

Credit Insight: 3. Juli 2020 / KEF

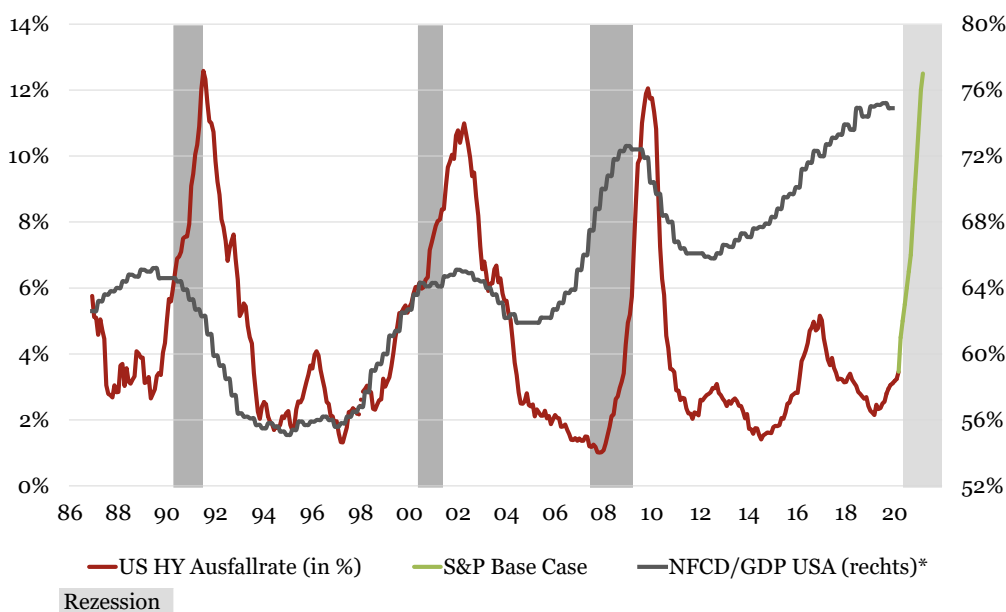
Fallen Angels – I-CV Frühwarnsystem als Schutz gegen die zweite Welle

Einleitung

Die Covid-19 Pandemie sowie der Ölpreiseinbruch in Kombination mit dem rezessiven Umfeld hat die Kreditblase, welche sich seit längerem aufgebaut hat, zum Platzen gebracht. Unternehmen, bei welchen in den letzten Jahren das Gewinnwachstum tiefer war als das Schuldenwachstum – und dieses vielfach nicht für produktive Investitionen, sondern für Aktienrückkäufe, Übernahmen oder andere Finanzspielereien eingesetzt wurde – wurden und werden über die kommenden Quartale schonungslos entblösst. Gerade im Bereich der mit BBB eingestufteten Unternehmen, welche mittlerweile über die Hälfte des gesamten Anleihenmarktes ausmachen, haben sich die Kreditkennzahlen immer mehr von den erforderlichen Grenzwerten entfernt. Einen Puffer, um adverse Ereignisse abfedern zu können, gibt es nicht mehr. Auf kurze Sicht mögen zwar die staatlichen Stützungsmaßnahmen die fundamentalen Faktoren einmal mehr künstlich überdecken, doch mittelfristig ist angesichts der Umsatz- und Margenerosionen mit einer Risikoneubewertung zu rechnen. In diesem Zusammenhang verweisen wir auch auf unseren I-CV Credit Insight vom 13. Mai 2020 [«Wenn Engel fallen und zu Zombies werden»](#).

Dauer und Dimension der kommenden Rezession sowie die Spätfolgen der Wirtschaftsstimuli bleiben ungewiss. Angesichts der geringen Visibilität haben die Unternehmen ihre Jahresprognosen zurückgezogen. Mit Blick auf die schwachen Wirtschaftsindikatoren, steigenden Insolvenzen und drohenden Downgrades im BBB-Segment erscheint uns die Euphorie an den Börsen unbegründet. Die Entkopplung von Kapitalmärkten und ökonomischen Fundamentaldaten, welche bereits in den vergangenen Jahren zu beobachten war, geht somit in die nächste Runde. Umso wichtiger ist es, Bonitätsverschiebungen frühzeitig zu erkennen und im Bondportfolio sorgfältig die Spreu vom Weizen zu trennen. Nur so ist gewährleistet, dass die sich bietenden Investitionsmöglichkeiten optimal genutzt und böse Überraschungen vermieden werden können.

Abbildung 1: Hoher Schuldenstand lässt steilen Anstieg der Ausfallraten erwarten



Quellen: BIS, S&P *Non-financial corporate debt (NCFD per Ende Dezember 2019)

Covid-19 Pandemie als Katalysator einer Korrektur an den Kreditmärkten

Die ersten Monate der globalen Covid-19 Pandemie haben Einblick in die Verwundbarkeit vermeintlich sicherer Anlagen gegeben. Die erwarteten einjährigen Ausfallraten sind auf Höchstwerte angestiegen und liegen im Basisszenario gar höher als während der Finanzkrise (siehe Abbildung 1). Besonders betroffen sind der Energie-, Retail- und Tourismussektor. Bekannte Unternehmen, welche unvorbereitet von der Krise überrascht wurden, mussten Gläubigerschutz beantragen (z.B. Erdgas- und Erdölproduzent Chesapeake Energy, der Autovermieter Hertz in Nordamerika oder der britische Betreiber von Einkaufszentren Intu). Der bisher spektakulärste Fall betrifft den deutschen Zahlungsabwickler Wirecard, wo sich für Kreditanalysten aber schon lange vor Ausbruch der Covid-19 Pandemie klare Anzeichen für eine vertiefte und skeptische Prüfung im Sinne eines «view behind the rating» abgezeichnet haben. Dieser Fall hat einmal mehr gezeigt, dass es nicht ausreicht, sich nur auf die wichtigsten Kreditkennzahlen oder die (un)abhängigen Einschätzungen der Ratingagenturen zu verlassen (das Moody's Rating für Wirecard war bis kurz vor der Insolvenz noch im Investment Grade).

Die Auswirkungen der Covid-19 Krise haben die inhärenten Schwächen der Geschäftsmodelle in einzelnen zyklischen Sektoren schlagartig offengelegt, was uns im Nachgang zu einem breit angelegten Liquiditätsstresstest zu Ratinganpassungen veranlasst

hat (z.B. bei Carnival, Boeing, Macy's oder MSC). Generell war gut bedient, wer sich während Zeiten tiefer Risikoprämien aus wackeligen Emittenten zurückzog, um dann bei der schockartigen Ausweitung selektiv Opportunitäten wahrzunehmen.

Abbildung 2: Auszug I-CV Empfehlungen zum Risikoabbau

Datum	Emittent	I-CV Aktion	I-CV Rating damals	Composite damals	I-CV Rating 01.07.2020	Composite 01.07.2020
09.07.2015	Embraer	Einstufung	BB+	BBB	BB	BB+
23.02.2018	Kudelski	Verkaufsempfehlung	B+	n.a.	B-	n.a.
25.04.2018	MCH	Einstufung	BB	BB+/BBB-	BB-	n.a./B
07.12.2018	Ford	Downgrade mit Empfehlung zum Risikoabbau	BB+	BBB	BB	BB+
11.01.2019	MSC	Downgrade mit Empfehlung zu Risikoabbau	B+	n.a.	B-	n.a.
14.05.2019	Harley Davidson	Downgrade; seit 2018 Empfehlung zu Risikoabbau	BBB	A-	BBB-	BBB+
05.08.2019	Fluor	Empfehlung zum Risikoabbau mit anschliessender Herabstufung	BBB-	BBB+	keine Abdeckung	BB+
22.08.2019	Macy's	Einstufung mit Empfehlung zum Risikoabbau	BB+	BBB-	B+	B+
26.09.2019	Auchan	Downgrade	BB+	BBB-	BB+	BBB-
24.10.2019	Wirecard	Einstufung mit Empfehlung zum Risikoabbau	BB	BBB-	D	Rückzug
08.11.2019	Rolls Royce	Downgrade mit Verkaufsempfehlung	BBB	BBB+	BBB-	BB+
17.12.2019	Boeing	Downgrade mit Verkaufsempfehlung	A-	A	BBB-	BBB
29.01.2020	ZF Friedrichshafen	Downgrade	BB+	BBB-	BB+	BB+
13.02.2020	Kraft Heinz	Downgrade	BB+	BBB-	BB+	BB+
04.03.2020	Carnival	Downgrade mit Empfehlung zum Risikoabbau	BBB+	A-	BB	BB-
18.03.2020	Marriott International	Downgrade	BB+	BBB	BB+	BBB-
19.03.2020	ArcelorMittal	Downgrade	BB+	BBB-	BB+	BB+

Quellen: S&P, Moody's, Fitch, I-CV, Reuters

Downgrade-Welle – Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Mit ihren Stimulus-Massnahmen verzögern die Notenbanken zwar eine Downgrade-Welle, verhindern können sie sie aber nicht. Ganz nach dem Motto aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Weiterer Ratingaktivismus seitens der Agenturen erwarten wir spätestens im Nachgang zu den 2Q20-Zahlen (August, September). Dabei schätzen wir das von einem Downgrade ins Non-Investment Grade gefährdete Schuldenvolumen (Fallen Angel Risiko) in den USA und EU auf insgesamt EUR 450 Mia. Da sich die Märkte aktuell noch in einer Schockstarre befinden, besteht die Gefahr, dass Ratingrückstufungen oder Ausfälle einzelner prominenter Emittenten zu weiteren starken Marktverwerfungen führen können.

Abbildung 3: Ausgewählte Fallen Angel Kandidaten aus Sicht I-CV

Name	Sektor	I-CV Rating	I-CV Fundamentals	Composite Rating
Accor Hotels	Consumer Services	BB+	Declining	BBB-
Auchan	Food & Staples Retailing	BB+	Declining	BBB-
Bharti Airtel	Telecom	BB+	Stable	BBB-
Bobst	Capital Goods	BB+	Declining	Im SBI, sprich min. IG
Dätwyler	Capital Goods	BB+	Declining	Im SBI, sprich min. IG
EP Infrastructure Group	Utilities	BB+	Stable	BBB-
ERG - Edoardo Raffinerie Garrone	Utilities	BB+	Stable	BBB-
Gold Fields	Metals & Mining	BB	Stable	BBB-
HIAG	Real Estate	BB	Declining	Im SBI, sprich min. IG
Infineon Technologies	Semiconductors	BB+	Declining	BBB-
Intershop	Real Estate	BB+	Declining	Im SBI, sprich min. IG
Investis Holding SA	Real Estate	BB+	Declining	Im SBI, sprich min. IG
Marriott International	Consumer Services	BB+	Declining	BBB-
Metro AG	Food & Staples Retailing	BB+	Stable	BBB-
OC Oerlikon	Capital Goods	BB+	Declining	Im SBI, sprich min. IG
OCP S.A.	Chemicals	BB+	Declining	BBB-
Roadster Finance DAC	Energy	BB+	Declining	BBB-
Semiconductor Manufacturing Intern'l Corp (SMIC)	Semiconductors	BB+	Declining	BBB-

Abbildung 4: Potenziell gefährdete IG-Schuldner

Name	Sektor	I-CV Rating	I-CV Fundamentals	Composite Rating
Abertis Infraestructuras	Transportation	BBB-	Declining	BBB-
AP Moeller-Maersk	Transportation	BBB	Declining	BBB-
Ashtead Group	Diversified Financials	BBB-	Declining	BBB-
Boeing	Capital Goods	BBB-	Developing	BBB
Clariant	Chemicals	BBB-	Declining	BBB-
Eastman Chemical	Chemicals	BBB	Declining	BBB-
Ecopetrol	Energy	BBB-	Declining	BBB-
easyJet	Transportation	BBB-	Declining	BBB-
General Motors	Automotive OEM	BBB	Declining	BBB-
Hyatt	Consumer Services	BBB-	Declining	BBB-
IFF	Chemicals	BBB-	Declining	BBB-
Howmet Aerospace (ex-Arconic Inc)	Capital Goods	BBB-	Declining	BB+
Oil & Natural Gas Corp Ltd - ONGC	Energy	BBB	Declining	BBB-
Peugeot	Automotive OEM	BBB-	Declining	BBB-
Publicis	Media	BBB-	Declining	BBB
Rosneft	Energy	BBB-	Declining	BBB-
Rolls-Royce	Capital Goods	BBB-	Declining	BBB-
Ryanair Holdings	Transportation	BBB-	Declining	BBB
Schaeffler Group	Automotive Suppliers	BBB	Declining	BBB-

3

Quellen: S&P, Moody's, Fitch, I-CV, Reuters

I-CV Empfehlung – Gunst der Stunde für Standortbestimmung nutzen. Selektive Namensauswahl bleibt Schlüssel zum Erfolg

Das aktuelle Marktumfeld bietet neben Herausforderungen auch immer interessante Anlageopportunitäten. Jedoch bleibt die Volatilität hoch und die Visibilität über alle Risikoklassen und Sektoren hinweg gering.

Vor diesem Hintergrund empfehlen wir unseren Kunden zwei Schutzmassnahmen:

- 1) Nutzen sie die Gunst der Stunde mit der jüngsten Markterholung um eine Standortbestimmung ihres Schuldner-Portfolios vorzunehmen ([I-CV Risiko Check-up](#))
- 2) Die selektive Emittentenauswahl und deren enge Überwachung bleibt der Schlüssel zum Erfolg. Denn nur ein tiefes Verständnis und ein aktives Auseinandersetzen mit den zugrundeliegenden Kreditrisiken hilft, die Spreu vom Weizen zu trennen und die richtigen Anlageentscheide zu treffen. Bei Investitionen in Kreditinstrumente gibt es per se keine schlechten Anlagen, sondern nur unzureichend kompensierte Risiken. Gerne unterstützen wir Sie bei der Suche nach dem optimalen Rendite-/Risikoverhältnis und filtern mit Hilfe unserer Screening-Tools die Unternehmen heraus, welche besser durch die Krise manövrieren resp. sich schneller davon erholen sollten und zeigen auf, welche Emittenten gefährdet sind

Wir bevorzugen Emittenten aus defensiven Sektoren (Telekom, Versorger, Pharma und Gesundheit), denn diese gehören zu den Gewinnern in unsicheren Zeiten. Spannend ist aber auch die Technologie-Branche, welche u.a. mit neuen Anwendungsmöglichkeiten auftrumpfen kann. Weiterhin vorsichtig sind wir bei Schuldner aus zyklischen Sektoren (wie beispielsweise Energie, Detailhandel, Automobil, Reisebranche, Geschäftsimmobilien).

Insgesamt liegt der Fokus auf Emittenten mit geringer Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen und tiefen Risiken bei den Lieferketten. Dabei empfehlen wir etablierte Schuldner mit höherer Kreditqualität: 1) aufgrund der höheren Krisenresistenz und 2) der drohenden Fallen Angel bzw. Downgrade Welle. Nichtsdestotrotz bieten auch BBB-Schuldner mit relativ krisenresistenten Geschäfts- und Finanzrisikoprofilen Anlagechancen. Selektive Investitionsmöglichkeiten ergeben sich aber auch bei zyklischen BBB-Namen (z.B. Holcim, Implenla, Schaeffler) oder bei BB-Schuldnern mit einem etablierten Geschäftsmodell (Cellnex, Sirius, Telekom Italia). Gerade die Risikoprämien im BB-Bereich haben sich im Vergleich zum IG-Segment jüngst gar wieder ausgeweitet, was attraktive Renditemöglichkeiten bietet. Profitieren sie von dieser Entwicklung mittels der [I-CV Crossover Selektion](#). Chancen sehen wir auch weiterhin bei Neuemissionen sowohl von etablierten Emittenten (Fraport, Leonardo, General Motors, Bayer etc.) oder neuen Namen wie dem Genfer Duftstoff- & Aromahersteller Firmenich.

Innerhalb der Kapitalstruktur bieten Nachranganleihen von etablierten Investment Grade Schuldnern interessante Einstiegsmöglichkeiten auch im Hinblick auf ein länger anhaltendes Tiefzinsumfeld (z.B. KPN EUR Non-Call 2024, BPs kürzliche EUR-Nachranganleihen Non-Call 2026 & 2029). Auch hier gilt es aber die unternehmensspezifischen Risiken im Auge zu behalten, weshalb ein selektiver «bottom-up» Ansatz zentral für die Auswahl ist. Generell favorisieren wir Nachträge mit hohen Reset-Spreads und nicht kündbaren Laufzeiten zwischen 2023-25 von soliden Emittenten aus defensiven Sektoren (Telekom, Versorger).

Abbildung 5: Ausgewählte Empfehlungsliste

ISIN	Ticker	Currency	Coupon	Issuer	Maturity Date	Amount Outstanding	Yield to Worst	Sector	ICV RATING SENIOR UNSEC.	ICV RATING EMISSION	FUNDAMENTALS	RV
CH0555837753 CORP	CLNXSM	CHF	1.117%	CELLNEX TELECOM	17.07.2025	100'000'000	1.146%	Telecommunication Services	BB+	BB+	Stable	MW
CH0341725882 CORP	HERSW	CHF	1.000%	HERO GROUP	28.10.2026	135'000'000	1.206%	Food	BBB-	BBB-	Stable	MW
CH0316994661 CORP	IMPNSW	CHF	1.000%	IMPLENIA	20.03.2026	125'000'000	3.294%	Materials - Construction Materials	BBB-	BBB-	Stable	OW
CH0398633724 CORP	LHNVX	CHF	3.500%	LAFARGE HELVETIA	NULL	175'000'000	1.811%	Materials - Construction Materials	BBB	BB+	Stable	OW
CH0522690715 CORP	RURAIL	CHF	0.840%	RZD CAPITAL	12.03.2026	250'000'000	1.648%	Transportation	BBB-	BBB-	Stable	OW
CH0434678428 CORP	SUNSW	CHF	1.600%	SULZER	22.10.2024	250'000'000	1.247%	Capital Goods	BBB-	BBB-	Stable	OW
CH0508785745 CORP	TEMNSW	CHF	1.500%	TEMENOS	28.11.2025	220'000'000	2.077%	Software & Services	BB+	BB+	Stable	OW
CH0333827506 CORP	TEVA	CHF	1.000%	TEVA PHARMA	28.07.2025	350'000'000	4.104%	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	B+	B+	Stable	MW
XS2114413565 CORP	XXXT	EUR	2.875%	AT&T	NULL	2'000'000'000	3.572%	Telecommunication Services	BBB+	BBB-	Improving	OW
DE000A11QR73 CORP	BAYNGR	EUR	3.750%	BAYER	01.07.2074	1'500'000'000	2.613%	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	BBB	BB	Stable	MW
XS1758723883 CORP	CCK	EUR	2.875%	CROWN EURO	01.02.2026	500'000'000	2.496%	Materials - Packaging & Others	BB	BB	Stable	MW
PTEDPKOM0034 CORP	ELEPOR	EUR	4.496%	EDP	30.04.2079	1'000'000'000	2.535%	Utilities	BBB	BB	Improving	MW
XS1713463559 CORP	ENELIM	EUR	3.375%	ENEL	24.11.2081	750'000'000	2.772%	Utilities	BBB	BB+	Improving	MW
XS2069101868 CORP	KPN	EUR	2.000%	KPN	NULL	500'000'000	2.758%	Telecommunication Services	BBB	BB	Stable	MW
XS1713462403 CORP	OMVAV	EUR	2.875%	OMV	NULL	500'000'000	2.434%	Energy	BBB+	BBB	Stable	OW
XS2050968333 CORP	SKGID	EUR	1.500%	SMURFIT KAPPA TR	15.09.2027	750'000'000	2.131%	Materials - Packaging & Others	BBB-	BBB-	Stable	MW
XS1982819994 CORP	TITIM	EUR	2.750%	TELECOM IT	15.04.2025	1'000'000'000	2.616%	Telecommunication Services	BB+	BB+	Stable	MW
XS1795406658 CORP	TELEFO	EUR	3.875%	TELEFONICA EUROP	NULL	1'000'000'000	3.517%	Telecommunication Services	BBB	BB-	Improving	MW
XS1439749281 CORP	TEVA	EUR	1.125%	TEVA PHARMA	15.10.2024	1'500'000'000	4.237%	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	B+	B+	Stable	MW
XS1501166869 CORP	TOTAL	EUR	3.369%	TOTAL	NULL	1'500'000'000	2.164%	Energy	A	BBB+	Stable	OW
FR0013330529 CORP	ULFP	EUR	2.125%	UNIBAIL RODAMCO	NULL	1'250'000'000	2.625%	Real Estate	A-	BBB	Stable	OW
XS1205618470 CORP	VATFAL	EUR	3.000%	VATTENFALL	19.03.2077	1'000'000'000	2.373%	Utilities	AA-	BBB-	Stable	MW
US1248EPT92 CORP	CHTR	USD	5.125%	CCO HOLDINGS	01.05.2027	3'250'000'000	4.255%	Telecommunication Services	BB	BB	Stable	OW
US82967NBC11 CORP	SIRI	USD	5.500%	SIRIUS XM	01.07.2029	1'250'000'000	4.476%	Media	BB	BB	Stable	OW
US87264AAU97 CORP	TMUS	USD	4.500%	T-MOBILE USA	01.02.2026	1'000'000'000	3.829%	Telecommunication Services	BB+	BB+	Improving	MW
US87927YAA01 CORP	TITIM	USD	5.303%	TELECOM	30.05.2024	1'500'000'000	3.907%	Telecommunication Services	BB+	BB+	Stable	OW
XS1888180640 CORP	VOD	USD	6.250%	VODAFONE GROUP	03.10.2078	1'300'000'000	4.091%	Telecommunication Services	BBB	BB	Improving	OW
US958102AM75 CORP	WDC	USD	4.750%	WESTERN DIGITAL	15.02.2026	2'300'000'000	3.942%	Technology Hardware & Equipment	BB+	BB+	Improving	MW

Quelle: Daten EEX 01.07.2020, I-CV

Independent Credit View AG (I-CV) ist seit 2003 erfolgreich als erste unabhängige Research Boutique für institutionelle Bondinvestoren tätig. In ihrer Beratungsfunktion analysiert, beurteilt und überwacht I-CV die Kreditqualität von nationalen und internationalen Emittenten und gibt entsprechende Anlageempfehlungen. I-CV ist das einzige Unternehmen im deutschsprachigen Raum, welches für seine Ratingdienstleistungen ausschliesslich von Investoren bezahlt wird. Das Unternehmen verfügt über ein erfahrenes 18-köpfiges Spezialistenteam und robuste Analyseverfahren, welche in einem I-CV Rating und einer Empfehlung resultieren. Das I-CV Rating hat sich im Markt als unabhängige Einschätzung der Kreditqualität etabliert und als akkurater Frühwarnindikator bewährt. I-CV agiert ausschliesslich im Interesse der Investoren (Investor-pay) und generiert durch umfassende Studien unmittelbaren Mehrwert, indem Marktverschiebungen frühzeitig erkannt werden. Die Nähe zum Kunden sowie die Unabhängigkeit zählen zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren des Unternehmens.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tötigung 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 Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.