

Bonität 2/2024:

„**Zombifizierung**“ von  
Unternehmensbilanzen  
im AAA-BB-Bereich:  
Ein Problem?

# Übungsanleitung:

## Team USA:

Paramount Global, 3M Co, Abbott Laboratories, Adobe Inc, Agilent Technologies Inc, Albemarle Corp, Alcoa Corp, Alphabet Inc, Altria Group Inc, Amazon.com Inc, Amcor PLC, Advanced Micro Devices Inc, American Axle & Manufacturing Holdings Inc, American Electric Power Co Inc, Cencora Inc, Amgen Inc, Analog Devices Inc, Elevance Health Inc, APA Corp, Apple Inc, Archer-Daniels-Midland Co, Ashland Inc, AT&T Inc, Ball Corp, Becton Dickinson & Co, Berkshire Hathaway Inc, Best Buy Co Inc, Biogen Inc, Boeing Co, BorgWarner Inc, Boston Scientific Corp, Bristol-Myers Squibb Co, Bunge Global SA, Campbell Soup Co, Cardinal Health Inc, Caterpillar Inc, Celanese Corp, CF Industries Holdings Inc, Charles River Laboratories International Inc, Chevron Corp, Cigna Group, Cisco Systems Inc, Coca-Cola Co, Colgate-Palmolive Co, Comcast Corp, Conagra Brands Inc, ConocoPhillips, Constellation Brands Inc, Corning Inc, Crown Holdings Inc, CSX Corp, CVS Health Corp, Danaher Corp, DCP Midstream LP, Devon Energy Corp, Dollar Tree Inc, Dominion Energy Inc, DR Horton Inc, Eastman Chemical Co, Eaton Corp PLC, Ecolab Inc, Electronic Arts Inc, Eli Lilly & Co, Energy Transfer LP, EnerSys, Enterprise Products Partners LP, EQT Corp, Equifax Inc, Equinix Inc, Estee Lauder Cos Inc, Exxon Mobil Corp, FedEx Corp, Ferrovia SE, FirstEnergy Corp, Fiserv Inc, Fluor Corp, FMC Corp, Ford Motor Co, GATX Corp, General Electric Co, General Dynamics Corp, General Mills Inc, Gilead Sciences Inc, GSK PLC, Halliburton Co, Harley-Davidson Inc, Hasbro Inc, Hershey Co, Hess Corp, Home Depot Inc, Honeywell International Inc, HP Inc, Hubbell Inc, Humana Inc, International Business Machines Corp, Intel Corp, International Flavors & Fragrances Inc, Interpublic Group of Cos Inc, Iron Mountain Inc, J M Smucker Co, Deere & Co, Johnson Controls International plc, Juniper Networks Inc, Kansas City Southern, KB Home, Kimberly-Clark Corp, Kohl's Corp Kroger Co/The Bath & Body Works Inc Lam Research Corp, Lamar Advertising Co, Lennar Corp, Laboratory Corp of America Holdings, Lithia Motors Inc, Louisiana-Pacific Corp, Lowe's Cos Inc, Macy's Inc, Marathon Oil Corp, Marsh & McLennan Cos Inc, Martin Marietta Materials Inc, McDonald's Corp, McKesson Corp, MDC Holdings Inc, Medtronic PLC, Merck & Co Inc, Micron Technology Inc, Microsoft Corp, MOhawk Industries Inc, Molson Coors Beverage Co, Mondelez International Inc, Moody's Corp, Motorola Solutions Inc, Murphy Oil Corp, Nestle SA, Newmont Corp, NextEra Energy Inc, NIKE Inc, NiSource Inc, Nordstrom Inc, Norfolk Southern Corp, Northrop Grumman Corp, Gen Digital Inc, Nucor Corp, NuStar Energy LP, NVIDIA Corp, Olin Corp, Omnicom Group Inc, Oracle Corp, PepsiCo Inc, Pfizer Inc, Procter & Gamble Co, PulteGroup Inc, QUALCOMM Inc, Quest Diagnostics Inc, Ralph Lauren Corp, RTX Corp, Republic Services Inc, Ross Stores Inc, Ryder System Inc, Salesforce Inc, Sanofi SA, Schlumberger NV, Schneider Electric SE, Sealed Air Corp, Sherwin-Williams Co, Silgan Holdings Inc, Sirius XM Holdings Inc, Starbucks Corp, Steel Dynamics Inc, Stryker Corp, Sysco Corp, T-Mobile US Inc, Texas Instruments Inc, Thermo Fisher Scientific Inc, Timken Co, Tyson Foods Inc, Union Pacific Corp, UnitedHealth Group Inc, United Rentals Inc, Universal Health Services Inc, United Parcel Service Inc, Valero Energy Corp, VeriSign Inc Verizon Communications Inc, Vulcan Materials Co, Walmart Inc, Walt Disney Co, Waste Management Inc, Western Union Co, Weyerhaeuser Co, Whirlpool Corp, Williams Cos Inc, Xcel Energy Inc, Xerox Holdings Corp, Zimmer Biomet Holdings Inc

## Team Europa:

ABB Ltd, Accor SA, Adecco Group AG, adidas AG, Air Liquide SA, Airbus SE, Akzo Nobel NV, Alstom SA, AngloGold Ashanti Plc, AP Moller - Maersk A/S, ArcelorMittal SA, Arkema SA, Ashtead Group PLC, ASML Holding NV, Atlas Copco AB, Autoliv Inc, BAE Systems PLC, Barry Callebaut AG, BASF SE, British American Tobacco PLC, Bayer AG, Bell Food Group AG, Bayerische Motoren Werke AG, Bouygues SA, BP PLC, BT Group PLC, Burberry Group PLC, Buzzi SpA, Caggemini SE, Carlsberg AS, Carrefour SA, Centrica PLC, CEZ AS, Clariant AG, Comet Holding AG, Continental AG, Mercedes-Benz Group AG, Danone SA, Diageo PLC, dormakaba Holding AG, DS Smith PLC, DSV A/S, Deutsche Telekom AG, easyJet PLC, Electricite de France SA, EDP - Energias de Portugal SA, Electrolux AB, RELX PLC, Emmi AG, Enagas SA, Enel SpA, Ence Energia y Celulosa SA, Engie SA, Eni SpA, E.ON SE, Equinor ASA, Telefonaktiebolaget LM Ericsson, Forvia SE, Forbo Holding AG, Fortescue Ltd, Fortum Oyj, Fresenius Medical Care AG, Fresenius SE & Co KGaA, Georg Fischer AG, Givaudan SA, Heidelberg Materials AG, HOCHTIEF AG, Husqvarna AB, CK Hutchison Holdings Ltd, Iberdrola SA, Imerys SA, Imperial Brands PLC, Infineon Technologies AG, ITV PLC, JCDecaux SE, Kering SA, Kingfisher PLC, Koninklijke KPN NV, Kuehne + Nagel International AG, Leonardo SpA, Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG, Lanza Group AG, Deutsche Lufthansa AG, LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE, Mercedes-Benz Group AG, Metsa Board Oyj, Cie Generale des Etablissements Michelin SCA, MOL Hungarian Oil & Gas PLC, Neste Oyj, Nexans SA, Nokia Oyj, Norsk Hydro ASA, Novartis AG, Novo Nordisk A/S, OMV AG, Orange SA, Pernod Ricard SA, Koninklijke Philips NV, Piaggio & C SpA, Publicis Groupe SA, RELX PLC, Renault SA, Repsol SA, Rieter Holding AG, Roche Holding AG, Rolls-Royce Holdings PLC, RWE AG, Ryanair Holdings PLC, Sandvik AB, SAP SE, Securitas AB, SES SA, SGS SA, Shell PLC, Siemens AG, Sika AG, SK Telecom Co Ltd, Smith & Nephew PLC, Smiths Group PLC, Snam SpA, Sodexo SA, Sonova Holding AG, SSE PLC, Stagecoach Group Ltd, Cie de Saint-Gobain SA, Stora Enso Oyj, Straumann Holding AG, Suedzucker AG, Swedish Match AB, Swisscom AG, Tata Steel Ltd, Tecan Group AG, Telefonica SA, Telia Co AB, Tesco PLC, Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Thales SA, TotalEnergies SE, Unilever PLC, United Utilities Group PLC, UPM-Kymmene Oyj, Valeo SE, Veolia Environnement SA, Verbund AG, Vestas Wind Systems A/S, Vinci SA, Vivendi SE, Vodafone Group PLC, Volvo AB, Volkswagen AG, Wienerberger AG, WPP PLC,

## „Zombifizierung“ ...

- ...ist in aller Munde
- Aber ist das ein wirkliches Problem für den Anleger in AAA-BB-Bereich?
- Also in dem Bereich in welchen wir für unsere Kunden investieren, **nicht zu verwechseln** mit dem KMU-Bereich, der nicht an den Anleihemarkt gelangen kann, der aber für die Wirtschaft ungleich wichtiger ist
- Wir haben unsere Bonitätsmodelle für weltweit >500 Unternehmens-Schuldern angeschaut
- Wir haben ein **Sample** von 200 amerikanische Unternehmen gewählt und ein **Sample** von 150 europäischen Unternehmen mit einem leichten Home Bias für CH-Unternehmen und ebenfalls vielen UK-Firmen, alle BB-AAA gerated
- „Zombifizierung“ ist ein **facettenreicher Begriff**, wir haben uns bemüht, die gängigen Definitionen und Nuancen zu bedienen und haben auch ein paar eigene Aspekte einfließen lassen
- Um was geht's also?

# Ansatzpunkte:

## „Zombifizierung“ ...bedeutet:

...gemäß einer kurzen Internet-Recherche:

### Wachstumsschwäche

„sie sind zu schwach, um zu investieren oder zu wachsen.“

### Substanz-Erosion

- „Als substanzarme und gewinnschwache Unternehmen vegetieren sie vor sich hin“
- „Als zweites Kriterium zur Identifikation eines Zombieunternehmens ziehen die BIZ-Ökonomen den Marktwert eines Unternehmens im Verhältnis zu dessen heran. Ist dieses „Tobin's q“ kleiner als der Median der Branche, handelt es sich um ein Zombieunternehmen..“

### Schuldenspirale

- „Als Zombie gilt ein Unternehmen, das eine hohe Verschuldungsquote aufweist..“
- „Um das „kurzfristige“ Fortbestehen zu sichern, werden weitere Kredite aufgenommen, um bereits bestehende Kredite und Tilgungen zu bezahlen. Es ist wie ein andauernder Teufelskreis.“
- „Um das kurzfristige Fortbestehen einer Zombiefirma zu sichern, werden häufig neue Kredite aufgenommen, mit denen die Zinsen und unter Umständen auch Tilgungen von bestehenden Krediten gezahlt werden.“
- „Die Insolvenz wird durch die Aufnahme von neuen Krediten abzuwenden versucht, wobei mit den neu aufgenommenen Krediten die Zinsen und zum Teil auch Tilgung von alten, bestehenden Krediten gezahlt werden.“
- „Sie sind hochverschuldet, haben ein nicht tragfähiges Geschäftsmodell und sind dennoch am Leben“
- „Zombie-Unternehmen sind Unternehmen, die eigentlich nur noch deswegen am Leben sind, weil sie Kredite bekommen können, für die sie fast nichts bezahlen müssen.“

### Ertragskraft-Probleme

- „Als Zombie gilt ein Unternehmen (..) unprofitabel wirtschaftet ...“
- „Zombie-Unternehmen sind Unternehmen, deren wirtschaftliche Leistung nicht ausreicht, um ihre finanziellen Kosten zu decken.“
- „Viele Unternehmen verwenden einen hohen Anteil an Fremdkapital, um Investitionen zu tätigen, die sich nur schwer mit Eigenkapital durchführen ließen.“
- „Ein weiteres Indiz für eine Zombie-Firma ist, wenn der Gewinn der letzten zwei Jahre unterdurchschnittlich gering ist.“

### Probleme mit dem Zinsendienst

- „Als Zombie gilt ein Unternehmen (..) nicht in der Lage ist die Zinsen von aufgenommenen Krediten zu tilgen.“
- „dass die Erträge eines Unternehmens nicht ausreichen, um Tilgung und Zinsen zu bezahlen.“
- „Zombie-Firmen sind Unternehmen, die ihre Zins- und Darlehensgebühren mit Fremdkapital finanzieren.“
- „Die BIZ definiert Zombies als Unternehmen, deren Gewinn (EBIT) zwei Jahre in Folge zu gering ist, um die Zinskosten auf das Fremdkapital zu finanzieren.“
- „Laut OECD sind Zombie-Unternehmen so definiert: 1. Unternehmen, die älter sind als 10 Jahre 2. Der Zinsdeckungsgrad ist kleiner als 1.“

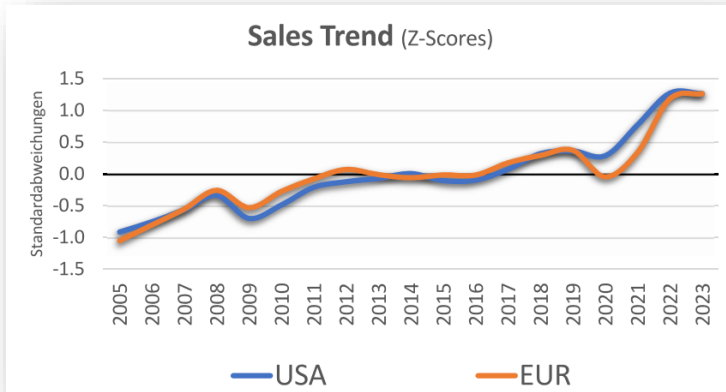
### Insolvenzgefährdet

- „Die Insolvenz wird durch die Aufnahme von neuen Krediten abzuwenden versucht“
- „Die Bezeichnung „Zombie“-Unternehmen kommt also daher, dass das Unternehmen ähnlich einem Zombie eigentlich schon insolvent („tot“) ist“
- „Zombie-Unternehmen sind Unternehmen, die eigentlich nur noch deswegen am Leben sind, weil sie Kredite bekommen können, für die sie fast nichts bezahlen müssen.“

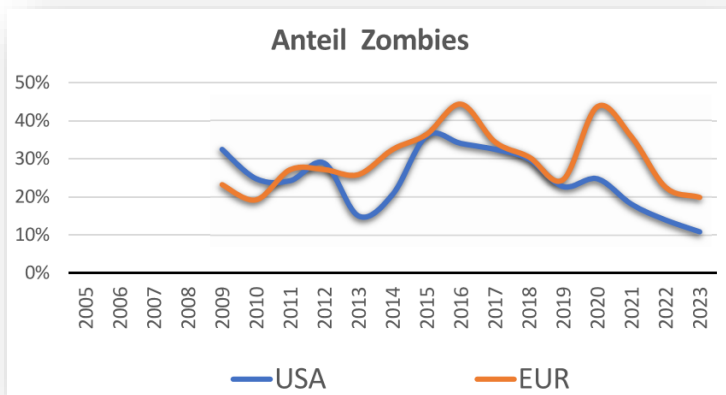
*Wachstumsschwäche?*

# Wachstumsschwäche?

## Verkaufstrends



- Die Trends in den Verkäufen der Unternehmen in den beiden Samples sind fast identisch...
- ... und zwar **robust**
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples im rollenden 5-Jahres-Zyklus zuletzt nicht mehr gewachsen sind
- ...unabhängig davon, ob die entsprechende Unternehmensentscheidung gewollt oder nicht gewollt war

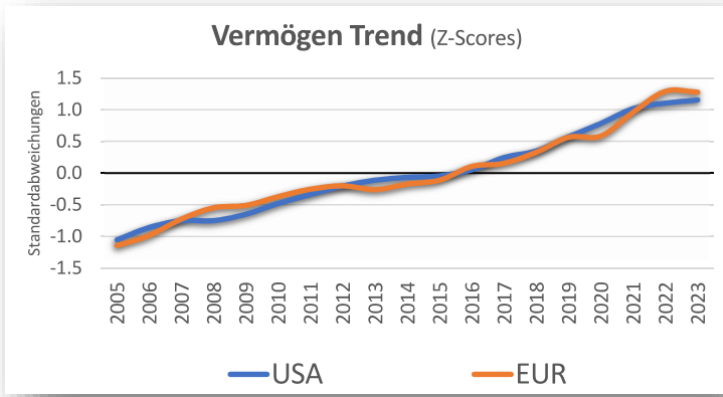


USA: 11% Zombies  
Europa: 19% Zombies

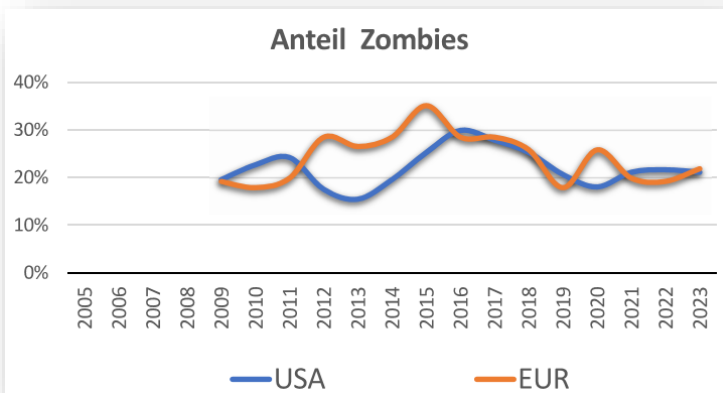
- Jede 10. (USA) bzw. jede 5. (Europa) Unternehmung ist in den letzten 5 Jahren geschrumpft
- Von einer wachsenden Zombifizierung kann **nicht** gesprochen werden
- Der Indikator ist von **mittlerer Stringenz**, was nicht wächst geht mittel- bis langfristig unter

# Wachstumsschwäche?

## Trends im Vermögen („Assets“)



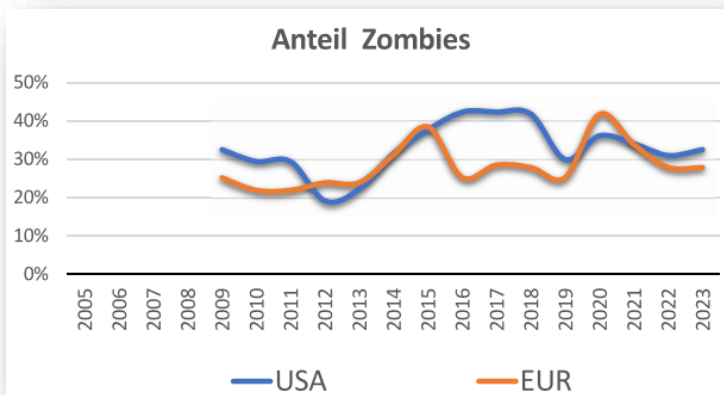
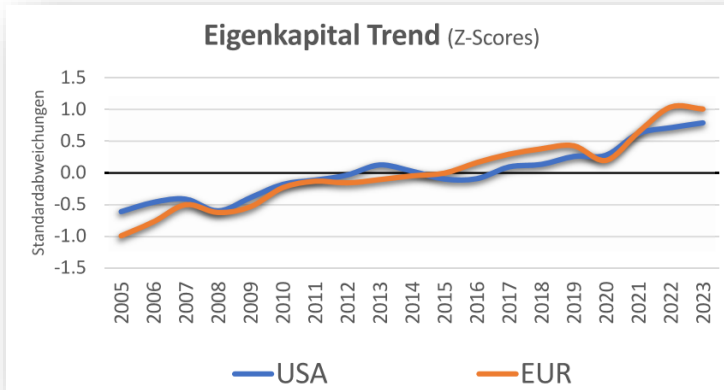
- Die Trends in den Vermögen der Unternehmen in den beiden Samples sind fast identisch...
- ... und zwar ebenfalls *robust*
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples im rollenden 5-Jahres-Zyklus zuletzt nicht mehr gewachsen sind
- ...unabhängig davon, ob die entsprechende Unternehmensentscheidung gewollt oder nicht gewollt war



USA: 22% Zombies  
Europa: 21% Zombies

- Jede 5. Unternehmung ist in den letzten 5 Jahren geschrumpft
- Von einer wachsenden Zombifizierung kann **nicht** gesprochen werden
- Der Indikator ist von **tiefer Stringenz**, die Qualität der Assets –insbesondere Goodwill - wird hier nicht abgebildet

## Trends im Eigenkapital



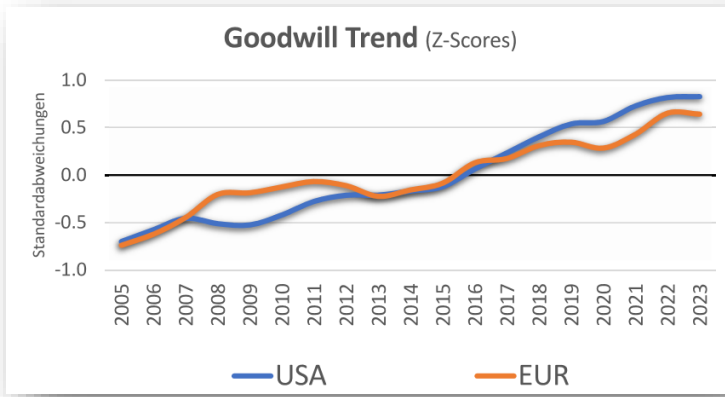
- Die Trends in den *Eigenkapitalien* der Unternehmen sind in den beiden Samples **robust**
- Wobei der Trend in Europa besser scheint, da steiler
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples im rollenden 5-Jahres-Zyklus zuletzt nicht mehr gewachsen sind
- ...unabhängig davon, ob die entsprechende Unternehmensentscheidung gewollt oder nicht gewollt war

USA: 34% Zombies  
Europa: 28% Zombies

- Jede 3. Unternehmung (USA) bzw 4. (Europa) ist in den letzten 5 Jahren geschrumpft
- Von einer wachsenden Zombifizierung kann **nicht** gesprochen werden
- Der Indikator ist von **sehr tiefer Stringenz**, die Qualität der Equities –insbesondere Goodwill - wird hier nicht abgebildet

*Substanz-Erosion?*





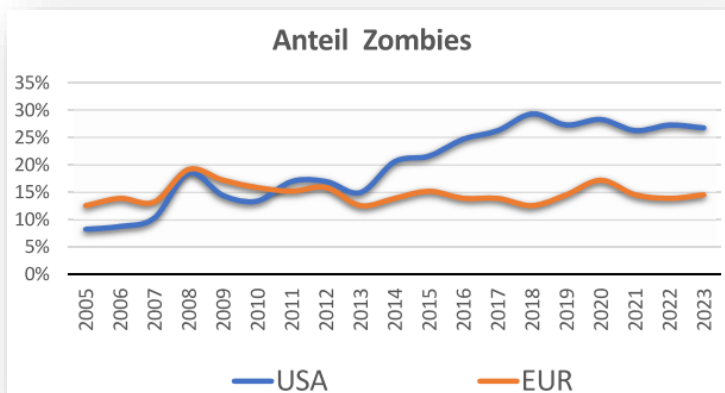
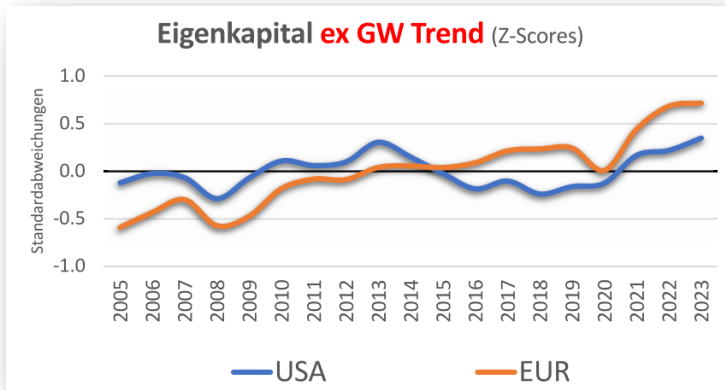
## Trend in Akquisitions-Goodwill

- *Akquisitionsgoodwill ist heisse Luft*
- *Die Aktivierung als Vermögen ist legal aber für den Gläubiger unbrauchbar und grotesk*
- *Leider steigt der Gebrauch von Akquisitionsgoodwill tendenziell stark an*
- *Sowohl in den USA wie in Europa*
- *Auf welchem Niveau bewegt sich diese heisse Luft?*
- *Wenn wir den Goodwill mit dem veröffentlichten Eigenkapital vergleichen, stossen wir auf eine Epidemie*

*Soviel Anteil am Eigenkapital ist beim Median-Unternehmen der Samples heisse Luft:*

*USA: 47%*

*Europa: 36%*



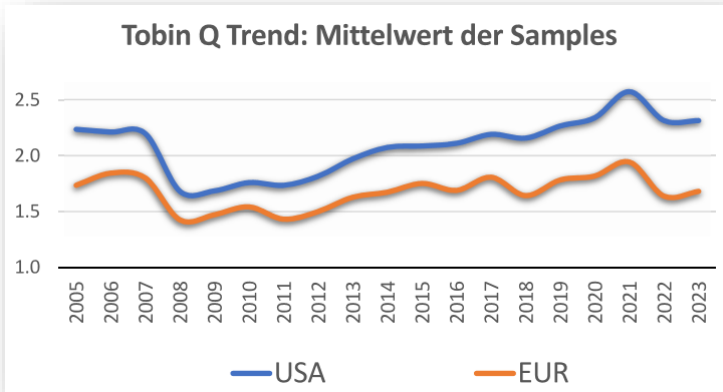
## Trends im Eigenkapital bereinigt von Goodwill

- Die Einberechnung von Akq.-Goodwill zerstört den positiven Eindruck des nicht bereinigten Eigenkapitals
- Das US-Eigenkapital ist die letzten 10 Jahre kaum gestiegen!
- In den USA ist die Situation noch dramatischer als in Europa
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples nach Abzug von Akq.-Goodwill über keinerlei Eigenkapital (!) mehr verfügen

USA: 27% Zombies  
Europa: 15% Zombies

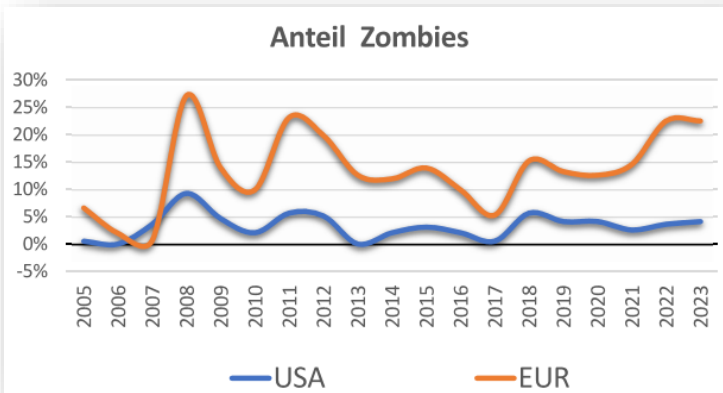
- Jede 4. Unternehmung (USA) bzw 7. (Europa) hat faktisch null oder negatives Eigenkapital
- In den USA hat so gesehen eine Zombifizierung stattgefunden
- Der Indikator ist von **sehr hoher Stringenz**, die hohe Prävalenz von Unternehmen ohne Eigenkapital ist besorgniserregend

## Trends in Tobin's Q



- Tobin's Q vergleicht den Marktwert zum Buchwert: Werte unter 1.0 lassen auf Skepsis im Finanzmarkt schliessen
- Die Trends sind leicht positiv, aber Europa wird von den USA outperformt
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen Tobin's Q von unter 1.0 haben

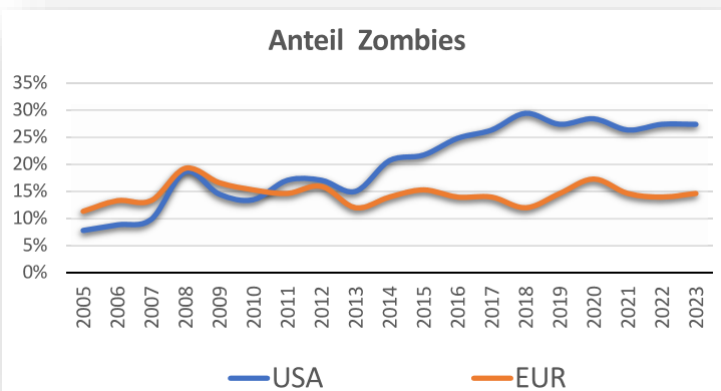
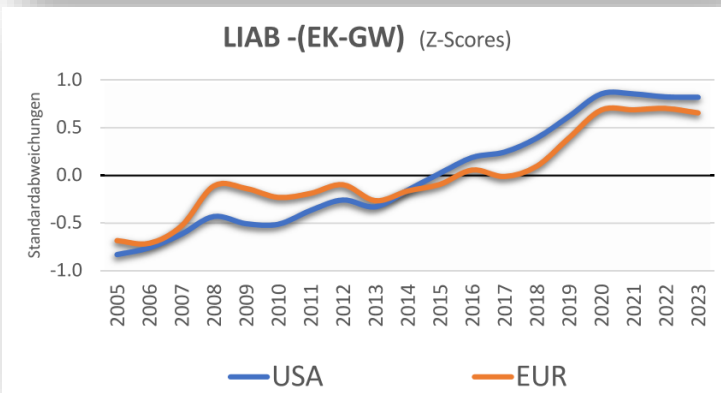
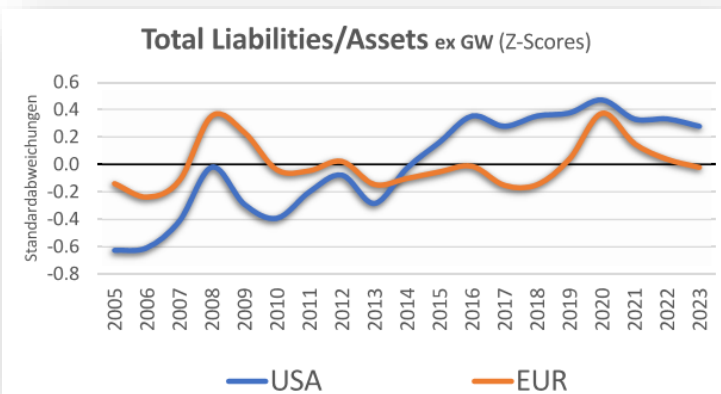
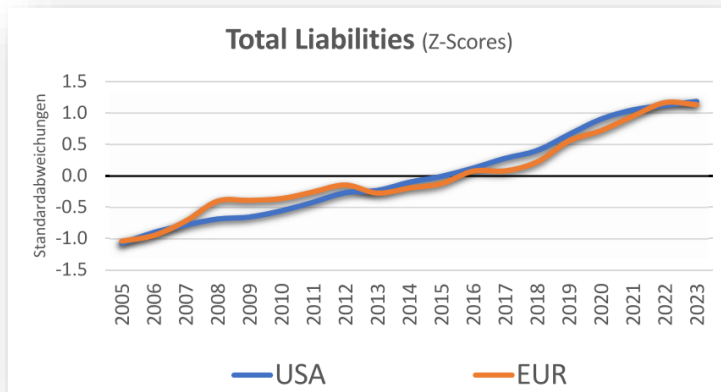
USA: 4% Zombies  
Europa: 23% Zombies



- Jede 25. Unternehmung (USA) bzw 4. (Europa) hat gemäss dieser Metrik **Probleme mit Tobins Q**
- Der Zombie-Trend ist flach und tief in den USA, aber ansteigend in Europa
- Der Indikator ist von **sehr tiefer Stringenz**, die hohe Börsenbewertung spielt hier eine grosse Rolle, wir wissen, dass die US-Märkte bewertungstechnisch auf dem Stand von 1929 sind

## *Schuldenspirale?*

# Schuldenspirale?



## Trend in Verbindlichkeiten

- Die Schulden bzw. Verbindlichkeiten wachsen, und zwar schnell. Punkt.
- Die Situation sieht in den USA gravierender aus als in Europa
- Und das in einer Zeit wo viel Goodwill aktiviert wird und einen eigentlichen Eigenkapitalmangel verdeckt wird
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples eine Verschuldungsquote >100% der Assets haben
- Kein Wunder finden wir viel **Zombies**, es sind die gleichen Zahlen wie in der Rubrik Eigenkapital ex Goodwill, denn es ist die Flipside von dieser Metrik

USA: 27% Zombies  
 Europa: 15% Zombies

- Der Indikator ist von **sehr hoher Stringenz**

Die Verschuldungsquote  
(Schulden/Assets) nach Abzug  
heisser Luft ist im Median-  
Unternehmen der Samples wie  
folgt:

USA: 82%

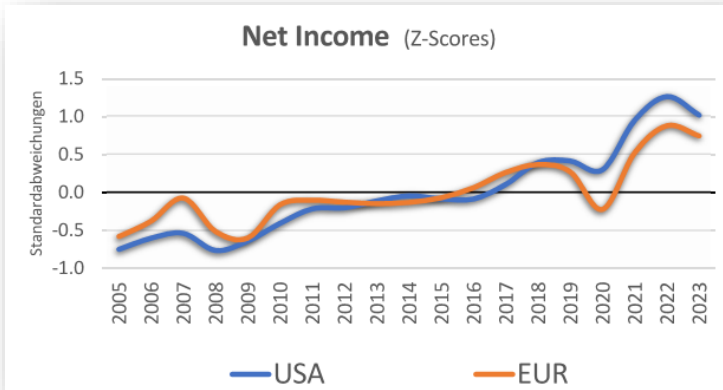
Europa: 75%

>> Die Eigenkapitaldecke ist dünn

## *Ertragskraft-Probleme?*

# Ertragskraftprobleme?

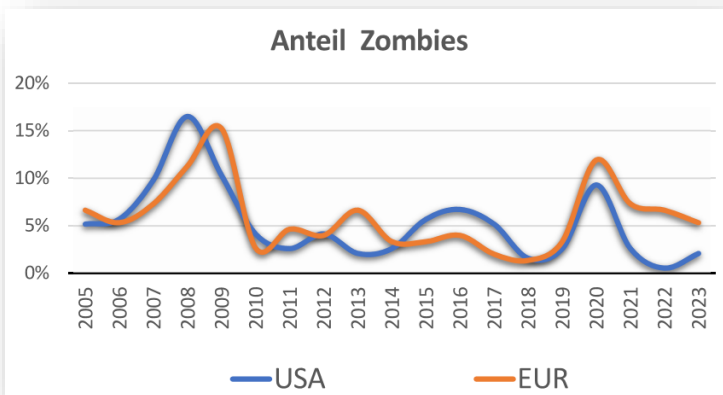
## Gewinn-Trend



- Die *Gewinne* steigen
- Das US-Sample hat das Europa-Sample *outperformt*
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen Verlust veröffentlichen

USA: 2% Zombies

Europa: 5% Zombies

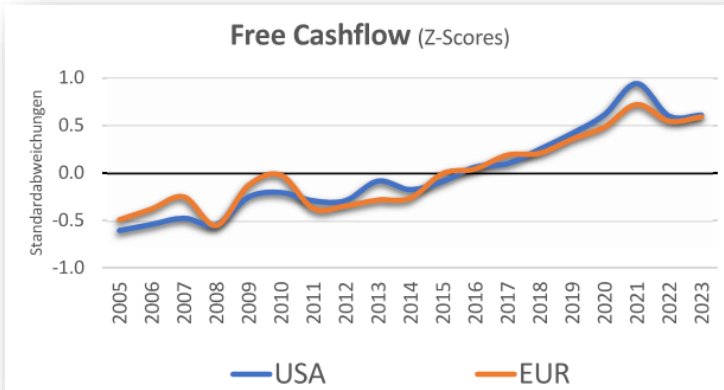


- Basierend auf dem Net Income alleine sehen wir kaum Zombies
- Der Indikator ist von **tiefer Stringenz**, denn man muss nicht Verluste präsentieren, um ein Zombie zu sein



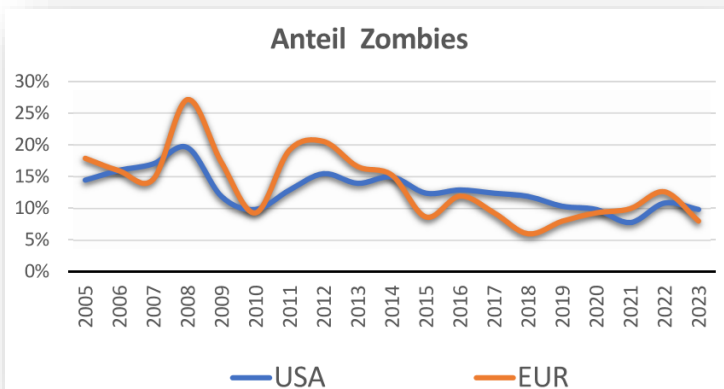
# Ertragskraftprobleme?

## Free Cashflow Trend



- Die Free Cashflows steigen, in den USA wie in Europa
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen Verlust auf FCF-Basis veröffentlichen

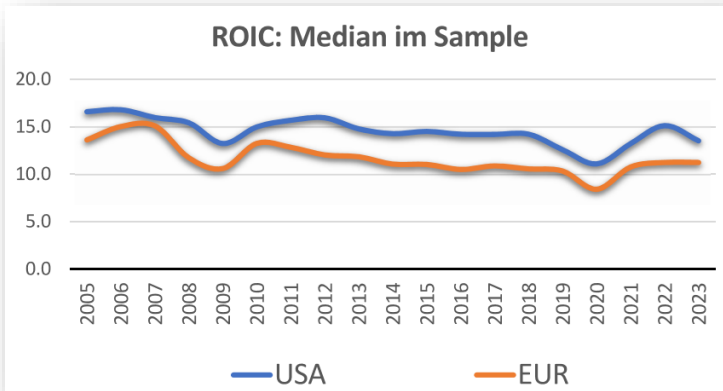
USA: 10% Zombies  
Europa: 8% Zombies



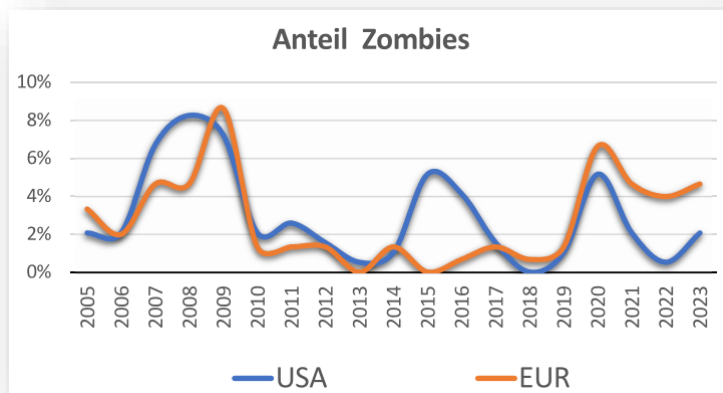
- Basierend auf dem Free Cashflow sehen wir einige mehr Zombies als auf Net Income-Level, aber keinen ansteigenden Trend
- Der Indikator ist von **mittlerer Stringenz**, Free Cashflow ist King

# Ertragskraftprobleme?

## ROIC Trend



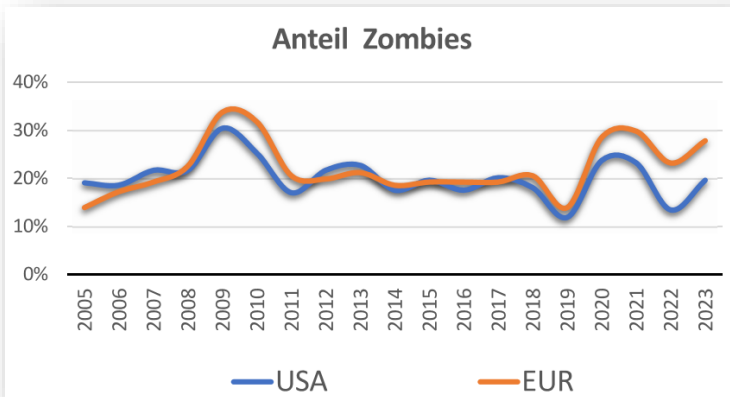
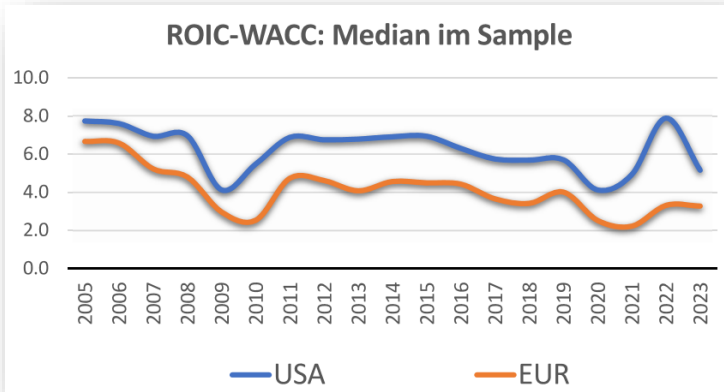
- Die Returns on total invested capital sind im Median der Samples zweistellig (achtung: operativ), und in den USA höher als in Europa
- Der Trend ist flach bei relativ wenig Streuung im Median
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen negativen ROIC veröffentlichen, also eine äusserst schlechte Performance auf operativer Basis



USA: 2% Zombies  
Europa: 5% Zombies

- Das sind wie erwartet **wenige** Zombie-Kandidaten
- Der Indikator ist von **tiefer Stringenz**, der nackte ROIC bildet das Risiko des Business Plans und der Branche nicht ab

# Ertragskraftprobleme?



## ROIC-WACC Trend: Ist die Marge nach Kapitalkosten positiv?

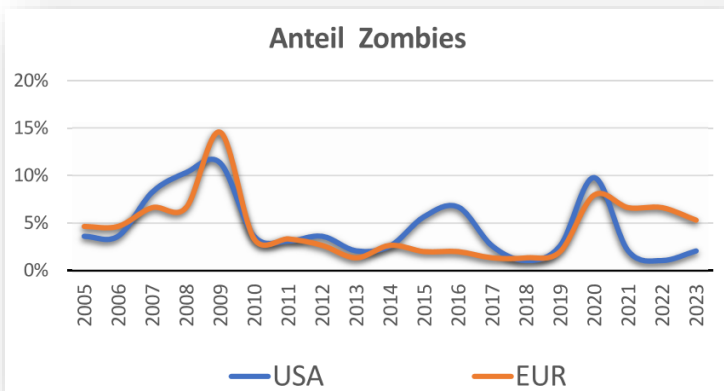
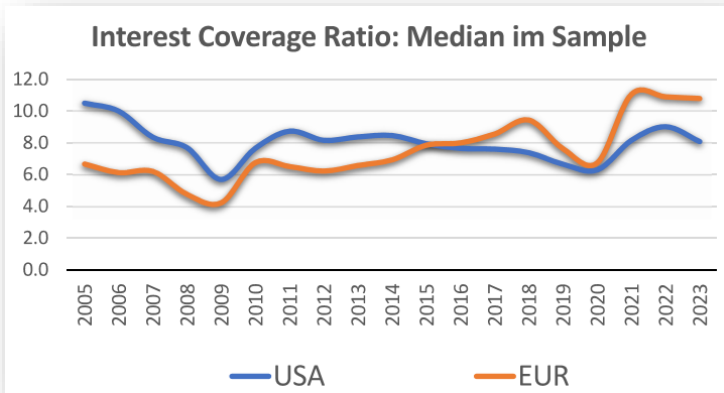
- Die *Netto*-Margen sind im Median der Samples **solid positiv** (achtung: operativ), und in den USA höher als in Europa
- Der Trend ist eher negativ
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen negativen ROIC nach Abzug der WACC (gewichtete Kapitalkosten) veröffentlichen, also eine unbefriedigende Performance auf operativer Basis

USA: 15% Zombies  
Europa: 27% Zombies

- Das sind jetzt **deutlich mehr** Zombie-Kandidaten!
- Speziell in **Europa** existiert eine **Zombifizierung**
- Der Indikator ist von **hoher Stringenz**

*Probleme mit dem Schuldendienst?*

# Probleme mit dem Schuldendienst?



## Interest Cover-Trends

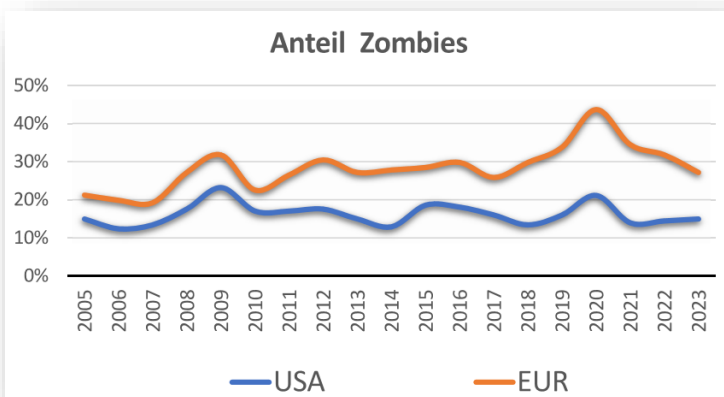
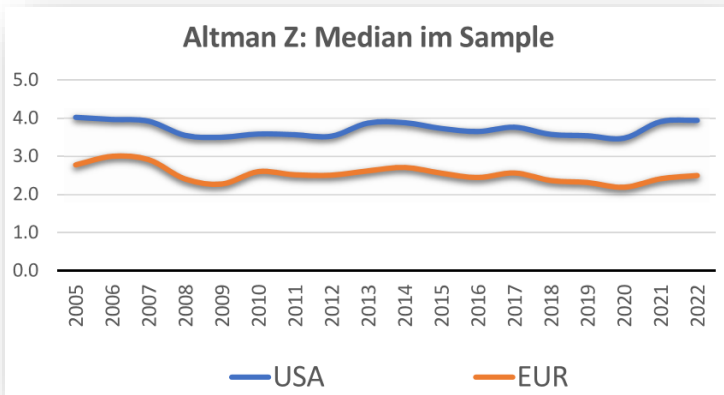
- Es handelt sich hier um den am **meisten genannten** Zombie-Masstab für Zombifizierung
- Der **Interest Coverage** ist in beiden Samples satt über 1, das erstaunt nicht
- Der europäische Trend sieht besser aus
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen Interest Coverage von <1 ausweisen

USA: 2% Zombies  
Europa: 5% Zombies

- Es finden sich nur wenige Zombie-Anwärter in dieser Kategorie
- Der Indikator ist von **geringer Stringenz**, denn noch muss sich der Grossteil der Firmen im Sample nicht refinanzieren; die Zahlen sind von Jahrzehntelangen Tiefzinsen kontaminiert

*Insolvenzgefährdet?*

# Insolvenzgefährdet?



„Das Modell wurde im Jahr 1967 von dem Finanzprofessor Edward Altman erfunden und lässt Rückschlüsse darauf zu, wie insolvenzgefährdet ein Unternehmen ist. (...) Altman untersuchte in drei Zeiträumen zwischen 1969 und 1999 insolvenzgefährdete Unternehmen. Mit seinem Z-Score konnte er mit einer Wahrscheinlichkeit von 82 bis 94 Prozent korrekt vorhersagen, ob ein Unternehmen innerhalb eines Jahres Insolvenz anmelden würde oder nicht. Im Allgemeinen verwendet das Modell die Rentabilität, die Verschuldung, die Liquidität, die Solvenz, der Marktwert und weitere Finanzkennzahlen, um die Wahrscheinlichkeit vorherzusagen, ob sich ein Unternehmen in einer finanziellen Schieflage befindet. Das Produkt des Modells ist eine Zahl. Wenn ihr Wert **über 3** liegt, besteht keine Gefahr für die Firma. Bei einem Wert von **unter 1,8** besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen Konkurs, zwischen 1,8 und 3 liegt eine Grauzone. In einer 2019 gehaltenen Vorlesung mit dem Titel "50 Years of the Altman Score" stellte Altman aufgrund neuerer Daten fest, dass **0 - und nicht 1,8** - der Wert ist, bei dem sich Anleger wirklich Sorgen um die Finanzkraft eines Unternehmens machen sollten.“, Cash 1/2024

## Trends in Altman Q

- Altman Z ist eine überzeugende Kennzahl für die finanzielle Verfassung einer Unternehmung und in unserer Analyse nicht wegzudenken
- Im Median ist der Trend stabil, mit Vorteilen für die USA
- Wir haben untersucht, wieviele Firmen in den Samples einen Altman Z-Score von unter 1.8 haben

USA: 15% Zombies  
Europa: 27% Zombies

- Jede 6. Unternehmung (USA) bzw 4. (Europa) hat gemäss dieser Metrik **Probleme mit Altman Q**
- Der Zombie-Trend ist flach und tief in den USA, hoch aber abflachend in Europa
- Der Indikator ist von **hoher Stringenz**, auch wenn Goodwill-Aspekte von Altman nicht berücksichtigt werden und auch der Free Cashflow keine Rolle spielt

*Fazit: Auf der Suche nach den Zombies*



### *Das allgemeine Umfeld:*

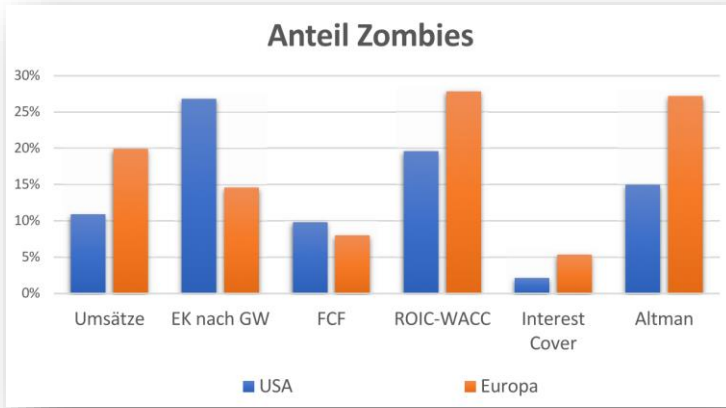
*In der Gesamtheit der Samples...*

- *..verfügen die Firmen über einen robusten Trend in Verkäufen und Assets...*
- *..allerdings: Der Gebrauch von Akquisitionsgoodwill ist epidemisch und zerrüttet viele Bilanzen*
- *Die hohen Aktienmarkt-Bewertungen halten die Tobin Q's oben, v.a. in den USA*
- *Die Schulden steigen unaufhaltsam! Gleichzeitig sind die bereinigten Eigenkapitaldecken hauch-dünn*
- *Die Unternehmen verfügen über einen robusten Gewinn- und FCF-Trend und..*
- *..die operativen Margen sind deutlich über den Kapitalkosten, hier sind die US-Firmen den Europäern überlegen*
- *Es besteht ein stabiler Trend im Altman Z, v.a. in den USA deutlich über der Schwelle, ab welcher man sich langsam Fragen stellen müsste über die finanzielle Verfassung der Firmen. In Europa ist die Marge dünner*

*Insgesamt beobachten wir mit Sorge die dünnen Kapitaldecken und die steigenden Schulden sowie einige regionenspezifische Schwächen. Die Firmen haben aber über den Zyklus stabile ROICs gezeigt und negative Free Cashflows sind selten*

# Fazit: Auf der Suche nach Zombies

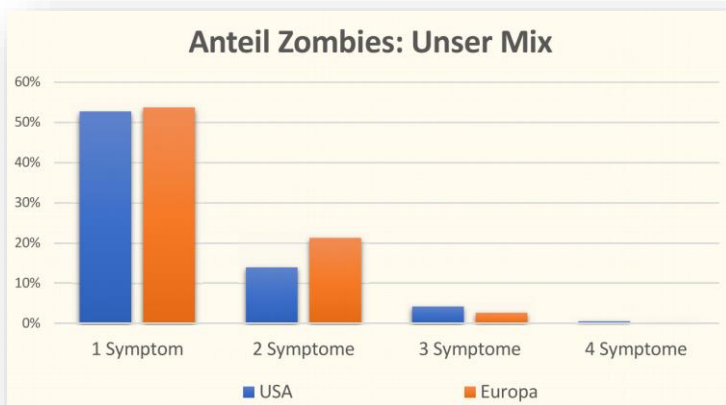
## „Zombifizierung“...was haben wir gefunden?



### Zombies sind eine Realität!...

- Aber wie viele?
- Erstaunlich viele Firmen schrumpfen
- Tobin is v.a. ein Problem in Europa
- Überschuldung ist v.a. ein U.S.-Phänomen

- Es gibt sehr wenige unprofitable Firmen im AAA-BB auf Gewinn- und FCF-Stufe
- Viele Firmen sind aber nicht genügend profitabel, um die Kapitalkosten zu verdienen
- Einige wenige Firmen verdienen ihre Zinskosten nicht zurück
- Mehr als jede 4. Unternehmung hat einen Altman  $Z < 1.8$

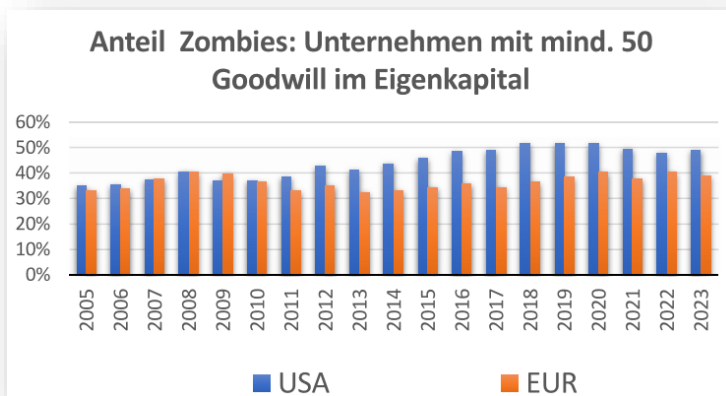
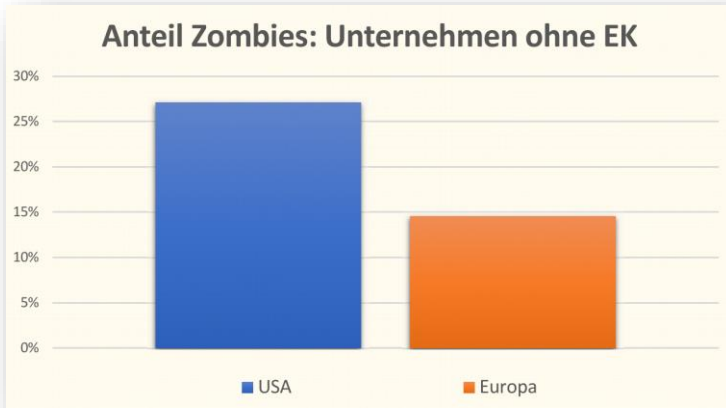


### ...aber es ist keine Zombie-Epidemie!

- Wir konzentrieren uns auf: **EK nach GW, FCF, ROIC-WACC und Altman**
- 50% der Unternehmen haben mindestens 1 Symptom
- Die 4 Symptome verteilen sich auf viele Unternehmen, es besteht also nicht ein eigentlicher Cluster
- Es gibt einige faule Äpfel, aber es ist u.E. kein breites Phänomen ersichtlich

# Fazit: Auf der Suche nach Zombies

## Nachtrag: Sind wir zu gütig?



### Bevor zu viel Freude aufkommt:

- Die Goodwill-Epidemie ist dermassen schlimm, dass eine unerhört grosse Anzahl Unternehmen in beiden Samples faktisch über kein Eigenkapital verfügt
- Für uns heisst dies eigentlich, dass jedes 4. Unternehmen im U.S.-Sample und jedes 6. in Europa ein **riesiges Problem** hat

### Wieviele Firmen haben einen Goodwill-Krebs in der Bilanz?

- Wenn wir die Schwelle bei 50% des EK nehmen, dann sind es fast jeder zweite in den USA und mehr als jeder Dritte in den USA!
- (Noch) machen diese Unternehmen mit anderen Stärken diese Schwäche wett, aber **in einer Rezession könnte sich das Blatt wenden**

#### Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.