

Credit Insight: 22. November 2019 / KEF

Capital Goods

I-CV Sector View: Declining (wie bisher)

3Q19 Resultate besser als befürchtet, doch Aussichten für GJ20 bleiben getrübt

Weltweiter Nachfragerückgang belastet: Das globale Wirtschaftswachstum hat sich im Jahresverlauf deutlich abgeschwächt. Betroffen sind praktisch alle Volkswirtschaften, wenn auch in unterschiedlichem Ausmass. Ein wichtiger Treiber dafür sind die steigenden Handelsbarrieren bzw. die anhaltende Unsicherheit bezüglich künftiger Handelsbeziehungen vor allem zwischen den USA und China. Entsprechend hat sich die industrielle Produktion deutlich reduziert. Währenddem vor allem die Fertigungsindustrie unter Druck geraten ist, zeigt sich der Dienstleistungssektor resistenter (vgl. Grafik 2). Diese negative Stimmung in der Fertigungsindustrie zeigt sich auch bei vorrausschauenden Industrie-Indikatoren wie dem Purchasing Managers' Index (PMI), welcher in allen Regionen unter 50 gefallen ist und damit schwächere Auftragseingänge und künftige Produktion indiziert (vgl. Grafik 1). Immerhin haben sich die Werte in den USA und Europa im Oktober 2019 stabilisiert bzw. gar leicht verbessert.

3Q19 Resultate resistenter als erwartet, aber Herausforderungen bleiben: Trotz schwierigem Marktumfeld zeigten sich die 3Q19-Zahlen der meisten Kapitalgütergesellschaften resistenter als erwartet. Gerade im Vergleich zu anderen Branchen wie Technologie oder «Basic Materials» konnte der Sektor im abgelaufenen Quartal sowohl in den USA als auch Europa positives EBITDA-Wachstum ausweisen (vgl. Grafik 3). Effektiv konstruktive fundamentale Trends sehen wir zurzeit aber nur in der Luftfahrtindustrie und im Bereich Energiemanagement/Gebäudetechnik. Firmenspezifische Risiken ergeben sich aber auch in diesen Sub-Sektoren. Beispielhaft dafür stehen Unternehmen wie Boeing (737 Max Grounding) oder Rolls-Royce (Probleme Triebwerk Trent 1000, Brexit). Spuren hat das schwierigere Marktumfeld bisher vor allem bei frühzyklischen Gesellschaften wie Bobst, Caterpillar, John Deere, OC Oerlikon oder Unternehmen mit einer gewissen Abhängigkeit vom Automobilssektor (z.B. Georg Fischer) hinterlassen. Mit Blick auf die anhaltend schwachen PMI-Daten erstaunt es nicht, dass die Mehrheit der Unternehmen im I-CV Kapitalgüteruniversum für die kommenden Quartale weiterhin pessimistische Töne anschlagen.

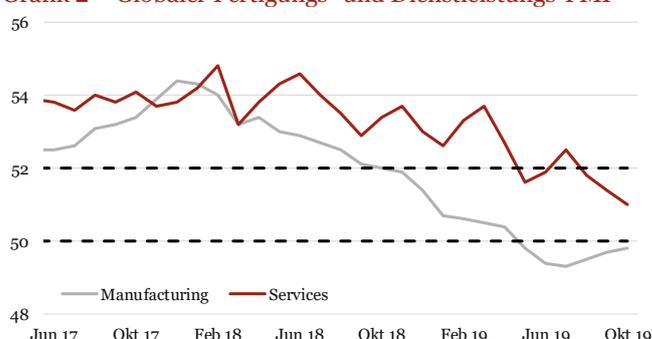
Konjunkturelle Abkühlung und Zinssenkungen rücken Pensionskassendefizite wieder in den Fokus: Durch die Gefahr einer steigenden Schuldenlast im Zusammenhang mit der konjunkturellen Abkühlung rücken aufgrund sinkender Zinsen und dem entsprechenden Rückkopplungseffekt auf die Diskontsätze auch die Pensionskassendefizite der Unternehmen wieder in den Fokus (denn tiefere Diskontsätze führen ceteris paribus zu höheren PK-Defiziten). Besonders betroffen sind angelsächsische und deutsche Unternehmen, welche teilweise enorme Leistungsversprechen auf der Bilanz vor sich herschieben.

Gerade bei Gesellschaften mit vergleichsweise hohen Diskontsätzen könnte dies die Schuldensituation zusätzlich verschärfen. Beispielhaft dafür ist General Electric, welche im Rahmen ihres mehrjährigen Turnaroundplanes diese Problematik mittlerweile aktiv angeht. Zusätzlicher Druck auf das Finanzprofil könnte sich aber auch für Parker Hannifin oder Boeing ergeben (vgl. Grafik 4).

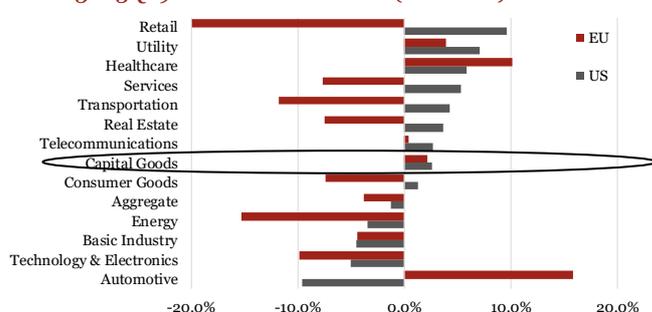
Grafik 1 – Fertigungs-PMI Indikator mit negativem Trend



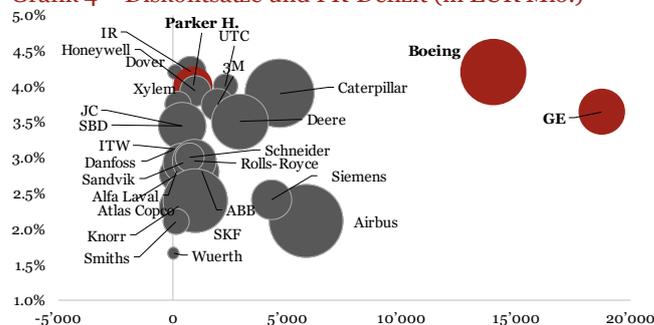
Grafik 2 – Globaler Fertigungs- und Dienstleistungs-PMI



Grafik 3 – 3Q19 EBITDA Wachstum (YoY in %)



Grafik 4 – Diskontsätze und PK-Defizit (in EUR Mio.)*



*Bubbles: PK-Defizit im Verhältnis der bereinigten Nettoschulden

Quellen: I-CV, Geschäftsberichte. Bloomberg, S&P, Thomson Reuters

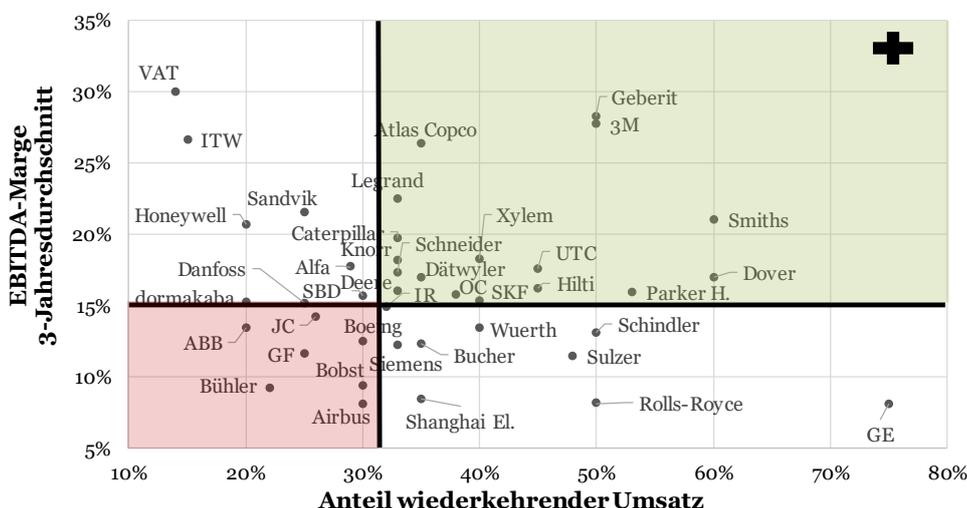
Konklusion: I-CV Sector View bleibt Declining; firmenspezifische Event-Risiken sind im Auge zu behalten und Favoriten sehen wir in der Luftfahrt und dem Energiemanagement-Bereich

Trotz der mehrheitlich besser als erwarteten 3Q19-Zahlen sowie gewissen Stabilisierungstendenzen bei den konjunkturellen Stimmungsindikatoren, bleibt das Marktumfeld für die Fertigungsindustrie anspruchsvoll. Zwar scheint die Gefahr eines heftigen Abschwungs zurzeit vom Tisch, doch die Nachfrage und das Investitionsverhalten sind weiterhin getrübt, was generell die Schuldenreduktion erschwert resp. Druck auf die Finanzrisikoprofile der Kapitalgütergesellschaften ausübt. Hinzu kommt, dass viele Gesellschaften noch von hohen Auftragsbeständen profitieren, was bis anhin geholfen hat, die Produktionskapazitäten auszulasten. Dies dürfte aber in den nächsten Quartalen schwerer fallen. **Vor diesem Hintergrund belassen wir die I-CV Sector View weiterhin auf Declining.** Katalysatoren für eine Verbesserung könnten insbesondere eine Einigung im USA-China Handelsdisput sowie ein geordneter Brexit bringen.

Neben der schwachen Konjunktur ergeben sich zurzeit auch Bonitätsrisiken aus den teilweise forschen Konzernumbauten, welche das primäre Ziel verfolgen, Mehrwert für die Aktionäre zu schaffen. Gerade in der Kapitalgüterindustrie stellen wir eine Vielzahl solcher Transaktionen fest (ABB, UTC, Siemens, Smiths, etc.), welche gerade im momentan anspruchsvollen Umfeld zusätzliche Managementkapazitäten binden und immer eine potentielle Gefahr der Schlechterstellung der unbesicherten Anleiensgläubiger mit sich bringen können (z.B. Diversifikationsverlust).

Aus Bonitätssicht favorisieren wir grundsätzlich Gesellschaften mit hoher Profitabilität und wiederkehrenden Umsätzen (z.B. aus Servicegeschäft und Wartung), was sich gerade im aktuellen Umfeld stabilisierend auswirkt. Dazu gehört zum Beispiel die französische Schneider Electric, welche von einer verstärkten Nachfrage im Bereich Energiemanagement profitiert. Gerade bei kurzen USD-Laufzeiten würden wir Schneider Electric dem Konkurrenten ABB vorziehen. Zurzeit spannend finden wir Kapitalgütergesellschaften mit Verbindung zur Luftfahrtindustrie wie Airbus. Demgegenüber meiden würden wir hier aber den Triebwerkhersteller Rolls-Royce, welchen wir auch aus Relativ Value Sicht bei längeren Laufzeiten zurzeit als zu teuer betrachten. Weiteres Rating-Potential sehen wir – nach erfolgreichem Abschluss – beim neugeformten UTC-Konzern (Finalisierung im 1HJ20 drittgrösster Luftfahrt & Rüstungskonzern weltweit). Schon länger konstruktiv sind wir im Hinblick auf den erfolgreichen, wenn auch längerfristigen, Turnaround bei GE, wobei uns auch die 3Q19-Resultate bestätigt haben, dass die Richtung stimmt. Weiterhin vorsichtig sind wir bei stark zyklischen und verletzlichen Emittenten wie dem Verpackungshersteller Bobst, welchen wir bereits im Juli 2019 ins Sub-IG heruntergestuft haben. Fundamental besser gefällt uns hier trotz Event-Risiken (M&A, Corporate Governance) der Industriekonzern Sulzer.

Darstellung 5: Grundsätzlich favorisieren wir Kapitalgütergesellschaften mit hoher Profitabilität und wiederkehrenden Umsätzen



Quellen: Unternehmensangaben, Schätzungen und Berechnungen I-CV

Peer-Vergleiche Capital Goods (41 Emittenten)

Nur für I-CV Kunden erhältlich (info@i-cv.ch)

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.