

Credit Insight: 14. März 2024 / KEF, WUM

I-CV Corporates: Gewappnet fürs 2024 – attraktive Renditen, Fokus auf Qualität

Einführung

Mit Blick auf die fortgeschrittene Berichtsaison erachten wir den Zeitpunkt als ideal, eine Standortbestimmung für die Unternehmensschuldner im I-CV Universum vorzunehmen und die fundamentale Lage einzuordnen. Wir stellen fest, dass die Ausblicke tendenziell von vorsichtigem Optimismus geprägt sind. Gerade auch Unternehmen aus frühzyklischen Sektoren (z.B. Chemie, Verpackungsindustrie) erwarten zwar ein weiterhin anspruchsvolles erstes Halbjahr, doch sollte sich die Lage im 2H24 verbessern.

Gleichzeitig beobachten wir eine Entspannung bei wichtigen externen Einflussfaktoren. Dazu gehören der rückläufige Inflationstrend, die Zinssenkungsindikationen der Notenbanken (EZB/Fed), der robuste Arbeitsmarkt, die weniger restriktive Kreditvergabe der Banken, der Kapitalmarktzugang auch für Emittenten im tiefen High Yield Segment, sowie weniger pessimistische Wirtschaftsprognosen.

Dies lässt den Schluss zu, dass die Wahrscheinlichkeit einer schweren Rezession aktuell gering ist. Trotzdem verfallen wir nicht in Euphorie, denn wir befinden uns immer noch in der Spätphase des Kreditzyklus mit steigenden Ausfallraten und die Störfaktoren bleiben mannigfaltig. Was ist, wenn beispielsweise: die Inflation wieder ansteigt, sich die geopolitischen Brandherde ausbreiten oder das erhöhte Zinsniveau die Konjunktur doch stärker in Mitleidenschaft zieht?

Genau hier halten wir den Finger drauf. Denn trotz dieser Unsicherheiten haben die Kreditrisikoprämien für Unternehmen neue Tiefstände erreicht und sind mittlerweile unter die langfristigen Mittelwerte gesunken. Damit ist der Puffer für Unvorhergesehenes nicht mehr gegeben. Trotzdem erachten wir ein Engagement bei Unternehmensanleihen immer noch als interessant. Das absolute Renditenniveau bleibt attraktiv und die Unternehmensschuldner im I-CV Universum verfügen mehrheitlich über genügend finanzielle Flexibilität. In Kombination ergibt dies spannende Anlageopportunitäten.

Abbildung 1: Risikoprämien erreichen neue Tiefstände



Quelle: LSEG Datastream

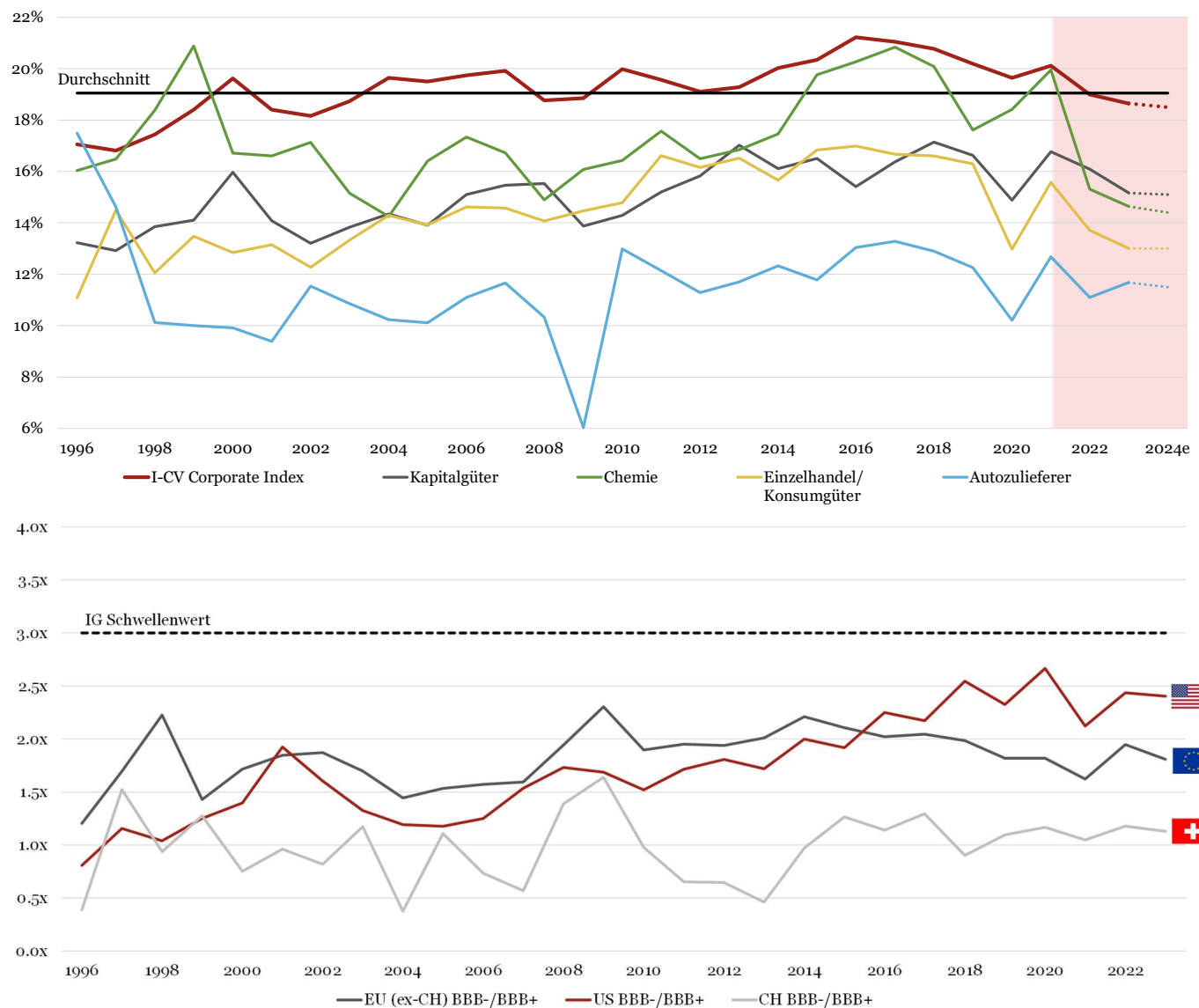
Unternehmensemittenten im I-CV Universum bleiben gut gerüstet

Trotz anspruchsvollem Marktumfeld hat sich der Grossteil der Unternehmen im I-CV Universum (ex-Immobilien) im GJ23 besser geschlagen als von uns ursprünglich prognostiziert wurde. Dies auch weil die befürchtete Rezession ausgeblieben ist. Hilfreich haben sich auch unsere frühzeitig durchgeführten Stresstests erwiesen, welche gezeigt haben, dass die Kreditprofile auch adverse Szenarien mehrheitlich gut überstehen können.

Der Margenhöhepunkt wurde bereits Ende 2021 erreicht und die Profitabilität hat sich inflations- bzw. nachfragegetrieben im GJ23 wie erwartet weiter abgeschwächt. Besonders unter Druck waren zyklische und konsumsensitive Sektoren (Einzelhandel, Basischemie, Halbleiter etc.). Demgegenüber profitierten Automobilzulieferer noch von einer Normalisierung der Produktionsvolumen. Insgesamt halten wir aber fest, dass der Margenrückgang geringer war als wir antizipiert haben. Für 2024 nehmen wir eine konstruktive Sicht ein und gehen von einer Margenstabilisierung aus, wenn auch auf tiefem Niveau. Stützend wirken der sinkende Inflationsdruck, die Reduktion von Lieferkettenproblemen sowie initiierte Kostensparmassnahmen. Hinzu kommt, dass der teilweise drastische Lagerabbau entlang der Wertschöpfungsketten mittlerweile den Tiefpunkt erreicht hat und wir wieder Lageraufstockungen beobachten mit positiven Effekten auf die Nachfrage. Zudem profitieren gewisse Industrien nach wie vor von robusten Auftragsbüchern. Exemplarisch dafür steht die Kapitalgüterindustrie, bei welcher wir im laufenden Geschäftsjahr von einer soliden Kapazitätsauslastung und leichtem Umsatzwachstum ausgehen.

Entgegen unseren Erwartungen konnten die Unternehmen im I-CV Universum den Leverage im abgelaufenen Geschäftsjahr (leicht) reduzieren. Neben der disziplinierten Kapitalallokation profitierten viele Gesellschaften im Vergleich zum Vorjahr von einem positiven Basiseffekt im Umlaufvermögen mit geringerer Kapitalbindung (u.a. Lagerabbau), was den Abbau der absoluten Schulden begünstigte. Alles in allem kann attestiert werden, dass die Mehrheit der Unternehmensschuldner im I-CV Universum dank moderatem Leverage über genügend finanziellen Puffer verfügt, um konjunkturelle Überraschungen absorbieren zu können. Gleichzeitig erachten wir die Refinanzierungsrisiken für die Mehrheit der Schuldner im I-CV Universum als minimal. Dieses konzentriert sich vor allem auf schwache High Yield Emittenten.

Abbildung 2: Entwicklung EBITDA-Margen und bereinigte Nettoschulden / EBITDA im I-CV Unternehmensuniversum*



*Basierend auf dem I-CV Corporate Index, welcher sich aus circa 430 internationalen Unternehmensschuldner zusammensetzt, die in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Quelle: I-CV

Attraktive Rendite-/Risikoprofile bei Unternehmensanleihen mit Fokus auf Qualität

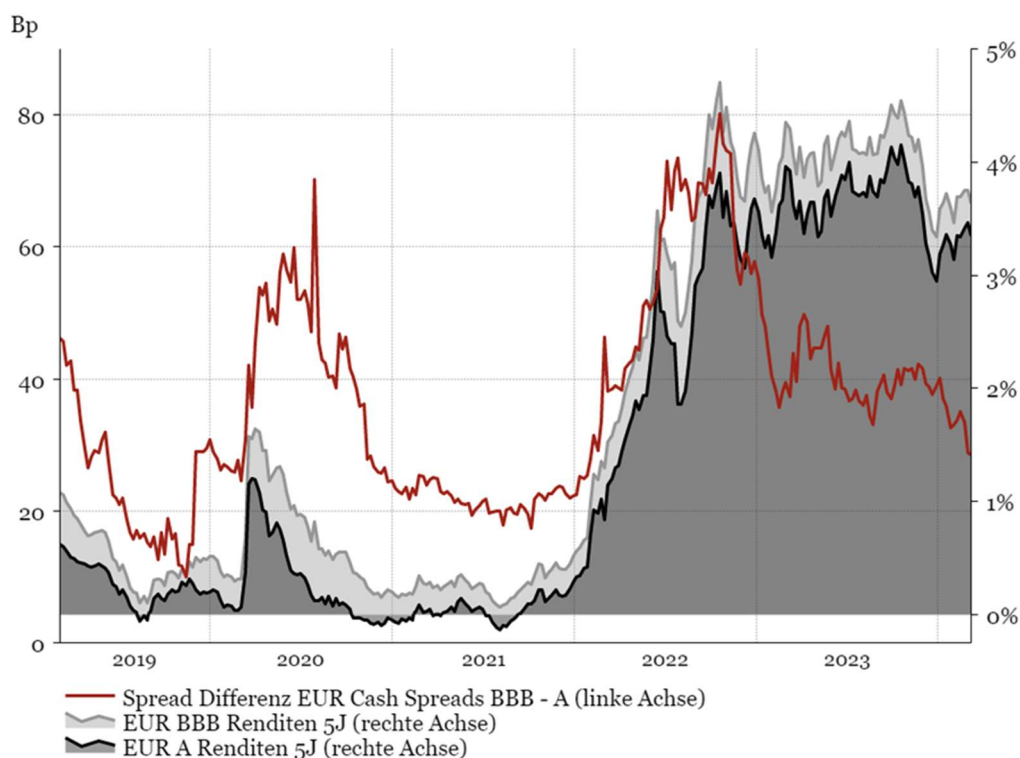
Zwar sind die Kreditrisikoprämien aus einer Relativ Value Betrachtung mittlerweile eher teuer, gleichzeitig erachten wir jedoch das absolute Zinsniveau bei Unternehmensanleihen nach wie vor als attraktiv. Aus Anlegersicht ergeben sich dadurch gerade im Investment Grade Bereich spannende Opportunitäten.

Wir erwarten weiterhin volatile Anleihenmärkte, welche sich im Spannungsfeld zwischen Inflationsrisiken, konjunktureller Abkühlung und geopolitischen Brandherden bewegen. Entsprechend bleibt Selektivität das Gebot der Stunde. Insgesamt bevorzugen wir defensive Sektoren (Gesundheit, Pharma, Versorger, Infrastruktur, etc.) bzw. Schuldner mit robusten Finanzrisikoprofilen und guter Markstellung.

Namensspezifisch I-CV Top Picks bei CHF- und EUR-Unternehmensanleihen im Senior Unsecured Bereich umfassen Schuldner wie ABB, Engie, Fraport, Thermo Fisher oder Sandvik. Zudem empfehlen wir bei Senior Unsecured EUR-Unternehmensanleihen angesichts der mittlerweile reduzierten Risikodifferenzierung zwischen A und BBB Emittenten sich auf die höheren Qualitäten zu konzentrieren.

Bitte kontaktieren Sie uns beim Bedarf an einer individualisierten I-CV Empfehlungsliste (koepfli@i-cv.ch).

Abbildung 3: Attraktive Renditen, aber gesunkene Risikodifferenzierung – Präferenz Corp-A Schuldner (EUR Senior Unsecured)



Quelle: LSEG Datastream

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit 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.