



CORPORATE BONDS • BONITÄTS-CHECK • EMITTENTEN-BONDLISTE

Sind 10% oder gar 60% uninvestierbar?

Eine quartalsweise Bonitätsanalyse von rund 500 Corporate-Bond-Emittenten

7 / 2026

Zusammenfassung

Vorgehen & Methodik

- Wir schauen quartalsweise die Bonität von ca. 500 grossen Emittenten im Bereich Corporate Bonds an, im Investment Grade und hohen Junk-Bereich
- Ziel ist es, einen Raster zu erhalten, nach welchem wir eine Bond-Emittentenliste erstellen können
- Dafür schaffen wir 5 Kategorien des Bonitätsverlaufs, in Relation zum Ratingtrend der grossen Agenturen
- Ein zusätzlicher Layer besteht in der Berücksichtigung des Akquisitionsgoodwills (AGW) in der Bilanz des Emittenten
- Wir wenden 10 Metriken an und gewichten diese nach unserer eigenen Methodologie
- Die Gewichtung der Bausteine ist bestimmt durch unsere Meinung zu Relevanz und Beitrag zur Qualität eines Leading Factors für die Rating-Prognose

Resultate

- Das Resultat vor Betrachtung des AGW ist erfreulich: Drei Viertel des Samples hat einen guten Ratingverlauf (Kategorie 1+2), nur 10% sind uninvestierbar (Kategorie 4+5)
- Wer kein Problem hat mit dem Thema „Akquisitionsgoodwill“ hat auch keine Probleme, eine gut diversifizierte Bondliste zu erstellen
- Das Phänomen des AGW ist derart massiv und über das Sample verbreitet, dass viele Bilanzen geradezu zerrüttet sind
- Man kann von einer Epidemie von Goodwill und einer Schwindsucht beim Eigenkapital sprechen
- Mit Berücksichtigung unserer Down-Notch-Methodologie ergibt sich ein komplett verändertes Bild: Nur noch gut ein Viertel gehört in die Kategorien 1+2, 60% haben ein Problem oder sind aktuell uninvestierbar

Übungsanleitung — Universum



473 Emittenten

von Firmenanleihen in Starkwährungen



Alle Branchen, ex Banken und Versicherungen

grosse, regelmässig am Kapitalmarkt aktive Unternehmen



10 Jahre Historie

vollständige Finanzzahlen für mind. die letzten 10 Jahre erhältlich



AAA – BB- (S&P) bzw. Aa1–Ba1 (Moody's)

Bondrating-Spanne des Universums



Globaler Fokus

Nordamerika, Europa und CH — plus ausgesuchte Emittenten aus Fernost und Südamerika

Übungsanleitung — Mess-Ziel

- Vergleich des Bonitätstrends mit dem Rating-Verlauf
- Einschätzung, ob ein Emittent es auf eine Bond-Emittentenliste schafft oder nicht

1	Upside	<i>Rating-Upside</i>
2	Problemlos	<i>Stabiles Rating</i>
3	Vorsicht	<i>Leicht negativer Drift</i>
4	Problem!	<i>Stark negativer Drift</i>
5	Hände weg	<i>Katastrophaler Abwärts-Drift</i>

Zusätzlicher Layer: Akquisitions-Goodwill pro Total Assets führt zu 1–3 Notches Rückstufung bei den Kategorien.

AGW > 5% der Assets: 1 Down-Notch · >10%: 2 Notches · >30%: 3 Notches

Die **Bond-Emittentenliste** kann je nach Risikomanagement und Risikoappetit Kategorie 1, 2 und 3 umfassen.

Bonitätsanalyse — 10 Bausteine



Eigenkapitalisierung

nach Verrechnung des
Akquisitionsgoodwills



Marge

Operating ROIC



Free Cash Flow

nach Dividenden und Rückzahlungen



Altman Z

Insolvenz-Frühindikator



Zombie-Mass

ROIC minus WACC



Leverage²

EBITDA/Schulden × Assets/Schulden



Aktivität

Umsatz / Vermögen



FFO / Debt

Cashflow-Deckung der Schulden



EV / Debt

Marktwert vs. Verschuldung



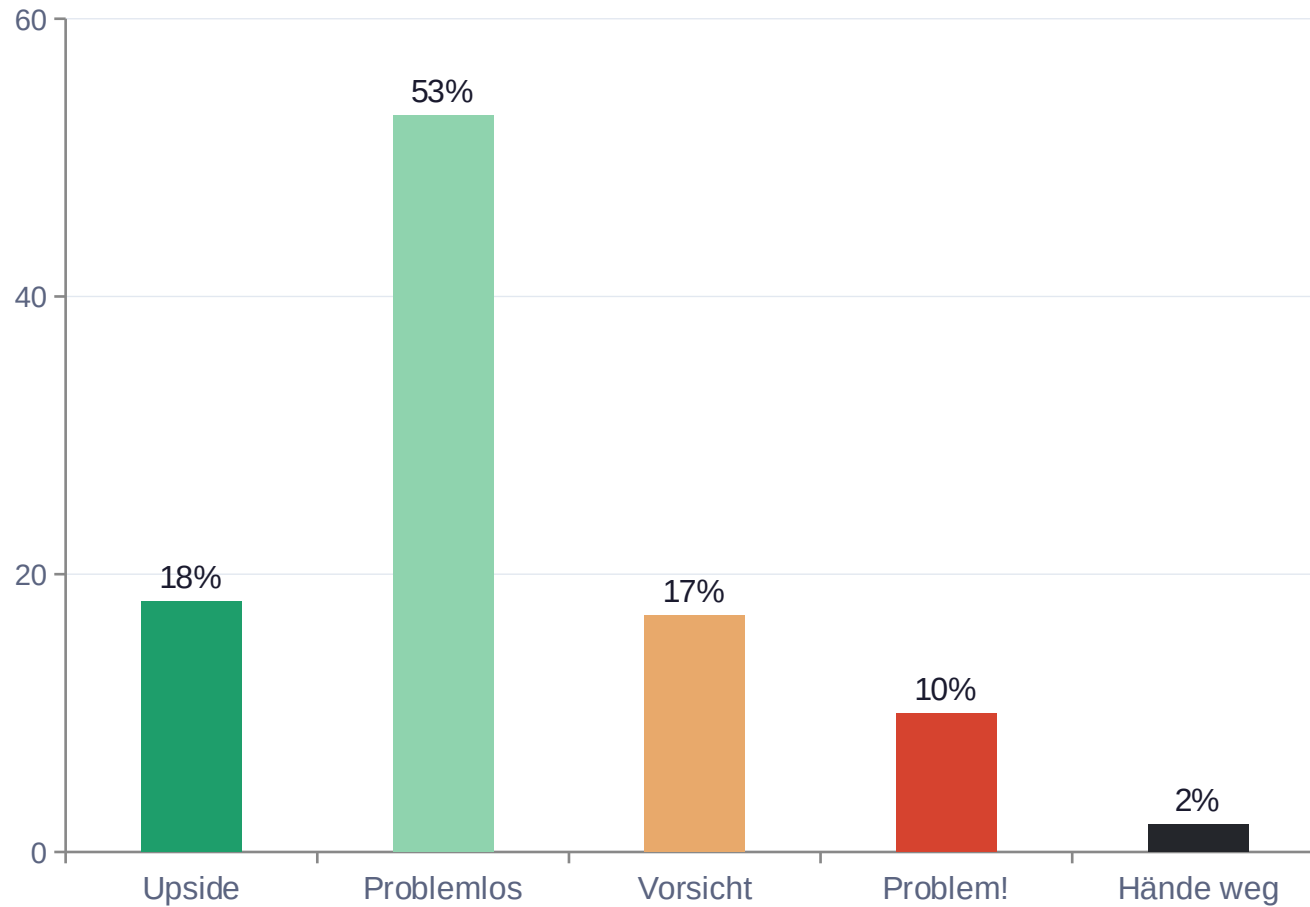
Financial Engineering

Zahlungen an Aktionäre,
Schuldenerhöhung, AGW-Erhöhung,
EK-Reduktion

Gewichtung: erfolgt nach Massgabe der von uns empfundenen Relevanz und dem Beitrag zur Qualität als Leading Factor für die Rating-Prognose.

Resultat — vor Betrachtung des AGW

Quartals-Check Unternehmensbonitäten, 473 Emittenten



Erfreulich!

- Drei Viertel der Firmen verfügt über einen Bonitätstrend, der auf stabile bis positive Ratingmigration hinweist
- Nur etwas über 10% der Anbieter hat einen eindeutig ausgeprägt klaren Negativtrend und ist demnach uninvestierbar
- Wer kein Problem hat mit dem Thema „Akquisitionsgoodwill“ hat auch keine Probleme, eine gut diversifizierte Bondliste zu erstellen

Wie gross ist das Phänomen des Akq.-Goodwills?

Akquisitionsgoodwill pro ausgewiesenem Eigenkapital — 473 Emittenten

≈30%

Median-Unternehmen: AGW in Höhe von fast 30% des ausgewiesenen Eigenkapitals

40%

der Unternehmen führen AGW von mindestens der Hälfte des Eigenkapitals

18%

der Unternehmen weisen 100% oder mehr AGW im Verhältnis zum Eigenkapital aus

< 1/3

der Unternehmen ist „sauber“ — im Sinne von höchstens 10% AGW pro Eigenkapital

Wie viel Substanz verbleibt nach Abzug des AGW?

Eigenkapital pro Gesamtkapital, nach Abzug des Goodwills

37%

offiziell ausgewiesene Median-Eigenkapitalquote

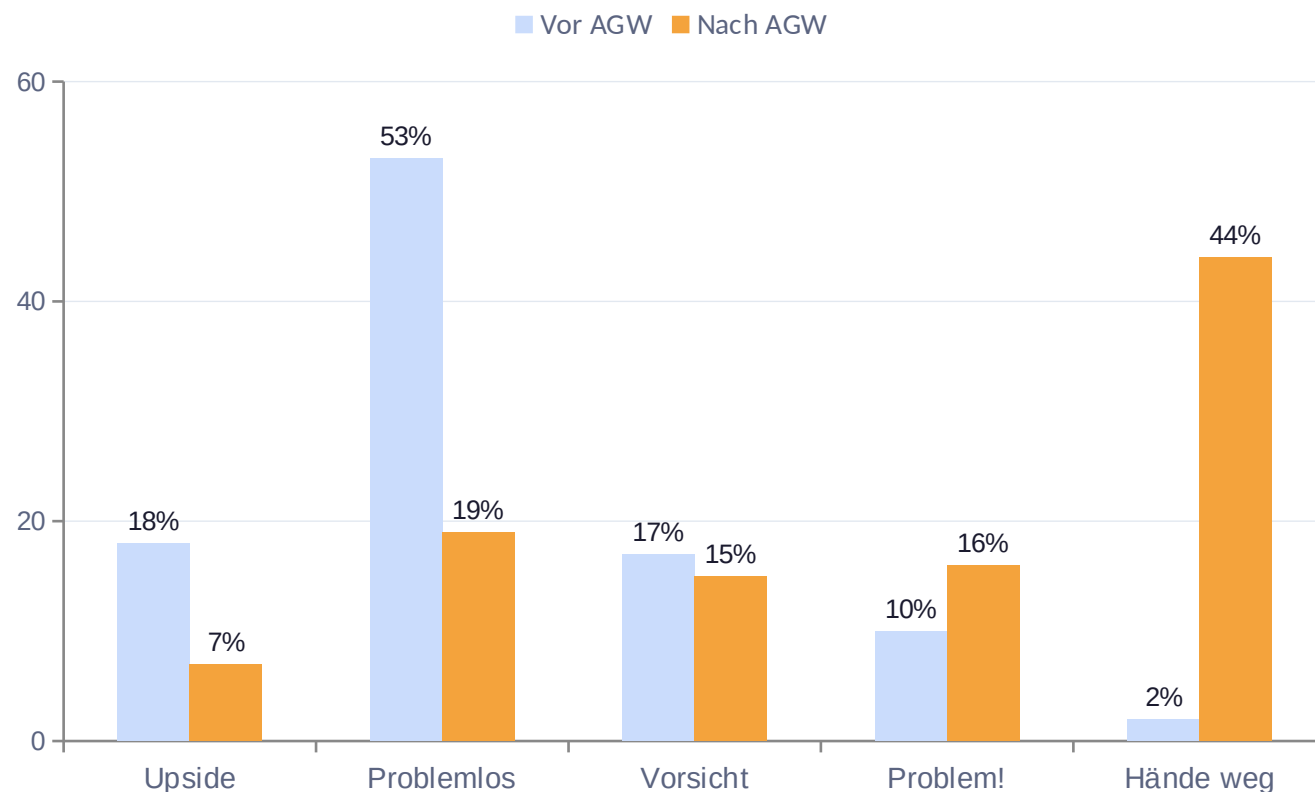
25%

Median-Eigenkapitalquote, korrigiert um den Akq.-Goodwill

Viele Bilanzen sind zerrüttet! Das harte Eigenkapital des Median-Unternehmens sind lediglich 25%. Das sind 12 Prozentpunkte weniger, als die 37%, die das Median-Unternehmen offiziell ausweist. Deutlich über ein Viertel der Unternehmen hat eine Eigenkapitalisierung von unter 10%. *Man kann von einer Epidemie von Goodwill und einer Schwindsucht beim Eigenkapital sprechen.*

Was passiert mit der Verteilung der Kategorien inkl. AGW?

Quartals-Check Unternehmensbonitäten — nach Betrachtung Goodwill



AGW > 5% der Assets: 1 Down-Notch • >10%: 2 Notches • >30%: 3 Notches

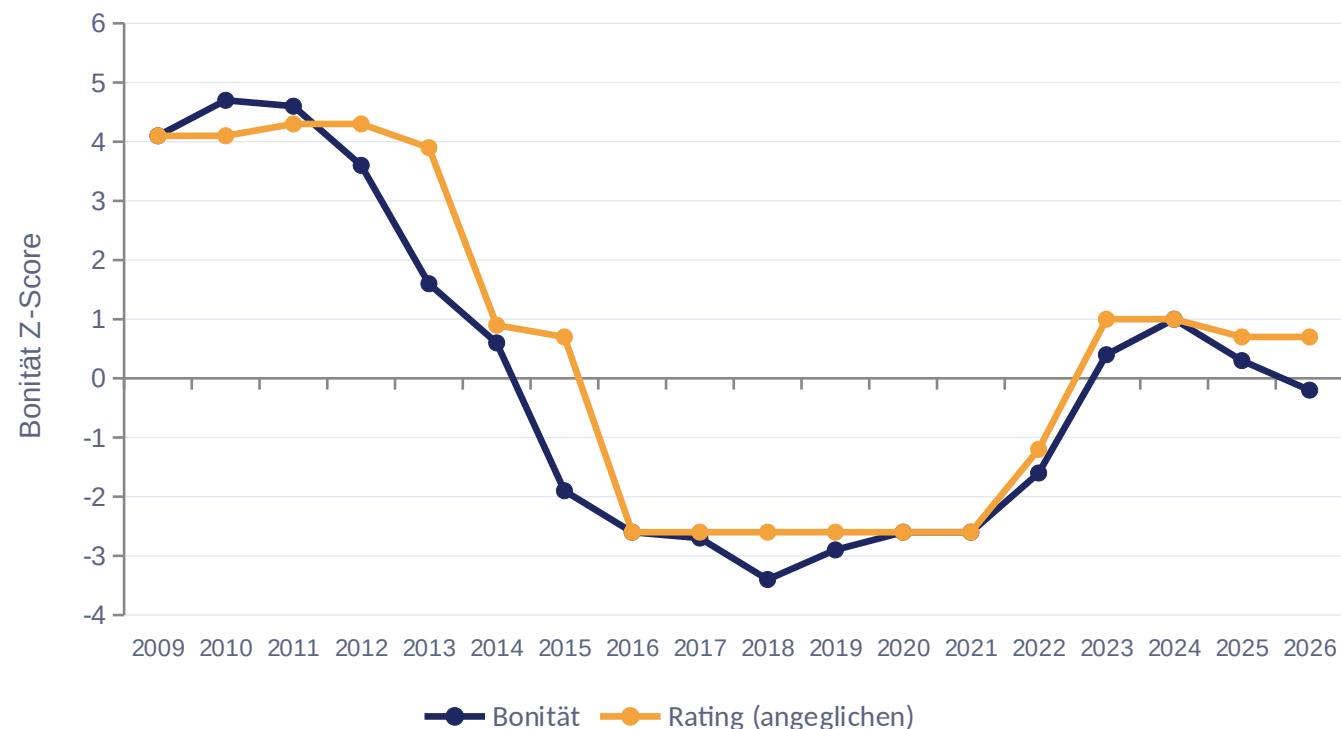
60%

der Anbieter haben ein Problem oder sind aktuell uninvestierbar (Kategorie 4+5), wenn AGW berücksichtigt wird in der Analyse.

- Die Situation sieht komplett verändert aus
- Nur noch etwas über ein Viertel der Firmen gehört gemäss unserer Analyse in die Kategorien 1+2
- **Wer ein Problem hat mit dem Thema „Akquisitionsgoodwill“ hat massive Probleme, eine gut diversifizierte Emittenten-Bondliste zu erstellen**

Beispiel einer Emittenten-Beurteilung

Beispiel Pharmakonzern — Bonität Z-Score vs. Ratingverlauf (angeglichen)



Zur Illustration der Methodik nachgebildet — keine Einzelaktienempfehlung.

- Die Einzelmetriken werden per Skalentransformation in Z-Scores verwandelt
- Die 10 Einzelscores werden gemäss unseren gewählten Gewichtungen zu einem Gesamtscore aggregiert
- Dieser Gesamtscore wird mit einer Skalentransformation zu einem Tracker des Ratingverlaufes umgewandelt
- Wir erhalten einen Chart mit einer Aussage, wohin das Rating trenden dürfte/könnte
- Im besten Fall entsteht eine hohe Korrelation mit einiger Vorlaufzeit für die Prognose

Mehr Research & Kontakt



Weitere Marktanalysen

- Bonitätsanalyse — Capabilities PK Assets AG
- Zinsen: Unsere Modelle
- The Market Kolumne: Die Art, wie wir investieren (Teil I–V)
- „Significant Risk Transfer“: Q&A
- Fremdwährungen vs. CHF: Wo unter-, wo übergewichten?
- PK Assets AG in der Presse: NZZ / The Market

www.pkassets.ch/Marktanalysen

Haben wir Ihr Interesse geweckt?

Für die vollständige Bond-Liste, Detailmethodik oder ein Gespräch über Ihr Fixed-Income-Portfolio.

j.lutz@pkassets.ch

Jürg Lutz

Anleihenspezialist, PK Assets AG — dreissigjährige Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios für Pensionskassen.

Rechtlicher Hinweis / Disclaimer

Keine Anlageberatung oder Empfehlung

Die in diesem Dokument veröffentlichten Präsentationen und Finanzanalysen dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die bereitgestellten Informationen ersetzen keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigen nicht die persönlichen oder finanziellen Verhältnisse der Nutzer.

Risiko von Finanzanlagen

Investitionen in Finanzinstrumente sind mit Risiken verbunden, einschliesslich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals. Frühere Wertentwicklungen oder Prognosen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Haftungsausschluss

Wir haften nicht für direkte oder indirekte Schäden, Folgeschäden oder sonstige Verluste, die aus der Nutzung oder dem Vertrauen auf die veröffentlichten Informationen entstehen. Wir behalten uns das Recht vor, die Inhalte jederzeit ohne vorherige Ankündigung zu ändern, zu ergänzen oder zu entfernen.

Keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität

Die Informationen basieren auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Dennoch übernehmen wir keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Inhalte. Analysen und Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Interessenkonflikte

Unsere Analysten, Mitarbeiter oder verbundenen Unternehmen können in den erwähnten Finanzinstrumenten investiert sein oder mit diesen in Geschäftsbeziehungen stehen. Dies kann zu potenziellen Interessenkonflikten führen.