

ANALYSE

Wie Kreditanalysten die Spreu vom Weizen trennen

Die Investoren sollten in Krisenzeiten stärker auf die Kreditanalysten hören. Diese pflegen eine risikobewusstere Herangehensweise als die Aktienanalysten.

Andreas Kälin

04.05.2020, 03.44 Uhr

Nach dem Crash-Monat März haben sich die Finanzmärkte im April deutlich entspannt. Das gilt auch für den Anleihenmarkt. So haben Unternehmen, die nicht zu den Topschuldnern zählen, im vergangenen Monat erfolgreich Bonds emittiert, wie der Basler Pharmazulieferer Lonza und der Genfer Duftstoff- und Aromastoffhersteller Firmenich: Sie haben von Standard & Poor's ein Kreditrating von BBB+ resp. BBB, das für durchschnittlich gute Anlagequalität bürgt.

Vorübergehende Entspannung

Doch die Entspannung an den Märkten dürfte vorübergehend sein. Denn es wird Expertenkreisen zufolge zu einer weiteren Welle von Ratingherabstufungen kommen. Ein Vorbote dafür ist die deutsche Lufthansa Group, zu der auch die Swiss gehört und die nun Staatshilfe benötigt. Die Schäden durch die Coronakrise werden für die Fluggesellschaft vermutlich weit grösser sein als jüngst noch einkalkuliert.

Die Ratingagentur Moody's hat das Rating für die Lufthansa bereits im März in den spekulativen Bereich auf Ba1 herabgestuft und unter Beobachtung für eine weitere Rückstufung gesetzt. Sie ging damals davon aus, dass die Passagiereinnahmen der Lufthansa Group dieses Jahr schlimmstenfalls um 19% sinken dürften – gemäss dem Branchenverband IATA wird heute aber mit einem Minus von 55% gerechnet.

Die Ratingskala

		S&P	Moody's
Investment Grade	Prime	AAA	Aaa
	High Grade	AA+	Aa1
		AA	Aa2
		AA-	Aa3
Upper Medium Grade	A+	A1	
	A	A2	
	A-	A3	
Lower Medium Grade	BBB+	Baa1	
	BBB	Baa2	
	BBB-	Baa3	
Non-Investment Grade	Speculative	BB+	Ba1
		BB	Ba2
		BB-	Ba3
	Highly Speculative	B+	B1
		B	B2
		B-	B3
	Substantial Risks	CCC+	Caa1
	Extremely Speculative	CCC	Caa2
	In Default with Little Prospect for Recovery	CCC-	Caa3
		CC	Ca
	C		
Selective Default	SD	C	
In Default	D	C	

Unsicherheit im Markt

Von Standard & Poor's hat die Fluggesellschaft noch ein Rating von BBB-, auf der untersten Stufe im Investment-Grade-Bereich, bei negativem Ausblick. Die Investoren müssen wegen der massiven Verschlechterung des Cashflows mit einer Herabstufung in den Non-Investment-Grade-Bereich rechnen.

In der Schweiz muss Clariant sich sorgen, das Investment Grade zu verlieren und damit ein Fallen Angel zu werden. Der Spezialchemiekonzern hat letzte Woche enttäuschende Quartalszahlen veröffentlicht.

Die Lufthansa Group und Clariant zeigen das Problem exemplarisch auf: Im Markt für Anleihen im BBB-Segment (BBB+, BBB, BBB-) herrscht «grosse Unsicherheit», wie John Feigl vom Finanzierungs- und Ratingberater Pilfor betont. Bei so manchem Emittenten seien sich die Investoren nicht sicher, ob er in fundamentaler Hinsicht noch dem Investment-Grade-Bereich zuzurechnen sei oder doch eher dem spekulativen Bereich.

Unterschiede in der Klasse

Wer sich als Anleger vor unangenehmen Folgen schützen will, muss genau prüfen, in was für ein Geschäft er investiert. Kreditanalyst Fabian Keller vom unabhängigen Bonitätsinstitut Independent Credit View (I-CV) betont, dass innerhalb derselben Ratingstufe nicht alle gleich stark von den Auswirkungen der Krise betroffen sind.

Allgemein unterscheiden Kreditanalysten zwischen dem Finanzrisiko- und dem Geschäftsrisikoprofil. Bei Ersterem steht der Verschuldungsgrad, wie die Nettoschulden in Bezug zu einer Ergebnisgrösse wie dem Ebitda, im Vordergrund. Im Grunde markiert das Finanzrisikoprofil die Startposition, aus der ein Unternehmen die Krise bewältigen muss.

Verschuldungsgrad erhöht

In den guten Vorkrisenzeiten haben viele Gesellschaften, aufgrund der tiefen Zinsen, ihr Finanzprofil aufgeweicht. Insbesondere US-Unternehmen haben teures Eigenkapital durch billigeres Fremdkapital substituiert und den Verschuldungsgrad erhöht. Auch der Schweizer Nahrungsmittelriese Nestlé ist diesen Weg gegangen, indem er auf Aktionärsdruck umfangreiche Aktienrückkäufe durchführte.

Gemäss den Berechnungen von Patrick Hasenböhler, Kreditanalyst bei der Zürcher Kantonalbank, sind bei Nestlé dadurch die adjustierten Nettoschulden von 2014 bis 2019 von 23 auf 33 Mrd. Fr. gestiegen – für den Konzern ist das dank dem topsolidem Geschäftsmodell problemlos zu verkraften. Dennoch ist über die Zeit einiges an Kreditwürdigkeit verloren gegangen: Vor der Finanzkrise hatte sich Nestlé von Standard & Poor's noch die Bestnote AAA verdient, inzwischen liegt das Rating drei Notches tiefer bei AA-.

Das Geschäftsrisikoprofil

Bei der Antwort auf die Frage, wie gut ein Unternehmen die Folgen der Coronakrise durchstehen kann, spielt das Geschäftsrisikoprofil eine zentrale Rolle. Hasenböhler von der ZKB zählt Faktoren auf, die in der Analyse zu berücksichtigen sind. Dazu gehören die Branche, in der das Unternehmen tätig ist, seine Marktstellung, der Grad der Diversifikation, aber auch die Qualität des Managements.

Unterschiedliche Branchen verfügen über unterschiedliche Abwehrkräfte in einer Krise, wie die Coronapandemie sie ausgelöst hat. Zyklische oder konjunkturabhängige Sektoren sind naturgemäss viel krisenanfälliger als defensive. Zu Letzteren gehört der Telecomsektor: Unternehmen wie Swisscom und Sunrise besitzen ein Geschäftsmodell mit langfristiger Visibilität, dank dem sie auch einen höheren Verschuldungsgrad fahren und ihr Rating behalten können.

Stabil oder zyklisch

Einen Hinweis auf Krisenresistenz kann gemäss Kreditanalyst Keller von I-CV der Umsatzanteil liefern, der im wiederkehrenden Service-, Verbrauchs- oder Ersatzteilgeschäft erwirtschaftet wird. Pluspunkte sammelt hier ein Aufzugs- und Fahrtreppenhersteller wie Schindler, der im resistenten Servicegeschäft jeweils rund drei Viertel des Betriebsgewinns erzielen soll.

Starken Branchenzyklen unterworfen sind Autohersteller und -zulieferer oder Tech-Unternehmen wie der Halbleiterhersteller AMS. Zudem müssen sie auch schnell auf strukturelle und technologische Veränderungen reagieren und sollten dafür ausreichend Mittel parat haben. Das heisst, sie sind mit einem Geschäftsmodell behaftet, mit dem man besser keine Nettoverschuldung fährt.

Dass AMS jetzt für die Übernahme des Lichttechnikonzerns Osram den Verschuldungsgrad erhöht und zur Refinanzierung des Deals auch an den Anleihenmarkt gehen will, werden die Kreditanalysten kaum positiv einschätzen.

Die Marktposition

Ein wichtiger Faktor in der Kreditanalyse kommt der Marktposition

zu. Unternehmen, die in ihren regionalen oder globalen Märkten eine führende Stellung halten, haben komparative Vorteile gegenüber der Konkurrenz. Einige Märkte weisen eine oligopolistische Struktur auf, was Kreditanalyst Keller schätzt. Denn dort könnten die paar wenigen grossen Anbieter den Markt zu ihren Gunsten beeinflussen.

Zu beobachten seien solch oligopolistische Strukturen etwa im Markt für Aufzüge und Fahrtreppen oder in dem für Duft- und Aromastoffe, wo die Genfer Unternehmen Givaudan und Firmenich die Nummern eins und drei sind.

Der Faktor Diversifikation

In der Schweiz gibt es viele Gesellschaften, die eine führende Marktstellung halten – oftmals in Nischen. Dazu gehört die VAT Group, mit einem Marktanteil von zwei Dritteln der wichtigste Zulieferer von Vakuumventilen für die globale Halbleiterindustrie und damit praktisch unersetzbar. Solche Anbieter können in ihrer Nische zwar sehr erfolgreich sein, so Keller. «Der Mangel an Diversifikation wirkt sich auf das Geschäftsrisikoprofil aber negativ aus.»

Kreditanalysten sehen in einer breiten Diversifikation einen gewichtigen Vorzug. Sie helfe, negative Effekte abzdämpfen, sagt Keller. Mit Blick auf den Stromsektor führt er BKW als gutes Beispiel an: Das Berner Unternehmen sei «rund um das Thema Strom» vertikal integriert. Dem stehe Alpiq gegenüber, die sich rein auf die Produktion beschränke und das Dienstleistungsgeschäft verkauft habe.

Der Grössenfaktor

Zusätzlich zur Diversifikation ist auch die reine Grösse ein Kriterium in der Kreditanalyse. Gemäss Keller kann ein grosser und breit aufgestellter Konzern in einer Notlage «Zeit gewinnen, indem er zum Beispiel Vermögenswerte und Tochtergesellschaften verkauft». Als gutes Beispiel dafür nennt er General Electric, den tief in die Krise geratenen US-Mischkonzern, der sich aber mit Verkäufen wieder Luft verschaffen konnte.

Es gilt in der Kreditanalyse die Faustregel: je mehr Umsatz, desto besser. «Im Normalfall benötigt ein Unternehmen einen Umsatz von mindestens 1 Mrd. \$, um ein Rating im anlagewürdigen Investment-Grade-Bereich zu erhalten», erklärt Keller. Ausnahmen gibt es: Regulierte Versorger wie Stromnetzbetreiber beispielsweise können dank dem sehr berechenbaren Ertrag auch etwas kleiner sein und dennoch Anlagequalität besitzen.

Die Managementqualität

Hasenböhler von der ZKB bringt ein weiteres Kriterium ins Spiel: die Qualität des Managements. Eine wichtige Frage für ihn ist, ob das Management umsichtig agiert oder eine aggressive Finanzstrategie fährt, etwa mit einer forcierten Übernahmetätigkeit. Als Kreditanalyst schätzt er ein vorsichtiges Vorgehen. Einen weiteren Massstab für Managementqualität sieht er in der Häufigkeit von Gewinnwarnungen.

Ein Fallbeispiel dazu bietet der Backwarenkonzern Aryzta (ZKB-Kreditrating: B). Die aggressive Übernahmetätigkeit, die das Unternehmen in eine finanzielle Schieflage gebracht hatte, ist zwar vorbei. Geblieben sind aber die häufigen Gewinnwarnungen: Auch der neue CEO Kevin Toland hat wiederholt warnen müssen, die eigenen Jahresziele nicht erreichen zu können.

Fazit: Kreditanalysten schätzen grosse und diversifizierte Unternehmen, die auch in schwierigen Zeiten einen stabilen Umsatz erwirtschaften und deren umsichtig agierendes Management auf finanzielle Solidität achtet.

Wie Hasenböhler ausführt, kann eine Gesellschaft «bei einem Faktor hervorragend abschneiden und bei einem anderen schlecht», so wie Lindt & Sprüngli, die im relativ stabilen Bereich für Schokolade eine hervorragende Marktstellung hat, aber produktmässig nicht diversifiziert ist.

Für Keller von Independent Credit View lautet eine zentrale Frage bei der Kreditanalyse, ob das Geschäftsmodell des Unternehmens «stark genug ist, um Krisen auszustehen». Er und seine Kollegen unterziehen die Gesellschaften nun (Liquiditäts-)Stresstests. Das Ziel ist, diejenigen herauszufiltern, die sich von der Krise schnell erholen können, und so Mehrwert für die Investoren zu generieren.

Die Anlageopportunitäten

Wie Keller ausführt, hat die Erfahrung aus der Finanzkrise gezeigt, dass sich Unternehmen mit einem Rating im höheren Investment-Grade-Bereich allgemein «schneller erholen als solche mit einem BBB-Rating». Doch auch BBB-Schuldner mit relativ krisenresistentem Geschäfts- und Finanzrisikoprofil bieten Anlagechancen in Bonds.

Selektive Investitionsmöglichkeiten ergeben sich laut Keller zurzeit bei gewissen zyklischen BBB-Namen wie dem Baustoffkonzern LafargeHolcim oder dem Rohstoffunternehmen Glencore sowie bei BB-Schuldnern mit einem berechenbaren Geschäftsmodell.

Attraktive Opportunitäten ortet das Bonitätsinstitut I-CV aufgrund der interessanten Risikoprämien momentan auch bei Neuemissionen – sowohl unter etablierten Namen wie dem Pharmazulieferer Lonza, dem Warenprüfer SGS und der Korea Development Bank wie auch bei neuen Emittenten wie dem Genfer Duftstoff- und Aromahersteller Firmenich.

Grundsätzlich hat I-CV derzeit eine Präferenz für die klassisch defensiven Sektoren: Versorger, Telecom, Pharma und Gesundheit. «Emittenten aus diesen Sektoren gehören zu den Gewinnern in diesem unsicheren Marktumfeld», sagt Keller.

Vorsicht schadet nicht

The Market ist der Ansicht, dass es sich in diesen Krisenzeiten für alle Investoren lohnen kann, mindestens so stark auf das Urteil der Kreditanalysten wie auf das der Aktienanalysten zu hören. Denn zwischen diesen beiden Gruppen gibt es erhebliche Unterschiede in der Herangehensweise.

Kreditanalysten schätzen es, wenn ein Unternehmen breit diversifiziert ist, während Aktienanalysten der Fokussierung das Wort reden. Erstere legen Wert auf eine vorsichtige Akquisitionsstrategie und auf Liquiditätsreserven. Letztere mögen es nicht, wenn ein Unternehmen überschüssige Liquidität hält, und gewinnen einer forschen Übernahmetätigkeit oft Gutes ab.

Mit anderen Worten: Kreditanalysten pflegen einen umsichtigeren oder risikobewussteren Ansatz, während Aktienanalysten lieber die Chancen sehen. Das schlägt sich in den Empfehlungen nieder.

So raten im Fall des Spezialchemiekonzerns Clariant gemäss Bloomberg neun von siebzehn Aktienanalysten dazu, die Titel zu kaufen – was ein vergleichsweise hoher Wert ist. Die Kreditanalysten gestehen Clariant nur knapp ein Investment-Grade-Rating resp. eine gerade noch anlagewürdige Bonität zu – und das Unternehmen muss nun befürchten, in den spekulativen Bereich abgestuft zu werden.

In Krisenzeiten könnte es sich lohnen, vorsichtiger zu denken und zu investieren.



INTERVIEW

«Im Markt für Anleihen im Segment BBB herrscht grosse Unsicherheit»

Finanzierungs- und Ratingberater John Feigl erläutert, weshalb der drohende Verlust des Investment-Grade-Status viele Unternehmen sowie Investoren und Notenbanker aufschreckt.

Andreas Kälin 21.04.2020



INTERVIEW

«Wir werfen einen genaueren Blick auf die Investitionsgüterhersteller»

Moody's-Analyst Matthias Hellstern sagt, man müsse nun prüfen, wie ABB den Turnaround bewältigen wolle. LafargeHolcim hält er momentan für relativ stabil positioniert.

Andreas Kälin und Ruedi Keller 06.04.2020



DAS INTERVIEW

«Die Verschuldung der Unternehmen hat ein kritisches Mass erreicht»

Daniel Pfister, Geschäftsführer des Bonitätsinstituts Independent Credit View (I-CV), erläutert im Interview, warum der Kreditzyklus sich in einer Spätphase befindet. Die Frage sei nicht, ob der Markt korrigiere, sondern wann.

Andreas Kälin 18.02.2020

