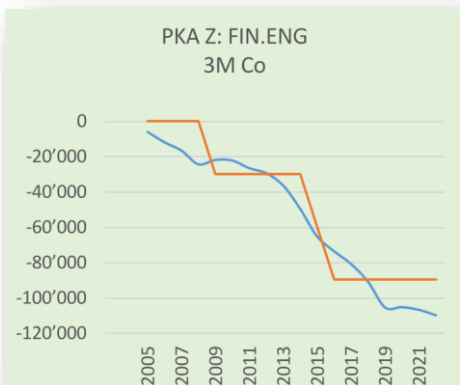
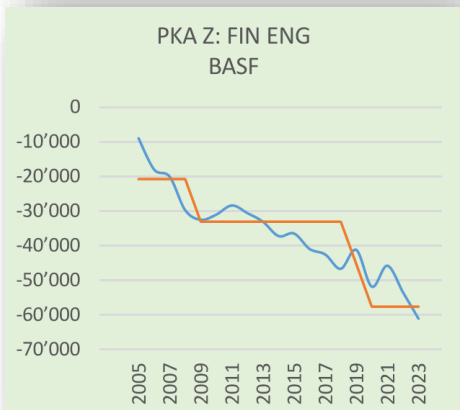
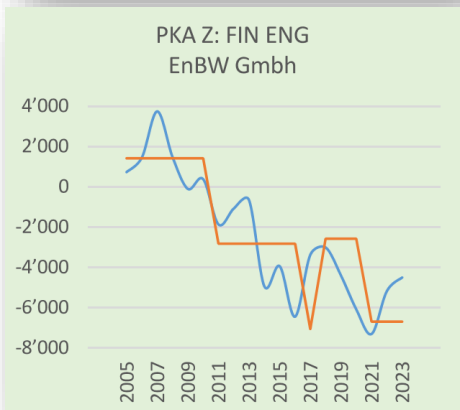
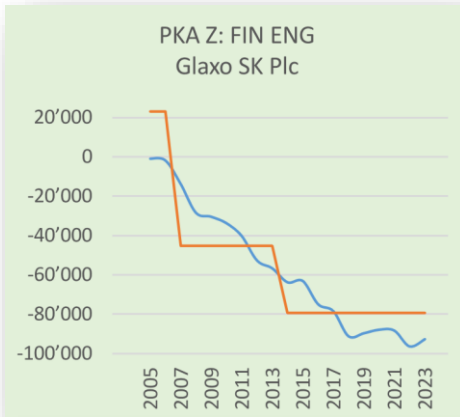
Die besten Bausteine



Signal aus dem Markt: EV/DEBT

- *Es gibt ein paar Signale, die uns der Markt gibt, um heraus zu finden, ob ein Schuldner Probleme hat:*
- *EV/Debt ist für uns das beste Signal..*
- *..wir schauen aber auch auf die Spreads und Tobin's Q*
- *EV/Debt ist in vielen Fällen ein sehr willkommener Red-Flag-Kandidat, der frühzeitig auf Probleme hinweist, die im Rating noch nicht abgebildet sind*

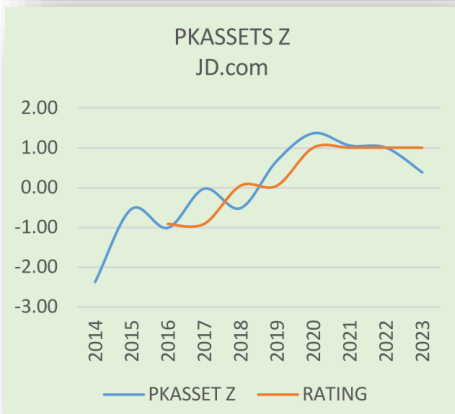
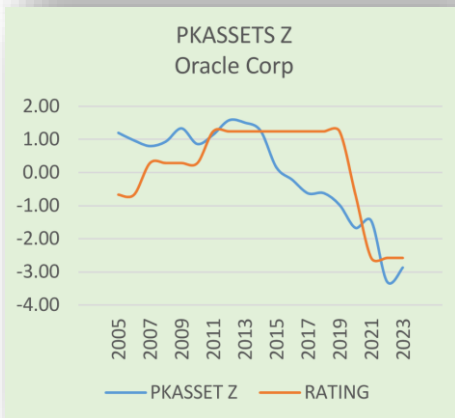
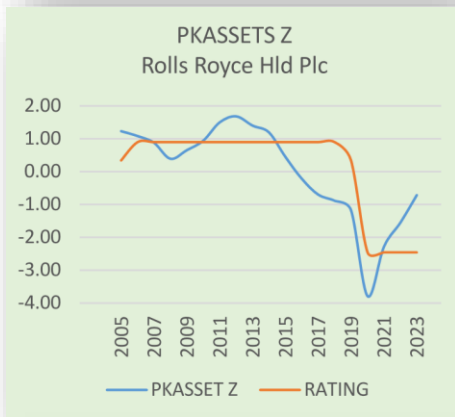
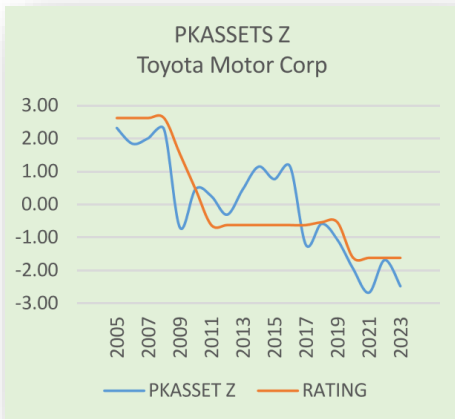
Die besten Bausteine



Financial Engineering

- Ein wichtiger Parameter, den wir extra für diese Analyse kreiert haben
- Financial Engineering
- Er zeigt uns oft früh, wohin die Rating-Reise geht
- Er verbindet alles, was der Gläubiger hasst:
 - Share Buybacks,
 - Dividenden,
 - Akquisitionsgoodwill,
 - Schuldenaufbau,
 - Leverageaufbau,
 - Eigenkapitalabbau etc
- Denn oft ist eine Rating-Änderung eine Entscheidung des Managements

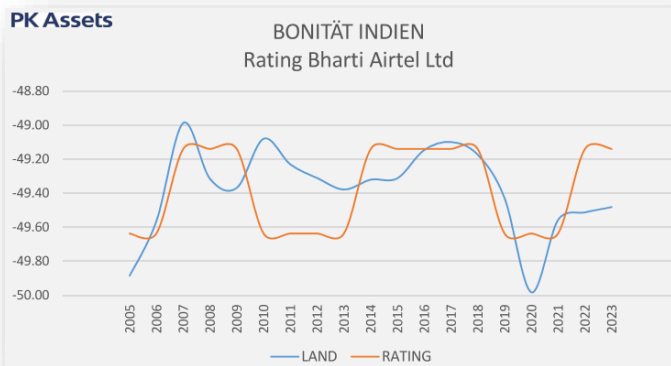
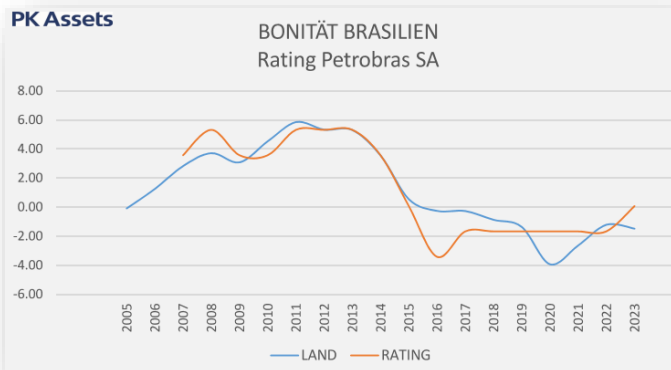
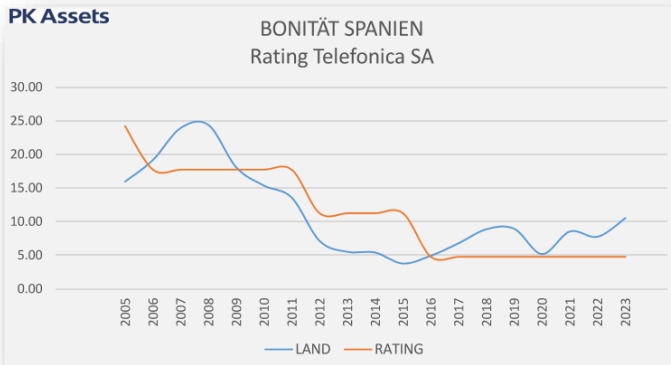
Die besten Bausteine



Red Flag Sammel-Metrik: „PK Assets Z“

- Steigt der Leverage?
- Zweifelt der Markt an der Unternehmung trotz Absenz von News?
- Betreibt die Unternehmung Financial Engineering?
- Kurz: Gibt es klare oder diffuse Red Flags?
- Wir aggregieren alle diese Punkte in einem einzigen Mass
- „PK Assets Z“
- Es bewahrt uns vor unliebsamen Ratings-Implosionen

Die besten Bausteine



Herkunftsland

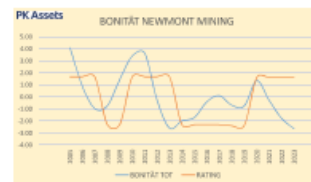
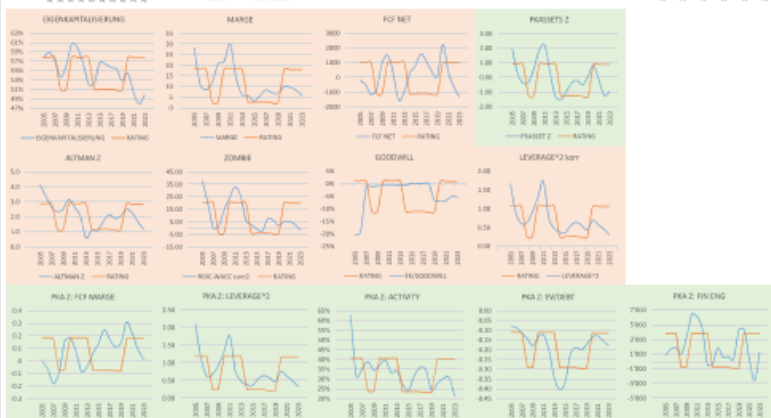
- *Je mehr das Land des Schuldners richtung Emerging Market situiert ist, desto wichtiger der Trend im Rating des Sovereign*
- *In die Bonität des Landes fließen die Verschuldung des Landes, das Wirtschaftswachstum, die Steuereinkünfte, das Budget, der Korruptionsindex etc*

Zusammensetzung des Puzzles

Newmont Corp

PK Assets

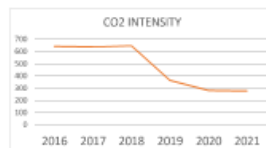
RATING **Baa1 / BBB+** GW/EK **10%** GW/ASSET **5%** LIAB/EBITDA **6.2** FK/CAP **50%** NET DEBT/EBITDA **1.5**
 RED FLAG INTANGIBLES! OTH INT/EK **0%** OTH INT/EK **0%**



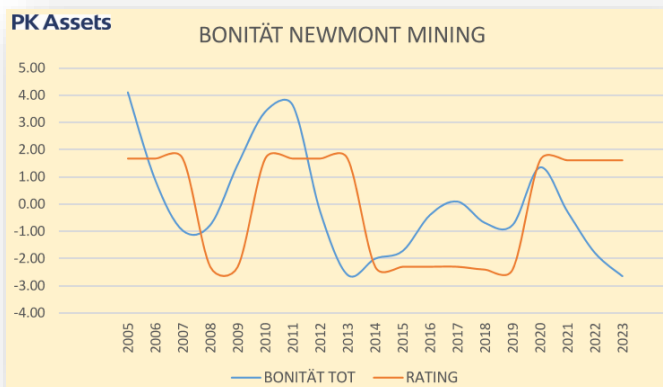
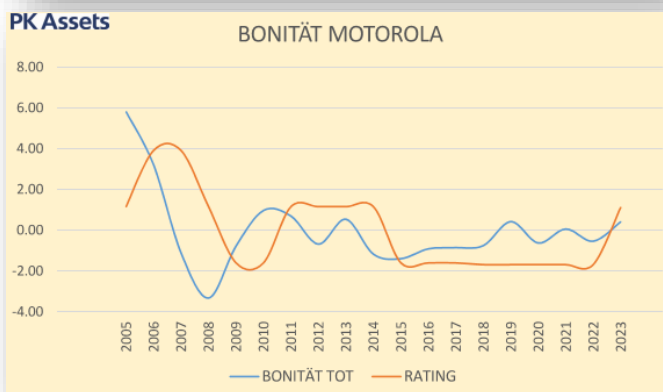
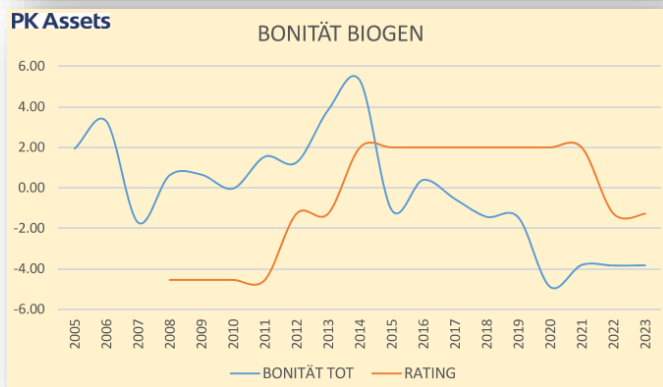
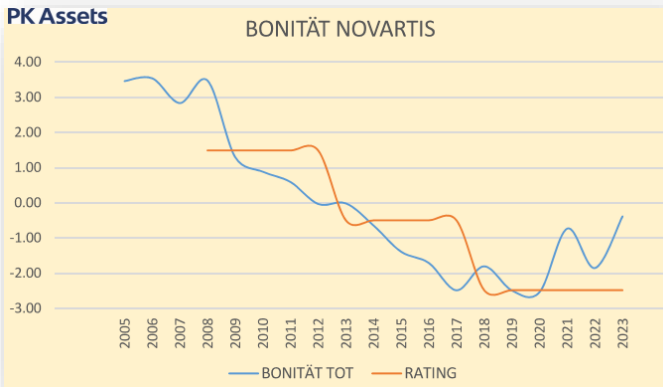
ESG

MSCI	AA	BB-AAA
RobecoSam	99	0-100
Sustainalytics	22.2	0-40+ (-)
Sust Highest Ctrvsy	3	1-5
ISS	2	1-10 (-)
UN Compact	Pass	
GHG Intensity	262.7	
GHG Total	3130	
CDP Commitment	7	0-8
MSCI Impl. Temp. Chng	1.3	

CO2-Intensity	
2016	640.7
2017	636.9
2018	646.6
2019	364.9
2020	281.0
2021	277.5



Das Resultat:



Bonitätstrend für den Emittenten

- *Das Ziel ist es, einen Trend für die Bonität eines jeden Emittenten zu erhalten..*
- *..im besten Fall eindeutig..*
- *..mit genügend zeitlichem Freiraum, um Handeln zu können*
- *Wichtig ist die Fülle von Red Flags, die uns daran hindern, in marode Credits überhaupt zu investieren*

Der Aufwand lohnt sich

- *Wichtige Tatbestände müssen gesondert abgedeckt werden:*
- *Newsflow: Insbesondere Übernahmen können Verwerfungen in den Bonitätstrends verursachen*
- *Spezialereignisse: Bsp. Russlands Überfall auf Ukraine haben die ausgezeichneten Bonitätstrends von russischen Corporates **obsolet** gemacht*
- *Ausserhalb dieser Spezialereignisse sind unsere Erfahrungen mit der beschriebenen Methodologie **überzeugend**:*
- *Wir sind in der Lage, konsistent auf Rating-Gewinner zu setzen*
- *Wir sind in der Lage, konsistent Rating-Verlierern aus dem Weg zu gehen*
- *Wir sind in der Lage, uns genügend zeitlichen Freiraum zu schaffen, um bei Trendänderungen effizient reagieren zu können*
- *Interessiert? Kontaktieren Sie uns: 044'787'80'24*

PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

[Home](#)

[Firmenprofil](#)

[Team](#)

[Anlagephilosophie](#)

[Track Records](#)

[Marktanalysen](#)

[ESG-Analysen](#)

[Dienstleistungen](#)

[Archiv](#)

[Kontakt](#)

[Links](#)

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

- Obligationen
- Aktien
- Währungen
- Modelle
- Spezial-Themen und Fragestellungen
- Bonitäts-Analysen
- ESG-Themen

Bonitätsanalyse – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Update/Anwendung U.S. BBB: [download](#)

ESG – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratessse nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update **Dezember 2023:** **"Bonds: Der Bulle ist los!"** [download](#)

[Inputs Q1 2024](#)

Fixed Income: **Der Bulle ist los!** [download](#)

Währungen: **Taktische Allokation** [download](#)

Makro-Zahlen: 1. **Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten?** [download](#)

Makro-Zahlen: 2. **Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter?** [download](#)

Makro-Zahlen: 3. **Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter?** [download](#)

Makro-Zahlen: 4. **Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten?** [download](#)

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für gescheite Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäußerten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.