

PK Assets

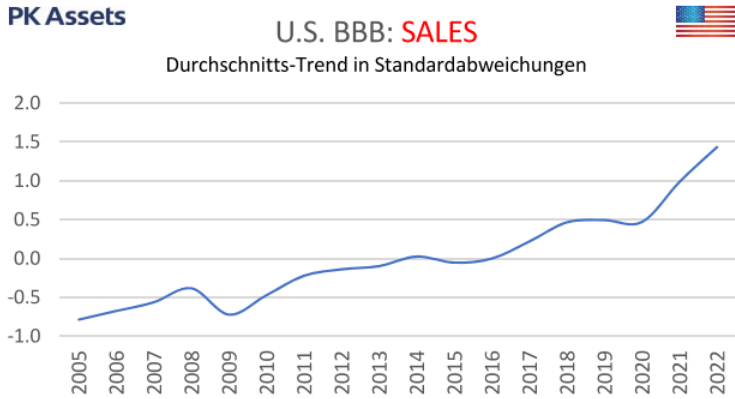
U.S. BBB

11/2022:

Bereit für höhere Zinsen
und eine Rezession?

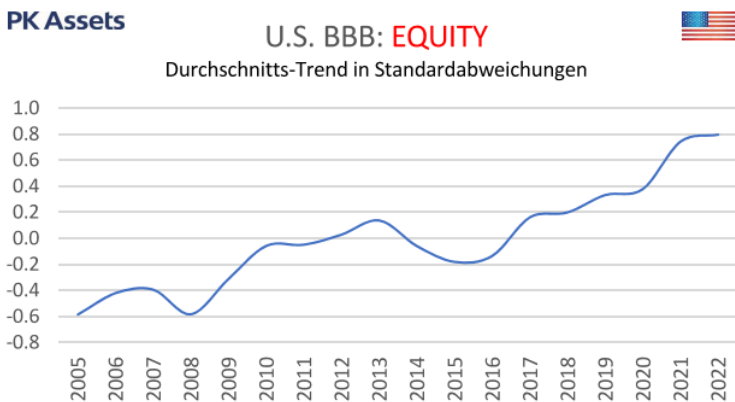
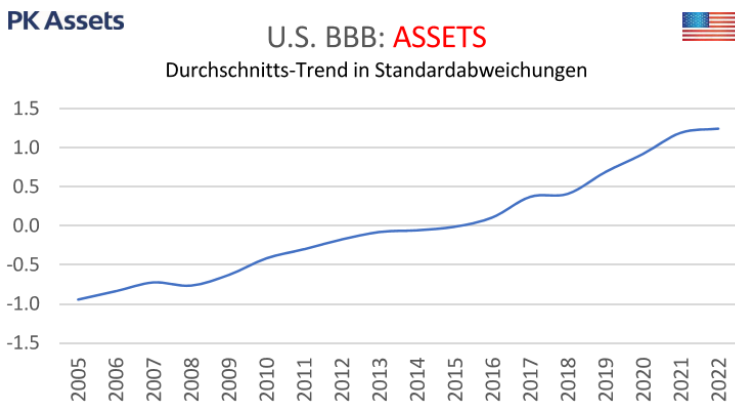
www.pkassets.ch/marktanalysen

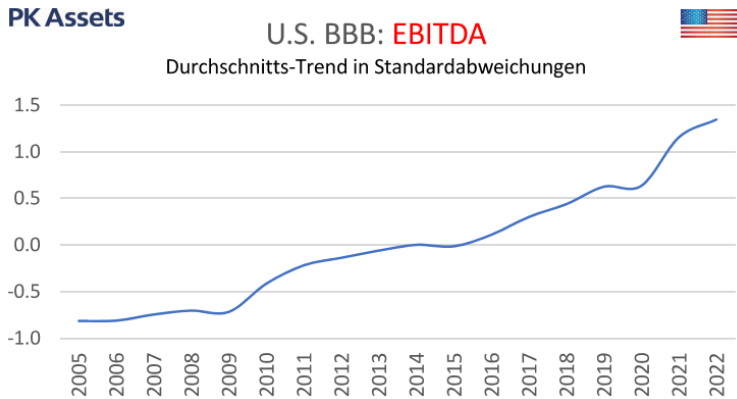
PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch



Die Unternehmen im BBB-Segment wachsen im Trend kräftig

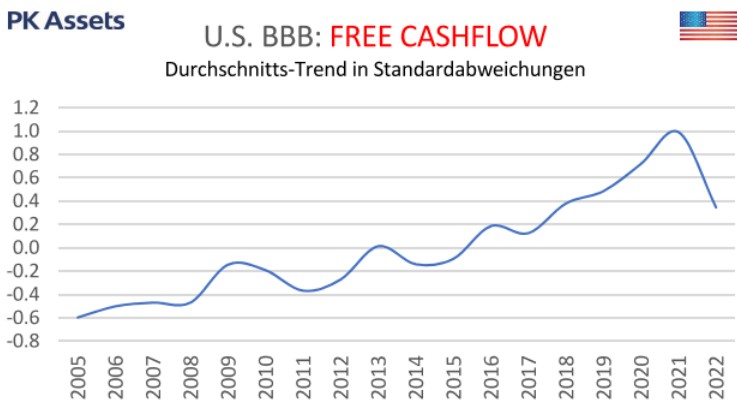
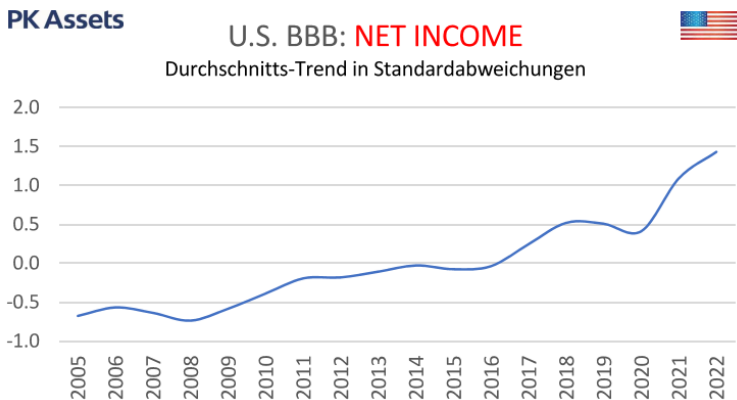
- Verkäufe, Vermögen und Eigenkapital steigen fast monoton
- Interessanterweise ist das Wachstum im Trend seit 2005 in Verkäufen und Assets fast identisch, um etwas mehr als 2 Standardabweichungen
- Das Wachstum im Eigenkapital sieht leicht unterdotiert an bei + 1.38 Standardabweichungen seit 2005





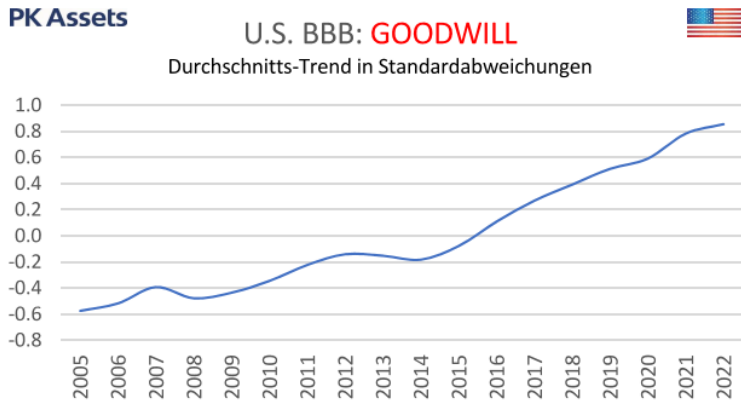
Die Gewinne sprudeln

- EBITDA und Net Income explodieren geradezu, speziell seit 2019
- Beide sind mit der fast identischen Rate gewachsen seit 2005
- Free Cashflow musste einen kräftigen Hit nehmen

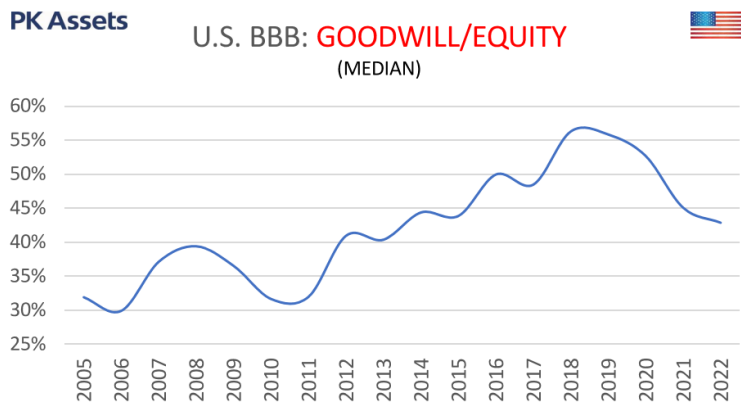


Die Gewinne sprudeln,
die Firmen wachsen

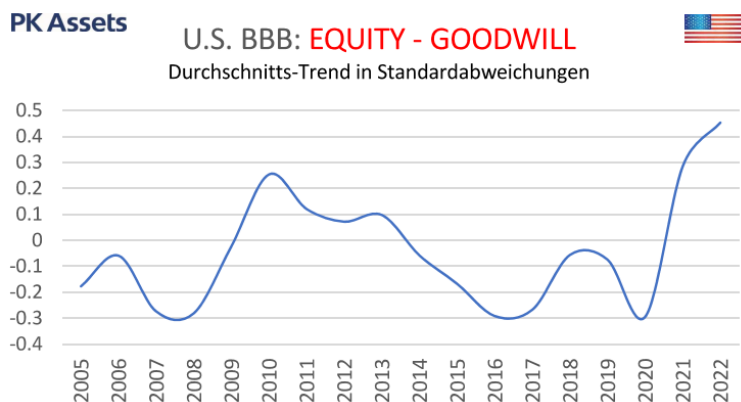
Alles paletti?



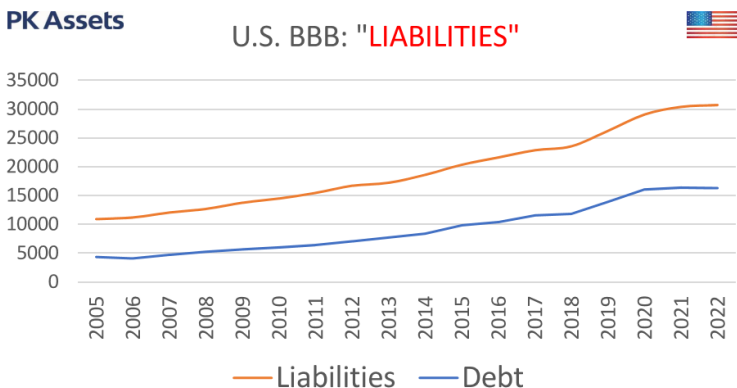
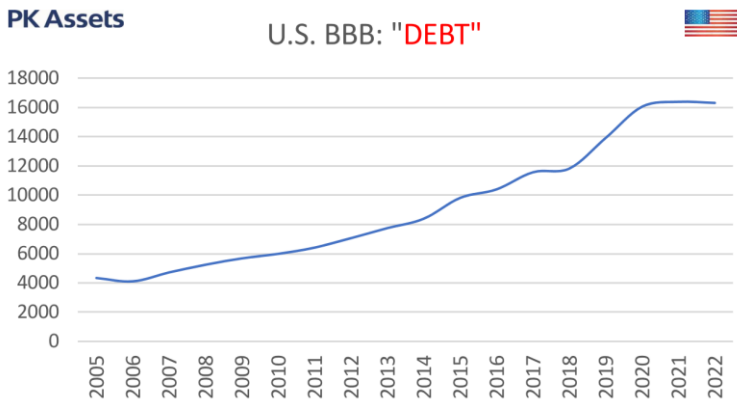
Trotz M&A-Flaute, der Goodwill steigt und steigt: Das korrekt berechnete Eigenkapital ist seit 2005 kaum gewachsen!



- Der Goodwill – heisse Luft aus zu teuren Übernahmen – sollte aus der Bilanz raus gerechnet werden
- Der Goodwill steigt unbarmerzig an
- Über 40% des Eigenkapital ist im Median-Unternehmen heisse Luft
- Zwar fällt der Anteil des GW am EK seit 2019 wieder, aber er bleibt hoch



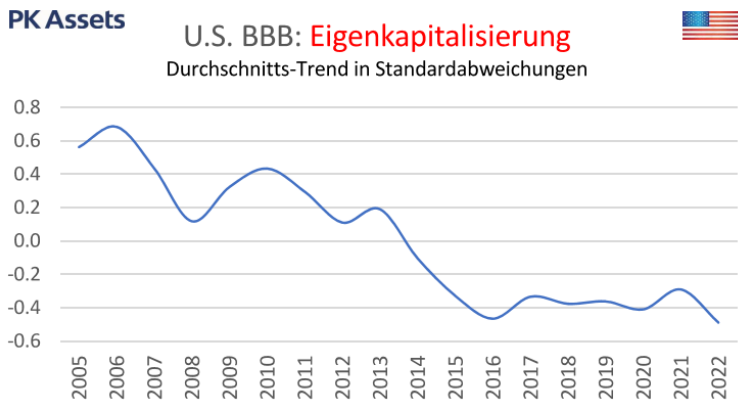
- Trotz immer grösseren Unternehmen: Die Eigenkapitaldecke ist kaum gewachsen, im Schnitt nur 0.6 Standardabweichungen seit dem Jahr 2005



Der Finanzmarkt interessiert sich nicht für die wahren Schulden

- Der Finanzmarkt schaut fast ausschliesslich auf die Finanzschulden („Debt“)
- Der Anleiheinvestor sollte aber auf die totalen Schulden (Verbindlichkeiten = „Liabilities“) schauen
- Jede Art von Schulden sollte in die Analyse einbezogen werden, denn alle Schulden müssen zurück bezahlt werden
- Die Schulden wachsen, zuletzt ist aber ein gewisser Plafond erreicht worden
- Die Verbindlichkeiten wachsen mit der gleichen Rate wie die „Schulden“, wegen der höheren Masse wachsen diese trotzdem immer schneller, die Schere von „Debt“ und „Liabilities“ geht stetig rauf

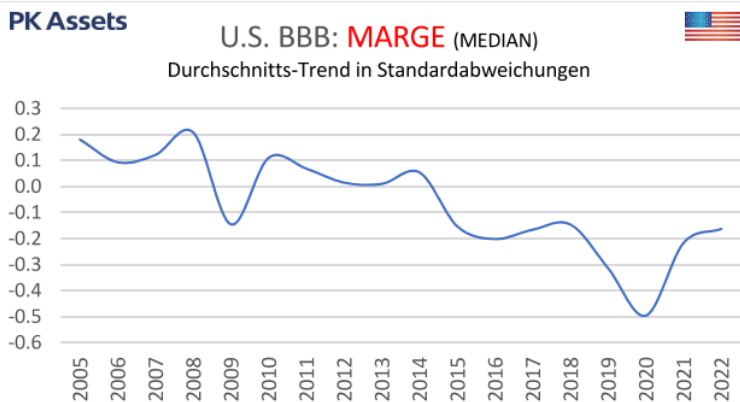
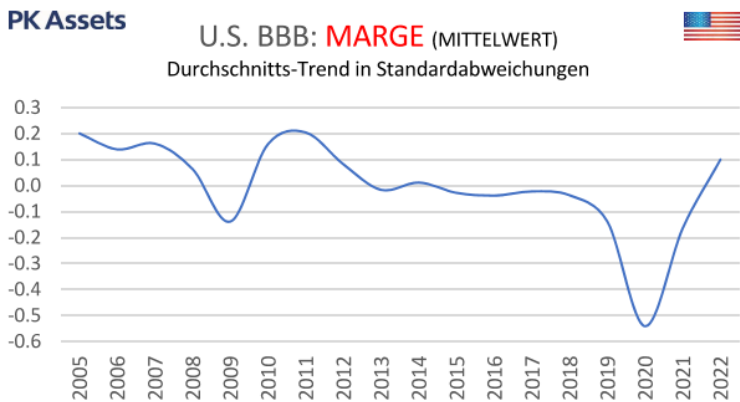
$$= \frac{\text{(EK-Goodwill)}}{\text{(Assets - Op. Lease - Goodwill)}}$$



Amerikanische BBB sind nicht einmal zu 10% eigenkapitalisiert!

- Wir rechnen den Nonsens (Goodwill) aus der Bilanz raus
- Wir zählen den Op. Lease historisch zurück in die Schulden
- Das Bild ist unzweideutig: Die Eigenkapitaldecke ist so tief wie nur 2016 in den letzten fast 20 Jahren
- Im 2005 verfügte die durchschn. BBB-Firma über fast 30% sauberes Eigenkapital
- Heute sind es nur noch etwas über 9%!

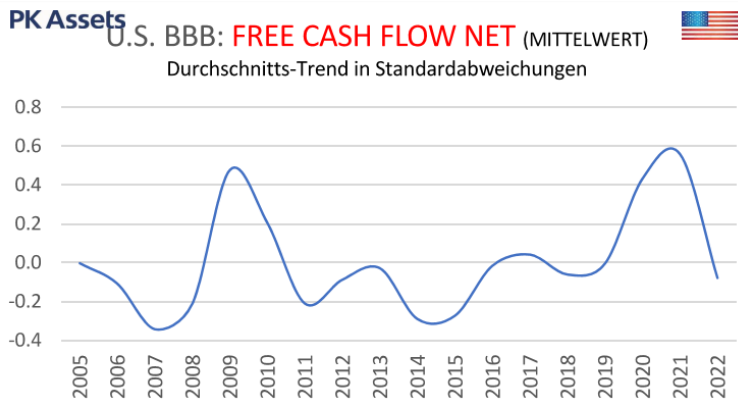
= Operating ROIC



Marge: Glas halb voll oder halb leer?

- Je nach dem, wie man die Durchschnittsmarge berechnet, kommt man auf verschiedene Einschätzungen
- Operieren wir mit dem Mittelwert, dann sehen wir eine erfreuliche Steigerung in den letzten 2 Jahren
- Operieren wir mit dem Median, dann verharren die BBB-Unternehmen auf einem historisch unbefriedigenden Niveau

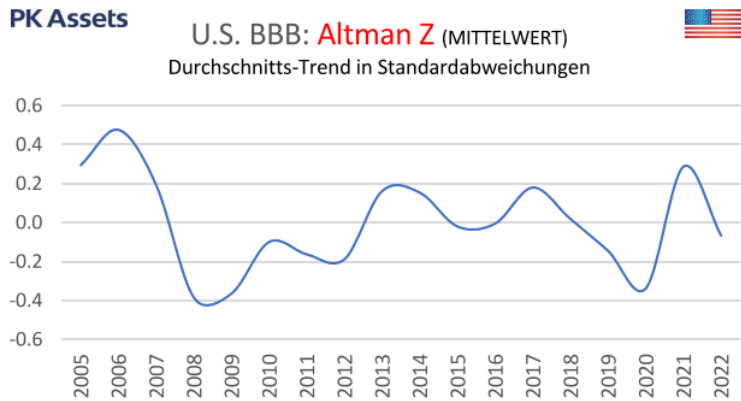
= FCF – Dividenden - Aktienrückkäufe



Die Firmen wachsen, der FCF für den Obligationen-Gläubiger nicht

- Die Firmen verdienen immer mehr Geld
- Die Unternehmen schütten aber immer mehr aus, entweder als Dividende oder über Aktienrückkäufe
- Nach den Ausschüttungen steigen die FCF nicht, sie sind im durchschnittlichen Unternehmen so hoch wie im Jahre 2005
- Damit wird der potentielle Betrag reduziert, der als Retained Earnings zum Substanzaufbau der Firma – und damit zum Schutz des Gläubigers- genutzt werden kann

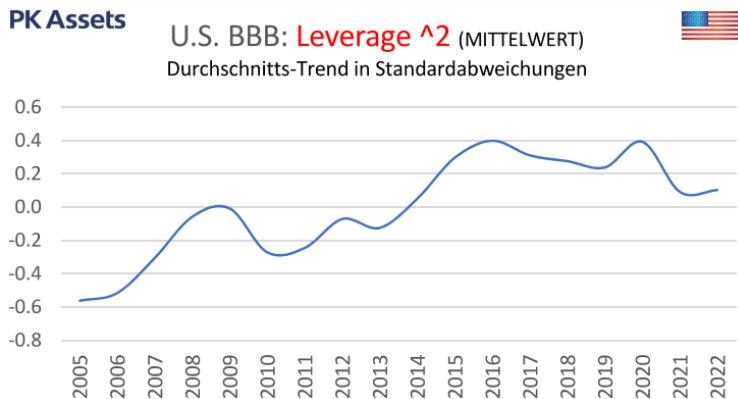
Je höher desto besser



Die Firmen wachsen, der Altman Z nicht, aber immerhin keine Verschlechterung

- Der Altman Z umfasst einige verschiedene Aspekte von Bilanz und Erfolgsrechnung
- Allerdings bezieht der Altman Z das Phänomen des Goodwills nicht in die Rechnung ein

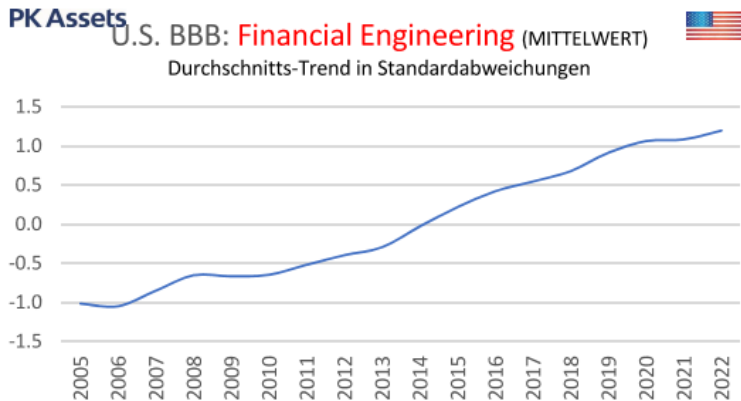
= Operating Leverage x Bilanzleverage



Etwas verbessert!

- Der von uns kreierte „Leverage^2“ verbindet den operativen Leverage (Schulden/Gewinn) mit dem Bilanzleverage (Schulden / Assets)
- Wir rechnen den Goodwill raus aus den Assets
- Der Gesamt-Leverage ist höher als im 2005, aber immerhin nicht mehr so hoch wie 2015-2020

- = Dividenden
- + Buybacks
- + Aufbau Finanzschulden
- + Aufbau Goodwill
- Aufbau Eigenkapital



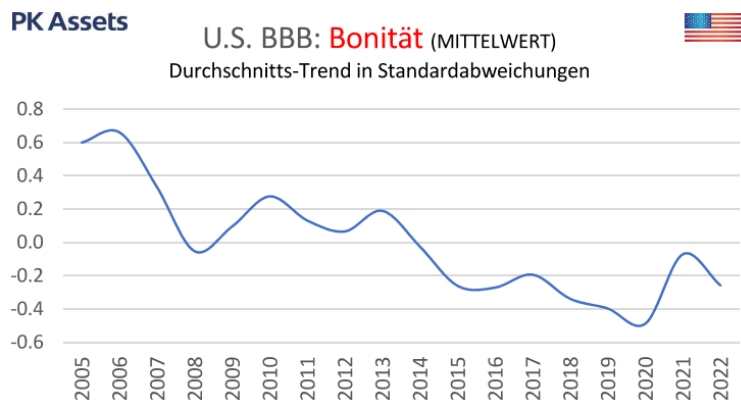
Screw the bondholder!

- Der Gläubiger der US BBB-Bonds ist ein naiver, gutgläubiger verständnisvoller, gütiger, geduldiger Geldgeber, der sich offensichtlich nicht im Klaren ist, dass er vom Aktionär laufend über den Tisch gezogen wird

Die Gute Nachricht:

- Aus der Masse der U.S. BBB gibt es noch genügend Emittenten mit einer für den Bond-Gläubiger fairen und tragfähigen Bilanz
- **Aber man muss brutal selektionieren**

= gemäss PK Assets



Die gute Nachricht:

- Die Bonität ist nicht mehr so tief wie 2020, sie ist so „hoch“ wie vor 5 Jahren

Die schlechte Nachricht:

- Die Bonität ist deutlich tiefer als am Ausgangspunkt 2005
- Dies ist nur der Bonitätstrend: Hinzu kommen folgende belastende Punkte:
- Der Goodwill ist so hoch, dass ein grosser Teil der BBB-Emittenten, faktisch über kein (!) Eigenkapital verfügt
- Einige Firmen haben ein ausgesprochen apokalyptisches Minus-Eigenkapital

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch