

Rentenanalyse – Grundlagenstudie

Methodenansatz Rentenanalyse

Das Rentenresearch der Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG (kurz: apoBank) richtet sich an die institutionellen Kunden der apoBank. Für Privatkunden ist es grundsätzlich nicht geeignet.

Unsere Analysen beinhalten kein Credit Rating im Sinne der Verordnung (EU) 1060/2009 vom 16. September 2009 über Rating Agenturen.

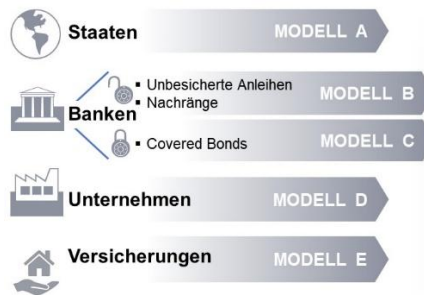
Inhalt	Seite
Die Bewertungsmethodik	1
Die Ampelsystematik und Definition der Anlageurteile	1
Modell A - Staaten	2
Modell B und C - Banken	3
Modell D - Unternehmen	4
Modell E - Versicherungen	5
Beurteilung der wesentlichen Quellen	6

Die Bewertungsmethodik

apoScore ist ein Analyseverfahren der Deutschen Apotheker- und Ärztebank (apoBank). Anhand einer quantitativen und qualitativen Analyse wird die Bonität von Emittenten beurteilt. Es ist angesiedelt im Bereich Institutionelle & Asset Management in der Abteilung Analyse & Risiko. apoScore bietet eine systematische Risikobewertung. Nach umfassender Analyse entsteht so ein aussagekräftiges Emittentenprofil bzw. eine aussagekräftige Bonitätsanalyse.

Mit individuellen Scoring-Modellen werden verschiedene Emittententypen untersucht: Staaten, Regionen, Banken - hier unterscheiden wir zwischen Covered Bonds und Banken unbesichert - sowie Unternehmen und Versicherungen.

Bonitätsanalyse durch individuelle Scoring-Modelle



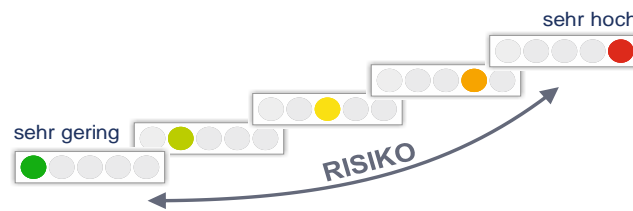
Muster Emittentenprofil Banken



Die Ampelsystematik und Definition der Bonitätsurteile

Die apoBank stuft die Bonität eines Emittenten anhand einer fünfstufigen Ampel, den apoScore, ein. Innerhalb der fünf Stufen gibt es jeweils eine dreiteilige Feinabstufung: positiv, neutral und negativ.

Einschätzung der Bonität auf einen Blick durch Ampelsystematik



Der apoScore setzt sich aus einer quantitativen und einer qualitativen Analyse des Emittenten zusammen. Die folgende Übersicht veranschaulicht die jeweiligen apoScore-Einstufungen:

apoScore		Bedeutung apoScore für Bonität des Emittenten	
apoScore	Feinabstufungen	Risiko	Externes Rating
sehr gering ← RISIKO → sehr hoch			
	positiv neutral negativ	sehr gering	AAA bis AA-
	positiv neutral negativ	gering	A+ bis A-
	positiv neutral negativ	mittel	BBB+ bis BBB-
	positiv neutral negativ	hoch	BB+ bis BB-
	positiv neutral negativ	sehr hoch	B+ bis D

Modell A - Staaten

Wir analysieren die Bonität sämtlicher EU- und OECD-Mitgliedsstaaten sowie nach freier Wahl der apoBank weiterer Staaten.

Die quantitative Analyse umfasst insbesondere Kennzahlen der staatlichen Schuldenragfähigkeit und Frühindikatoren für Wirtschafts- und Finanzkrisen.

- Bildung von sechs Scores (Bandbreite 1-5): Gesamtscore (geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeit) und fünf Risikoscores: Wirtschaftsstruktur, Institutionen, Staatsfinanzen, Finanzsektor und Immobilienmarkt (jeweils rein indikativ, ohne Zielvariable)
- Risikoscores als gewichtete Summe einer Reihe von (teilweise transformierten) Indikatoren
- Datenquellen: BIS, Bloomberg, Dallas Fed, Datastream, Eurostat, IWF, OECD, Weltbank, nationale Statistikbehörden

Darüber hinaus werden auch qualitative Faktoren, u. a. über eine Stärken-Schwächen-Analyse herausgearbeitet.

- Zentrale Aspekte
 - Wirtschaftsstruktur, sektorale Aufteilung, Handelsverflechtungen
 - Politische Risiken (intern und extern), institutionelle Struktur, sozioökonomische Aspekte
 - Konjunkturentwicklung
 - Finanzsektor, private Verschuldung, Immobilienmarkt
 - Leistungsbilanz, externe Verschuldung, internationale Vermögensposition
 - Staatsfinanzen: Verschuldung, fiskalischer Spielraum, Einnahmen- und Ausgabenstruktur
- Wesentliche Quellen.
 - Grundlagen: quantitative Daten, IWF Article IV-Analysen, CIA The World Factbook
 - Nachrichtenanalyse: Financial Times, The Economist, Bloomberg, Reuters, Google News-Suche
 - Referenzanalysen: Ratingagenturen, andere Banken (z. B. Rabobank), Euler Hermes

Die Analysen umfassen dabei in der Regel folgende Bestandteile:

- Risikoscores, Ratings der führenden Rating-Gesellschaften, CDS-implizite Ausfallwahrscheinlichkeit sowie eine Tabelle mit ausgewählten Risikoindikatoren
- Verschiedene Grafiken mit ausgewählten Konjunkturindikatoren
- Qualitative Analyse in Form einer verbalen Einschätzung
- Stärken- und Schwächen-Analyse sowie Kurzfazit, das sowohl auf das Ausfallrisiko als auch auf das Länderrisiko im weiteren Sinne Bezug nimmt
- Angaben zur Nachhaltigkeit

Modell B und C – Banken

Wir analysieren die Bonität europäischer und außer-europäischer Banken zum einen für so genannte unbesicherte Anleihen (Modell B) und zum anderen für Pfandbriefe/Covered Bonds (Modell C).

Die quantitative Analyse für Banken (Modell B) umfasst insbesondere die Auswertung der Jahresabschlüsse, Interims- und Quartalszahlen sowie der branchenspezifischen Kennzahlen.

- Der Gesamt-Score setzt sich aus den folgenden sechs Teil-Scores zusammen:
 - Aktiva-Qualität
 - Liquidität
 - Refinanzierung
 - Rentabilität
 - Kapitalausstattung und Leverage
 - Effizienz und operative Leistungskraft
- Datenquellen: S&P Capital IQ Pro Templated Daten, Bloomberg, Ratingagenturen, Jahresabschluss-/Interimszahlen, eba European Banking Authority

Darüber hinaus werden auch qualitative Faktoren, u. a. über eine Stärken-Schwächen-Analyse geprüft.

- Folgende Aspekte werden u. a. analysiert:
 - Geschäftsmodell
 - Eigentümerstruktur
 - Eigenkapitalstruktur, insbesondere die Einhaltung von Basel III und der Stresstestergebnisse
 - Breite und Diversifikation des Geschäftsmodells hinsichtlich der Kundengruppen und geografisch,
 - Portfolioqualität (u. a. NPL's, Risikovorsorgebildung, Sektorenallokation, Länderstruktur, interne Ratingstruktur)
 - Liquiditätsstruktur
 - Refinanzierungsstruktur
 - Operatives Wachstum und Effizienz
 - Besonderheiten z. B. Fusion, Umstrukturierung, staatliche Unterstützung, IT-Migration
 - Reputations- und Rechtsrisiken
 - zukünftige Geschäftspläne und mögliche Risiken
- Wesentliche Quellen:
 - S&P Capital IQ Pro, Jahresabschlusspublikationen, Pressemitteilungen, Rating Berichte, Bloomberg
 - Nachrichtenanalyse: S&P Capital IQ Pro, Bloomberg, LSEG Workspace, Google News-Suche, Equity Research

Die Analysen umfassen dabei in der Regel folgende Bestandteile:

- Emittenten-Profil
- Angaben zur Nachhaltigkeit

- Kennzahlen und Jahresabschlusszahlen
- Grafik der „Anteilseigner“
- Sofern vorhanden die „Ratinghistorie“ von z. B. S&P, Moody’s
- Stärken- und Schwächenprofil (SWOT-Analyse)
- Qualitative Analyse sowie Kurzfazit, das auf die nachhaltige Ertragskraft und Bonitätseinschätzung Bezug nimmt

Im Rahmen der Covered Bond-Analyse (Modell C) berücksichtigen wir neben dem jeweiligen Emittenten (Modell B) und dem Staat (Modell A), in dem der Emittent seinen Sitz hat, des Weiteren den jeweiligen Gesetzesrahmen sowie den zugrundeliegenden Deckungsstock.

- Folgende Aspekte werden u. a. analysiert:
 - Vergleich der jeweiligen nationalen Gesetzgebungen mit dem deutschen Pfandbriefgesetz
 - direkter Vergleich der nationalen Mitbewerber inkl. Ratings, Volumina und Übersicherung
 - Nationalen Immobilienmarkt
 - Kennzahlen mindestens einer großen Ratingagentur
- Wesentliche Quellen:
 - Für alle Länderrisikobewertungs-Daten: siehe oben unter „Modell A“
 - Für alle Emittenten-Daten: siehe oben unter „Modell B“
 - Für Gesetzgebung im Vergleich zum Gesetz in Deutschland: ECBC und nationale Gesetzestexte, Ausarbeitungen der Ratingagenturen und/oder anderer Quellen
 - Für Deckungsstock: periodische (meist monatliche oder vierteljährliche) Daten des Emittenten/Treuhänders oder auf Bloomberg, Performance Reports und Rating Berichte der Ratingagenturen, Meldungen gemäß § 28 der VDP Banken für deutsche Pfandbriefe, Pfandbriefforum für Österreich, AYT und TDA Webseiten für spanische Multi-Cedulas
 - Für Nachrichtenanalyse: Bloomberg, ECBC, The Cover, Nationale Covered Bond Verbände, Banken

Die Analysen umfassen dabei in der Regel folgende Bestandteile:

- Länderrisikobewertung mit verbalem Fazit
- Vergleich der Gesetzgebung mit deutschem Rechtsrahmen
- Emittentenbeschreibung mit aktueller Ertragsentwicklung
- Kennzahlen im Mehrperiodenüberblick
- Kennzahlen der Ratingagenturen (Abgleich mit jüngsten Performance- und/oder Rating Reports)
- Tabelle mit Deckungsstockkennzahlen / gesetzliche Anforderungen
- Verbale Einschätzung des nationalen Immobilienmarktes (für hypothekarisch besicherte Pfandbriefe) oder eine Einschätzung zu nationalen fiskalischen Entwicklungen (für öffentlich besicherte Pfandbriefe) nebst verbalem Fazit zum Deckungsstock

Modell D – Unternehmen

Beim Scoring Modell für Unternehmen (ohne Banken und Versicherungen) wird das Ausfallrisiko auf Basis einer Analyse von mehr als 1.000 Unternehmen diverser Branchen und Länder bewertet.

In einer quantitativen Analyse werden die Daten aus den jüngsten Quartalsberichten und den letzten Jahresabschlüssen sowie aktuelle Marktdaten untersucht.

- Qualität der Bilanz
- Profitabilität und Cash-Flow-Entwicklung
- Absolute Größe des Unternehmens
- Entwicklung von Marktdaten (z. B. Aktienkurse, CDS)

Darüber hinaus werden auch qualitative Faktoren, u. a. über eine Stärken-Schwächen-Analyse geprüft.

- Zentrale Aspekte
 - Unternehmensbeschreibung: Segmente, Historie, Sitz, Eigentümerstruktur, Auffälligkeiten (z. B. Staatseinfluss)
 - Adjustierungen zur Vergleichbarkeit verschiedener Unternehmen und Bilanzierungsstandards (z. B. Einflüsse aus operativem Leasing und Pensionsverpflichtungen)
 - Politische oder branchenfremde Risiken
 - Branchenausblick, Konkurrenzsituation, Management
 - Einfluss der Digitalisierung gegeben/absehbar?
 - Substanzstärke der Bilanz, Verschuldung, Ertragsstärke, Innovationsstärke, Innenfinanzierung vs. Fremdkapitalaufnahme
- Wesentliche Quellen:
 - Jahresabschlüsse, Quartalsberichte, Ratingagenturen, Branchenreports
 - Nachrichtenanalyse: Unternehmensmeldungen, Wirtschaftspresse, Bloomberg, Reuters

Die Analysen umfassen dabei in der Regel folgende Bestandteile:

- Emittentenbeschreibung
- Angaben zur Nachhaltigkeit
- Unterjährig: Kurzbeschreibung der jüngsten Ergebnisentwicklungen
- Verdichtung der Erkenntnisse der qualitativen Analyse in einer verbalen Einschätzung inkl. Kurzfazit, das auf das Ausfallrisiko/die nachhaltige Ertragskraft Bezug nimmt
- Stärken und Schwächen-Analyse (SWOT-Analyse)
- Ausgewählte Finanzergebnisse und Finanzkennzahlen
- Ratings der großen Ratingagenturen (sofern vorhanden)
- Länderkurzanalyse, sofern ein wesentlicher staatlicher Einfluss vorliegt

Modell E – Versicherungen

Beim Scoring Modell für Versicherungen wird das Ausfallrisiko auf Basis einer quantitativen und qualitativen Analyse vorgenommen.

Die quantitative Analyse für Versicherungen umfasst insbesondere die Auswertung der Jahresabschlüsse, Interims- und Quartalszahlen sowie der branchenspezifischen Kennzahlen.

- Der Gesamt-Score setzt sich aus den folgenden sieben Teil-Scores zusammen:
 - Aktivaqualität
 - Liquidität
 - Kapitalausstattung/Leverage (Solvenzquote)
 - Rentabilität
 - Effizienz und operative Leistungskraft

Datenquellen: S&P Capital IQ Pro Templated Daten, Bloomberg, Ratingagenturen, Jahresabschluss-/Interimszahlen

Darüber hinaus werden auch qualitative Faktoren, u. a. über eine Stärken-Schwächen-Analyse geprüft.

- Folgende Aspekte werden u. a. analysiert:
 - Geschäftsmodell
 - Eigentümerstruktur
 - Breite und Diversifikation des Geschäftsmodells hinsichtlich der Kundengruppen und geografisch,
 - Operatives Wachstum und Effizienz

- Besonderheiten z. B. Fusion, Umstrukturierung, staatliche Unterstützung, IT-Migration
- Reputations- und Rechtsrisiken
- zukünftige Geschäftspläne und mögliche Risiken
- Wesentliche Quellen:
 - S&P Capital IQ Pro, Jahresabschlusspublikationen, Pressemitteilungen, Rating Berichte, Bloomberg
 - Nachrichtenanalyse: S&P Capital IQ Pro, Bloomberg, LSEG Workspace, Google News-Suche, Equity Research

Die Analysen umfassen dabei in der Regel folgende Bestandteile:

- Emittenten-Profil
- Angaben zur Nachhaltigkeit
- Kennzahlen und Jahresabschlusszahlen
- Grafik der „Anteilseigner“
- Sofern vorhanden die „Ratinghistorie“ von z. B. S&P, Moody’s
- Stärken- und Schwächenprofil (SWOT-Analyse)
- Qualitative Analyse sowie Kurzfazit, das auf die nachhaltige Ertragskraft und Bonitätseinschätzung Bezug nimmt

Beurteilung der wesentlichen Quellen

Die Rentenanalysten der apoBank nutzen für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die als zuverlässig einzuschätzen sind. Sie können jedoch nicht alle diesen Quellen entnommenen Tatsachen und sonstigen Informationen selbst nachprüfen. Sofern die apoBank Rentenanalysten jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen haben, werden sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Dementsprechend gibt die apoBank keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in Finanzanalysen enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Analysten im Rentenresearch verwenden frei zugängliche Daten und Informationen. Dies schließt Unternehmensinformationen und externe Datenlieferanten ein.

Weiterhin haben die Rentenanalysten Zugriff auf die mikro- und makroökonomischen Prognosen und Studien des apoBank Investment Researchs. Über Informationen aus anderen Bereichen der apoBank verfügen die Analysten nicht. Die apoBank organisiert die Abteilung Investment Research als Vertraulichkeitsbereich. Sie hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Weiterführende Informationen können unter www.apobank.de/mmv eingesehen und abgerufen werden.