

PK Assets

U.S. BBB-Bonds

5/2023:

Corporate USA: In welcher
Verfassung sind die
amerikanischen
Unternehmen?

www.pkassets.ch/marktanalysen

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

„Corporate USA = BBB“

*Das BBB-Segment des U.S. non financial corporate bond marktes ist ein **sinnvoller Benchmark** für die Verfassung von Corporate America*

'BBB' category bonds represent the majority of U.S. investment-grade corporate bond debt, and this category surpasses the entirety of the speculative-grade bond market in size."

S&P

"The size of the non-financial corporate investment-grade bond market continues to grow, hitting \$4.9 trillion on April 30, with new debt issuance holding up relatively well, despite rising interest rates, high inflation and plausible stagflation, says Fitch Ratings"

Fitch

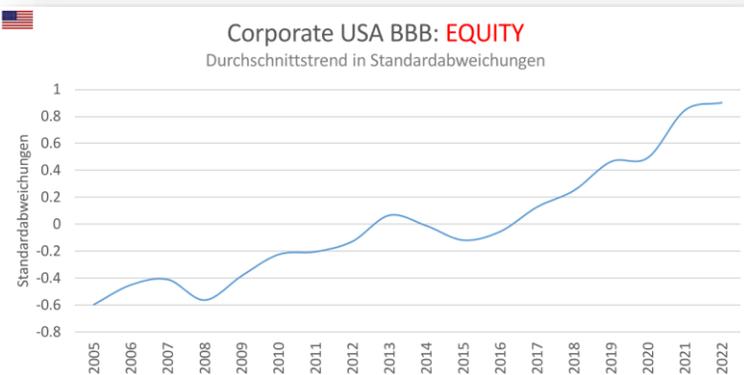
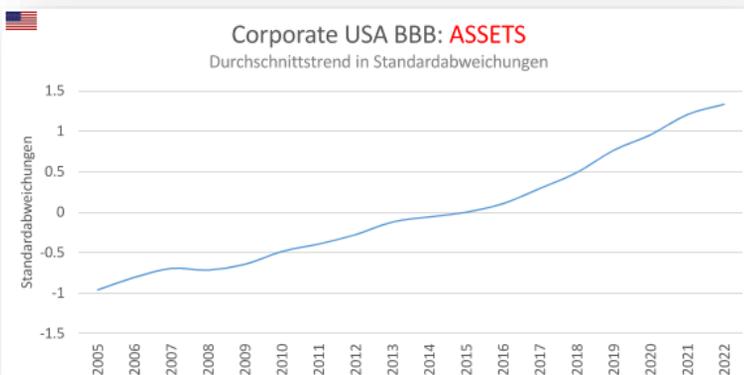
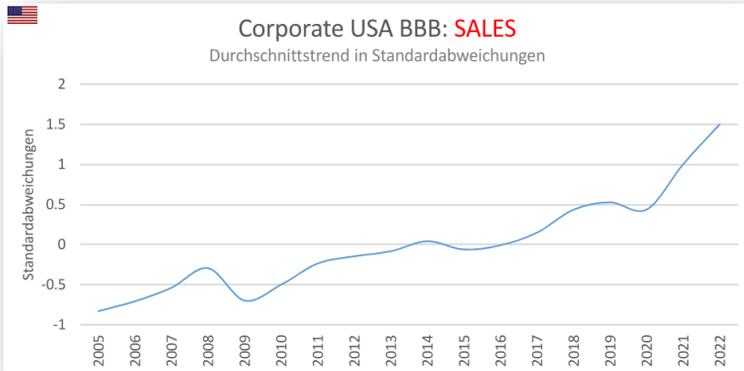
"Over the past decade, the investment-grade corporate bond market has grown as issuers have taken advantage of rock-bottom interest rates and increased demand from yield-starved investors. Today, the BBB-rated segment now makes up over 50% of the investment grade market versus only 17% in 2001."
Blackrock

*Wir haben in unserer Datenbasis 123 Unternehmen mit ausstehenden BBB-Bonds gemäss sowohl Moody's und S&P's, davon verfügen wir bei **100 Emittenten** über lückenlose Financials bis zurück ins Jahr 2005*

*Wir schauen uns in der Folge die **wichtigsten Trends in der Bonität** dieser 100 Emittenten an:*

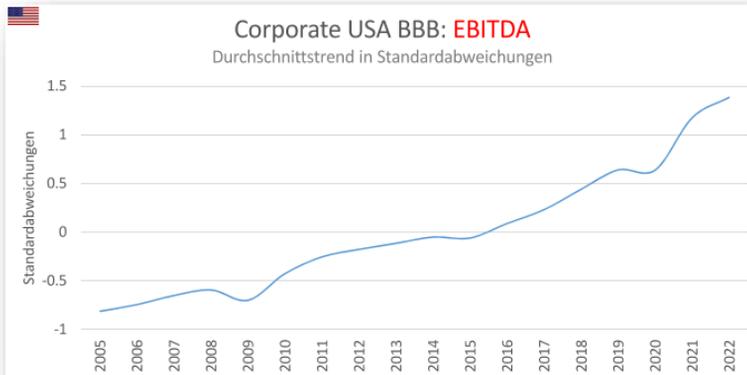
AES, ALBEMARLE, AMCOR, AMERICAN TOWER, AMERISOURCEBERGEN, AMGEN, ANTHEM, AT&T, BAXTER, BECTON DICKINSON, BIOGEN, BOEING, BORGWARNER, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, CAMPBELL SOUP, CARDINAL HEALTH, CELANESE, CF INDUSTRIES, CIGNA, CONAGRA, CONSTELLATION, CSX, CVS HEALTH, DCP MIDSTREAM, DEVON, DISCOVERY, DOLLAR TREE, DOMINION, DR HORTON, DUKE, EASTMAN CHEM, EBAY, ELECTRONIC ARTS, ENERGY TRANSFER, EQUIFAX, EQUINIX, EXPEDIA, FEDEX, FISERV, FMC, GATX, GE, GEN. MILLS, HALLIBURTON, HARLEY, HARRIS, HASBRO, HESS, HP, HUBBELL, HUMANA, INTERN. FLAVOR & FRAGR, INTERPUBLIC GROUP, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, JUNIPER NETWORKS, KELLOG, KROGER, LENNAR, LH, MARATHON OIL, MARTIN MARIETTA, MC DONALD, MCKESSON, MICRON, MOHAWK, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOODY'S, MOSAIC, MOTOROLA, NASDAQ, NETFLIX, NEWMONT MINING, NISOURCE, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP GRUMMAN, OMNICOM, ORACLE, QUEST DIAGNOSTICS, REPUBLIC SERVICES, RYDER, SHERWIN WILLIAMS, STARBUCKS, STEEL DYNAMICS, STRYKER, SYSCO, TIMKEN, TYSON FOODS, VALERO, VERISIGN, VERIZON, (VIACOM) PARAMOUNT, VULCAN MATERIALS, WESTERN UNION, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WILLIAMS, ZIMMER BIOMET

Bonitätstrends auf den ersten Blick



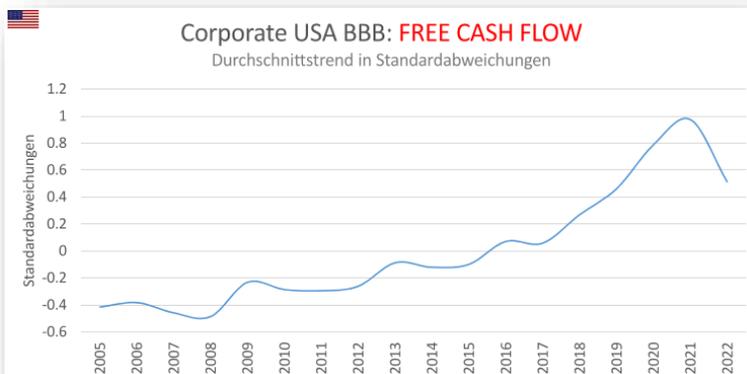
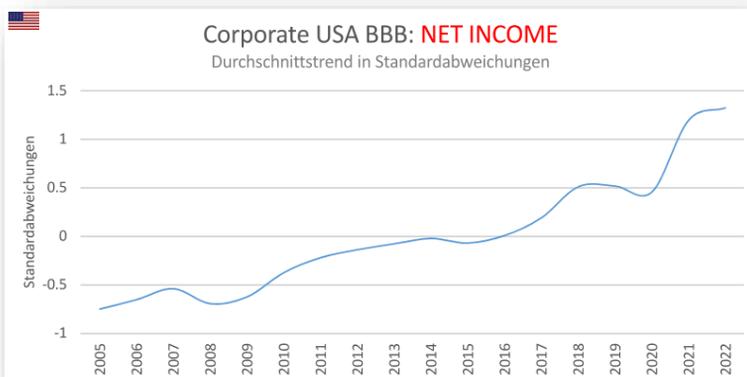
Wachstum: Dynamisch!

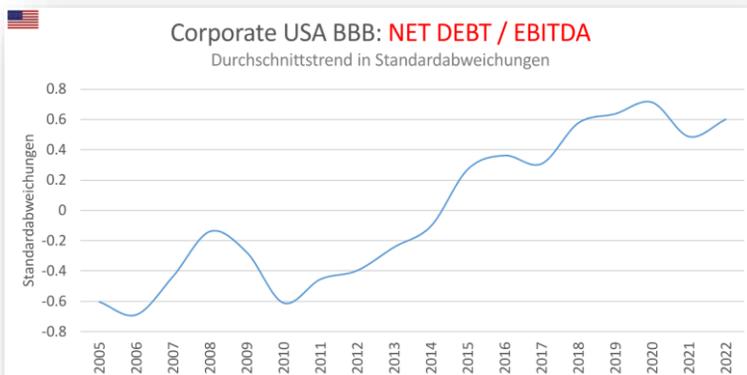
- Speziell die Verkäufe wachsen – da nominell- mit der steigenden Inflation überdurchschnittlich
- Assets und Equity wachsen –im Durchschnitt- ebenfalls, wenn auch weniger dynamisch
- In Standardabweichungen gerechnet wächst das Eigenkapital am wenigsten dynamisch



Gewinne: Sprudeln!

- Besonders die buchhalterischen Gewinne sind auf Rekordhöhe und steigen auf Basis Roherträgen mit gutem Momentum
- Der Free Cash Flow hat einen kräftigen Hit genommen





Verschuldung: Hoch aber nicht besorgniserregend

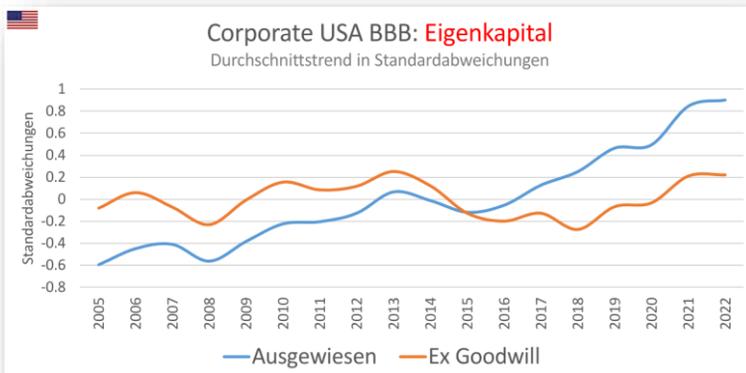
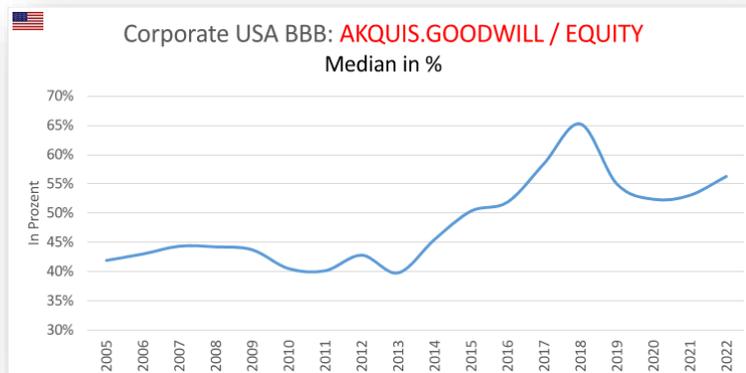
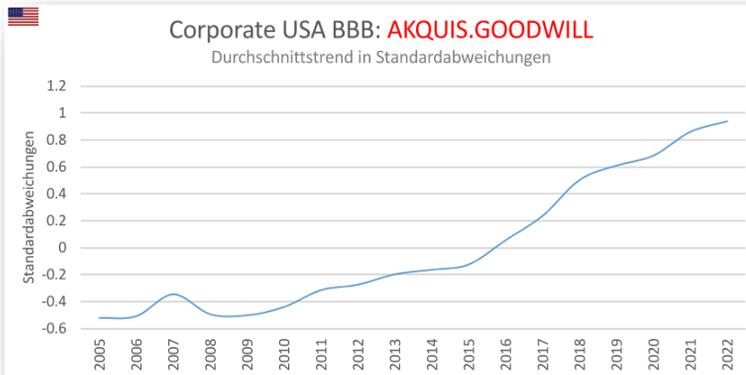
- Auch die Schulden steigen...
- ...aber nur verhalten
- ..verglichen mit beispielsweise dem EBITDA
- Und so hat sich der Leverage in den letzten Jahren im Schnitt nicht mehr erhöht
- Man liest denn auch in den Kommentaren der Finanzpresse von deutlich verbesserten Bilanzen bei amerikanischen Unternehmen

Wir fassen zusammen:

- Dynamisches Wachstum von Verkäufen und Bilanzen
- Sprudelnde Gewinne auf Rekordhöhe
- Moderate Schuldentrends

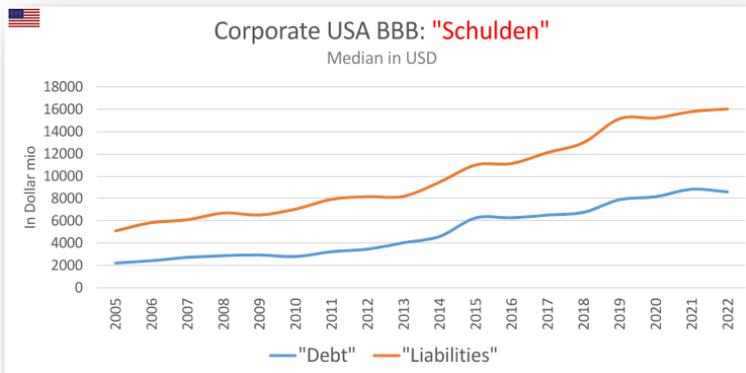
...alles gut?

*Bonitätstrends auf den **zweiten** Blick*



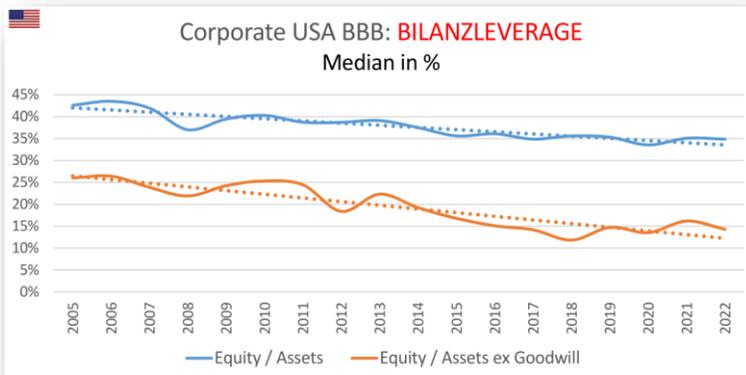
Achtung: Fake Equity!!!

- **Goodwill** i.S.v. Akquisitionsgoodwill steigt ebenfalls, und da wir dieses als Fake Equity ansehen, steigt auch der nominale Anteil am Eigenkapital von **heisser Luft** stetig an
- Setzen wir dieses Fake Equity mit dem ausgewiesenen Eigenkapital in Verbindung dann müssen wir für das Median-Unternehmen konstatieren: **Über die Hälfte des ausgewiesenen Eigenkapitals existiert gar nicht!**
- Ziehen wir das Fake Equity vom Eigenkapital ab, dann sehen wir für das durchschnittliche Unternehmen **kein Wachstum mehr im Eigenkapital**, trotz massiv grösseren Bilanzen, Verkäufen und Schulden



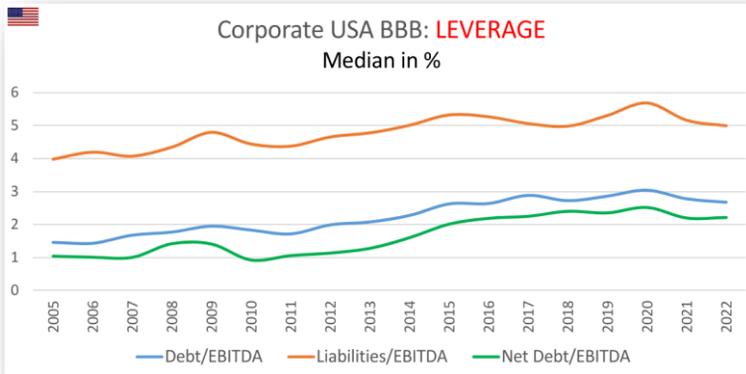
Achtung: „Falsche“ Schulden!

- Der **unsinnige Fokus** der Finanzmärkte auf „**Finanzschulden**“ (Debt) ist unsinnig
- Denn er **maskiert umfangreiche zusätzliche Schulden** (Pensionskasse etc), die ebenfalls bedient werden müssen
- Zudem **optimieren die Unternehmen** diese Zahl offensichtlich um optisch besser dazustehen, die Realität ist aber:
- Die Verbindlichkeiten (**Liabilities**) sind nicht nur wesentlich höher als die Finanzschulden (das Doppelte!) sondern der absolute **Gap steigt denn auch massiv an**
- **Und damit macht die beliebteste Finanzvariable des Marktes: Net Debt/EBITDA auch keinen Sinn für Bondholder**



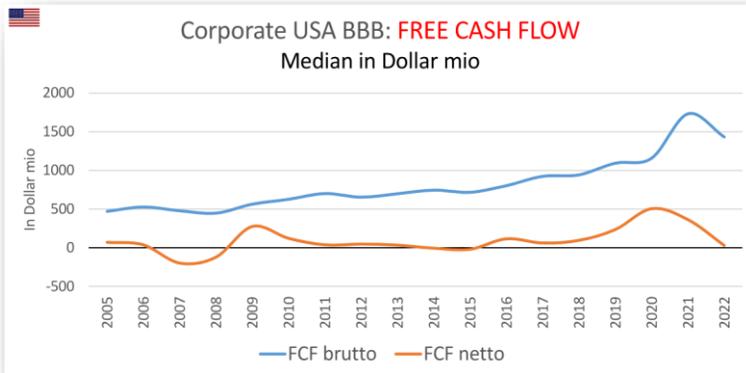
Eigenkapitaldecke: Hauchdünn statt solid

- Wenn wir vom Eigenkapital und von den Total Assets den Akquisitions-Goodwill abziehen und die Operating Leases Kapitalisieren, dann sieht man, dass die **Eigenkapitaldecke viel dünner ist als gedacht**
- Die heiße Luft Goodwill macht im Median mehr als die Hälfte des Eigenkapitals aus und gaukelt eine Kapitaldecke vor, die faktisch nicht besteht
- Statt im Schnitt 35% Eigenkapitalisierung bestehen faktisch **nur 15%** den Heisse-Luft-Test
- Und von dieser dünnen Decke sind „andere Intangibles“ noch gar nicht abgezogen!
- 2005 hatte ein typisches BBB immerhin ein EK von 25%, heute sind es nur noch 15%



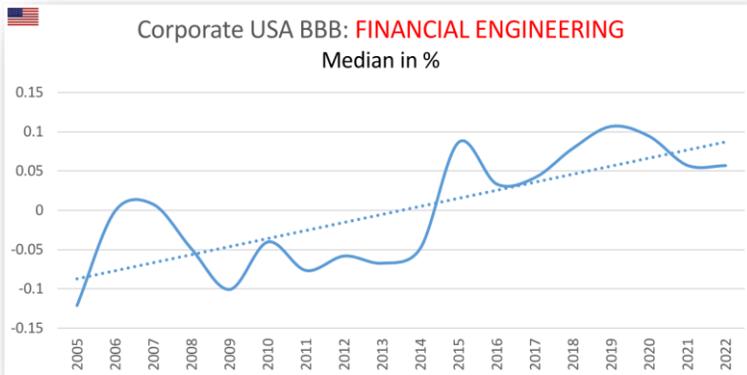
Leverage:

- Bei der Berechnung des **Leverage** sollte man statt die Finanzschulden sollten die **totalen Verbindlichkeiten** dem EBITDA entgegen gestellt werden
- Und dann merkt man, dass der Leverage effektiv **viel höher** ist als der wenig sinnvolle Net Debt/EBITDA
- Der Trend allerdings ist bei allen drei Metriken ähnlich: säkularer Anstieg mit einem Plafond seit 5 Jahren
- Heute allerdings mit **markant höheren Schuldzinsen**



Ausschüttungen aus Substanz:

- Die Unternehmen im Sample verfügen im Durchschnitt über einen **schönen FCF** (FCF brutto), der über die Zeit gewachsen ist
- Zieht man von diesem FCF aber die **Goodies an den Aktionär** ab (Buybacks und Dividenden), dann ist der FCF lediglich da, wo er früher auch schon war...
- ...und zwar im Schnitt **bei Null**
- Anders ausgedrückt, im Schnitt wird der **gesamte FCF ausgeschüttet**
- In die Röhre schaut der Obligationär, der sich über Retained Cash Flows freuen würde



Bondholder wird über den Tisch gezogen:

- Wir ermitteln, was aus der Sicht des Gläubigers positiv ist und was negativ:
- **Negativ sind Ausschüttungen, die Erhöhung der Schulden, die Erhöhung von Goodwill**
- **Positiv ist die Erhöhung des (tangiblen) Eigenkapitals**
- **Im Trend arbeitet das Management immer übler gegen den Bondholder**, indem es das oben definierte Financial Engineering im Trend erhöht

Bonitätstrend konsolidiert

Eine Reihe von aussagekräftigen Indikatoren:

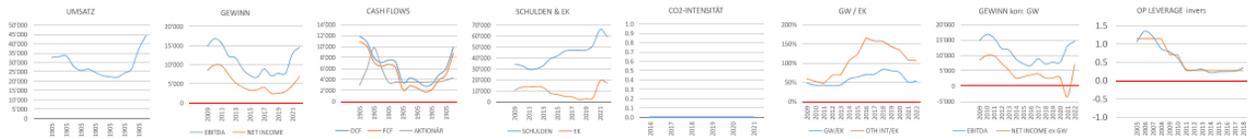
- *Eigenkapitalisierung berichtigt um Goodwill*
- *Margentrend*
- *Free Cash Flow-Trend berichtigt um Ausschüttungen*
- *Altman Z*
- *Zombie-Mass: Marge auf das eingesetzte Kapital ./ . Kapitalkosten*
- *Goodwill-Trend, falls Goodwill vorhanden*
- *Totaler Leverage: Verbindung von Bilanzleverage und Operating Leverage*
- *Financial Engineering*
- *Et al*

AstraZeneca PLC

PKAssets

RATING **A3** / **A** GW/EK **56%** GW/ASSET **21%** LIAB/EBITDA **3.8** FK/CAP **79%** NET DEBT/EBITDA **1.6**

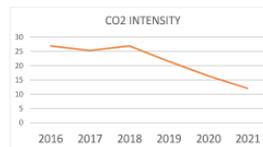
FLAG INTANGIBLES!



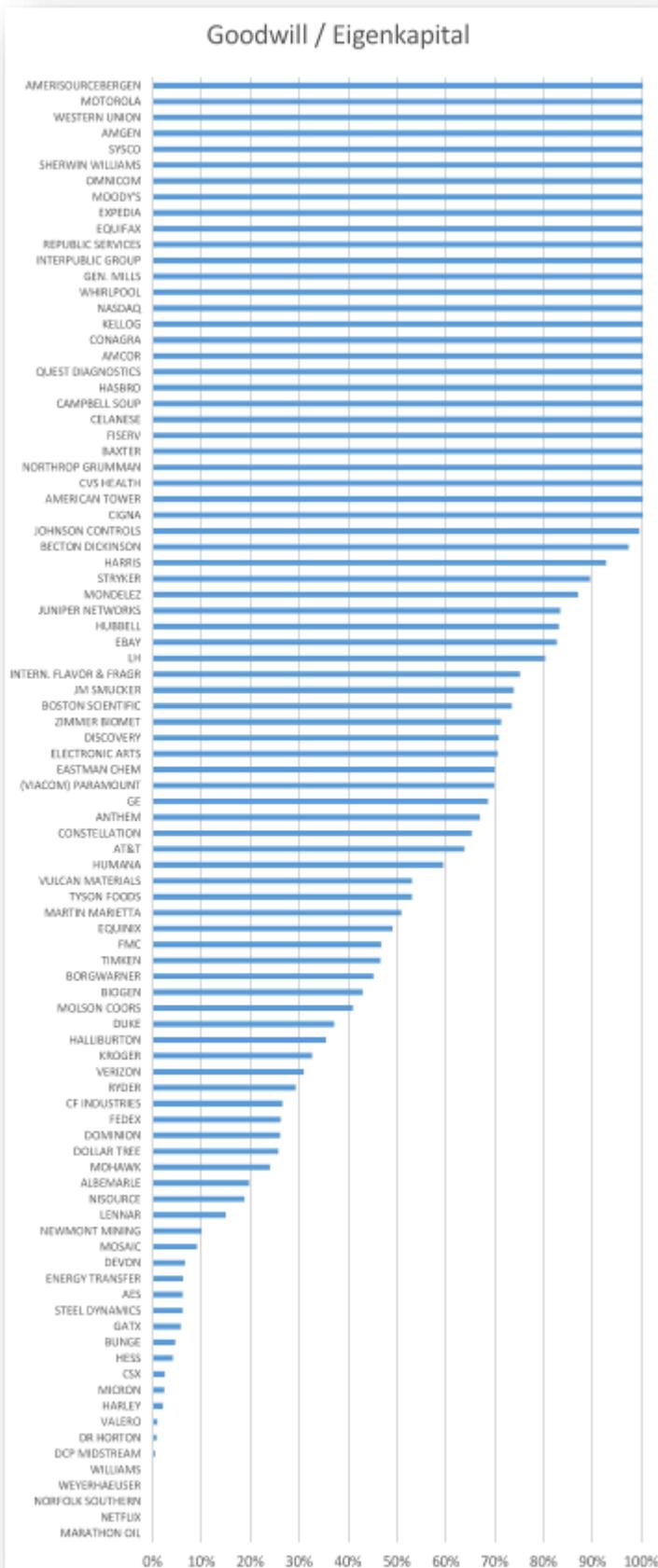
ESG

MSCI	AA	BB-AAA
RobecoSam	99	0-100
Sustainalytics	22.5	0-40+ (-)
Sust Highest Ctrvsv	2	1-5
ISS	3	1-10 (-)
UN Compact	Pass	
GHG Intensity	9.9	
GHG Total	440	
CDP Commitment	8	0-8
MSCI Impl. Temp. Chng	1.3	

CO2-Intensity	
2016	27.0
2017	25.4
2018	27.0
2019	21.5
2020	16.4
2021	12.1

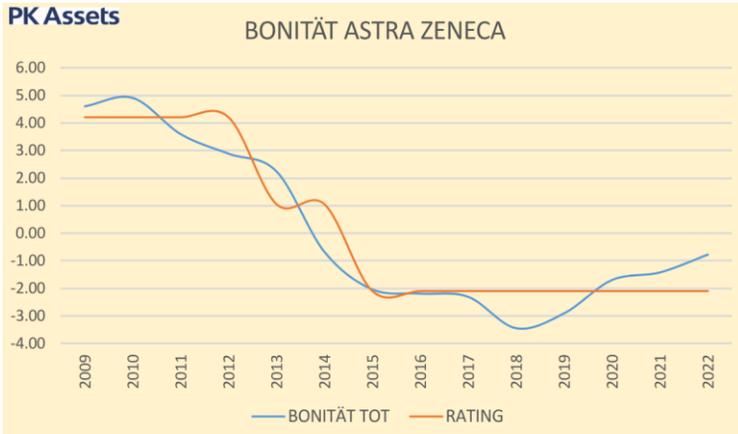


Auswertung der U.S. BBB- Unternehmen



1. Schritt: Aussortierung Emittenten mit hohem Goodwill

- Ab einer gewissen Grenze des Goodwills wollen wir einen Emittenten **überhaupt nicht mehr**, auch dann nicht, wenn der Bonitätstrend in Ordnung ist
- Bei mittelgroßem Goodwill gibt es einen oder mehrere **Down-Notches** in unserer Bonitäts-Note
- Es ist unglaublich wie **viele** Emittenten übermäßig viel Goodwill aufgebaut haben
- Es ist unglaublich, wie **wenige** Unternehmen sich nicht verführen lassen haben



2. Schritt: Benotung

Beispiel AstraZeneca

- Positiver Bonitätstrend mit Upside-Potential
- Aber: Hoher Goodwill!

AstraZeneca PLC

RATING **A3** / **A** GW/EK **56%** GW/ASSET **21%** LIAB/EBITDA **3.8** FK/CAP **79%** NET DEBT/EBITDA **1.6**



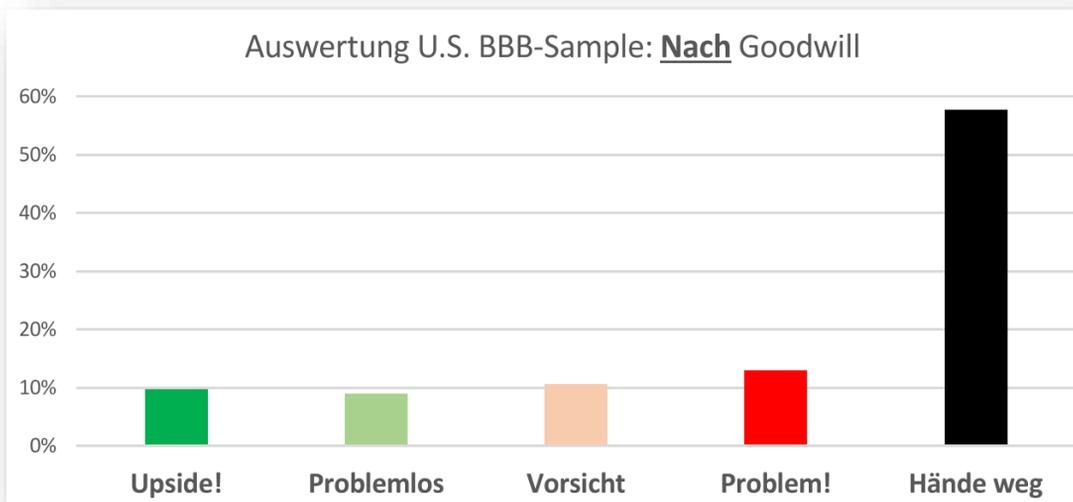
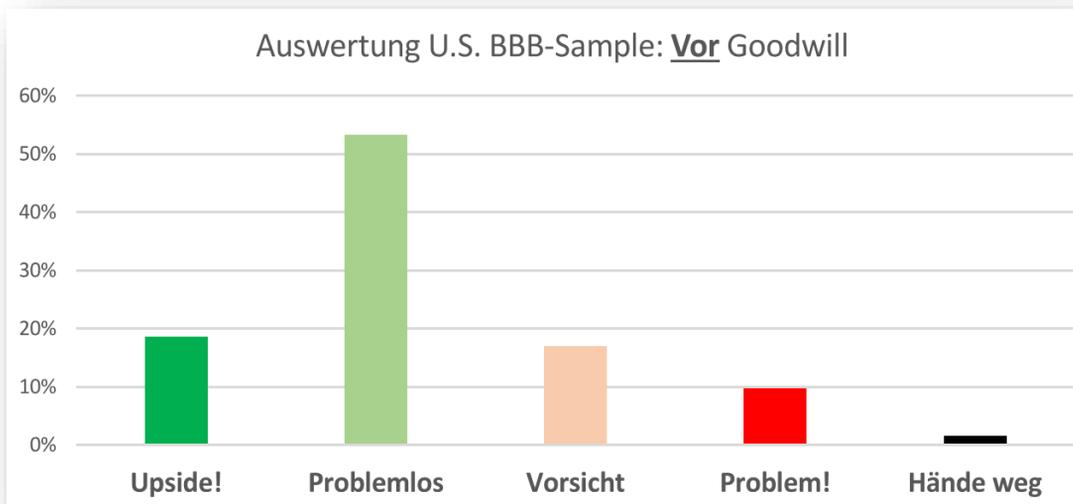
- Der Goodwill ist so hoch, dass der Name 3 Down Notches bekommt

- AstraZeneca ist ein gutes Beispiel, wie ein gefeiertes NetDebt/EBITDA von 1.6 eine viel grössere Problematik (GW/EK von 56%) maskiert



Unser U.S. BBB-Sample

- Ohne Goodwill-Problematik sieht die Ausgangslage erfreulich aus
- Schaut man allerdings auf den Akquisitionsgoodwill, dann wird eine Diversifikation mit reinen U.S. BBB herausfordernd aus!



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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch