

Capital Goods: Flaue Konjunktur trifft auf robuste Bilanzen

Konklusion

- Die Kapitalgütergesellschaften operieren in einem herausfordernden Marktumfeld mit unklarem Konjunkturverlauf sowie erschwerten Finanzierungsbedingungen (höhere Zinsen, restriktivere Kreditvergabe)
- Der Kreditzyklus befindet sich in der Spätphase und der Druck auf die Kreditkennzahlen steigt weiter an. Vor diesem Hintergrund belassen wir unseren Sector View auf **Declining**
- Visibilität ergibt sich aus den teilweise noch gut gefüllten Auftragsbüchern. Diese dürften aber im laufenden Jahr bedingt durch den Abbau des pandemiebedingten Nachfrageüberhangs sowie verhaltenem Bestellungseingang schrumpfen. Immerhin agieren viele Kapitalgütergesellschaften im I-CV Universum aus einer Position der finanziellen Stärke und es zeichnet sich ein Paradigmawechsel hinzu mehr Schuldendisziplin ab
- Daraus und angesichts des attraktiven Carry auf Corporate-Anleihen ergibt sich eine für Investoren interessante Ausgangslage. Wir erwarten eine hohe Volatilität und empfehlen eine sorgfältige Auswahl der Emittenten
- Der Fokus sollte auf qualitativ hochwertigen IG- sowie HY-Schuldner (\geq BB) liegen. Als attraktiv erachten wir breit diversifizierte Emittenten mit Preismacht, führender Marktstellung oder hohem Service-Anteil (z.B. Honeywell, Illinois Tool Works, Leonardo, Rolls-Royce, Schneider Electric). Wir raten verletzliche Schuldner mit geringer Preismacht, starken Nachfragezyklen oder hohem Refinanzierungsbedarf zu meiden

Charakteristiken & Treiber

Die Kapitalgüterindustrie zeichnet sich durch eine zyklische Nachfrage und hohe Wettbewerbs- sowie Kapitalintensität aus. Dies erfordert eine breite geografische und produktseitige Diversifikation. Es gilt anzumerken, dass diese Branche eine Vielzahl von Industrieunternehmen umfasst, welche unterschiedliche Endmärkte bedienen und verschiedenen Wettbewerbskräften ausgesetzt sind. Dazu gehören Industriekonglomerate (z.B. Honeywell, Siemens), aber auch oligopolistische Marktführer (z.B. Airbus, Schindler, Stadler) sowie spezialisierte Nischenanbieter (z.B. Burckhardt Compression, Rieter, VAT).

Industrietreiber	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkung
Konjunktur	- Wirtschaftsaktivität, Nachfragezyklizität, Inflation	- Rezessionsrisiken USA und EU, Reopening China wirkt stützend - Hartnäckige Inflation treibt Herstellungskosten in die Höhe	
Wettbewerb	- Innovationskraft und Spezialisierungsgrad begünstigen Preismacht - Flexible Kostenstrukturen stärken Wettbewerbsfähigkeit - Grösse, Marktposition/-struktur als Eintrittsbarrieren	- Kompetitives Umfeld, tendenziell starre Kostenstrukturen - Preiserhöhungen werden schwieriger durchsetzbar - Bessere Ausgangslage für Emittenten mit starker Marktposition oder Hersteller kritischer Komponenten	
Kapitalintensität	- Hohe Kapitalbindung (Investitionen, Rohstoffe, Lagerbewirtschaftung) - Zugang zu kostengünstiger Finanzierung wichtig	- Tiefere Nachfrage reduziert Kapitalbindung im Umlaufvermögen (= positiv für Cashflows) - Erhöhte Finanzierungskosten (steigende Zinsen, restriktivere Kreditvergabe der Banken) - Capex höher erwartet (strukturelle Treiber, Nachholbedarf)	
Langfristige Trends	- Digitalisierung, Automatisierung, Dekarbonisierung, Deglobalisierung, Urbanisierung etc.	- Bleiben intakt und bieten Wachstumsperspektiven (mittel-/langfristig positiver Investitionszyklus) treiben aber auch Kosten in die Höhe	

Finanzrisikoprofil

Zwar hat die Mehrheit der Kapitalgüterunternehmen im I-CV Universum gute GJ22-Abschlüsse rapportiert, doch haben verschiedene Emittenten bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr für Negativschlagzeilen gesorgt (Dätwyler, 3M, Rieter, Schindler, SFS). Gleichzeitig sind die Prognosen fürs GJ23 insgesamt zurückhaltend. Nichtsdestotrotz zeigen sich aber einige zyklischere Emittenten angesichts des noch hohen Auftragsbestandes konstruktiv fürs laufende Geschäftsjahr (CNH Industrial, Deere, Trane Technologies, Siemens, Sulzer). Tatsache bleibt, dass aufgrund der flauen Konjunktur eine tiefere Wachstumsdynamik zu erwarten ist. Der Margenhöhepunkt wurde Ende 2021 erreicht und der Profitabilitätsdruck bleibt inflationsgetrieben hoch (siehe Abbildung 1). Ebenso werden Preiserhöhungen zukünftig schwieriger durchzusetzen sein. Problematischer ist dies für Emittenten mit Fixpreisprojekten oder geringer Preismacht (z.B. Bobst, Stadler). Immerhin geht ein Grossteil der Kapitalgüterschuldner im I-CV Universum aus einer

Position der Stärke in dieses Szenario und verfügt über finanzielle Puffer, um negative Effekte abfedern zu können (siehe Abbildung 2). Gleichzeitig stellen wir fest, dass der Erhalt einer möglichst hohen Bonitätsnote angesichts der höheren Zinsen und restriktiveren Kreditvergabe auf der Corporate-Agenda wieder nach oben gerückt ist. Tendenziell positive Effekte sind auch aus der geringeren Kapitalbindung im Umlaufvermögen zu erwarten. Insgesamt gehen wir zwar von einem Leverage-Anstieg aus, doch dürfte die Mehrheit der Schuldner damit gut umgehen können.

Finanzprofil	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkung
Auftragsbestände	- Pulsmesser für Nachfrageentwicklung und Preismacht (Auftragsmargen)	- Noch gut gefüllte Bücher vs. abnehmende Auftragsdynamik, Sistierrungs-/Aufschiebungsrisiken, Fixpreisproblematik	
Stabilität der Erträge	- Preismacht, höherer Anteil am Servicegeschäft steigert Stabilität	- Margen dürften in der Tendenz sinken (hartnäckige Kosteninflation, EU mit strukturell höheren Energiekosten); hoher Service-Anteil oder Preismacht begrenzen dies - Höhere Zinsen belasten Erträge	
Cashflows	- Hohe Cash Conversion indiziert operative Effizienz (wichtig ist Nachhaltigkeit)	- Nach starker Kapitalbindung im Umlaufvermögen im GJ22 erwarten wir positive Effekte	
Schulden	- Leverage: Bereinigter FFO / Nettoschulden - Fälligkeitsprofil, Zinsdeckung	- Verschlechterung erwartet bzw. im besten Fall stabil (Nachfragereduktion, Margendruck), doch immerhin von solidem Niveau - Erhöhter Refi-Bedarf ab Ende 2024	
Finanzpolitik	- Dividenden, M&A, Aktionär vs. Gläubiger, Rating «Commitment»	- Zinswende hat Paradigma-Wechsel eingeläutet, gute Bonitätsnote für Kapitalkostenoptimierung angestrebt zu Lasten der Aktionäre	
Sector View	- Declining (wie bisher)		

Picks & Pans

Angesichts der unklaren Konjunkturlage mit sich verschlechternden (Re-)Finanzierungsbedingungen bleibt eine selektive Schuldnerauswahl unabdingbar. Aus Bonitätssicht favorisieren wir grundsätzlich breit diversifizierte Gesellschaften mit flexiblen Kostenstrukturen, starker Marktstellung, Preisführerschaft und hohen wiederkehrenden Umsätzen (z.B. Servicegeschäft), was gerade bei Nachfrageeinbrüchen stabilisierend wirkt. Zurückhaltender sind wir gegenüber Emittenten mit starken Nachfragezyklen, fehlender Preismacht bzw. tiefer Profitabilität, geringer Diversifikation (Produkte, Regionen, Endkunden) oder schlecht gestaffeltem Fälligkeitsprofil.

Firmenspezifische Eigenschaften

- Führende Marktposition
- Oligopolistische Marktstrukturen
- Hoher Anteil an wiederkehrenden Umsätzen
- Breite Diversifikation über Kunden, Produkte und Märkte
- Hohe Eintrittsbarrieren und geringe Substitutionsgefahr
- Innovationskraft, hohe Kundenbindung
- Reifegrad der Automatisierung/Digitalisierung
- Vergleichsweise hohe Profitabilität als Indikation für kompetitiven Vorteil (wie Produktivität, Kostenstruktur, Kapazitätsauslastung, etc.)
- Leistungsausweis mit umsichtiger Finanzpolitik

Fundamental Picks

- Assa Abloy (BBB+/Improving)
- CNH Industrial (BBB+/Stable)
- Deere (A/Stable)
- Leonardo (BBB-/Stable)
- Schneider (A/Stable)
- Siemens (A+/Stable)
- Trane Technologies (BBB+/Stable)
- Rolls-Royce (BB+/Improving)



Firmenspezifische Eigenschaften

- Nischenplayer mit geringer Diversifikation
- Intensiver Wettbewerb, fehlende Preismacht
- Starre Kostenstrukturen, unzureichende Skaleneffekte
- Hohe Nachfragezyklizität
- Aggressive Finanzpolitik, starker Aktionärsfokus
- Stetige Transformation
- Corporate Governance Bedenken

Fundamental Pans

- 3M (A-/Stable)
- Bauwerk (B+/Declining)
- Rieter (B+/Stable)
- OC Oerlikon (BB+/Declining)



Abbildung 1: Entwicklung EBITDA-Margen der Kapitalgütergesellschaften im I-CV Universum

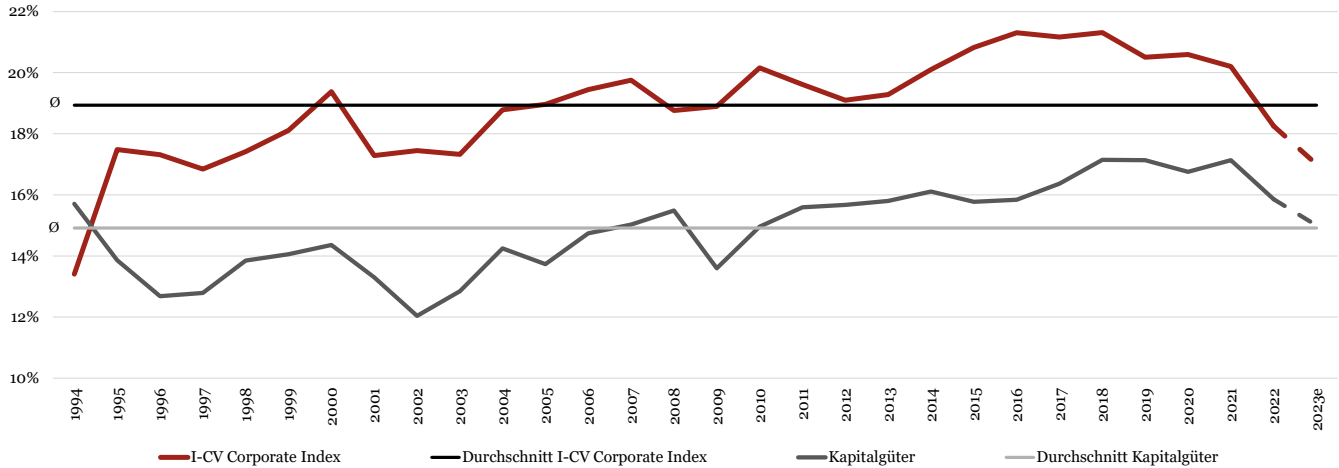
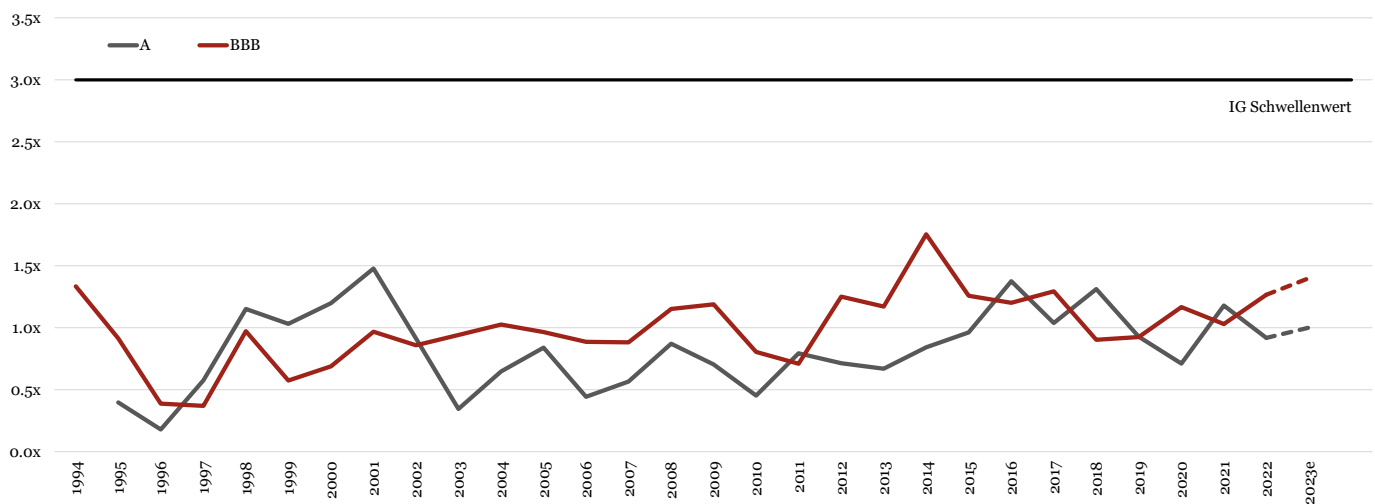


Abbildung 2: Leverage-Entwicklung der Kapitalgütergesellschaften im I-CV Universum



Quellen: Unternehmensdaten, Bloomberg, I-CV

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.