Independent Credit View

the view behind the rating

9th Swiss Bond Congress – Corporate Health: Das Fieberthermometer steigt!

September 2018

Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr. CHE-109.887.445

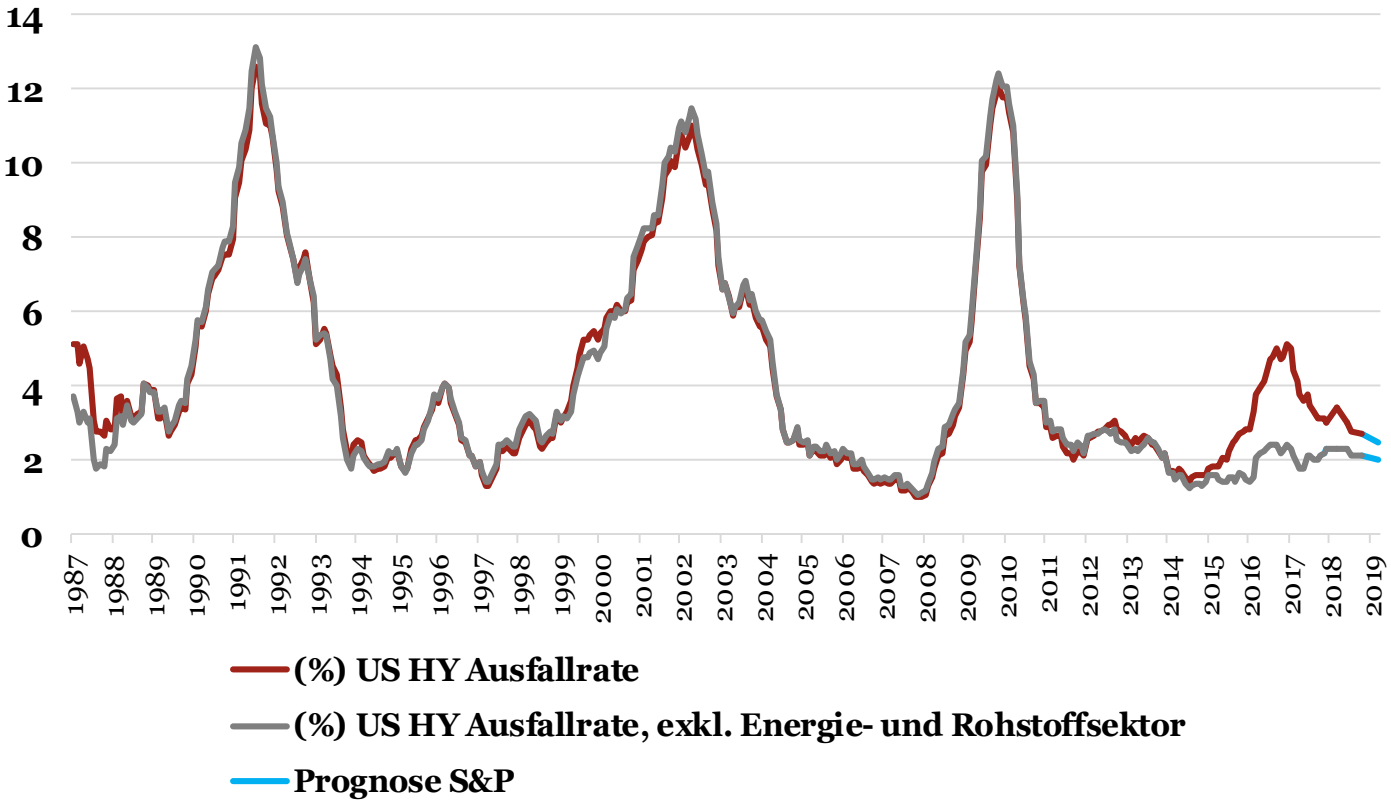
Fabian Keller, Independent Credit View AG

Fabian Keller arbeitet seit 2014 als Senior Credit Analyst für Independent Credit View AG (I-CV) und agiert als Spezialist für den Elektrizitäts- und Versorgungssektor. Zuvor war Fabian mehrere Jahre als Senior Credit Analyst für die UBS Investment Bank tätig. Dabei fokussiert er sich insbesondere auf Schweizer Versorgungs- und Industrieunternehmen. Insgesamt verfügt Fabian über 10 Jahre Berufserfahrung in der Finanzindustrie, davon mehrheitlich in der Kreditanalyse.

Fabian ist ausgewiesener Betriebsökonom der Zürcher Hochschule für angewandte Wissenschaften und hat erfolgreich weitere Weiterbildungen im Bereich Unternehmensfinanzierung an der Universität Zürich abgeschlossen.

Kreditmärkte – kaum Ausfälle

High Yield Ausfallraten – weiterer Rückgang erwartet



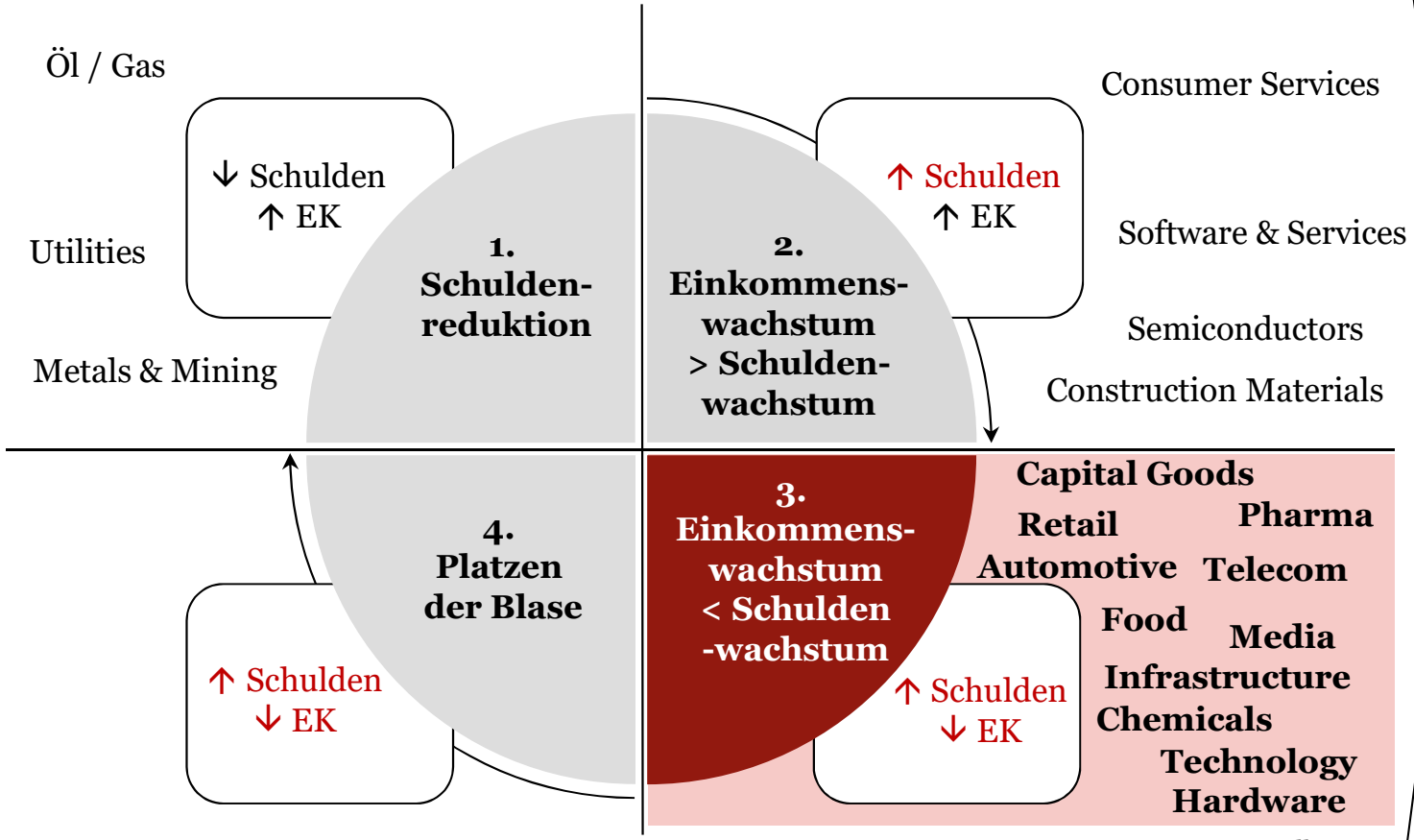
Quelle: S&P

Kommentare:

- Nach einem Anstieg auf ein 7-Jahreshoch im 2016/17 sind die Ausfallraten im US HY-Sektor stetig gesunken
- Der Rückgang ist vor allem auf die Erholung der Rohstoffmärkte sowie auf die gesunde Liquiditätslage der Unternehmen zurückzuführen (attraktives Finanzierungsumfeld)
- Die Prognosen der Agenturen deuten trotz diversen Unsicherheitsfaktoren auf einen weiteren Rückgang hin, was die Kreditmärkte stützen sollte
- **Fazit:** Klar ist aber, dass der bereits sehr lang anhaltende, vorteilhafte Kreditzyklus irgendwann endet

Kreditmärkte – Zyklus ist bereits fortgeschritten

Die meisten Sektoren befinden sich in Phase 3 des Kreditzyklus



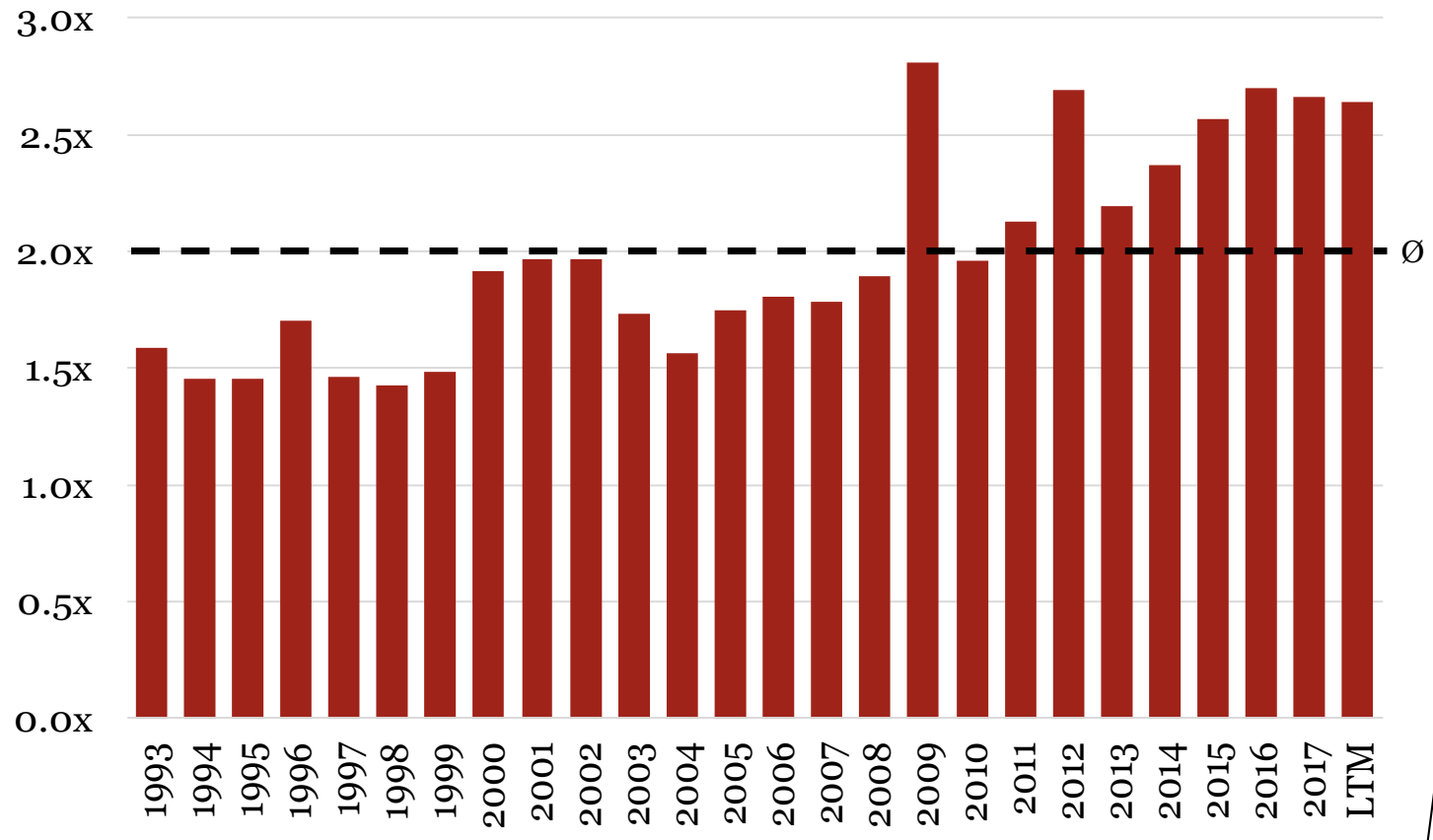
Quelle: I-CV

Kommentare:

- Wir befinden uns im dritten Abschnitt des Kreditzyklus
- Das Schuldenwachstum ist grösser als das Einkommenswachstum
- Die Phase des Releveraging ist geprägt durch eine Abschwächung der Kreditkennzahlen (z.B. zunehmender Leverage, sinkende Zinsdeckung)
- Die Verwundbarkeit steigt. Besorgniserregend dabei ist, dass die Ratingagenturen zum Teil viel Bonitätsspielraum geben
- Unsicherheiten ergeben sich aus: steigenden Zinsen, Rezessionsängsten, Aktionärspflege, M&A

Kreditmärkte – Corporate Health abgeschwächt

Leverage des I-CV Corporate Index* klar über Durchschnitt & Vorkrisenniveau



Quelle: I-CV

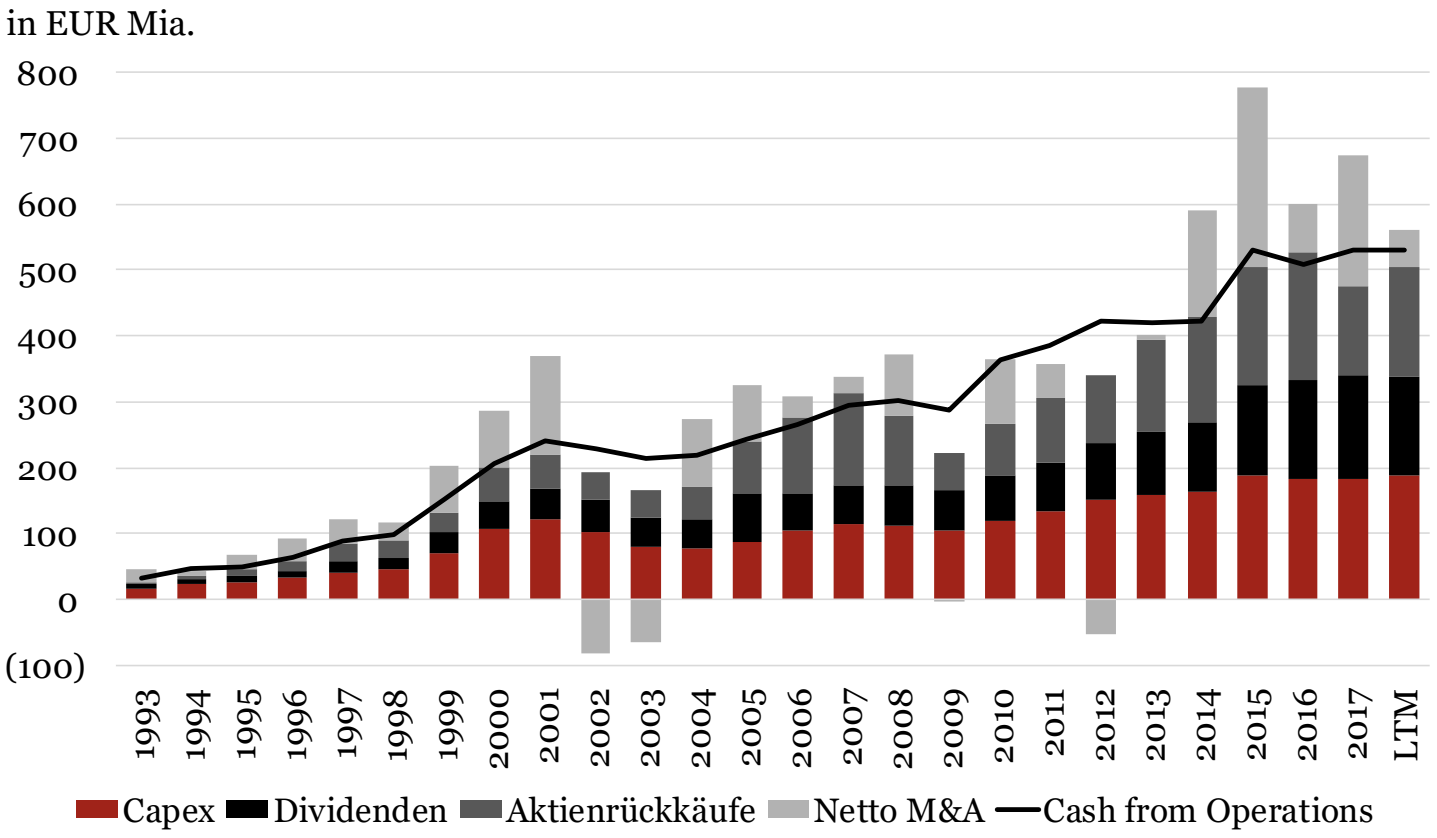
Kommentare:

- Die Anleihekäufe der Zentralbanken haben die Finanzierungskosten gesenkt
- Das Tiefzinsumfeld und die tiefen Risikoprämien haben in den vergangenen Jahren den Leverage-Aufbau begünstigt
- Die Kreditkennzahlen vieler Unternehmen haben sich abgeschwächt, werden aber durch tiefe Zinskosten und verbesserte Maturitätsprofile gestützt
- **Fazit:** Krisenresistenz ist zunehmend gefährdet. Die Ausschläge 2009 geben einen Vorgeschmack, was passieren könnte, wenn die Musik aufhört zu spielen

* Basierend auf bereinigten Nettoschulden / EBITDA. Der I-CV Corporate Index setzt sich aus über 250 internationalen Investment-Grade Unternehmensschuldnern zusammen, welche in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Kreditmärkte – Corporate Health abgeschwächt

Verwendung der operativen Cashflows im I-CV Corporate Index*



Quelle: I-CV

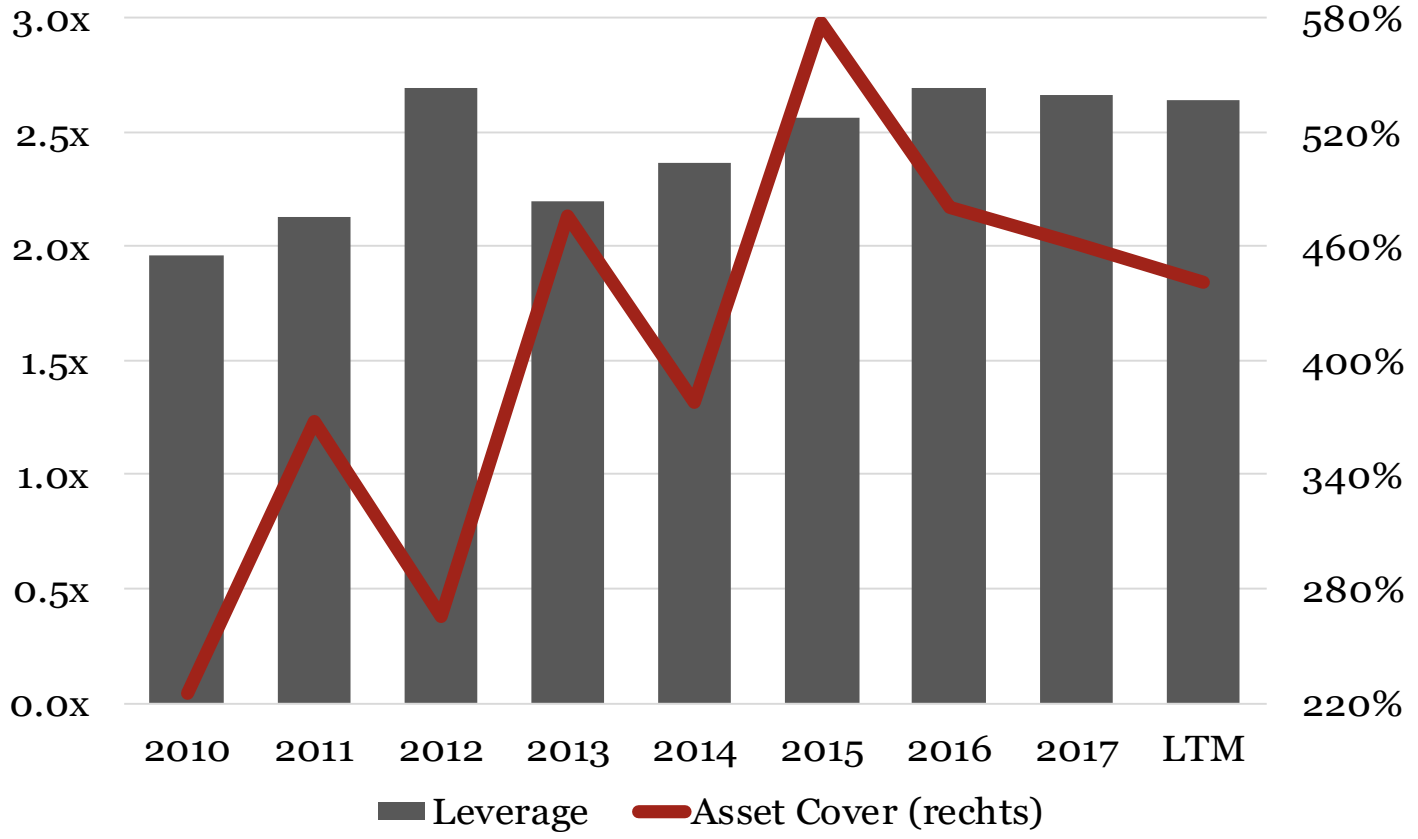
Kommentare:

- Das günstige Marktumfeld in den letzten Jahren hat dazu geführt, dass die Unternehmen über ihre Verhältnisse gelebt haben
- Angetrieben wurde der Schuldenanstieg von Aktienrückkäufen, Dividenden sowie M&A
- Demgegenüber verharrte der Capex-Anteil bei circa 35% des CFOs
- Die Aktionärspflege bleibt auch im laufenden Jahr hoch. Unterstützend wirkt hier die US-Steuerreform (Repatriierung Cash)
- Der LTM-Trend bei M&A ist trügerisch, da Transaktionsabschlüsse volatil sind

* Beispielhaft hier nur für US Corporates. Insgesamt setzt sich der I-CV Corporate Index aus über 250 internationalen Investment-Grade Unternehmensschuldnern zusammen, welche in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Kreditmärkte – Corporate Health abgeschwächt

Asset Cover des I-CV Corporate Index* sinkt



Quelle: I-CV

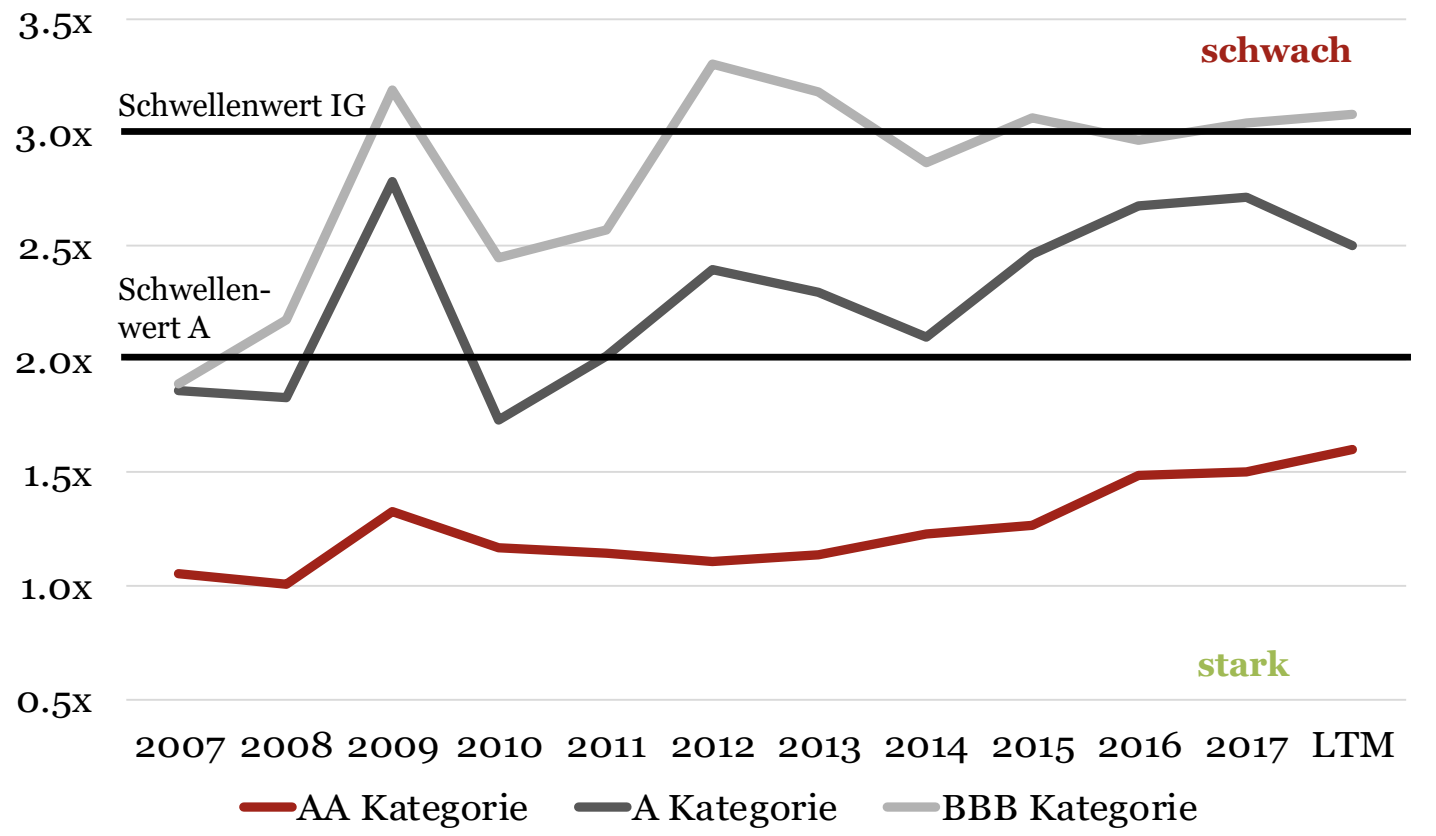
Kommentare:

- Ein Warnsignal stellt trotz hohen Bewertungen auch der sinkende Asset Cover (hier EV/Schulden) dar
- Der Peak war bereits 2015 erreicht
- Während die Schulden angestiegen sind und auf hohem Niveau verharren, stellen wir in jüngerer Vergangenheit sinkende Bewertungen fest
- Die Wachstums-/Gewinn-aussichten haben sich eingetrübt. Damit stehen künftig weniger Cashflows zur Schuldenreduktion zur Verfügung
- Zudem erhöhen sinkende Bewertungen Aktionärs-druck aufs Management

* Basierend auf Unternehmenswert / Nettoschulden. Der I-CV Corporate Index setzt sich aus rund 250 internationalen Investment-Grade Unternehmensschuldnern zusammen, welche in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Kreditmärkte – Corporate Health abgeschwächt

Kreditqualität erodiert vor allem im A / BBB Bereich*



Quelle: I-CV

Kommentare:

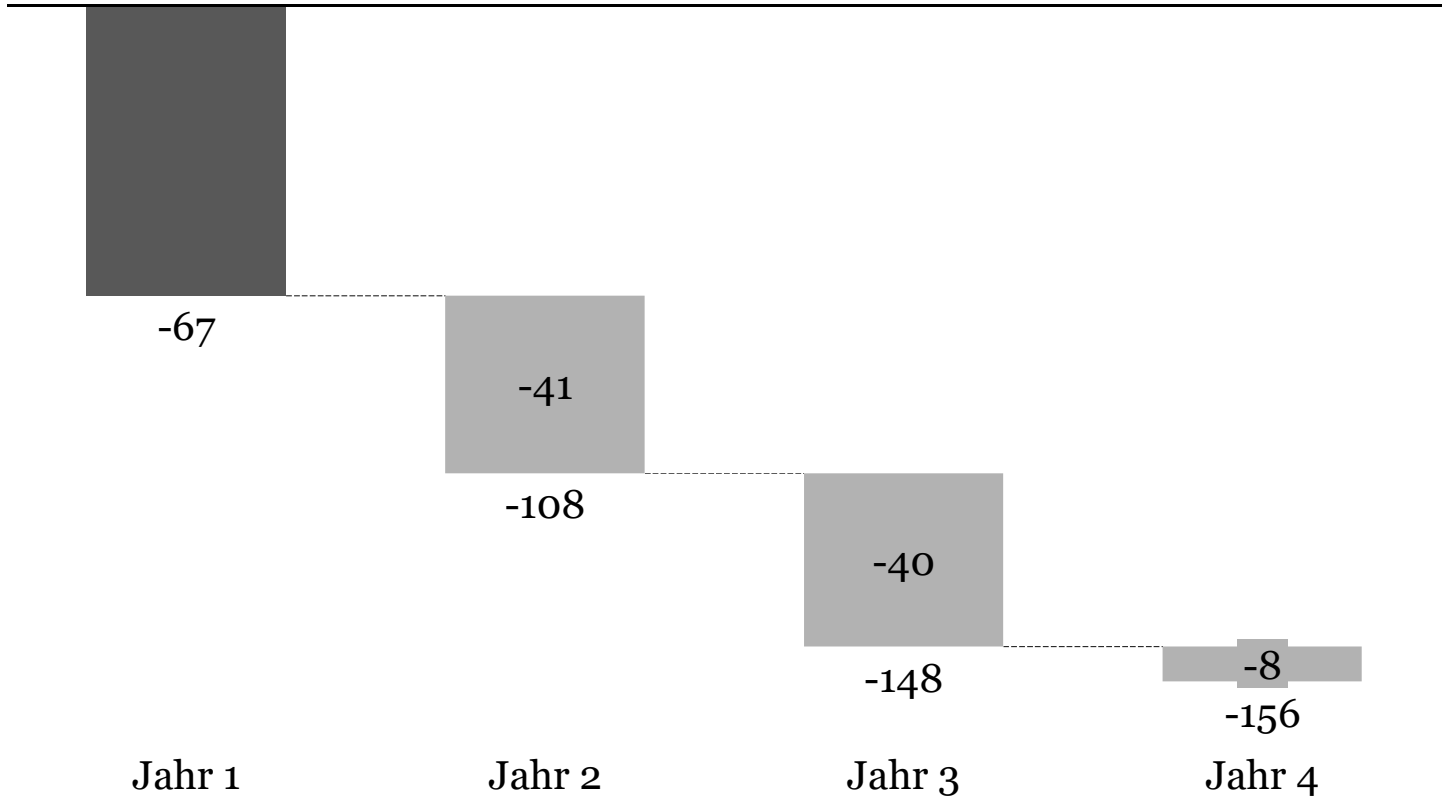
- Klarer Anstieg des Leverage im BBB Bereich
- Annäherung zwischen dem A und BBB Bereich. Erstere haben aber i.d.R. mehr Möglichkeiten sich ans veränderte Marktumfeld anzupassen
- Die höhere Verletzlichkeit von BBB Schuldnern ist auch deshalb relevant, weil Corporate BBB Bonds nun fast 50% des globalen IG-Anleihenmarktes ausmachen
- **Fazit:** 1.) Der „akzeptable" Leverage pro Ratingkategorie steigt an, 2.) Bei Marktverwerfungen drohen erdrutschartige Downgrades

* Basierend auf bereinigten Nettoschulden / EBITDA. Der I-CV Corporate Index setzt sich aus rund 250 internationalen Investment-Grade Unternehmensschuldnern zusammen, welche in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Kreditmärkte – Corporate Health abgeschwächt

Potentielles, kumuliertes Fallen Angel Risiko über die nächsten 5 Jahre*

in EUR Mia.



Quelle: I-CV, Moody's

Kommentare:

- Der tiefere IG Kreditqualitätsmix bedeutet auch ein erhöhtes Fallen Angel Risiko
- Die gesamten Finanzschulden im BBB Bereich im I-CV Corporate Index allein beliefen sich per Ende 2017 auf EUR 1'452 Mia.
- Rein statistisch errechnen wir daraus ein potentielles Fallen Angel Risiko in der Grössenordnung von fast EUR 160 Mia. in den nächsten vier Jahren
- **Fazit:** Eine Früherkennung von Fallen Angels in der heutigen Marktkonstellation ist noch wichtiger

* Basierend auf Bruttoschulden aller Unternehmen im BBB Bereich im I-CV Corporate Index. Konkret sind dies über 100 internationale Unternehmensschuldner, welche in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind. Zugrunde liegt Moody's Rating Transition Matrix (1983-2017)

I-CV – Die Spreu vom Weizen trennen

	Emittent	Ford	Peugeot
	I-CV Rating	**BBB-**	**BBB-**
Ausgewählte Credit Drivers	I-CV Sektor-Ausblick Automotive		
	Geschäftsrisikoprofil		
	Finanzrisikoprofil		
	I-CV ESG Score		
	Event Risiken (z.B. M&A, Regulation, etc.)		
	Fundamentals	**Declining**	**Improving**

Declining	Stable	Improving

Konklusion – vermeintlich gleiches Rating

- Der Automobilsektor hat den Bonitätspeak erreicht
- Die Branche steht vor zahlreichen und kostspieligen Herausforderungen
- Problematisch könnte dies für Ford werden, wo wir eine Rückstufung bei schlechter als erwartetem Geschäftsgang nicht ausschliessen können = **Fallen Angel Risiko!**
- Demgegenüber hat Peugeot einen erfolgreichen Turnaround hingelegt. Dies in Kombination mit dem Wachstumspotential (Einstieg ins SUV-Segment, etc.) hat zur Heraufstufung auf BBB- geführt

I-CV – Die Spreu vom Weizen trennen

	Emittent	General Electric	Sulzer
	I-CV Rating	**A-**	**BBB-**
Ausgewählte Credit Drivers	I-CV Sektor-Ausblick Capital Goods		
	Geschäftsrisikoprofil		
	Finanzrisikoprofil		
	I-CV ESG Score		
	Event Risiken (z.B. M&A, Regulation, etc.)		
	Fundamentals	**Declining**	**Improving**

Declining	Stable	Improving

Konklusion – unterschiedliche Perspektiven trotz gleichem Sektor-Ausblick

- Grosszügige Aktienpflege, M&A und aggressive Preispolitik bei Service-Verträgen in Kombination mit schwachen Endmärkten (Power, Öl/Gas) belasten den ehemaligen AAA Schuldner GE
- Ausführungsrisiken dieses Industriekolosses, latente Event Risiken (Altlasten GE Capital, offene Rechtsfälle) sowie weiterhin anspruchsvolle Endmärkte erschweren Turnaround-Ambitionen
- Zyklische Sulzer hat GJ18-Ziele per 1HJ18 erhöht. Temporärer Anstieg Leverage infolge Aktienrückkäufe. Positiver Ausblick indiziert nicht potentiellen Upgrade > ESG-Themen wirken begrenzend

I-CV – Die Spreu vom Weizen trennen

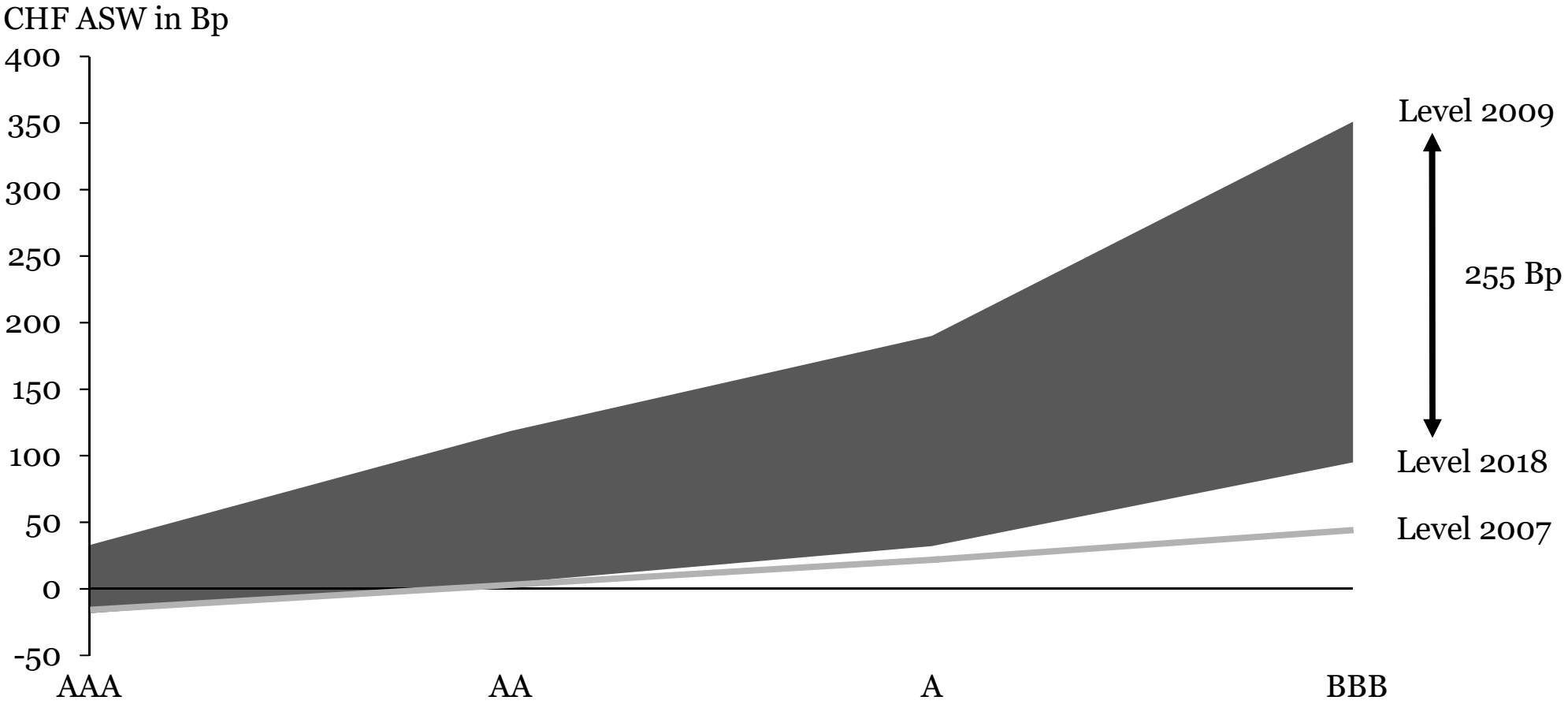
	Emittent	Clariant	Lanxess
	I-CV Rating	**BBB-**	**BBB**
Ausgewählte Credit Drivers	I-CV Sektor-Ausblick Chemicals		
	Geschäftsrisikoprofil		
	Finanzrisikoprofil		
	I-CV ESG Score		
	Event Risiken (z.B. M&A, Regulation, etc.)		
	Fundamentals	**Declining**	**Improving**

Declining	Stable	Improving

Konklusion – ähnliche Bonitätseinschätzung, aber unterschiedliche Perspektiven

- Beide Unternehmen haben sich im Zuge der Globalisierung spezialisiert und den spezifischen Kunden-bedürfnissen angepasst (Transformation von Commodity- zu Spezialitäten-Chemie)
- Clariant: Portfolioumbau nicht geglückt. Strategie des saudi-arabischen Ankerinvestor Sabic unklar. Clariant bleibt unter Zugzwang, denn heutige Marktpositionierung ist nicht erfolgversprechend
- Lanxess: Positive Transformation; durch Übernahme von Chemtura Stärkung des Geschäftsrisikoprofils. Sukzessive Verbesserung des Finanzrisikoprofils erwartet

Konklusion



Quelle: Bloomberg

Die heutige Marktkonstellation macht die Selektion und Überwachung der Kreditqualität noch anspruchsvoller.
Wir unterstützen Sie gerne, die richtigen Investitionsentscheide zu treffen!

Fragen

the view behind the rating

Independent Credit View AG
Schweizergasse 21
8001 Zürich
Tel. +41 43 204 19 19
E-Mail: info@i-cv.ch
www.i-cv.ch

Disclaimer
Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. 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.