

# PK Assets

Unternehmensanleihen

Unsere Bonitätsanalyse

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

# Übungsanleitung

Wir beziehen uns auf **unser Live-Portfolio** in Unternehmensanleihen Global in Hartwährungen hedged in CHF

1. Auf welche Unternehmen setzen wir?
2. Welches sind die Bonitätstrends der von uns berücksichtigten Unternehmen?
3. Wie sehen die Trends der Portfolio-Unternehmen aus im Vergleich mit einer BBB-Kontrollgruppe, bestehend aus 100 Credits im BBB-Bereich mit lückenlosen Financials bis ins 2005?

Vergleichsgruppen:

## Unser Unternehmensanleihen-Portfolio

Zusammensetzung vertraulich

51 Unternehmen, Durchschnittsrating: **BBB-**, Rating-Bereich Ba2-AA2

## BBB-Kontrollgruppe

ABINBEV, AKZO, ALBEMARLE, ALSTOM, AMD, ANGLOAMERICAN, ANTHEM, APMAERSK, ARCELOR, ARKEMA, ASHTEAD, AT&T, AUTOLIV, BAE SYSTEMS, BARRICK GOLD, BAT, BAYER, BECTON DICKINSON, BOSTON SCIENTIFIC, BUNGE, BURBERRY, CAMPBELL SOUP, CAP GEMINI, CARDINAL HEALTH, CARREFOUR, CF INDUSTRIES, CIGNA, CONAGRA, CONTINENTAL, CSX, CVS, HEALTH, DTE TELECOM, EASTMAN CHEM, EDP, ELSEVIER, ENBRIDGE, ENEL, ENGIE, EON, EQUINIX, FEDEX, FORTUM, GEN. MILLS, HALLIBURTON, HP, HYUNDAI, IMPERIAL BRANDS, INTERN. FLAVOR & FRAGR, JM SMUCKER, JOHNSON CONTROLS, KANSAS CITY SOUTHERN, KIA, KINGFISHER, KINROSS, KPN, KROGER, LAFARGE, LG, LG CHEM, LONZA, LUKOIL, MCKESSON, MOLSON COORS, MONDELEZ, MOTOROLA, NEWCREST MINING, NEWMONT MINING, NORFOLK SOUTHERN, NORTHROP, GRUMMAN, OMNICOM, ORACLE, ORANGE, PERNOD, PHILIPS, PUBLICIS, QANTAS, RELX, REPSOL, REPUBLIC SERVICES, SHERWIN WILLIAMS, SK HYNIX, SMITH & NEPHEW, SMITHS, SNAM, SSE, STARBUCKS, STGOBAIN, STORA ENSO, SWED MATCH, WPP, TECK RESOURCES, TESCO, THERMOFISHER, TYSON FOODS, VEOLIA, VERIZON, VIVENDI, VODAFONE, WEYERHAEUSER, WHIRLPOOL, WPP

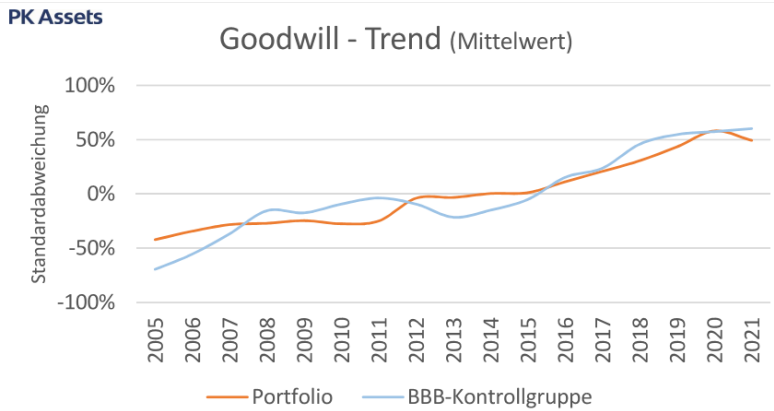
100 Unternehmen, Durchschnittsrating: **BBB**, Rating-Bereich Baa3-Baa1

## Teil 1: Eigenkapitalisierung

# Fiktives Eigenkapital

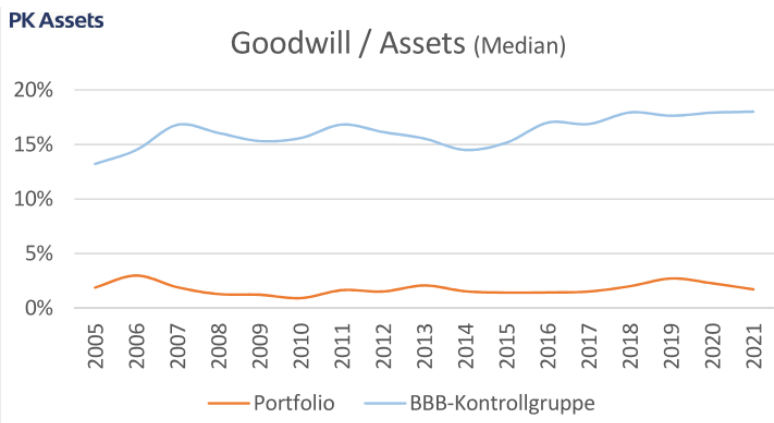
# Akquisitionsgoodwill

Für uns zentral: Akquisitions-Goodwill bedeutet für den Obligationären nur heisse Luft, da im Ernstfall nicht werthaltig; aber wie gross ist der Anteil dieses fiktiven Eigenkapitals bei den involvierten Unternehmen?



## Trend

Der Goodwill wächst überall: Wo wir auch Bilanzen von Corporate Bonds anschauen, wächst das Geschwür des Akquisitionsgoodwills, so auch im Portfolio und in der Kontrollgruppe, allerdings ausgehend von komplett anderen Niveaus, und in komplett anderen Dimensionen, wie wir sehen, wenn wir den Anteil des Goodwills an der Bilanz anschauen:



## Pro Vermögen

Die Vermeidung von fiktivem Eigenkapital ist eine Zentralprämisse unserer Allokations-Grundsätze, kein Wunder deshalb, dass der Anteil des GW bei unseren Unternehmen aktuell im Schnitt massiv kleiner ist als in der Kontrollgruppe.

Wenn man sich vergegenwärtigt, wie gering die Eigenkapitaldecke der Unternehmen heute ist, dann erkennt man, wie bedeutend dieser Unterschied ist

**Wir schaffen es, das Geschwür des Goodwills weitgehend aus dem Portfolio zu bannen**

# Fiktives Eigenkapital

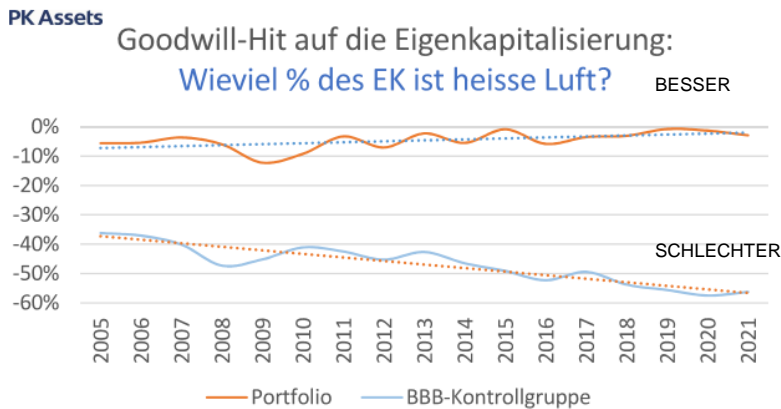
# Substanz-Korrosion

Wir fragen uns, warum der Finanzmarkt diese Zerstörung der Substanz im Corporate Bond-Markt hin nimmt.

Wir sind heute so weit, dass im Schnitt deutlich mehr als die Hälfte des Eigenkapitals der Unternehmen faktisch nicht vorhanden ist, verpufft ist.

Im Schnitt. Und die Unterschiede sind gewaltig. So gibt es noch Unternehmen, die auf diesen Bilanzierungsbetrug verzichten. Das bedeutet aber auch, dass es eine Vielzahl von Unternehmen gibt, die faktisch über kein oder negatives Eigenkapital verfügt!

Fun Fact: Schaut man die Bilanzen der Firma Moody's an, also derjenigen Organisation, die andere Unternehmen rated, dann trifft man aktuell auf einen Goodwill-Anteil von 41% des Vermögens; das ist 225% des Eigenkapitals der Unternehmung...



Wer heute blind in Corporate Bonds investiert, muss mit Einbussen beim Recovery im Falle des Falles rechnen, da oft das Eigenkapital durch Goodwill kompromittiert ist

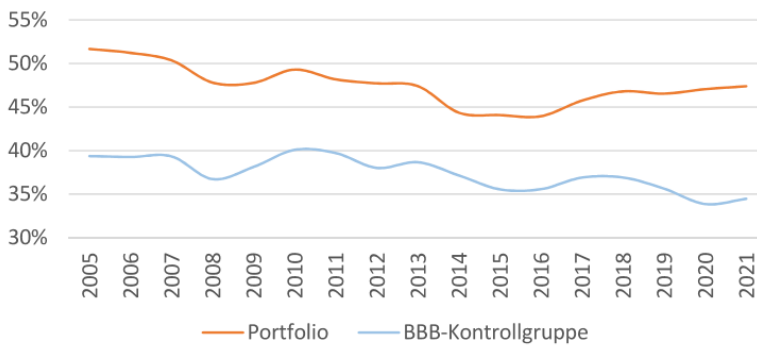
# Eigenkapitalisierung

# Eigenkapitalisierung

Für uns zentral ist die Eigenkapital-Decke: Je höher, desto besser, je werthaltiger desto besser. Wir präferieren Unternehmen mit gutem Eigenkapital-Track Record, die nicht nur den kurzfristigen, vermeintlichen Aktionärsnutzen maximieren

PK Assets

### Eigenkapitalisierung (Mittelwert)

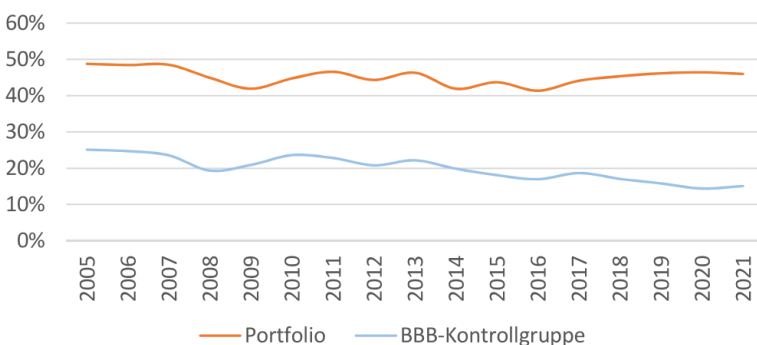


## Vor Korrektur Goodwill

Wir haben es geschafft, Unternehmen in unserem Portfolio zu versammeln, die über eine grosse Eigenkapitaldecke verfügen, deutlich grösser als in der Kontrollgruppe. Die Eigenkapitaldecke im Portfolio ist nicht nur überlegen, sondern verfügt auch über einen viel besseren Trend

PK Assets

### Eigenkapitalisierung (Mittelwert) ex Goodwill



## Nach Korrektur Goodwill

Korrigieren wir das Eigenkapital (und das Vermögen) um den Akquisitionsgoodwill, dann wird der Unterschied geradezu phänomenal: Mit 2% Goodwill (auf das Vermögen) bleibt die Eigenkapitaldecke unserer Unternehmen fast unverändert hoch, während das Eigenkapital der Kontrollgruppe geradezu pulverisiert wird. Im Schnitt verfügt das Portfolio über ein fast 3x so hohes EK wie die Vergleichsgruppe!

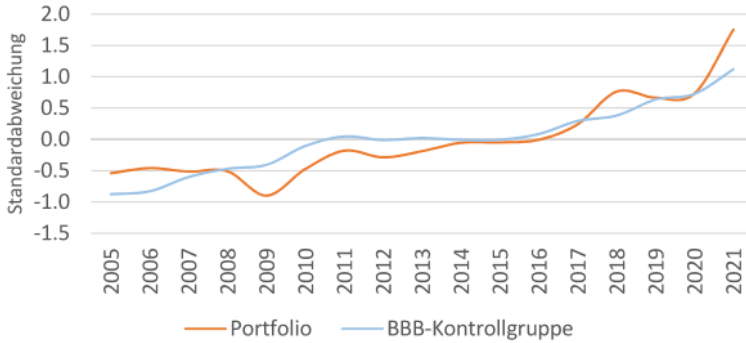
Mit unserem Fokus auf den Bilanz-Leverage verfügen wir über gut kapitalisierte Unternehmen in einem Umfeld des generellen Eigenkapital-Verfalls

## Teil 2: Gewinne und Margen

# Gewinne und Margen

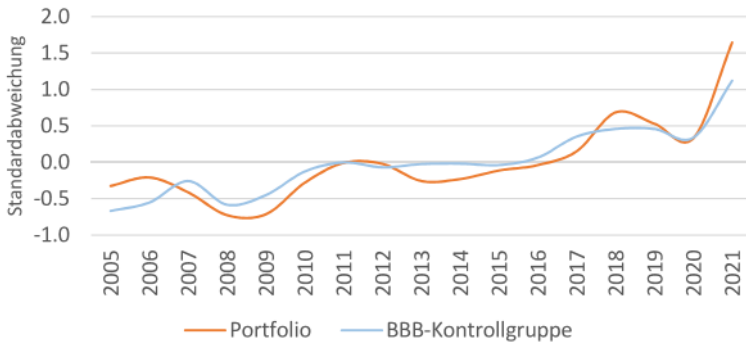
PK Assets

### EBITDA Trend (Mittelwert)



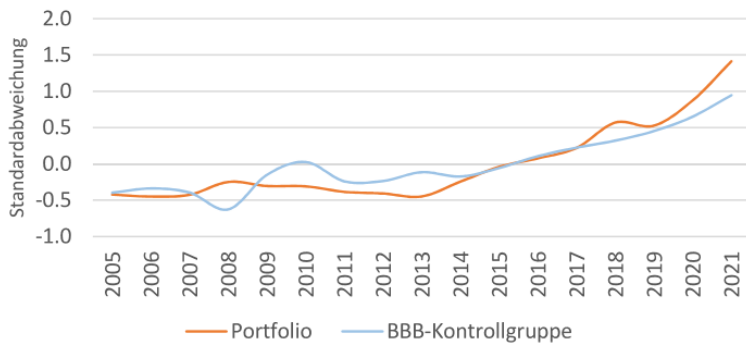
PK Assets

### Net Income Trend (Mittelwert)



PK Assets

### Free Cash Flow Trend (Mittelwert)



# Bottom Line

Wir vermeiden es, Unternehmen mit negativem FCF ins Portfolio aufzunehmen. Wie erwähnt haben unsere Unternehmen eine bessere, vorsichtigere Kapitalisierung als der Gesamtmarkt. Müssen wir deshalb auf Ertragspotentiale verzichten?

## Trend EBITDA

Nicht nur verzichten wir auf Gewinnwachstumspotential, sondern unser Portfolio sieht dynamischer aus als der Gesamtmarkt, wenn auch etwas volatil

## Trend Net Income

dito

## Trend Free Cash Flow

dito

Wer glaubt, dass gut kapitalisierte Unternehmen im Gewinn lendenlahm sind, irrt. Unser Portfolio beweist, dass auch gut kapitalisierte Firmen die Gewinne kräftig ausweiten können, das Gewinn-Momentum ist hervorragend



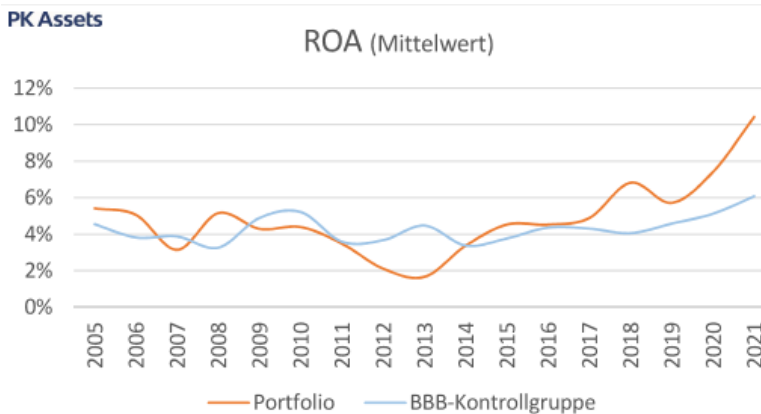
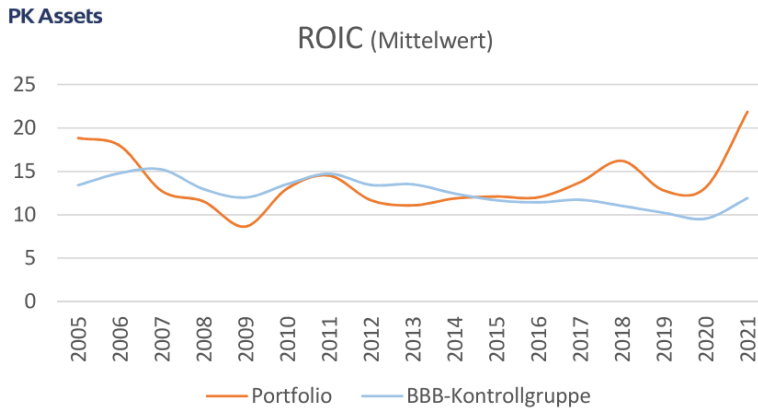
# Gewinne und Margen

# Margen

Vorsichtigere Kapitaldecke und besseres Gewinnmomentum bedeuten nicht notwendigerweise, dass das Kapital effizienter eingesetzt wird, d.h. dass mehr Gewinn erzielt wird. Umso mehr erfreut uns, dass sich ein sehr positives Muster abbildet:

## ROIC

Höhe und Trend des ROIC (Return on invested capital) ist im Schnitt im Portfolio besser und auch der Trend ist demjenigen der Kontrollgruppe überlegen



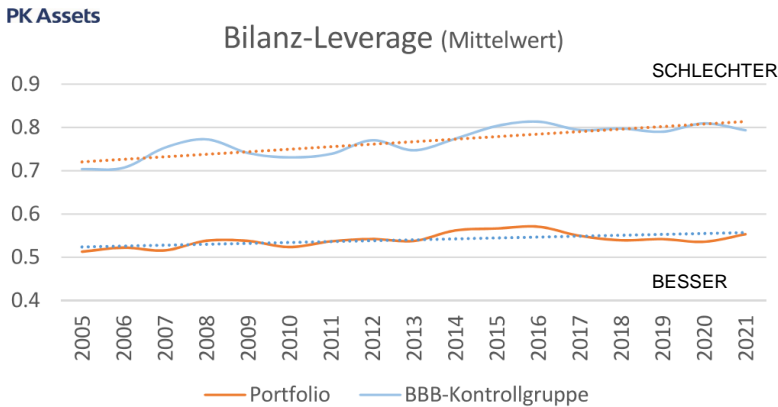
## ROA: FCF/Assets

dito

Die Überlegenheit des Portfolios bezüglich Margen ist beträchtlich. Allerdings, die Volatilität der Marge ist ebenfalls höher

## Teil 3: Bonitäts-Themen

Wir wollen keinen Leverage-Exzess in unserem Portfolio. Es gibt 2 Arten von Leverage: **Bilanz-Leverage** und operativer Leverage



## a) Bilanz-Leverage

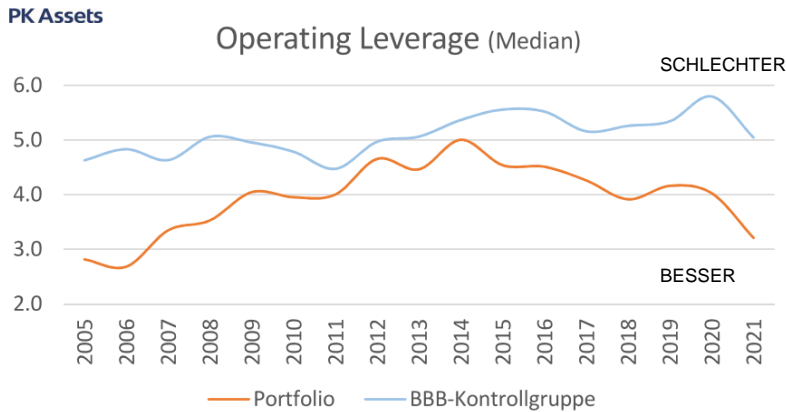
Schulden / Assets, korrigiert um GW

Wenn wir von «Schulden» reden, meinen wir Verpflichtungen; nicht nur Finanz-Schulden; diese Finanzschulden dominieren die Finanzanalyse, aber nicht bei uns. Alle Schulden müssen zurückbezahlt werden, nicht nur die Obligationen und Bankkredite

Der Bilanz-Leverage im Portfolio, bemessen an Verpflichtungen pro Assets (ohne Akquisitionsgoodwill) ist deutlich geringer und steigt nicht so stark wie in der Kontrollgruppe

Dass wir im Portfolio über einen tieferen Bilanz-Leverage verfügen als in der Kontrollgruppe haben wir schon erklärt. Aber der Bilanz-Leverage ist nur eine Seite des Gesamt-Leverage

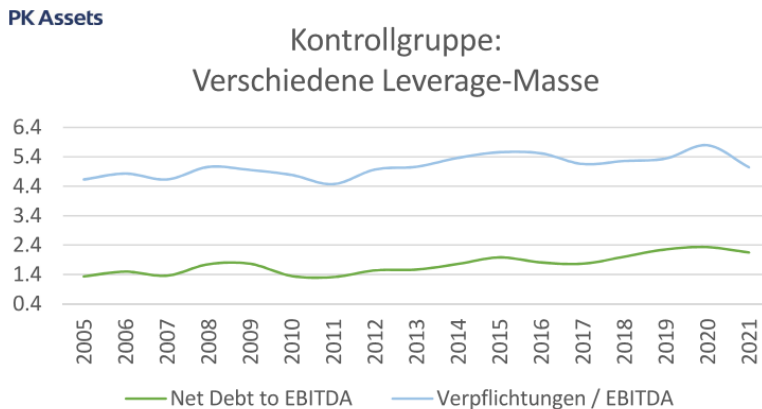
Wir wollen keinen Leverage-Exzess in unserem Portfolio. Es gibt 2 Arten von Leverage: Bilanz-Leverage und **operativer Leverage**



## b) Operating Leverage

Schulden / EBITDA

Der Operating Leverage im Portfolio ist tiefer und fällt schneller als in der Kontrollgruppe; dies ist enorm positiv, denn wenn es zu einer Rezession kommt, dann brechen die EBITDA weg, während die Schulden bleiben.

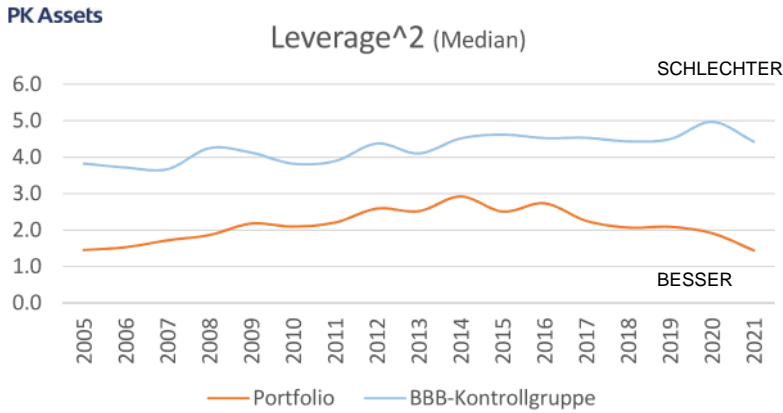


## Begriff-Verwirrung:

Im Finanzmarkt gebräuchlich ist der «Net Debt to EBITDA», der nur die Finanzschulden berücksichtigt. Ein wenig sinnvolles Mass, aber beliebt, da extrem manipulierbar und optisch immer wesentlich «tiefer» als unser sinnvoller Leverage-Mass, welches alle Schulden berücksichtigt, u.a. auch die Pensionsverpflichtungen; wie gross der Unterschied ist, zeigt der Chart

Wir haben darauf hingearbeitet, dass nicht nur der Bilanz-Leverage, sondern auch der operative Leverage wesentlich tiefer ist als im Finanzmarkt insgesamt

Leverage^2 ist unser Mass für den totalen Leverage und ein wesentlicher Pfeiler unserer Bonitätsanalyse. Um diesen Leverage^2 zu erhalten **kombinieren** wir die zwei Leverage-Arten:



## Gesamter Leverage

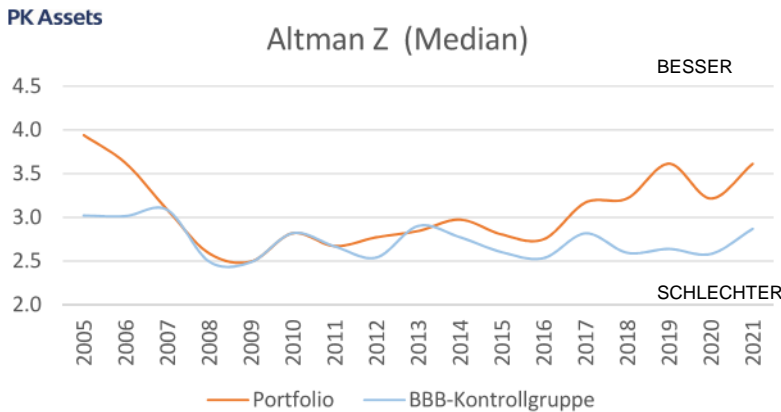
Bilanzleverage x Operating Leverage

Wir multiplizieren den Bilanzleverage mit dem Operating Leverage:

Das Portfolio ist der Kontrollgruppe deutlich überlegen.

Zuletzt ist der Leverage im Markt ebenso etwas gefallen, dies wegen den verbesserten EBITDA der Unternehmen

Konstantes Aussieben der faulen Äpfel resultiert in einer überlegenen, vorsichtigen Leverage-Positionierung in einem allgemeinen Umfeld des Exzesses



Wir haben unsere etwas spezielle Methodologie, wie wir Credit anschauen, mit einer klaren Betonung auf Eigenkapital und Goodwill.

Umso wichtiger ist es zu checken, ob auch andere Bonitätsmasse auf ähnliche Resultate wie wir kommen oder nicht.

Besonders wichtig für uns: Der Altman Z Score:

## Altman Z-Score

*“Altman’s Z-Score model is a numerical measurement that is used to predict the chances of a business going bankrupt in the next two years. The model was developed by American finance professor Edward Altman in 1968 as a measure of the financial stability of companies.”*

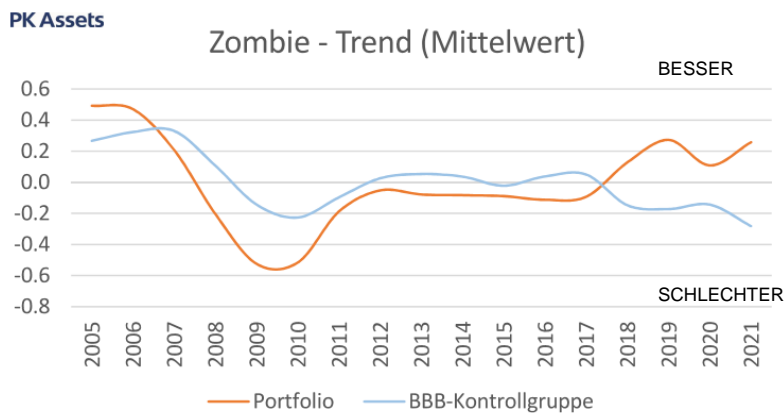
Der Altman Z besteht aus folgenden Bausteinen:

- Working Capital/Total Assets ratio
- Retained Earnings/Total Assets ratio
- Earnings Before Interest and Tax/Total Assets ratio
- Market Value of Equity/Total Liabilities ratio
- Total Sales/Total Assets ratio

Mit dem Altman Z-Score kommen wir auf das selbe Resultat wie mit unserem eigenen Ansatz; dies obwohl der Z-Score das Goodwill-Geschwür nicht berücksichtigt. Die Unternehmen im Portfolio haben einen wesentlich besseren Bonitätstrend als die Kontrollgruppe

Stimmt der in der Finanzpresse geäußerte Verdacht, dass die Unternehmenswelt durch die Notenbank-Exzesse zombifiziert wird?

Es gibt verschiedene denkbare Masse, um diesen Sachverhalt zu untersuchen.



## Zombie-Mass

Üblicherweise werden die Zinskosten mit dem EBITDA verglichen, das macht für uns keinen Sinn, da die Zinskosten artifiziiell tief sind.

Wir suchen ein sinnvolles Mass. Wir vergleichen den ROIC (Return on invested Capital) mit den Eigenkapitalkosten und schauen auf den Trend (je höher desto besser, je tiefer desto mehr zombifiziert die Unternehmen).

Auch im Zombie-Thema schlägt der Trend der im Portfolio sich befindenden Unternehmen denjenigen der Kontrollgruppe; basierend auf diesem Mass können wir einen Zombie-Trend im Markt bestätigen

	Portfolio*	Kontrollgruppe	Markt**
--	------------	----------------	---------

MSCI ESG Rating	BBB	A	BBB+
RobecoSam ESG Score	59	76	63
ISS Governance Score (je tiefer desto besser)	4.9	4.3	4.6
Sustainalytics Risk Score (je tiefer desto besser)	26.4	21.4	22.5
CO2-Intensität der Produktion***	280	49	45

\* Gewichtet mit effektiver Allokation Stand 11/2021

\*\* Unser Anlageuniversum von >550 Unternehmensschuldnern BB- bis AA+

\*\*\* Median

#### ESG Abdeckung Portfolio:

RobecoSam:	78%
ISS:	87%
MSCI:	78%
Sustainalytics:	86%
CO2:	54%

Das Portfolio ist nicht auf ESG-Belange optimiert. Das von uns favorisierte MSCI-Rating ist im Schnitt nur marginal tiefer als der Markt, effektiv ist es nur eine Rundungsdifferenz. Die CO2-Intensität ist höher, allerdings ist die CO2-Intensität der Produktion der involvierten Unternehmen im Schnitt deutlich am fallen (allerdings: Tiefe Abdeckung)

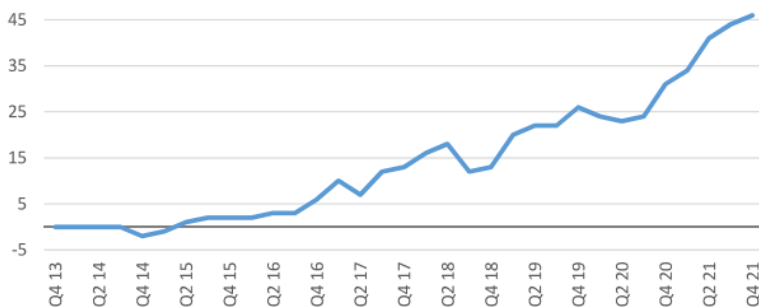


## Track-Record

# Track Record

Wir haben das Portfolio so optimiert, dass es dem Gesamtmarkt gegenüber bonitätsmässig massiv überlegen ist:

BBB: Rating-Performance:  
Upgrades ./ Downgrades Notches kumuliert



- Wir schaffen es, das Geschwür des Goodwills weitgehend aus dem Portfolio zu bannen
- Mit unserem Fokus auf den Bilanz-Leverage verfügen wir über gut kapitalisierte Unternehmen in einem Umfeld des generellen Eigenkapital-Verfalls
- Unser Portfolio beweist, dass auch gut kapitalisierte Firmen die Gewinne kräftig ausweiten können, das Gewinn-Momentum ist hervorragend
- Die Überlegenheit des Portfolios bezüglich Margen ist geradezu phänomenal. Immerhin, die Volatilität der Marge ist ebenfalls höher
- Wir haben darauf hingearbeitet, dass nicht nur der Bilanz-Leverage, sondern auch der operative Leverage wesentlich tiefer ist als im Finanzmarkt insgesamt
- Konstantes Aussieben der faulen Äpfel resultiert in einer überlegenen, vorsichtigen Leverage-Positionierung in einem allgemeinen Umfeld des Exzesses
- Altman kommt auf das gleiche Resultat wie unserer Ansatz
- Auch im Zombie-Thema sieht der Trend im Portfolio besser aus als die Kontrollgruppe

Unser Ansatz hat sich bewährt:

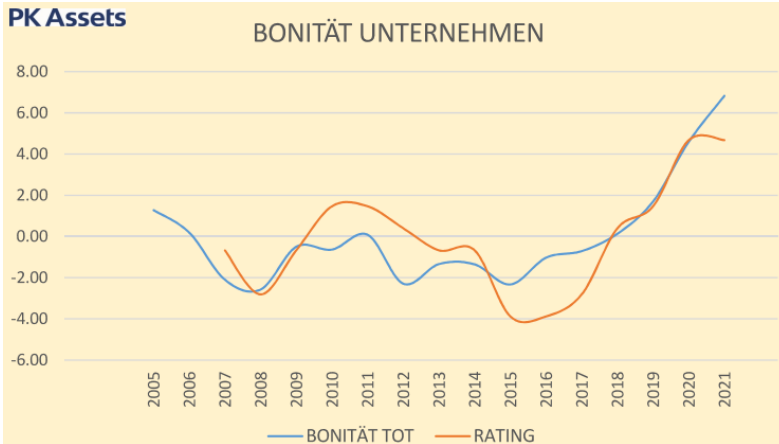
Seit 2013 ist das Portfolio live und wir dürfen einen positiven Trend in den Rating Actions von Moody's und S&P's vermelden.

# Track Record

## Ziel:

Beispiel:

AMD



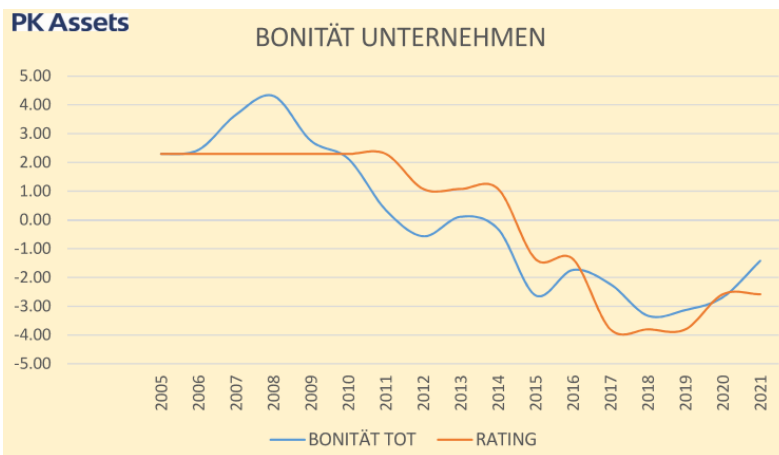
Das Ziel unserer Bonitätsanalyse ist es, frühzeitig Umkehrpunkte im Bonitätstrend zu erfassen und entsprechend zu handeln, und damit ein gesundes Sample von Unternehmen im Portfolio zu versammeln.

Bei vielen Unternehmen gelingt es uns, für die Ratingtrends einen vorlaufenden Bonitätstrend zu ermitteln.

Mit diesem Ansatz können wir in vielen Situationen Wert für unsere Mandatgeber kreieren, indem wir gegenüber den Rating Agenturen eine Vorlauffrist erarbeiten können, um Chancen einzugehen und Risiken zu eliminieren

Beispiel:

Becton Dickinson



Beispiel:

KB Home

