

PK Assets

**Bonität
Unternehmensanleihen**

Goodwill

&

**Corporate USA
BBB**

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

U.S. BBB: Das Sample

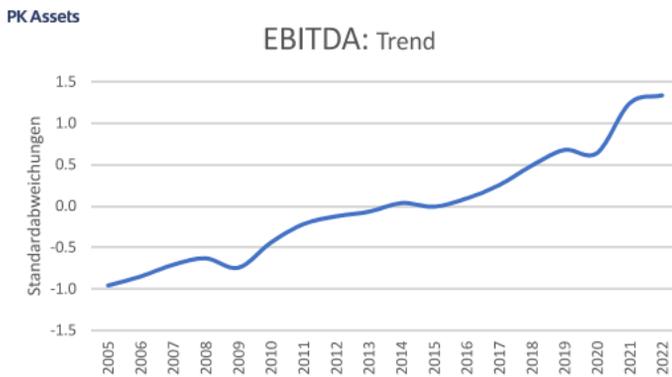
175 U.S. BBB Unternehmen:

3M CO, PARAMOUNT GLOBAL-CLASS B, ABBOTT LABORATORIES, ACTIVISION BLIZZARD INC, ADOBE INC, AES CORP, AGILENT TECHNOLOGIES INC, AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC, ALBEMARLE CORP, ALPHABET, ALTRIA GROUP INC, AMAZON.COM INC, AMCOR PLC, ADVANCED MICRO DEVICES, AMERICAN ELECTRIC POWER, AMERICAN EXPRESS CO, AMERICAN TOWER CORP, AMERICAN WATER WORKS CO INC, AMERISOURCEBERGEN CORP, AMGEN INC, ANALOG DEVICES INC, ANTHEM INC, AON PLC-CLASS A, APPLE INC, ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO, AT&T INC, BAXTER INTERNATIONAL INC, BECTON DICKINSON AND CO, BERKSHIRE HATHAWAY INC, BEST BUY CO INC, BIOGEN INC, BOEING CO, BORGWARNER INC, BOSTON SCIENTIFIC CORP, BRISTOL-MYERS SQUIBB CO, BROADCOM INC, BUNGE LTD, CAMPBELL SOUP CO, CARDINAL HEALTH INC, CATERPILLAR INC, CF INDUSTRIES HOLDINGS INC, CHEVRON CORP, CIGNA CORP, CISCO SYSTEMS INC, CITRIX SYSTEMS INC, COCA-COLA CO/THE, COLGATE-PALMOLIVE CO, COMCAST CORP, CONAGRA BRANDS INC, CONOCOPHILLIPS, CONSTELLATION BRANDS , CORNING INC, CSX CORP, CVS HEALTH CORP, DANAHER CORP, DCP MIDSTREAM LP, DEVON ENERGY CORP, WARNER BROS DISCOVERY INC, DOLLAR TREE INC, DOMINION ENERGY INC, DR HORTON INC, DR PEPPER SNAPPLE GROUP INC, DUKE ENERGY CORP, EASTMAN CHEMICAL CO, EATON CORP PLC, EBAY INC, ECOLAB INC, ELECTRONIC ARTS INC, ENERGY TRANSFER LP, ENTERPRISE PRODUCTS PARTNERS, EQUIFAX INC, EQUINIX INC, ESTEE LAUDER , EXPEDIA GROUP INC, FEDEX CORP, FISERV INC, FMC CORP, GATX CORP, GENERAL ELECTRIC CO, GENERAL DYNAMICS CORP, GENERAL MILLS INC, GSK PLC, HALLIBURTON CO, HARLEY-DAVIDSON INC, L3HARRIS TECHNOLOGIES INC, HASBRO INC, HERSHEY CO, HESS CORP, HOME DEPOT INC, HONEYWELL INTERNATIONAL INC, HP INC, HUBBELL INC, HUMANA INC, HUNTSMAN CORP, INTL BUSINESS MACHINES CORP, INTEL CORP, INTL FLAVORS & FRAGRANCES, INTERPUBLIC GROUP OF COS INC, JM SMUCKER CO/THE, DEERE & CO, JOHNSON & JOHNSON, JOHNSON CONTROLS INTERNATIONAL, JUNIPER NETWORKS INC, KANSAS CITY SOUTHERN, KELLOGG CO, KIMBERLY-CLARK CORP, KROGER CO, LAM RESEARCH CORP, LENNAR CORP, LABORATORY CRP OF AMER HLDGS, MAGELLAN HEALTH INC, MANPOWERGROUP INC, MARATHON OIL CORP, MARSH & MCLENNAN COS, MARTIN MARIETTA MATERIALS, MCDONALD'S CORP, MCKESSON CORP, MEDTRONIC PLC, MERCK & CO. INC., MICRON TECHNOLOGY INC, MICROSOFT CORP, MOHAWK INDUSTRIES INC, MOLSON COORS BEVERAGE CO – B, MONDELEZ INTERNATIONAL INC, MOODY'S CORP, MOSAIC CO, MOTOROLA SOLUTIONS INC, NASDAQ INC, NATIONAL FUEL GAS CO, NEXTERA ENERGY INC, NIKE INC -CL B, NISOURCE INC, NORFOLK SOUTHERN CORP, NORTHROP GRUMMAN CORP, NUCOR CORP, NVIDIA CORP, OMNICOM GROUP, ORACLE CORP, PEPSICO INC, PFIZER INC, PROCTER & GAMBLE CO, PULTEGROUP INC, QUALCOMM INC, QUEST DIAGNOSTICS INC, RALPH LAUREN CORP, RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP, REPUBLIC SERVICES INC, ROPER TECHNOLOGIES INC, RYDER SYSTEM INC, SALESFORCE INC, SCHLUMBERGER LTD, SHERWIN-WILLIAMS CO/THE, STARBUCKS CORP, STEEL DYNAMICS INC, STRYKER CORP, SYSCO CORP, TEXAS INSTRUMENTS INC, THERMO FISHER, SCIENTIFIC INC, TIMKEN CO, TYSON FOODS INC-CL A, UNITEDHEALTH GROUP INC, UNITED PARCEL SERVICE-CL B, VALERO ENERGY CORP, VERISIGN INC, VERIZON COMMUNICATIONS INC, VULCAN MATERIALS CO, WALMART INC, WALT DISNEY CO/THE, WASTE MANAGEMENT INC, WESTERN UNION CO, WEYERHAEUSER CO, WHIRLPOOL CORP, WILLIAMS COS INC, ZIMMER BIOMET HOLDINGS INC

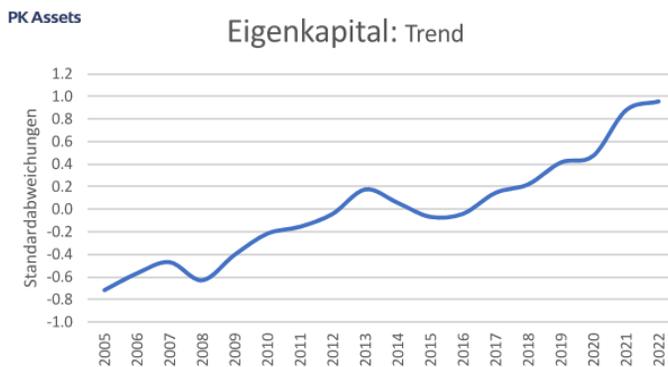
BBB bildet die wichtigste, grösste und systemisch kritische Kohorte der U.S. Wirtschaft

U.S. BBB: Welches sind die Trends?

U.S. Corporate BBB strotzt vor Gesundheit



Gewinne steigen



Eigenkapital steigt

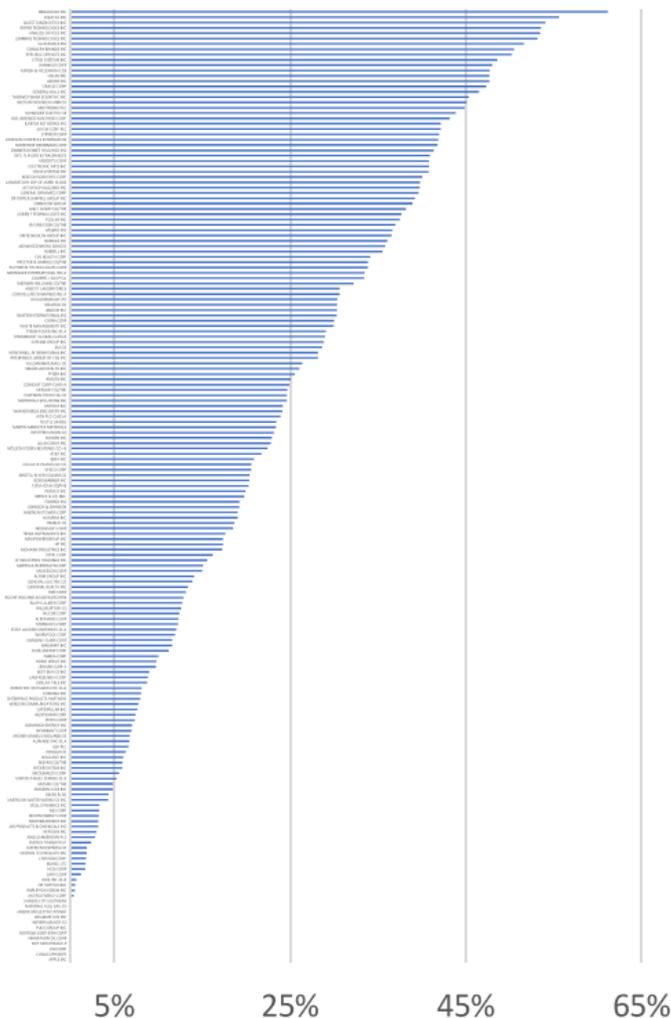
Durchschnitte der Trends der 175 Unternehmen im Sample, dargestellt jeweils mit Skalentransformationen, d.h. Z-Scores der 175 Unternehmen

Stimmt dieser erste Blick?

Krebsgeschwür Goodwill: Idiosynkratische Betrachtung

Es gibt also eine grosse Gruppe von Unternehmen, die über kein Eigenkapital verfügt, wenn man Goodwill subtrahiert. Und wie sieht es aus mit den Vermögen insgesamt? An vielen Orten katastrophal:

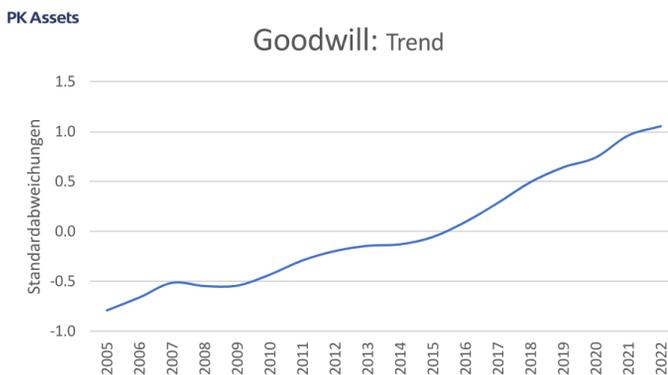
Akquisitions-Goodwill /
Totales Vermögen



- Nur 30% der Unternehmen haben fiktive Vermögen von maximal 10% in Form von Goodwill
- Ein Drittel der Unternehmen hat mindestens 33% Anteil von Goodwill am Gesamtvermögen
- Bei 5% der Unternehmen besteht mindestens die Hälfte des Vermögens aus Goodwill

Krebsgeschwür Goodwill: Systemische Betrachtung

Der Gebrauch von
Akquisitions-Goodwill steigt
unvermindert

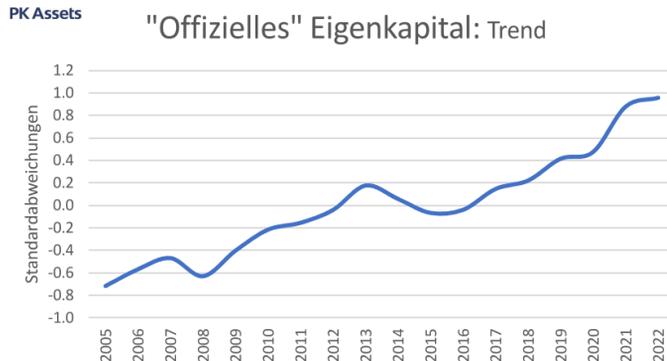


Die Verteuerung der Finanzierung
durch höhere Zinsen hat die
Kreation von Akquisitions-Goodwill
noch nicht vermindert

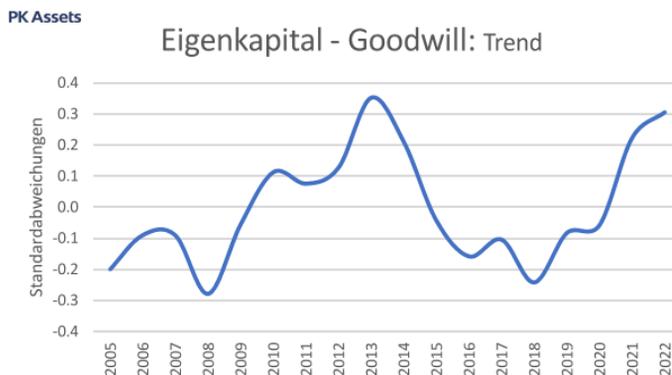
Durchschnitte der Trends der 175 Unternehmen im
Sample, dargestellt jeweils mit Skalentransformationen,
d.h. Z-Scores der 175 Unternehmen

Krebsgeschwür Goodwill: Systemische Betrachtung

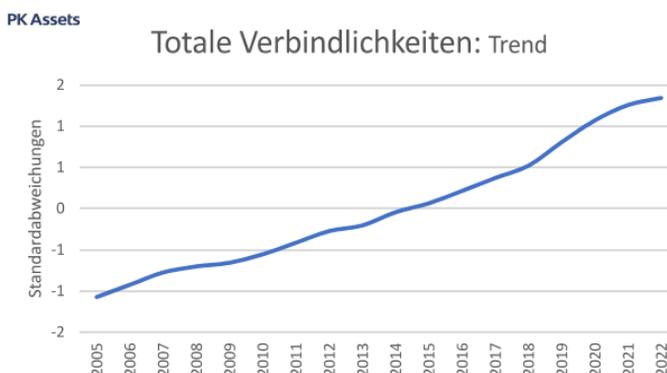
Nach Berücksichtigung von Goodwill verschwindet der säkulare Trend steigenden Eigenkapitals



Das Eigenkapital ist im Schnitt so hoch wie 2013...

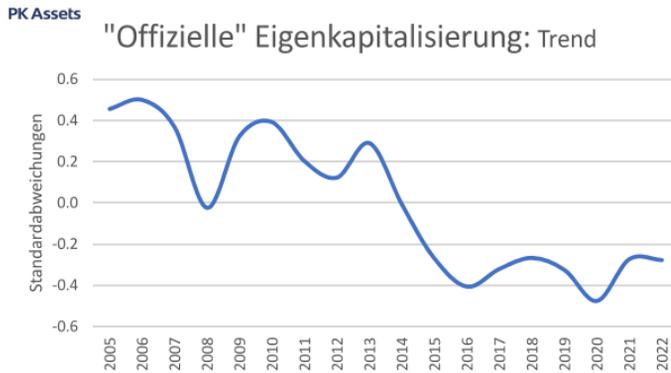


Durchschnitte der Trends der 175 Unternehmen im Sample, dargestellt jeweils mit Skalentransformationen, d.h. Z-Scores der 175 Unternehmen



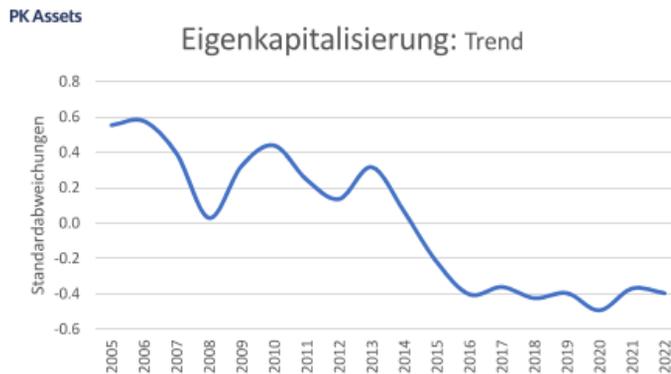
...während die Verbindlichkeiten laminar steigen

Krebsgeschwür Goodwill: Systemische Betrachtung



Bilanz-Leverage: Die Eigenkapitalisierung ist im Schnitt schon vor Verrechnung des Goodwills erbärmlich

Equity / Total Cap



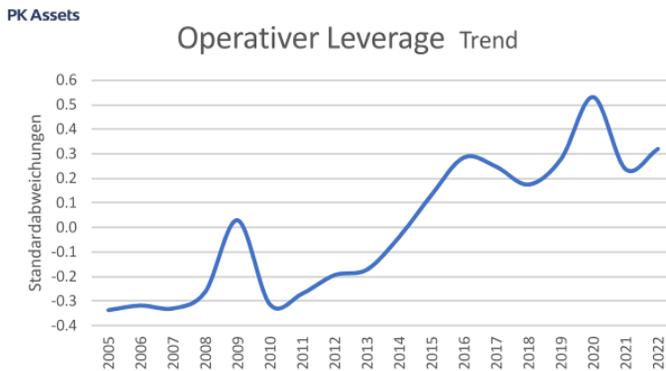
Nach Betrachtung Goodwill ist die Eigenkapitalisierung nahe des Tiefpunkts der letzten Jahrzehnte, der Bilanz-Leverage damit so hoch wie noch selten

$(\text{Equity} - \text{Goodwill}) / (\text{Total Cap} - \text{Goodwill})$

Durchschnitte der Trends der 175 Unternehmen im Sample, dargestellt jeweils mit Skalentransformationen, d.h. Z-Scores der 175 Unternehmen

Krebsgeschwür Goodwill: Systemische Betrachtung

Hoher operativer Leverage



Die Verwendung von operativem Leverage ist zwar nicht auf dem Höchstpunkt (im Schnitt), aber er ist gleichwohl hoch und der Aufwärtstrend noch nicht gebrochen

Verbindlichkeiten / EBITDA

Durchschnitte der Trends der 175 Unternehmen im Sample, dargestellt jeweils mit Skalentransformationen, d.h. Z-Scores der 175 Unternehmen

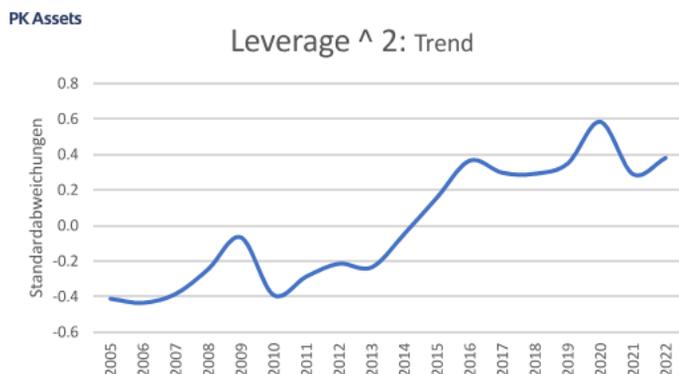
Krebsgeschwür Goodwill:

Fazit

Median GW/EK = 54%

Median GW/Assets = 20%

**Anteil Unternehmen ohne
Eigenkapital = 21%**



Gesamtbetrachtung Goodwill:

- Der Median von Goodwill/EK ist bei 54% (!)
- Das bedeutet: im typischen U.S. BBB-Unternehmen ist mehr als die Hälfte des Eigenkapitals faktisch gar nicht vorhanden
- Der Median von Goodwill/Assets ist bei 20%
- Das bedeutet: im typischen U.S. BBB-Unternehmen sind ein Fünftel der Vermögen faktisch gar nicht existent
- Die Eigenkapitalisierung des Median BBB-Unternehmen in den USA ist bei 17%, kaum mehr als man bei einer Bank erwarten würde
- Der Gesamt-Leverage ist auf hohem Stand, steigt aber nicht mehr
- Unsere Interpretation: Die Bilanzen sind so dünn, dass die Firmen gemerkt haben, dass noch mehr Leverage suizidal wäre

Gesamt-Leverage:

Bilanzleverage x Operating Leverage

Durchschnitte der Trends der 175 Unternehmen im Sample, dargestellt jeweils mit Skalentransformationen, d.h. Z-Scores der 175 Unternehmen

Krebsgeschwür Goodwill:

Die grosse Frage

Warum schauen die Rating-Agenturen zu?

	Goodwill / Eigenkapital
• Moody's Corp	236%
• S&P Global Inc	80%

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch