PK Assets

Bonität 8/2024:

Fokus:

Unternehmensanleihen

&

Financial Engineering

Eine Pathogenese

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

Die übliche Analyse mit Net Debt/EBITDA zeigt folgendes:

- Positiver Gewinntrend in den USA und in Europa
- Trend zu verminderter Bonität in Europa
- Im wichtigen US-Markt ist ein hohes Niveau an Leverage zu beobachten, aber der Trend ist nicht negativ, und in den letzten Jahren konnte eine gewisse Verbesserung betrachtet werden
- Insgesamt wenig Grund für Besorgnis, wenn man mit NetDebt/EBITDA argumentiert

Allerdings ist diese Analyse für den Obligationen-Gläubiger wertlos, aus folgenden Gründen:

- Net Debt/EBITDA klammert die Aktiva fast komplett aus, der Bilanzleverage spielt keine Rolle, ebenso das Gearing, bzw. die Eigenkapitaldecke
- Auch die Betrachtung von Akquisitions-Goodwill („Leere Luft") spielt keine Rolle
- Es werden nur die Finanzschulden, nicht die ganzen Verbindlichkeiten angeschaut
- Die „Bonität" bemessen aus ND/E ist schöngerechnet und die Firmen-CFOs optimieren die Rechnungslegung auf diese für den Gläubiger sinnlose Grösse

Unsere Analyse:

Financial Engineering aus der Sicht des Gläubigers

Einbezug von den wesentlichen Aspekten, die dem Gläubiger schaden: Akquisitions-Goodwill, Geldflüsse an die Aktionäre (Buybacks und Dividenden), Erhöhung des Bilanz-Gearings

Übungsanleitung

a) Die Fragestellung

Arbeiten die Unternehmen im Investment Grade aktiv für oder gegen ihre Gläubiger?

- *Bezahlen sie übermässig viel Dividenden?*
- *Kaufen sie übermässig viel Aktien am Markt auf?*
- *Bauen sie Akquisitionsgoodwill auf?*
- *Bauen sie Schulden auf?*
- *Bauen sie Eigenkapital ab?*

…also wählen sie systematisch eine Finanzpolitik zu ungunsten der Gläubiger?
…oder machen sie das Gegenteil? Verbessern sie die Bonität für den Gläubiger?

Wir wählen repräsentative Samples

Je 100 amerikanische und europäische Unternehmen, die aktiv am Emissionsmarkt für Firmen-Obligationen sind, mit einem Rating von AAA-BB, also ein Spektrum, in welchesm ein risikoaverser Investor typischerweise sich positioniert

Wir schauen an, wieviel Dividenden und Buybacks ausbezahlt wurden, wieviel Goodwill und Schulden aufgebaut wurden, wieviel Eigenkapital neu aufgebaut wurden, und zwar kumulativ in den letzten 20 Jahren, von 2005-2024…

Dies sind die wesentlichen Punkte, auf die ein bestehender Obligationär einer Firma schaut

…und vergleichen diesen kumulierten Betrag zum kumulierten Gewinn:

- *Wir müssen die finanzpolitischen Massnahmen (Dividenden, Buybacks, Schuldenaufnahme, Goodwillaufbau) zu einer firmenspezifischen Grösse skalieren um beurteilen zu können, wie gross sie sind*
- *Eine Möglichkeit wäre, diese mit den Aktiva oder dem Umsatz zu vergleichen. Das erscheint nicht zweckmässig, da unzureichend*
- *Der Gewinn erscheint uns besser als Gradmesser, wieviel Financial Engineering eine Firma machen kann, bevor es irgendwann kippt*
- *Wir haben den Nettogewinn als Vergleichsgrösse, alternativ könnte man auch die Free Cash Flows verwenden, das Resultat sieht allerdings ähnlich aus, das Fazit verändert sich nicht*

Kumuliert deshalb, weil eine Firma auch das Rad herumreissen kann:

Je länger die Finanzpolitik einseitig ist, desto schädlicher wird sie für den Gläubiger, einzelne Jahre der „Unvernunft" hingegen müssen nicht unbedingt gravierend sein

Wir nennen diesen Quotient „Financial Engineering", zu ungunsten des Gläubigers

Übungsanleitung

b) Die Samples

Alcoa, Apple, Abbott Laboratories, Adobe, Analog Devices, Archer-Daniels-Midland, Albemarle, Advanced Micro Devices, Amgen , Amazon.com , Ashland , American Axle & Manufacturing, Holdings , Becton Dickinson , Biogen , Ball , Bristol-Myers Squibb , Berkshire Hathaway , Boston Scientific , Conagra Brands , Cardinal Health , Caterpillar , CF Industries Holdings , Cigna Group, Colgate-Palmolive , Comcast , Campbell Soup , Charles River Laboratories, , Cisco Systems, CSX , Chevron , Deere & Co, Quest Diagnostics , DR Horton , Danaher, Walt Disney , Dollar Tree , Devon Energy , Electronic Arts , Ecolab , Equifax , Estee Lauder , EnerSys, Enterprise Products Partners , Equinix, Eaton Corp , Ford Motor , FedEx , FirstEnergy , Fluor , FMC , General Dynamics , General Electric , General Mills , Alphabet Inc, Halliburton , Hasbro Inc, Home Depot, Hess , Harley-Davidson , HP , Hershey , Humana , International Business Machines , International Flavors & Fragrances , Intel Corp, Interpublic Group , Johnson Controls, Juniper Networks , KB Home, Kimberly-Clark , Coca-Cola , Kroger Co, Kohl's , Lamar Advertising , Lennar Corp, Louisiana-Pacific , Lam Research , Macy's , McDonald's , McKesson , Moody's , MDC , Mondelez , Martin Marietta Materials , 3M , Merck & Co , Marathon Oil , Microsoft , Motorola Solutions , Micron Technology , Murphy Oil , NextEra Energy , Newmont , National Fuel Gas , Netflix , NiSource Inc, NIKE , Norfolk Southern , Nucor , NVIDIA

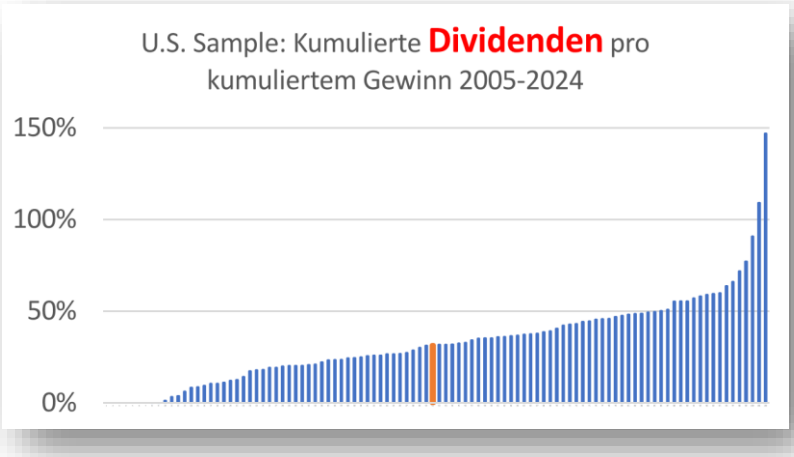
Anheuser-Busch InBev , Accor , adidas , Air Liquide , Alstom , Amcor , BASF , Bayer , Baidu , Bayerische Motoren Werke , Danone , BP , Buzzi , Carrefour , Capgemini , Carlsberg , Centrica , Continental , Mercedes-Benz Group , JCDecaux , Vinci , Diageo , DSV , Deutsche Telekom , Electricite de France , EDP , Electrolux , Bouygues , Enel , Engie , Eni , E.ON , Equinor , Telefonaktiebolaget LM Ericsson, easyJet , Ferrovial , Fresenius Medical Care , Valeo , Fresenius , GSK , Heidelberg Materials , Heineken , Henkel , HOCHTIEF , Iberdrola , ITV , Kering , Kingfisher , Koninklijke KPN , Deutsche Lufthansa , London Stock Exchange Group , AP Moller - Maersk , Mercedes-Benz , LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton , Metsa Board , Cie Generale des Etablissements Michelin , Neste , Nexans , Imerys , Nokia , Novo Nordisk , OMV , Orange , Orsted , Koninklijke Philips ,Koninklijke Philips , Publicis Groupe , Shell , Repsol , Pernod Ricard SA, Rio Tinto , Renault , Sanofi , Sandvik AB, SAP , Securitas , Stagecoach Group , Cie de Saint-Gobain , Siemens , DS Smith , Smiths Group , Smith & Nephew , Snam , SSE , Stora Enso , Strabag , Schneider Electric SE, Sodexo , Suedzucker , Telia Co , Tesco , TotalEnergies , Unilever , UPM-Kymmene , United Utilities Group , Verbund , Veolia Environnement , Vivendi , Vodafone Group

- *USA: 100 Unternehmen mit einem Rating von Aaa-Ba3, aktiv am Emissionsmarkt*

- *Europa: 100 Unternehmen mit einem Rating von Aaa-Ba3, aktiv am Emissionsmarkt*

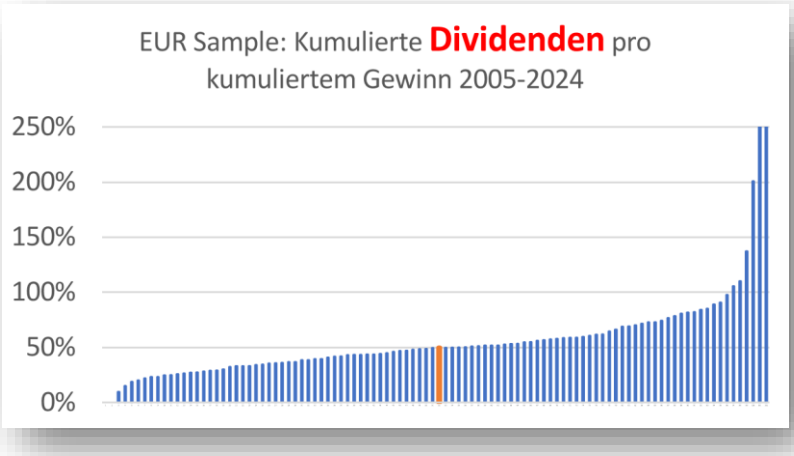
Die Samples sind so gross, dass sie repräsentativ sind für die jeweilige Grundgesamtheit

Kumulierte Dividenden 2005-2024 pro heutigem Gewinn:



100 Unterehmen im Sample, geordnet nach kumulierten Dividenden seit 2005 im Verhältnis zu den Gewinnen

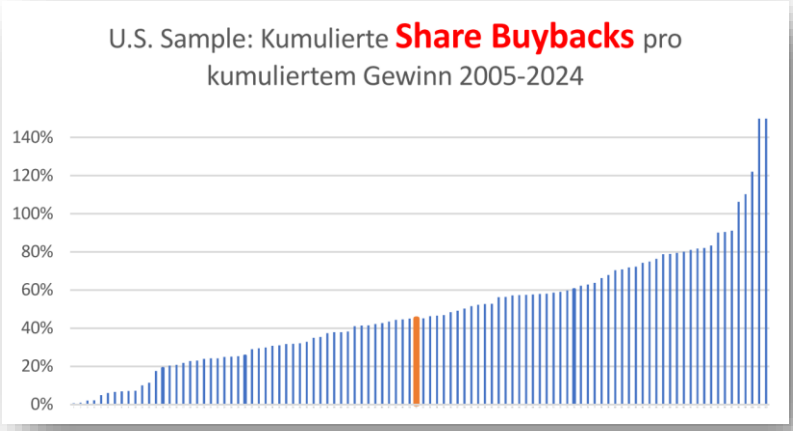
USA: Grosse Dispersion in den Dividenden im Sample. In den 20 Jahren seit 2005 haben die Firmen im Median insgesamt 32% der Gewinne als Dividenden ausgeschüttet. Das sieht moderat aus.



Europa: Hier wurde im Median 50% der Gewinne als Dividenden ausgeschüttet, deutlich mehr als im amerikanischen Sample.

Financial Engineering

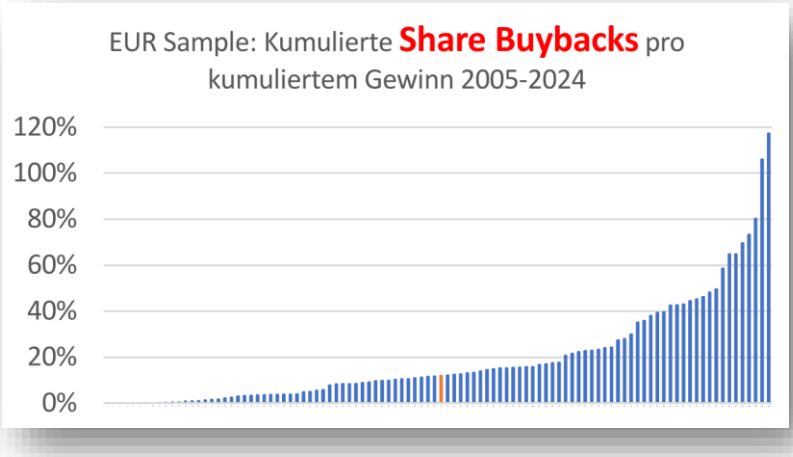
Kumulierte **Buybacks** 2005-2024 pro heutigem Gewinn:



100 Unterehmen im Sample, geordnet nach kumulierten Aktienrückkäufen seit 2005 im Verhältnis zu den Gewinnen

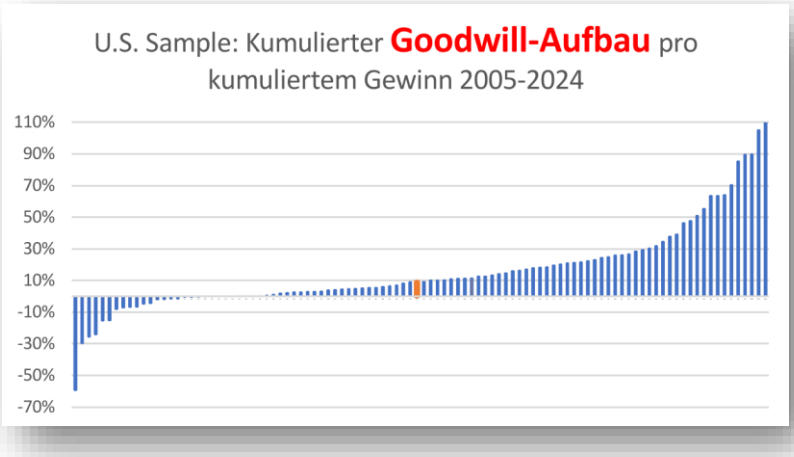
USA: *Auch hier eine grosse Dispersion im Sample. Seit 2005 haben die Firmen im Schnitt etwa* ***45%*** *der Gewinne als Buybacks kumuliert ausgegeben.*

Zählen wir Buybacks und Dividenden zusammen, dann zahlte in den letzten 20 Jahren fast ein Drittel der Firmen im Sample mehr an die Aktionäre aus, als Gewinne eingefahren worden sind!

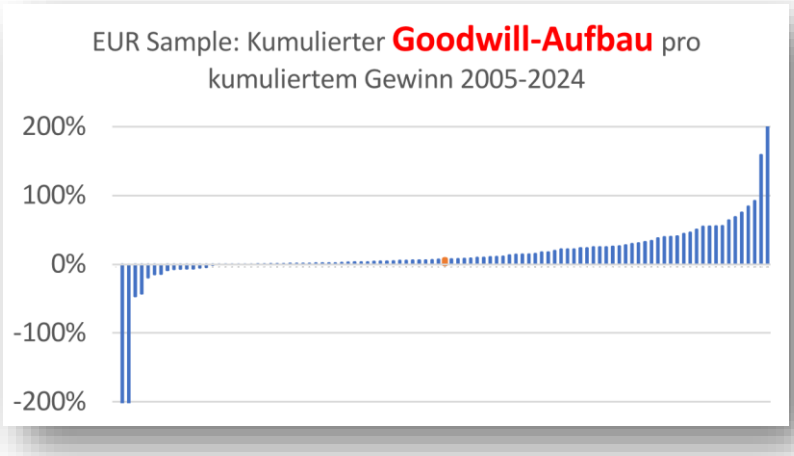


Europa: *Hier waren die europäischen Unternehmen im Median viel zurückhaltender, mit einer Quote von ca.* ***12%***

Financial Engineering



100 Unterehmen im Sample, geordnet nach Aufbau von Akquisitionsgoodwill seit 2005 im Verhältnis zu den Gewinnen



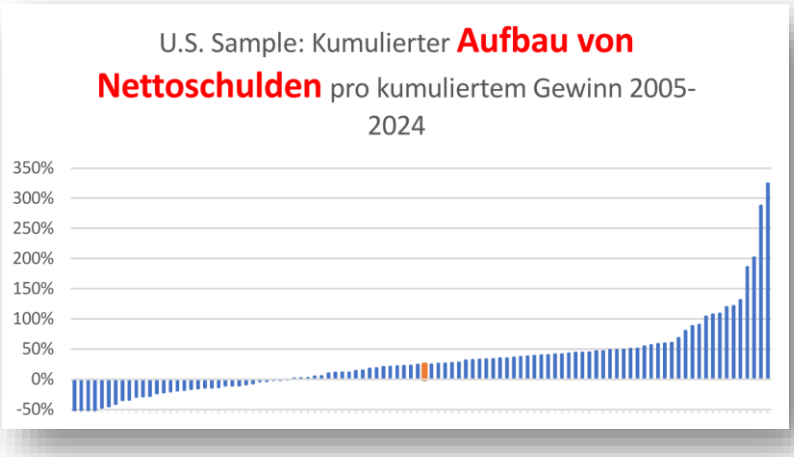
Akquisitionsgoodwill 2005-2024 pro heutigem Gewinn:

*USA: Heute „verfügen" die Unternehmen im Sample im Schnitt über viel heisse Luft in den Bilanzen, es sind im Median etwa **40% des heutigen Eigenkapitals** und bei vielen, vielen Unternehmen sieht es brutal aus. Ein grosser Teil dieses Goodwills (=Fake Equity) wurde seit 2005 aufgebaut, im Durchschnitt knapp **9%** der kumulierten Gewinne, nicht viel, aber die Verteilung ist sehr dispers. Viele Unternehmen haben Goodwill aufgebaut wie verrückt.*

*Europa: Das Phänomen von Fake-Equity ist auch in Europa bekannt mit ebenfalls über **7%**. Auch hier maskiert der Durchschnitt die dramatische Situation in vielen Unternehmen.*

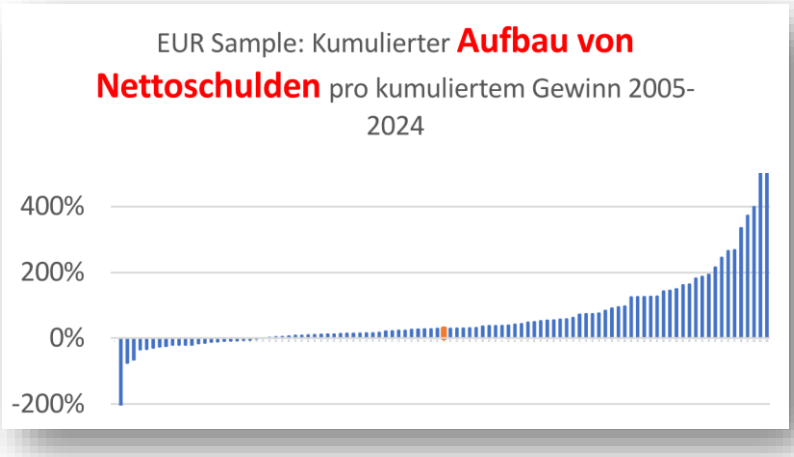
Financial Engineering

Aufbau von Netto-Verbindlichkeiten 2005-2024 pro heutigem Gewinn:



100 Unterehmen im Sample, geordnet nach Aufbau von Nettoschulden (= Verbindlichkeiten ./. Eigenkapital) seit 2005 im Verhältnis zu den Gewinnen

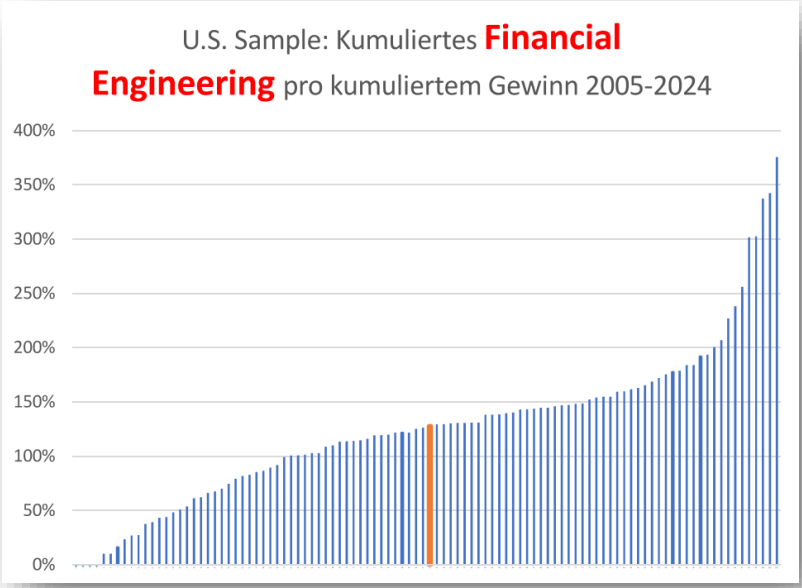
USA: Einige Firmen haben sich entschuldet seit 2015, aber viele Firmen haben viel mehr zusätzliche Schulden aufgebaut als zusätzliches Eigenkapital. Vergleichen wir diesen Nettoschuldenaufbau mit den Gewinnen, so hat das (für das Sample definitiv nicht repräsentative) Medianunternehmen Nettoschulden aufgebaut, die 25% der Gewinne repräsentieren.



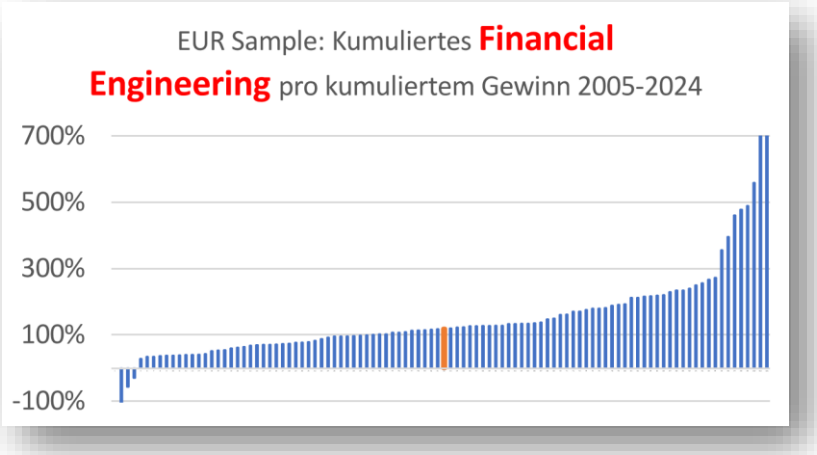
Europa: Auch hier ist es nicht viel besser aus mit im Median 30% mehr Schulden denn Eigenkapital. Auch hier ist die Bandbreite extrem gross.

Und faktisch ist das Bild noch massiv geschönt: Denn 40% des Eigenkapitals wäre eigentlich noch wertlos, da mit Fake-Equity gebildet (Akquisitionsgoodwill)

Financial Engineering



100 Unterehmen im Sample, geordnet nach Financial Engineering seit 2005 im Verhältnis zu den Gewinnen



Fazit: Financial Engineering 2005-2024 pro heutigem Gewinn:

Financial Engineering =

(Zahlungen an den Aktionären + Aufbau von Schulden – Aufbau von Eigenkapital + Aufbau von Akquisitionsgoodwill) / Gewinne

USA:

- *4% der Unternehmen haben in den letzten 10 Jahren die Stellung des Gläubigers verbessert, 96% der Unternehmen haben mindestens partiell gegen den Gläubiger gearbeitet*
- *Das Median-Unternehmen hat die Stellung des Gläubigers sichtbar verschlechtert, um 130% der kumulierten Gewinne ausgegeben oder Goodwill oder netto Schulden aufgebaut*
- *Bei vielen Unternehmen sieht das Financial Engineering geradezu grotesk aus*

Europa: Das Bild sieht ähnlich aus mit einem leicht tieferen Multiple von 120%.

Was fällt auf?

- *Was haben die Firmen im Rahmen ihrer aktiven Finanzpolitik entschieden zu machen?*
- *In den USA sehen die Dividendenausschüttungen von im Schnitt ca. einem Drittel moderat aus*
- *Zudem wurden allerdings noch im Schnitt fast die Hälfte der Gewinne als Buybacks ausgegeben*
- *Knapp ein Drittel aller Firmen haben mittels Buybacks und Dividenden in den letzten 20 Jahren mehr an den Aktionären abgeführt als mittels Gewinnen eingefahren worden ist*
- *Somit konnten im -für das Sample nicht repräsentativen, da nicht normal verteilten- Durchschnitt nur ein kleiner Teil der Gewinne für die Aufbau von Eigenkapital verwendet werden.*
- *Die europäischen Unternehmen haben deutlich mehr als die amerikanischen als Dividenden ausgeschüttet, dafür -im Schnitt- weniger Buybacks gemacht. Sie haben immerhin ca. ein Drittel der Gewinne thesauriert.*
- *Der Aufbau von Akquisitionsgoodwill sieht im Schnitt nicht besorgniserregend aus, aber in vielen Fällen eben doch, zum Teil sind die Trends geradezu grotesk*
- *So besteht im Schnitt 40% des ausgewiesenen Eigenkapitals aus heisser Luft*
- *Das Phänomen von Fake-Equity ist auch in Europa bekannt. Auch hier maskiert der Durchschnitt die dramatische Situation in vielen Unternehmen.*
- *Die überwiegende Zahl der Unternehmen hat Netto Schulden aufgebaut, zu einem erheblichen Teil in der Höhe von mehr als der Hälfte der kumulierten Gewinne, mancherorts noch wesentlich mehr*
- *Summieren wir all das zu einem Financial Engineering, dann resultiert eine interessante S-Kurve mit einem Mittelwert von weit über 100% der kumulierten Gewinne. Die Unternehmen haben im Schnitt den überwiegenden Anteil der Gewinne ausgeschüttet oder ausgegeben, das Wachstum haben sie vor allem mit Schulden bewerkstelligt, mit den ausgiebigen Firmenkäufen über dem Substanzwert hat sich in vielen Unternehmen eine gefährliche Position von Fake-Equity aufgebaut*

Ist das schlimm?

Diagnose

Nicht jede Dividende ist schlecht, Buybacks aber in jedem Fall

- *Es sollte jedem Gläubiger klar sein, dass die Unternehmenseigner kompetitive Dividenden –je nach IRR der im Betrieb erreichbaren Rendite- verlangen und in der Regel auch erhalten*
- *Vor allem **Dividenden**, welche die Substanz reduzieren oder zuwenig übrig lassen um die Substanz zu erhalten, sind problematisch für den Gläubiger*
- ***Buybacks** sind in jeden Fall problematisch für den Gläubiger, da sie aus der Substanz bezahlt werden*
- *Der Durchschnitt im U.S. Sample für Dividenden + Buybacks ist bei 84%. Das ist **garantiert zu viel** für den Gläubiger*
- *Über **ein Drittel** der Unternehmen hat mehr als 100% der Gewinne an den Aktionär abgeführt*

Der Einsatz von Leverageі ist nicht per se schlecht

- *Es sollte jedem Gläubiger klar sein, dass die Unternehmenseigner Leverage wollen bis der Grenz-Nutzen nicht mehr höher ist als die Grenzkosten (teurere Refinanzierung, höheres Risiko)*
- *Es sind die Übertreibungen beim Leverage, welche die Risikopositionierung des Unternehmens hochschrauben, die problematisch sind für den Gläubiger*
- *Wieviel Leverage ist zuviel? Die Beantwortung der Frage lässt sich mit dieser Untersuchung nicht beantworten, sie ist auf der Micro-Ebene zu beantworten, die von der Risikofähigkeit der individuellen Unternehmung, seiner Produkte, seines Marktes etc abhängt*
- *Aber 20**% der Firmen haben eine Neuverschuldung** von zwischen 50% und 325% der Gewinne aufgebaut, das dürfte des Guten zu viel sein*

Der Aufbau von Akquisitionsgoodwill ist in jedem Fall schlecht

- *Es sollte jedem Gläubiger klar sein, dass die Unternehmenseigner (oder eher die Geschäftsleitung?) oft gerne bereit ist, Wachstum zu kaufen auf Kosten des Eigenkapitals, notfalls mit Mondpreisen über dem inneren Wert*
- *Aber für den Gläubiger ist Akquisitionsgoodwill, also fake Equity , in jedem Fall schlecht, je mehr desto schlimmer, denn es reduziert die Substanz und den Recovery im Falle der Fälle, dem Bankrott*

>>

Einschätzung

Unser Fazit

ff.

Wir kommen zum Schluss, dass das Median-Unternehmen in den Samples systematisch und aktiv gegen den Gläubiger arbeitet

- *85% der Gewinne werden im Median ausgeschüttet bzw. mit Buybacks ausgegeben, im Schnitt haben die Firmen mittlerweile 40% des Eigenkapitals in Akquisitionsgoodwill, das Medianunternehmen hat in den letzten 20 Jahren netto die Schuldenlast um über ein Viertel der kumulierten Gewinne erhöht*
- *Jedes vierte Unternehmen hat nach Abzug GW überhaupt kein Eigenkapital mehr, 20% der Firmen hat massiv mehr Schulden aufgebaut und/oder Eigenkapital abgebaut*
- *Im Median beläuft sich die Summe von Ausschüttungen, Rückkaufen, GW-Aufbau und Nettoneuverschuldung auf 130%, definitiv zu viel für den Gläubiger*

Warum übervorteilt die Firma seinen Geldgeber?

- *Weil sie es können*
- *Der Gläubiger bleibt stumm und richtet sich oft nach dem falschen Risikomass: Net Debt/EBITDA*
- *Die Rating Agenturen bleiben bei Goodwill komplett stumm (Moody's besitzt selber 150% des EK in Akquisitionsgoodwill..) und orientieren sich ebenfalls eher an FFO/debt u.ä.*
- *Die Firmen optimieren für den Eigner, nicht für den Gläubiger („don't leave money on the table")*

Financial Engineering ist nur ein Teil unserer Bonitätsbewertung von Emittenten von Firmen-Anleihen

- *Mindestens ebensowichtig ist die Fähigkeit, positive Cashflows zu erzielen, hohe Margen zu erzielen und nicht zu zombifizieren, alles Dinge, die eher vom Produkt der Firma abhängt, denn von der gewählten Finanzpolitik…*
- *…aber es hat sich gezeigt, dass (im Trend) Unternehmen am guten Rand der FE-Verteilung in der Vergangenheit eher Rating-Heraufstufungen passiert sind, und bei Unternehmen am rechten Rand der FE-Verteilung in der Vergangenheit eher Rating-Herunterstufungen passiert sind*
- *Die Chance, dass eine Firma, die mit der Finanzpolitik aktiv gegen den Gläubiger arbeitet auf unserer Empfehlungsliste landet ist gering, die Chance mit dieser Analyse Rating-Gewinner zu identifizieren ist hoch*

Mehr Research gratis auf unserer Webseite www.pkassets.ch/Marktanalysen



PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

Home
Firmenprofil
Team
Anlagephilosophie
Track Records
Marktanalysen
ESG-Analysen
Dienstleistungen
Archiv
Kontakt
Links

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

- Obligationen
- Aktien
- Währungen
- Modelle
- Spezial-Themen und Fragestellungen
- Bonitäts-Analysen
- ESG-Themen

Bonitätsanalyse – Capabilities PK Assets AG: download

Update/Anwendung U.S. BBB: download

ESG – Capabilities PK Assets AG: download

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratesse nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update Dezember 2023: **"Bonds: Der Bulle ist los!"** download

Inputs Q1 2024

Fixed Income: Der Bulle ist los! download

Währungen: Taktische Allokation download

Makro-Zahlen: 1. Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten? download

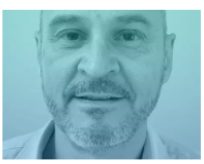
Makro-Zahlen: 2. Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter? download

Makro-Zahlen: 3. Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter? download

Makro-Zahlen: 4. Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten? download

the market NZZ

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Der Bündner ist Vater von zwei Kindern und beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

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

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für gescheite Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratesse nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.