

# Corporate Credit Monitor Austria

## Analysten

Peter Kaufmann, CFA  
[peter.kaufmann@erstegroup.com](mailto:peter.kaufmann@erstegroup.com)

Bernadett Povazsai-Römhild  
[bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com](mailto:bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com)

Elena Statelov, CIIA  
[elena.statelov@erstegroup.com](mailto:elena.statelov@erstegroup.com)

## Appendix

[Glossar - Kennzahlen](#)

[Rating Skalen](#)

[Kontakte](#)

[Disclaimer](#)

## Hinweis

Angaben zur früheren Wertentwicklung sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

**Alle Preise, Kommentare und Einschätzungen sind vom 21.01.2019 14:15**

**Fertigstellung**  
21.01.2019 14:30

**Editor**  
Gudrun Egger, CEFA  
Head of Major Markets & Credit Research

**Veröffentlichung**  
21.01.2019 14:40

Unternehmen	Seite
ANDRITZ	3
AT&S	4
ATRIUM	5
BEST IN PARKING	6
BOREALIS	7
CA IMMO	8
DO&CO	9
EGGER	10
ENERGIE AG OBERÖSTERREICH	11
EVN	12
FACC	13
KELAG	14
MIBA	15
NOVOMATIC	16
OMV	17
PORR	18
S IMMO	19
STRABAG	20
SWIETELSKY	21
TELEKOM AUSTRIA	22
UBM	23
UNIQA	24
VERBUND	25
VIENNA INSURANCE GROUP	26
VOESTALPINE	27
WIENERBERGER	28

Quelle: Erste Group Research

## Corporate Credit Monitor - Erläuterungen

Der Corporate Credit Monitor soll den Lesern eine kompakte Übersicht über das Kreditprofil ausgewählter Emittenten geben. Dieses Dokument wird laufend aktualisiert, um über bonitätsrelevante Entwicklungen zeitnah zu informieren; es besteht aus folgenden Abschnitten:

**(1) Ergebnisentwicklung:** beschreibt die operative Ergebnisentwicklung der letzten Periode(n). Insbesondere werden Umsatz, Profitabilität, Cashflows und gegebenenfalls Working Capital beleuchtet.

**(2) Kommentar zum Kreditprofil:** beschäftigt sich mit der Bonität bzw. dem Kreditprofil des Unternehmens. Der Fokus liegt dabei auf der Beurteilung der Verschuldung, der Zinsdeckung, der Liquidität sowie auf dem Fälligkeitsprofil. Es wird auch eine Einschätzung hinsichtlich der Bewertung ausstehender Anleihen des Unternehmens abgegeben (siehe auch Abschnitt (7) Ausstehende Anleihen-Tabelle).

**(3) Unternehmensziele:** Nennt die vom Unternehmensmanagement angestrebten Ziele in strategischer, operativer und finanzwirtschaftlicher Hinsicht.

**(4) Risiken:** Zeigt die bestehenden Abwärtsrisiken sowie Verbesserungsmöglichkeiten für das Kreditprofil des Unternehmens auf.

**(5) Kennzahlen-Tabelle:** Enthält die branchenrelevanten Kennzahlen des Unternehmens der letzten Jahre. Das Feld „Proxy“ gibt dabei die *kennzahlenbezogene Ratingzuordnung*, basierend auf dem Durchschnitt der letzten drei vollen Geschäftsjahre, an. Als Grundlage dafür wurde die von Moody's verwendete branchenspezifische Methodologie zur Einschätzung des Kreditprofils herangezogen. Es ist zu beachten, dass sich die Ratingzuordnung im Feld „Proxy“ ausschließlich auf die jeweilige Kennzahl bezieht. Für ein ganzheitliches Rating ziehen Ratingagenturen neben diesen Kennzahlen auch andere, zum Teil nicht-quantitative Faktoren heran und versehen diese mit einer bestimmten Gewichtung. Das Feld „3J-Trend“ dient zur Darstellung der Entwicklungsrichtung der jeweiligen Kennzahlen in den letzten drei vollen Geschäftsjahren.

**(6) Asset Swap Spread-Kurve:** Gibt eine momentane Auskunft darüber, wo sich die Kreditrisikoaufschläge (d.h. Renditedifferenzen zwischen der Unternehmensanleihe und dem Swap Satz, sogenannte Asset Swap Spreads bzw. ASW Spreads; laut Bloomberg) der ausstehenden Anleihen eines Unternehmens gegenüber Anleihen aus demselben Sektor und vergleichbarer Kreditqualität (laut Markit iBoxx-Indizes) befinden. Die ASW Spread-Kurve ergibt sich aus der Regression der ASW Spreads der Unternehmensanleihen gegenüber ihrer Restlaufzeit (Modified Duration). Liegt der Spread einer ausstehenden Unternehmensanleihe oberhalb der ASW Spread-Kurve, so bedeutet das, dass der Spread dieser Anleihe überdurchschnittlich hoch (bzw. ihr Preis unterdurchschnittlich niedrig) liegt und vica versa. Somit kann diese Anleihe potenziell als unter- bzw. überbewertet angesehen werden.

**(7) Ausstehende Anleihen-Tabelle:** stellt die Details (ausgewählter) ausstehender Anleihen des Unternehmens dar. Die Spalte "Einschätzung" enthält die Einschätzung des Analysten hinsichtlich der Bewertung der jeweiligen Unternehmensanleihe. Dabei werden neben dem Spreadniveau auch die fundamentale Kreditqualität des Emittenten und die Liquidität der jeweiligen Anleihe (wobei das Emissionsvolumen als Indiz dafür herangezogen wird) berücksichtigt. Die Einschätzung kann "unterbewertet", "neutral" oder "überbewertet" auf 12-Monatszeitraum lauten. Für Hybridanleihen wird keine Einschätzung abgegeben.

#### Analyst

Bernadett Povazsai-Römhild  
bernadett.povazsai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Technologie

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

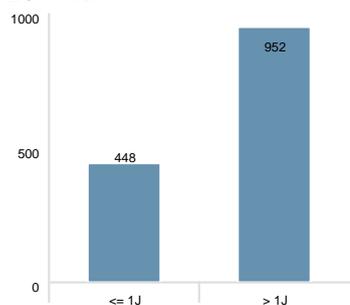
GJ 2018: 6. März 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

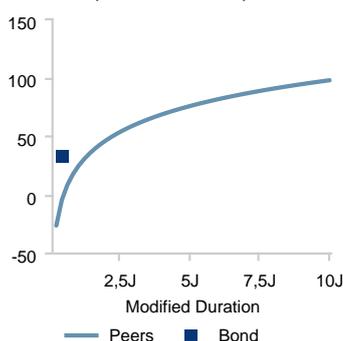
EUR Mio.



Quelle: Andritz, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## ANDRITZ

### Ergebnisentwicklung

Andritz berichtete für die ersten drei Quartale 2018 einen Umsatz von EUR 4.201 Mio. Das entspricht einem Anstieg von 1,4% J/J; dank eines starken dritten Quartals konnte der Umsatzrückgang des ersten Halbjahres mehr als wettgemacht werden. Sowohl das Umsatzplus als auch der um 15,2% J/J höhere Auftragseingang (EUR 4.738 Mio. in 1Q-3Q) betraf alle Geschäftssegmente. Der Auftragsstand per Ende September 2018 stieg auf EUR 6.883 Mio. von EUR 6.383 Mio. per Ende 2017. Das EBITA in den ersten drei Quartalen 2018 betrug EUR 252 Mio. und lag um 17,6% unter dem Vorjahresvergleichswert. Dieser Rückgang ist einerseits auf Kostenüberschreitungen bei einzelnen Projekten im laufenden Jahr und andererseits auf einen positiven Sondereffekt im Vorjahr von rund EUR 25 Mio. aus dem Verkauf des Schuler-Technikzentrums in China zurückzuführen.

### Kommentar zum Kreditprofil

Andritz verfügte per Ende September 2018 über eine Netto-Cash-Position von EUR 345 Mio. Der überwiegende Teil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten besteht aus zwei Schuldscheinen in Gesamthöhe von EUR 900 Mio. (einzelne Tranchen fällig zwischen 2023 und 2028), die teils zur Akquisition-, teils zur Refinanzierung aufgenommen wurden. Die einzige ausstehende Anleihe mit einem Volumen von EUR 350 Mio. läuft im Juli 2019 aus und ist daher in den kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten abgebildet. Die Eigenkapitalquote lag Ende September 2018 beinahe unverändert bei 19,7%. Das Finanzprofil ist weiterhin sehr stabil. Wir würden geringere Spreads für die Anleihe für angemessen halten. Unsere Einschätzung ist jedoch aufgrund der kurzen Restlaufzeit neutral.

### Unternehmensziele

Das Management erwartet für das Geschäftsjahr 2018 eine im Vergleich zum Vorjahr stabile Umsatzentwicklung sowie eine solide Profitabilität, nennt jedoch keine konkreten Guidance-Zahlen. Im vierten Quartal werden lt. Management Rückstellungen in Höhe von rund EUR 20 Mio. für notwendige Kostenanpassungsmaßnahmen, vor allem im Bereich Metals, gebildet. Im Oktober wurde die Akquisition von Xerium Technologies (jetzt: ANDRITZ Fabrics and Rolls) erfolgreich abgeschlossen.

### Risiken

Zu den Unsicherheitsfaktoren zählen nach wie vor diverse geopolitische Entwicklungen, wie die bis dato nicht gänzlich vorhersagbaren Auswirkungen der US-Handelspolitik sowie der Brexit-Verhandlungen. Hinzu kommt, dass viele Modernisierungsprojekte, vor allem in Europa, aufgrund der niedrigen bzw. nur leicht ansteigenden Stromgroßhandelspreise verschoben oder vorübergehend gestoppt werden.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITA-Marge</b>	6,5%	6,7%	7,3%	7,5%
<b>Eigenkapitalquote</b>	17,3%	21,0%	21,7%	21,2%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	-91,9%	-72,1%	-61,8%	-57,6%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	1,4x	0,9x	1,1x	1,6x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	-2,0x	-1,6x	-1,5x	-1,4x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	12,5x	16,5x	14,4x	12,3x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	7,9x	11,4x	10,2x	9,1x
<b>Operativer Cashflow</b>	342,1	179,4	366,6	246,5
<b>Investitionscashflow</b>	-85,3	-57,2	-239,6	-544,0

Quelle: ANDRITZ, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0VLS5	09.07.2019	3,875%	350	500	0,1%	101,6%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Technologie

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

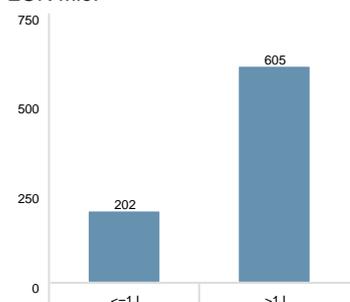
Q3 2018/19: 31. Jänner 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

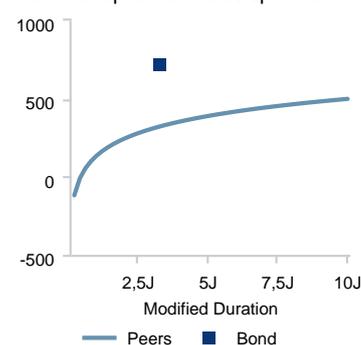
EUR Mio.



Quelle: AT&S, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## AT&S

### Ergebnisentwicklung

AT&S fertigt und vertreibt Leiterplatten und IC-Substrate in den Segmenten "Mobile Devices & Substrates", "Automotive, Industrial, Medical" und "Sonstige". Die Produktionsstätten befinden sich in Österreich und - überwiegend - in Asien. Hauptabsatzmarkt ist Amerika (Umsatzanteil im 1H 2018/19: 66%). Im GJ 2017/18 erzielte AT&S neue Rekorde bei Umsatz (EUR ~992 Mio.; +21,7% J/J) und EBITDA (EUR ~226 Mio.; +72,6% J/J). Der positive Trend setzte sich im 1H 2018/19 fort (Umsatz +6,4% J/J, EBITDA +32,5% J/J). Wachstumstreiber ist weiterhin das Segment "Mobile Devices & Substrates" (Umsatz +9,1% J/J; Umsatzanteil: 67%); Der Standort Chongqing liefert heuer zusätzliche Umsatz- und Ergebnisbeiträge. Anlaufkosten fielen weg. AT&S erzielte im 1H 2018/19 aufgrund von geringerem Capex-Bedarf (-60,1% J/J) einen positiven operativen Free Cashflow (EUR ~20 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

Statische und dynamische Kennzahlen verbesserten sich im GJ 2017/18 signifikant und liegen allesamt auf komfortablen Niveaus. Neben dem sehr starken Ergebnis trug auch die Emission einer EUR 175 Mio.-Hybridanleihe im November 2017 maßgeblich zur Verbesserung der Konzern-Kreditkennzahlen bei. Bis 30.09.2018 verbesserte sich das Gearing gegenüber dem Geschäftsjahresbeginn 2018/19 weiter. Die Profitabilität lag deutlich höher als im Vorjahr. Das Liquiditätsprofil ist stark. Für das Gesamtjahr 2018/19 plant das Unternehmen Investitionen in der Bandbreite von EUR 140 Mio. bis EUR 160 Mio. (Netto-Capex im 1H 2018/19: EUR ~38 Mio.). Im Vergleich zu Hybridanleihen aus dem BB-Segment sehen wir die AT&S-Hybridanleihe aufgrund des erheblichen Spreadaufschlags als unterbewertet.

### Unternehmensziele

Mittelfristiges Ziel ist es, den Umsatz auf EUR 1,5 Mrd. zu steigern. Für 2018/19 erwartet das Management nun aufgrund der guten Entwicklung im ersten Halbjahr ein Umsatzwachstum von 6-8% J/J (vorher: bis zu 6% J/J) und eine EBITDA-Marge von 24-26% (vorher: bis zu 23%). Das Management legt den Fokus auf die Fortsetzung des konsistenten, profitablen Wachstumskurses und auf Technologie- und Qualitätsführerschaft. In fast allen Anwendungsgebieten von AT&S-Produkten (5G-fähige Smartphones, "Internet of Things", Automobil-Elektronik etc.) wird bis 2020 mit Marktwachstum gerechnet.

### Risiken

Aus Credit-Sicht sehen wir Dividendenausschüttungen speziell bei Wachstumsunternehmen naturgemäß kritisch. Bei manchen Produkten herrscht Preisdruck. Es bestehen Wechselkursrisiken. Der Dieselskandal dämpfte die Nachfrage im Automotive-Segment temporär.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	25,1%	22,0%	16,1%	22,8%
<b>Eigenkapitalquote</b>	49,5%	42,3%	37,6%	46,5%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	21,7%	61,7%	72,1%	37,8%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,4x	3,1x	4,5x	2,4x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,8x	2,1x	3,0x	1,2x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	14,8x	18,9x	9,5x	16,5x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	8,0x	8,7x	0,5x	6,6x
<b>Operativer Cashflow</b>	143,9	136,9	136,4	143,2
<b>Investitionscashflow</b>	-164,8	-342,2	-161,1	-193,4
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	33,8%	25,2%	12,9%	34,9%

Quelle: AT&S, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1721410725	1) 00.00.0000	4,750%	175	100.000	7,9%	89,0%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Hybrid Call Datum: 1) 24.11.2022

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Immobilien  
**Moody's** Baa3/positiv  
**S&P** BBB-/stabil  
**Fitch** BBB/stabil

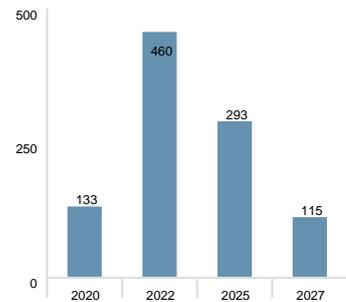
**Finanzkalender**

GJ 2018: 15. März 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

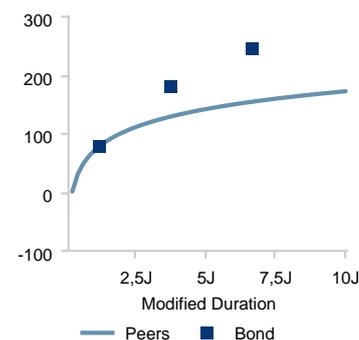
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Atrium, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# ATRIUM

**Ergebnisentwicklung**

Atrium veröffentlichte ein Trading Update über die 9M 2018. Nach der Akquisition von Wars Sawa Junior im Oktober 2018 erreichte der Portfoliowert EUR 2,8 Mrd. (2017: EUR 2,6 Mrd.). Das Portfolio besteht derzeit aus 34 Objekten. 84% davon befindet sich in Polen und Tschechien. Die Mieterlöse sanken um 6,1% J/J und erreichten in den 9M 2018 EUR 135 Mio., was auf die Veräußerung von Nicht-Kernimmobilien in Tschechien und der Slowakei zurückzuführen war. Seit Jahresbeginn wurden 13 Immobilien zu 9% über dem Buchwert für insgesamt EUR 176 Mio. veräußert. Die EBITDA-Marge stieg von 85% (2017) auf 88%, was auf das Kosteneinsparungsprogramm zurückzuführen war (dadurch konnten die Verwaltungskosten um 23% reduziert werden).

**Kommentar zum Kreditprofil**

In den 9M 2018 konnte Atrium das Fälligkeitsprofil der Finanzverbindlichkeiten verlängern. Zum einen wurde der unbesicherte revolving Rahmenkredit in Höhe von EUR 225 Mio. zu günstigeren Bedingungen refinanziert, um EUR 75 Mio. erhöht und bis 2023 verlängert. Zum anderen emittierte Atrium im Q3 eine Anleihe im Volumen von EUR 300 Mio. und kaufte EUR 242 Mio. an ausstehenden Schuldtiteln zurück. Auf Jahresbasis verzeichnen die Kreditkennzahlen während der letzten vier Jahre eine leichte Verschlechterung. Gemeinsam mit dem Fremdwährungsrisiko und dem immer noch hohen Exposure in Russland halten wir die relativ zur ASW-Kurve höheren Spreads der 2022- und 2025-Anleihen für gerechtfertigt und schätzen diese neutral ein. Die neutrale Einschätzung der bis 2020 laufenden Anleihe bleibt ebenfalls aufrecht.

**Unternehmensziele**

Das Unternehmen will sich künftig auf Polen und Tschechien konzentrieren. Im Rahmen dessen wird der strategische Ausstieg aus Rumänien und Ungarn weiter geführt. Das solide Portfolio, eine starke Marktposition als einer der führenden Shopping-Center-Betreiber in soliden CEE-Ländern (PL, CZE) sowie der Management Track Record bei der Cashflow-Generierung unterstützen das Investment Grade-Rating bei allen drei Ratingagenturen. Der positive Ausblick bei Moody's und Fitch basiert auf soliden Coverage-Kennzahlen innerhalb der Ratingklasse.

**Risiken**

Atrium ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt. Insbesondere das Exposure in Russland (Ba1/BBB-) wird von den Ratingagenturen kritisch gesehen. Die sieben Objekte machten in den 9M 2018 rund 10% vom Gesamtportfoliowert aus; diese sollen mittelfristig veräußert werden. Atrium betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Innerhalb der letzten 4 Jahre stieg die Dividende kräftig an. Der Mehrheitsaktionär Gazit-Globe hielt per Dezember 2017 mit 59,6% den Großteil der ausstehenden Atrium-Aktien. Das Einkaufszentren-Geschäft ist durch Online-Shopping wachsendem Druck ausgesetzt.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	60,2%	53,9%	44,2%	61,3%
<b>Eigenkapitalquote</b>	61,2%	61,9%	61,6%	60,7%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	32,4%	40,4%	45,1%	49,3%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	6,3x	7,0x	8,6x	6,3x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	3,9x	5,5x	7,7x	5,8x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	4,5x	3,4x	2,9x	4,1x
<b>Operativer Cashflow</b>	152,0	112,9	93,6	101,8
<b>Investitionscashflow</b>	-196,0	-133,2	10,0	-1,3

Quelle: ATRIUM, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0918754895	20.04.2020	4,000%	133	100.000	0,5%	104,1%	neutral
XS1118586244	17.10.2022	3,625%	459	100.000	1,7%	105,8%	neutral
XS1829325239	11.09.2025	3,000%	300	100.000	2,9%	100,6%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Parkgaragenbetreiber

**Moody's** -/  
**S&P** -/  
**Fitch** -/

**Finanzkalender**

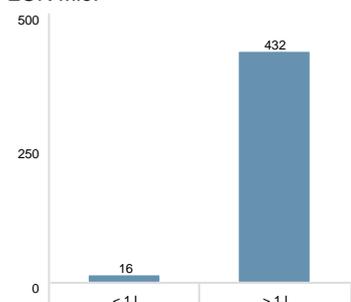
GJ 2018: 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**

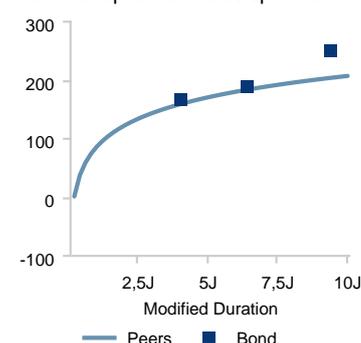
EUR Mio.



Quelle: Best in Parking, Erste Group Research  
Stand 31.12.2017

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## BEST IN PARKING

**Ergebnisentwicklung**

Best in Parking, 1976 gegründet und mit Sitz in Wien, ist in der Planung, Errichtung, Finanzierung und dem Betrieb von Parkraum tätig. Der Konzern betreibt per 31.12.2017 ca. 60.400 Parkplätze an 134 Standorten in AT, IT, CH, SK und HR. Hauptmärkte sind Städte in Österreich und Norditalien. Wien ist mit einem Konzernumsatzanteil von 36% der bedeutendste Markt. Die Nettoumsatzerlöse sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen und betragen 2017 EUR 61,8 Mio. (+8,5% J/J). Die EBITDA-Marge war 2017 mit 49,0% etwas unter dem Vorjahresniveau (52,7%). Die Gruppe hebt sich von Wettbewerbern aber weiterhin durch ihre hohe Profitabilität ab. 2016 und 2017 lagen die Free Cashflows akquisitionsbedingt negativ. Auch 2018 und 2019 sollten sie aufgrund geplanter Wachstumsinvestitionen negativ ausfallen.

**Kommentar zum Kreditprofil**

In der Parkraumbewirtschaftung wird in der Regel mit hohem Fremdkapitaleinsatz gearbeitet, da gut gelegene Parkgaragen meist stabile Cashflows erwirtschaften. Durch Akquisitionen (2016 in Italien und der Slowakei, 2017 v.a. in Italien und Kroatien) schwächten sich die Kreditkennzahlen 2016 und 2017 ab. Im Peer-Vergleich weist der Konzern derzeit ein geringes Gearing, jedoch einen schwachen Zinsdeckungsgrad auf. Wachstumsinvestitionen dürften auch 2018 und 2019 zu Verschuldungsanstiegen führen. Das Liquiditätsprofil ist stark. Die Anleihen mit Laufzeiten 2023 und 2025 (Letztere ging aus einem Umtauschangebot an die Inhaber der 2023er-Anleihe hervor) sehen wir - bedingt durch die Kennzahlenabschwächungen - im Vergleich zu Emissionen aus dem Immobilienbereich neutral. Die Anleihe mit Laufzeit 2028 sehen wir aufgrund des deutlichen Spreadaufschlags unterbewertet.

**Unternehmensziele**

Das Management strebt langfristig (und vorbehaltlich attraktiver Akquisitions- und Expansionsmöglichkeiten) eine Eigenkapitalquote zwischen 30% und 35% an (2017: 28,0%). Dividendenausschüttungen sind derzeit nicht geplant. Der Cashflow aus der Geschäftstätigkeit soll 2018 nach Planung des Unternehmens ebenso wie EBITDA und EBIT um zumindest 15% ansteigen, 2019 um zumindest 5%-10%.

**Risiken**

Investitionen in Neuprojekte bzw. Akquisitionen dürften zumindest 2018 und wohl auch 2019 die Verschuldung erhöhen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	62,2%	53,1%	52,7%	49,0%
<b>EBIT-Marge</b>	34,8%	32,7%	36,6%	30,3%
<b>Eigenkapitalquote</b>	23,5%	36,2%	29,3%	28,0%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	196,9%	112,2%	131,0%	157,5%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	7,0x	7,6x	11,5x	14,8x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	5,9x	6,7x	7,6x	10,6x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	3,3x	2,2x	1,9x	1,7x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	1,9x	1,4x	1,3x	1,0x
<b>Operativer Cashflow</b>	17,4	25,2	25,9	27,7
<b>Investitionscashflow</b>	-3,8	-19,5	-35,5	-83,0

Quelle: BEST IN PARKING, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1HQ07	02.02.2023	3,375%	76	1.000	1,7%	105,8%	neutral
AT0000A21LB6	27.06.2025	3,500%	44	1.000	2,2%	107,2%	neutral
AT0000A21LA8	03.07.2028	3,500%	50	1.000	3,3%	101,5%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Spezialchemie

**Moody's** -/

**S&P** BBB+/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

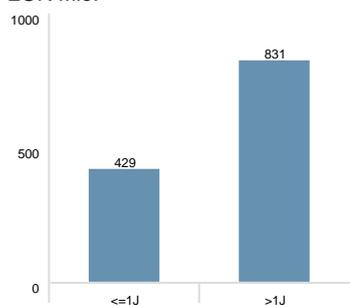
GJ 2018: 22. Februar 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(14.11.2018\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

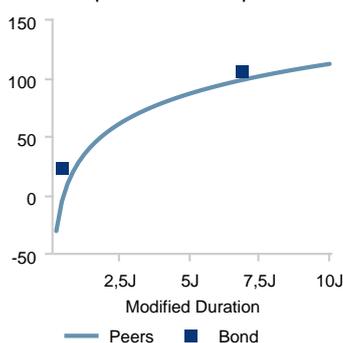
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research  
Stand 30.06.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## BOREALIS

### Ergebnisentwicklung

Borealis ist ein global tätiger Chemiekonzern mit Hauptsitz in Wien. In den ersten 9M 2018 verringerte sich der Nettogewinn des Konzerns, ausgehend von sehr hohen Niveaus, leicht auf EUR 812 Mio. (-4,2% J/J). Der Nettoumsatz stieg um +9,3% J/J. Im GJ 2017 hatte Borealis das zweitbeste Nettoergebnis (EUR 1,095 Mrd., 2016: EUR 1,107 Mrd.) der Unternehmensgeschichte erzielt. Im dritten Quartal 2018 konnte der Nettogewinn dank eines starken Ergebnisbeitrags des JV Borouge und solider Polyolefin-Margen wiederum um 2,2% J/J gesteigert werden. Das Pflanzennährstoffgeschäft blieb laut Unternehmen unter Druck. Für das vierte Quartal 2018 ging der Konzern von einer Normalisierung der Polyolefin-Margen sowie von einem anhaltend schwierigen Umfeld im Pflanzennährstoffgeschäft aus. Konzernweit sind zahlreiche Wachstumsprojekte in der Pipeline.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen des Konzerns liegen weiterhin auf sehr gutem Niveau. Im 1. HJ 2018 wurde, exkludiert man die Dividendenzahlung, ein positiver Free Cashflow erzielt. Das Liquiditätsprofil war per 30.06. stark. Der Konzern verfügte über eine ungenutzte Kreditlinie in Höhe von EUR 1 Mrd. (Zwischenabschlüsse werden nur zum Halbjahr veröffentlicht). Per 30.09.2018 berichtete Borealis ein Gearing von 23% (30.09.2017: 18%). Es lag damit weiterhin klar unter dem internen Zielwert (40%-60%). Am 9. November 2018 versah die Ratingagentur S&P Borealis mit einem BBB+ Rating. Der Ausblick ist stabil. Die bis 2019 laufende Anleihe sehen wir aufgrund ihrer kurzen Restlaufzeit neutral. Der Spread der 2025 fälligen Anleihe liegt etwa auf Peer-Niveau: Wir sehen die Anleihe ebenso neutral.

### Unternehmensziele

Ziel des Konzerns ist eine durchschnittliche Kapitalrendite nach Steuern von 11%. 2017 lag sie bei 15%. Im Rahmen von Joint Ventures verfolgt der Konzern Wachstumsprojekte u.a. in den USA und in Kasachstan.

### Risiken

Die finnischen Steuerbehörden fordern von Borealis Steuernachzahlungen, Strafzuschläge und Zinsen in signifikanter Höhe (in Summe derzeit rund EUR 360 Mio.). Borealis erachtet diese Forderungen als ungerechtfertigt und ergriff Rechtsmittel. Endgültige Entscheidungen stehen aus. Das Pflanzennährstoffgeschäft leidet derzeit unter globalem Überangebot und niedrigen Preisen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	7,7%	13,8%	18,5%	15,6%
<b>Eigenkapitalquote</b>	54,3%	61,7%	65,6%	67,9%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	39,7%	19,2%	10,0%	12,4%
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	2,8x	1,0x	0,5x	0,7x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	7,8x	13,6x	15,5x	15,8x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	3,4x	9,2x	10,9x	10,6x
<b>Operativer Cashflow</b>	427,6	1.103,0	1.145,5	725,1
<b>Investitionscashflow</b>	-349,0	-264,5	-263,2	-140,7
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	19,4%	61,0%	51,0%	-2,5%

Quelle: BOREALIS, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0VL70	02.07.2019	4,000%	125	1.000	-0,0%	101,7%	neutral
AT0000A24UY3	10.12.2025	1,750%	300	500	1,5%	101,1%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Immobilien

**Moody's** Baa2/stabil

**S&P** -/

**Fitch** -/

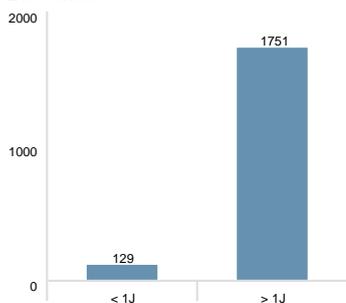
**Finanzkalender**

GJ 2018: 27/28. März 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

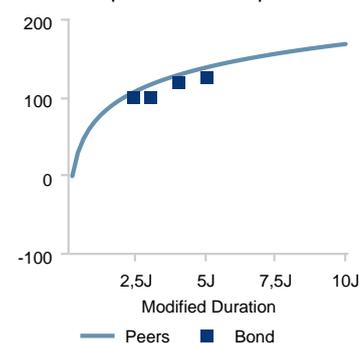
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: CA Immo, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## CA IMMO

**Ergebnisentwicklung**

CA Immo präsentierte in den 9M 2018 eine positive Zwischenbilanz. Die Mieterlöse verzeichneten einen Zuwachs um 6% J/J auf EUR 141,5 Mio, was durch die Akquisition des Warsaw Spire Building B und den damit verbundenen Mietzuwachs erreicht wurde. Das Portfolio wurde per 30.9.2018 zu 95,3% vermietet (31.12.2017: 95,2%). Bedingt durch einen geringeren Beitrag aus Immobilienverkäufen lag das EBITDA um 6% unter dem Vorjahresniveau. Das EBIT erreichte dank Bewertungsgewinnen EUR 224,1 Mio. (+10,1%). Der FFO I, Kennzahl für die nachhaltige Ertragskraft aus dem Vermietungsgeschäft, wurde deutlich um 11,4% J/J auf EUR 93,7 Mio. angehoben.

**Kommentar zum Kreditprofil**

CA Immo verfügte Ende September 2018 über eine unverändert robuste Bilanz mit einer EK-Quote von 48,7% und einem Loan-to-Value-Verhältnis (Nettoverschuldung zu Immobilienvermögen) von 34,3%. Ende September lag das Gearing bei 56,5% und somit auf dem gleichen Niveau von 2017. Im September 2018 begab CA Immo eine weitere Unternehmensanleihe mit einem Volumen von EUR 150 Mio. und einer Laufzeit von 7,5 Jahren. Seit 2015 verfügt CA Immo über ein Investment Grade Rating von Baa2 bei Moody's. Der Ausblick ist "stabil". Die Spreads der CA Immo-Anleihen engten sich in den letzten Monaten allmählich ein. Für alle Anleihen (LZ: 2021, 2022, 2023 und 2024) behalten wir unsere neutrale Einschätzung.

**Unternehmensziele**

Nicht-strategische Assets sollen verkauft und durch qualitative Immobilien (mit Fokus auf Büroimmobilien) ersetzt werden. Das Ziel für 2018 wurde bestätigt: Der FFO I soll 2018 mindestens EUR 115 Mio. erreichen. Das langfristige Ziel bei der EK-Quote liegt zwischen 45-50%.

**Risiken**

Das Management strebt eine sukzessive Steigerung der Dividende an. Die Ausschüttungsquote von rund 70% des FFO I wurde bestätigt. Anfang Juli 2018 wurde bekannt, dass Immofinanz die 26%-Beteiligung an CA Immo an Starwood (Finanzinvestor, der sich auf globale Immobilieninvestitionen konzentriert) verkauft hat. Der Paketverkauf wurde Ende Q3 abgeschlossen. Somit ist Starwood nunmehr größter Aktionär von CA Immo.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	83,4%	76,9%	69,4%	75,0%
<b>Eigenkapitalquote</b>	53,2%	53,2%	51,2%	50,3%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	54,6%	56,4%	53,1%	56,5%
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	7,1x	8,1x	7,9x	7,9x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	1,8x	2,5x	3,5x	4,2x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	1,7x	6,7x	7,1x	8,3x
<b>Operativer Cashflow</b>	99,5	113,2	125,4	132,5
<b>Investitionscashflow</b>	-184,2	101,5	39,5	-193,8

Quelle: CA IMMO, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1LJH1	12.07.2021	1,875%	140	1.000	0,9%	102,1%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	175	500	0,9%	105,2%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	150	1.000	1,2%	105,7%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	1,5%	101,6%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povazsai-Römhild  
bernadett.povazsai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Catering

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

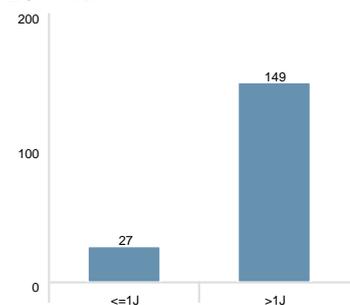
9M 2018/19: 14. Februar 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur

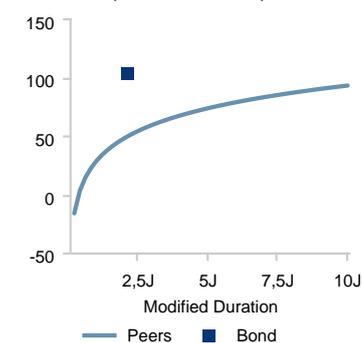
der Finanzverbindlichkeiten  
EUR Mio.



Quelle: DO&CO, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## DO&CO

### Ergebnisentwicklung

DO&CO erzielte im ersten Halbjahr 2018/19 (endete am 30. September 2018) einen Umsatz von EUR 434 Mio. (-3,7% J/J). Dieser Umsatzrückgang ist insbesondere auf negative Währungseffekte in Höhe von EUR 60 Mio. zurückzuführen; bereinigt um diese würde der Konzern ein Umsatzwachstum von 9,5% J/J aufweisen. Nur der kleinste Geschäftsbereich Restaurants, Lounges & Hotel (Umsatzbeitrag: 13%) hatte einen Umsatzrückgang zu verzeichnen (-28,1% J/J), der v.a. von der Beendigung des Zugcaterings für die ÖBB herrührt. Das EBITDA ging im selben Ausmaß zurück wie der Umsatz (-3,7% J/J), somit blieb die Profitabilität mit 9,8% gleich hoch.

### Kommentar zum Kreditprofil

DO&COs Nettoverschuldung ist leicht angestiegen und betrug per Ende September 2018 EUR 105 Mio. (Ende März 2018: EUR 100 Mio.). Somit verschlechterten sich die Kreditkennzahlen geringfügig, befinden sich aber nach wie vor auf gutem Niveau. Das Finanzprofil ist solid. Die Eigenkapitalquote lag Ende September 2018 bei 40,0%. Den größten Teil der Finanzverbindlichkeiten stellt die einzige ausstehende Anleihe (fällig 03/2021) mit einem Volumen von EUR 150 Mio. dar. Aufgrund des breit diversifizierten Ansatzes (hinsichtlich Geschäftssegmente, Marken und Regionen), der voraussichtlich positiven Geschäftsentwicklung (siehe Unternehmensziele) sowie der weiterhin guten Kreditkennzahlen halten wir den Spread der Anleihe für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

### Unternehmensziele

Das Management nennt keine Guidance-Zahlen für das Geschäftsjahr 2018/19, jedoch sind die Zukunftsaussichten recht positiv: Im September 2018 erhielt DO&CO nach einer mehr als eineinhalbjährigen Ausschreibungsphase den Zuschlag für die Erbringung von Catering- und Handlingleistungen für British Airways sowie Iberia und Iberia Express. Beide Aufträge beginnen im Frühjahr 2020 und wurden jeweils für die Dauer von 10 Jahren abgeschlossen. Zudem wurde die Partnerschaft mit Turkish Airlines auf weitere 15 Jahre verlängert (vorbehaltlich der Genehmigung durch die Organe und der Behörden sowie einer zufriedenstellenden Vertragsdokumentation). Nicht zuletzt konnten Swiss und Ethiopian Airlines als neue Kunden gewonnen werden. Akquisitionsziele werden weiterhin laufend evaluiert. Ein Fokus soll auch auf die Weiterentwicklung des Retail-Geschäfts gelegt werden, insbesondere auf die Marken Hédiard und Henry.

### Risiken

DO&CO wird viele neue Aufträge gleichzeitig umzusetzen haben. Insgesamt sind die Aktivitäten von DO&CO von der globalen Entwicklung der Airline- und Tourismusbranche (und somit von geopolitischen Risikofaktoren) abhängig. Die Internationalität des Geschäfts bedeutet auch erhöhtes Fremdwährungsrisiko, obwohl der Großteil durch "natural hedging" abgesichert wird.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018
<b>EBITDA-Marge</b>	10,3%	10,1%	10,1%	9,7%
<b>Eigenkapitalquote</b>	41,9%	40,5%	41,2%	43,3%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	39,1%	5,6%	21,5%	40,3%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	1,9x	2,0x	2,0x	2,1x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,2x	0,2x	0,6x	1,2x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	6,8x	12,4x	13,9x	13,1x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,5x	7,4x	8,5x	8,0x
<b>Operativer Cashflow</b>	65,9	91,7	56,4	42,4
<b>Investitionscashflow</b>	-188,9	51,9	-65,2	-86,2

Quelle: DO&CO, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A15HF7	04.03.2021	3,125%	150	500	0,9%	104,3%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povazsai-Römhild  
bernadett.povazsai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Holzindustrie

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

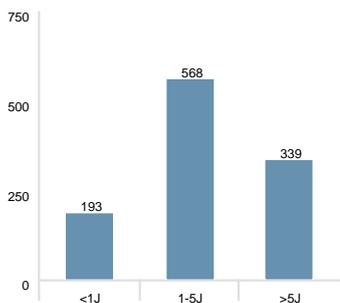
GJ 2018/19: Ende Juli 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

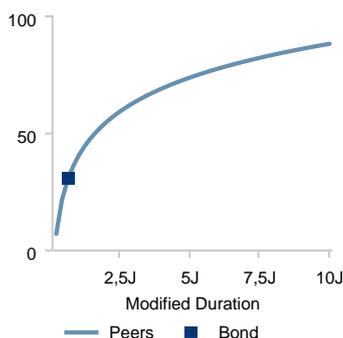
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research  
Stand 31.10.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## EGGER

### Ergebnisentwicklung

Egger berichtete für das HJ 2018/19 (endete am 31.10.2018) einen Umsatz von EUR 1.432 Mio. (+8,2% J/J). Dieser Zuwachs betrifft alle Unternehmensbereiche sowie die meisten Absatzmärkte und stellt einen neuen HJ-Höchstwert in der Unternehmensgeschichte dar. Das EBITDA stieg um 12,6% J/J auf EUR 251 Mio. Die Profitabilität konnte somit weiter gesteigert werden (EBITDA-Marge: 17,5%). Der operative Cashflow stieg auf starke EUR 180 Mio. im ersten Halbjahr 2018/19. Der Großteil der Investitionen entfiel auf den Bau der neuen Werke Biskupiec in Polen sowie Lexington, North Carolina in den USA.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung erhöhte sich per Ende Oktober 2018 auf EUR 862 Mio. (von EUR 776 Mio. per Ende GJ 2017/18) und ist vor allem auf einen neuen syndizierten Kreditvertrag in Höhe von EUR 200 Mio. zurückzuführen. Dank sehr guter operativer Ergebnisse konnten sich die Kreditkennzahlen Entschuldungsdauer und Zinsdeckung trotz höherer Finanzverbindlichkeiten verbessern. Die Eigenkapitalquote lag dank des im März 2018 begebenen Hybridbonds mit 38,2% auf einem guten Level, der Verschuldungsgrad stieg auf 81,0% an. Die einzige ausstehende Senior-Anleihe (fällig im 10/2019) wird aufgrund der kurzen Restlaufzeit als neutral bewertet.

### Unternehmensziele

Für das zweite Halbjahr 2018/19 erwartet das Unternehmen eine stabile Entwicklung in allen europäischen Märkten und Russland sowie eine weitgehend volle Auslastung der Produktionskapazitäten in allen Werken. Der Ausblick ist positiv, konkrete Guidance-Zahlen werden jedoch nicht genannt.

### Risiken

Größere Unsicherheiten können von den Auswirkungen des voraussichtlich bevorstehenden Brexit, der geopolitischen Spannungen im Ukraine Konflikt und im Nahen Osten sowie der Währungsinstabilität in der Türkei und in Argentinien ausgehen. Auch die Entwicklung der Rohstoffmärkte, vor allem eine Verknappung von Holz, stellt ein wesentliches Risiko dar. Hier wirkt Egger jedoch mit zusätzlichen Veredelungskapazitäten sowie mit Optimierung der Materialeinsätze entgegen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	14,1%	14,9%	15,3%	14,5%
<b>Eigenkapitalquote</b>	39,2%	38,1%	36,9%	40,1%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	74,7%	82,5%	84,5%	73,8%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,7x	2,4x	2,6x	2,5x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	2,0x	1,9x	2,0x	2,0x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	9,7x	11,5x	11,8x	15,0x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,5x	5,6x	5,1x	7,4x
<b>Operativer Cashflow</b>	338,8	355,8	348,7	289,0
<b>Investitionscashflow</b>	-260,9	-308,9	-261,0	-439,3
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	34,3%	36,7%	36,1%	37,3%

Quelle: EGGER, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WNP5	01.10.2019	4,500%	150	500	0,1%	102,9%	neutral
AT0000A208R5	1) 00.00.0000	4,875%	150	100.000	6,0%	95,2%	n.v.

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: 1) 12.03.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povaszai-Römhild  
bernadett.povaszai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor**            **Versorger**

**Moody's**           **-/**

**S&P**                **A/stabil**

**Fitch**              **-/**

#### Finanzkalender

HJ 2018/19: Juni 2019

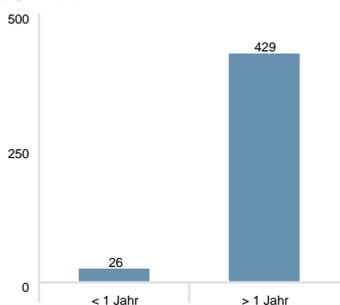
#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

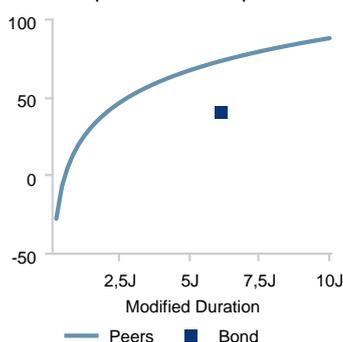
EUR Mio.



Quelle: Energie AG Oberösterreich, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

### Ergebnisentwicklung

Energie AG OÖ berichtete für das GJ 2017/18 (endete am 30. September 2018) einen Konzernumsatz von EUR 1.625,8 Mio. (-3,6% J/J). Dieser Rückgang betrifft ausschließlich das Segment Energie und ist vor allem auf niedrigere Umsätze aus der Gasbewirtschaftung und dem Stromhandel sowie auf den reduzierten Einsatz des Kraftwerks Timelkam für Engpassmanagement zurückzuführen. Die anderen Geschäftsfelder verzeichneten ein Umsatzplus. Das EBIT verringerte sich im Vergleich zum Rekord-Vorjahr, erreichte aber mit EUR 171,8 Mio. das zweitbeste Ergebnis der Konzerngeschichte. Die Profitabilität ging leicht zurück, liegt aber nach wie vor auf hohem Niveau. Der operative Cashflow liegt im langjährigen Schnitt, der freie Cashflow reduzierte sich aufgrund höherer Investitionen, vor allem im Segment Netz.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist seit dem GJ 2008/09 konstant rückläufig und betrug Ende September 2018 EUR 353,7 Mio. (-4,8% J/J). Die Kreditkennzahlen verbesserten sich in Folge bzw. blieben auf starken Niveaus. Das Gearing sank weiter und betrug nur noch 25,6% (vs. 29,0% im Vorjahr), die Eigenkapitalquote stieg auf 42,9% (vs. 41,6%). Die einzige ausstehende Anleihe in Höhe von EUR 300 Mio., fällig 2025, macht den Großteil der Finanzverbindlichkeiten aus. Im März 2018 bestätigte die Ratingagentur S&P Energie AG OÖs Rating A mit stabilem Ausblick aufgrund der anhaltend robusten finanziellen Position des Konzerns. Erst ein Jahr zuvor wurde das Unternehmen von A- auf A hinaufgestuft. Aufgrund der guten Entwicklung der Kreditkennzahlen in einem anhaltend herausfordernden Marktumfeld (siehe Risiken) sehen wir die Anleihe des Unternehmens im Peer-Vergleich neutral bewertet.

### Unternehmensziele

Die Strategie des Konzerns fokussiert sich auf die Themen Digitalisierung, Dekarbonisierung und Regionalisierung, wobei laut Management Ersteres die größte Herausforderung darstellt. Darüber hinaus ist der Konzern ständig bemüht, sich in den Bereichen Effizienzsteigerung sowie Prozess- und Kostenoptimierung weiter zu verbessern. Die finanzwirtschaftliche Stabilität hat unverändert die höchste Priorität. Eine Guidance gibt das Management nicht bekannt. Im GJ 2018/19 werden Investitionen in Höhe von über EUR 260 Mio. geplant, um Schwerpunkte bei zukunftsorientierten Projekten im Bereich der Nachhaltigkeit, Versorgungssicherheit sowie digitalen Transformation zu setzen.

### Risiken

Das Marktumfeld bleibt herausfordernd: Erfordernisse zur Erfüllung der Klimaziele 2030, Preiszonentrennung Österreich-Deutschland, starke Konkurrenzsituation und diverse geopolitische Risiken sind nur einige Schlagworte, die das Umfeld charakterisieren. Hinzu kommen Themen wie Cyber Crime sowie Regulierungsmaßnahmen, wie DSGVO oder MIFID2, die hohe Anforderungen an die internen Prozesse und IT-Systeme stellen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018
<b>EBITDA-Marge</b>	18,7%	20,8%	23,2%	19,7%
<b>EBIT-Marge</b>	7,6%	8,8%	13,2%	10,6%
<b>Eigenkapitalquote</b>	36,5%	37,7%	41,6%	42,9%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	45,4%	38,8%	29,0%	25,6%
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,7x	1,4x	0,9x	1,1x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	10,5x	13,4x	14,8x	17,4x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,2x	5,7x	8,4x	9,4x
<b>Operativer Cashflow</b>	238,0	245,8	278,8	258,0
<b>Investitionscashflow</b>	-142,0	-125,4	-161,7	-185,4
<b>Op CF vor WC / Finanzverbindl.</b>	39,9%	45,1%	62,9%	51,6%
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	31,1%	35,0%	51,3%	39,7%

Quelle: ENERGIE AG OBERÖSTERREICH, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0213737702	04.03.2025	4,500%	300	1.000	0,7%	122,4%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povaszai-Römhild  
bernadett.povaszai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Versorger

**Moody's** A2/positiv

**S&P** A-/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

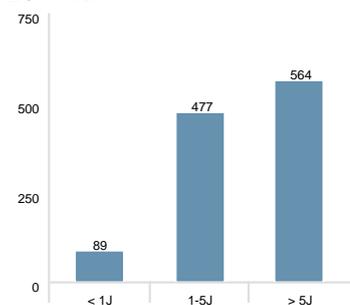
1Q 2018/19: 28. Februar 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

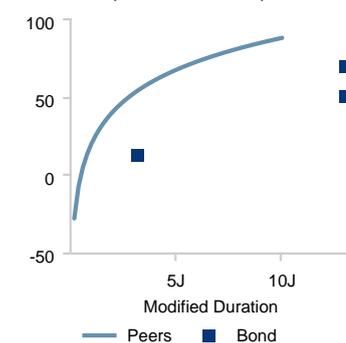
EUR Mio.



Quelle: EVN, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## EVN

### Ergebnisentwicklung

EVN berichtete im Geschäftsjahr 2017/18 (endete am 30. September 2018) einen Umsatz von EUR 2.073 Mio. (-6,5% J/J). Gründe für den Rückgang waren die geringere Vermarktung von Strom aus thermischer Produktion, Bewertungseffekte aus Absicherungsgeschäften, ein Rückgang im Erdgashandel sowie temperaturbedingte Mengeneffekte, v.a. in Südosteuropa. Umsatzzuwächse waren in der erneuerbaren Stromerzeugung, der Bereitstellung von Reservekapazitäten zur Netzstabilisierung und in der Wärmeversorgung zu verzeichnen. Trotz Umsatzrückgangs konnte die Profitabilität auf hohem Niveau gehalten werden (EBITDA-Marge: 32,4%, EBIT-Marge: 19,0%). Der operative Cashflow stieg um 18,6% J/J auf EUR 603,5 Mio., der freie Cashflow ging aufgrund höherer Investitionen und des Aufbaus kurzfristiger Wertpapiere auf EUR 39,1 Mio. zurück (GJ 2016/17: EUR 342,1 Mio.). Es wird eine Dividende von EUR 0,44 je Aktie zuzüglich einer Bonusdividende von EUR 0,03 je Aktie vorgeschlagen.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die seit Jahren rückläufige Entwicklung der Nettoverschuldung konnte fortgesetzt werden. Per Ende September 2018 betrug diese EUR 915 Mio. (-4,0% J/J). In Folge verbesserten sich die Kreditkennzahlen (Gearing, Zinsdeckung, Eigenkapitalquote) bzw. blieben in etwa auf demselben Level (Entschuldungsdauer). Rund die Hälfte der langfristigen Finanzverbindlichkeiten bestehen aus Anleihen (drei EUR- und eine JPY-denominierte), die andere Hälfte sind Bankdarlehen (inkl. einem Schuldscheindarlehen). Im April 2018 hob Moody's den Ausblick von stabil auf positiv an. Die Begründung enthält folgende Punkte: Ein Großteil der operativen Ergebnisse werden aus Tätigkeiten mit geringem Businessrisiko generiert; die EVN verfügt über eine starke Wettbewerbs- und Marktposition; starke positive Cashflows unterstützen den Entschuldungsprozess und stärken die Kreditkennzahlen. Im Peer-Vergleich stufen wir die drei ausstehenden EUR-Anleihen des Unternehmens als neutral ein.

### Unternehmensziele

Das GJ 2017/18 profitierte vom starken Anstieg der Energiepreise und erwirtschaftete ein Konzernergebnis von EUR 254,6 Mio. Unter der Annahme von durchschnittlichen energiewirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird für das Geschäftsjahr 2018/19 ein Konzernergebnis in der Bandbreite von EUR 160-180 Mio. erwartet. Im Bereich Windkraftausbau soll bis Ende GJ 2019/20 eine Leistung von 370 MW sowie mittelfristig von 500 MW erreicht werden (derzeit: ~300 MW).

### Risiken

EVN ist u.a. in Ländern mit höherem Länderrisiko investiert, wie z.B. Albanien, Mazedonien, Bulgarien oder Russland. Laut Management könnten die regulatorischen Rahmenbedingungen sowie laufende Gerichtsverfahren das anvisierte Konzernergebnis wesentlich beeinflussen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018
EBITDA-Marge	27,3%	29,5%	32,6%	32,4%
EBIT-Marge	12,6%	12,7%	15,7%	19,0%
Eigenkapitalquote	39,8%	42,3%	48,8%	52,3%
Nettoverschuldung / Eigenkapital	54,9%	47,5%	30,2%	22,4%
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,9x	2,6x	1,6x	1,7x
Nettoverschuldung / EBITDA	2,4x	2,2x	1,3x	1,4x
EBITDA / Zinsaufwand	8,9x	10,1x	13,2x	15,3x
EBIT / Zinsaufwand	4,1x	4,3x	6,4x	9,0x
Operativer Cashflow	478,3	463,0	508,9	603,5
Investitionscashflow	-72,7	-230,6	-70,6	-457,1
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	26,1%	34,6%	48,7%	49,6%
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	20,5%	28,5%	40,5%	40,1%

Quelle: EVN, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0690623771	13.04.2022	4,250%	300	1.000	0,1%	113,1%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	1,4%	130,7%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	1,6%	128,9%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Luftfahrttechnik

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

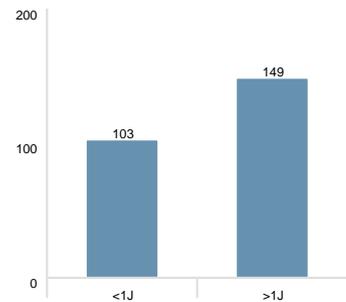
**Finanzkalender**

GJ 2018/19: 22. Mai 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

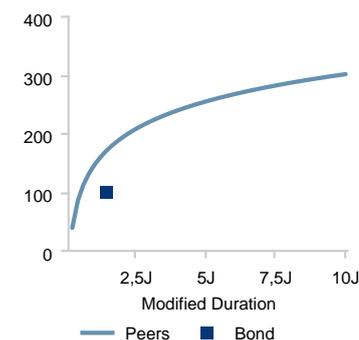
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: FACC, Erste Group Research  
Stand 30.11.2018

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# FACC

**Ergebnisentwicklung**

FACC profitiert vom dynamischen Wachstum der Luftfahrtindustrie. Der positive Umsatztrend setzte sich im 3Q 2018/19 (+5,3% J/J) sowie im gesamten Zeitraum 1Q-3Q 2018/19 (+4,5% J/J) fort. Alle Segmente erzielten in den ersten 9M 2018/19 Umsatzzuwächse (Aerostructures +1,3% J/J, Engines & Nacelles +2,8% J/J, Cabin Interiors +9,7% J/J). Die Einführung neuer Kabinenkonfigurationen im Interior-Bereich und damit verbundene Einmalkosten sowie der Wegfall positiver Sondereffekte im Segment Engines & Nacelles belasteten das berichtete EBIT (EUR 42,2 Mio.; -31,6% J/J). Vor Einmaleffekten stieg das EBIT um 5,3% J/J und die EBIT-Marge blieb konstant bei 7,2% (9M 2017/18: 7,1%). Trotz gleichbleibender Investitionen konnte der Free Cashflow dank geringerer Working Capital-Abflüsse in den ersten 9M 2018/19 auf EUR 19,9 Mio. (+32,7% J/J) gesteigert und die Nettoverschuldung im Vorjahresvergleich leicht reduziert werden.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad verbesserten sich im letzten Geschäftsjahr stark. Die Eigenkapitalquote lag per 30.11.2018 bei 42,2% (31.08.2018: 39,9%; 30.11.2017: 44,4%) und damit im Vorjahresvergleich nur leicht schwächer. Die Branchenperspektiven sind gut: der Flugverkehr nimmt global zu, die Nachfrage nach Flugzeugen und FACCs Auftragsstand sind hoch (USD 6,5 Mrd.). Im GJ 2017/18 gingen Neuaufträge iHv EUR 750 Mio. ein, die ab 2019/20 Umsätze generieren werden. FACC hat eine diversifizierte Produkt- und Kundenstruktur (u.a. Airbus, Boeing, Bombardier, Embraer). Im Wachstumsmarkt China ist der Konzern gut positioniert. Die Perspektiven sollten es FACC ermöglichen, das Kreditprofil stark zu halten bzw. weiter zu verbessern. Wir sehen die FACC-Anleihe verglichen zu High Yield-Industrieanleihen neutral.

**Unternehmensziele**

Für das GJ 2018/19 erwartet FACC aus heutiger Sicht ein Umsatzwachstum im einstelligen Prozentbereich auf ein Niveau in der Bandbreite von EUR 760 bis 770 Mio.. Für das EBIT erwartet das Management einen Wert zwischen EUR 52 und 55 Mio.. Ziele sind der weitere Ausbau der Marktanteile, die weitere Erhöhung des Automatisierungsgrads und der Produktivität sowie das Outsourcing der Produktion einfacher Composite-Komponenten. Der Konzern sieht die Instandhaltung und Reparatur von Composite-Systemen - durch den steigenden Anteil von Composite-Strukturen in neuen Flugzeugen - als Geschäftsfeld mit hohem Potential. Das im Rahmen der "Vision 2020" gesteckte Umsatzziel (EUR 1 Mrd. für das GJ 2020/21) bleibt aufrecht.

**Risiken**

Produktionsraten der Großraumflugzeuge (A380, B787) sind unter Druck. Bei FACC wird das durch Steigerungen bei anderen Flugzeugfamilien bzw. Neuprojekte überkompensiert.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	3,6%	0,4%	8,2%	12,9%
<b>Eigenkapitalquote</b>	43,8%	43,5%	41,7%	45,9%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	32,6%	56,5%	69,4%	56,3%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	11,4x	90,4x	4,3x	2,5x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	5,5x	68,1x	3,4x	1,9x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	1,8x	0,2x	5,2x	8,4x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	-0,4x	-1,9x	2,4x	5,6x
<b>Operativer Cashflow</b>	7,4	-9,3	20,0	63,1
<b>Investitionscashflow</b>	-77,8	-50,9	-34,4	-35,1

Quelle: FACC, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A10J83	24.06.2020	4,000%	90	500	0,8%	104,3%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povazsai-Römhild  
bernadett.povazsai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Versorger

**Moody's** -/

**S&P** A/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

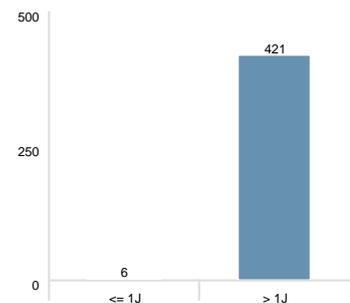
GJ 2018: April 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

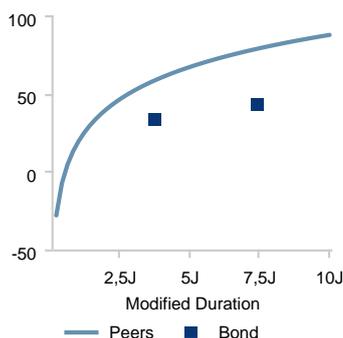
EUR Mio.



Quelle: Kelag, Erste Group Research  
Stand 30.06.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## KELAG

### Ergebnisentwicklung

Kelag berichtete für das 1HJ 2018 einen Umsatz von EUR 593 Mio. (-4,5% J/J). Das operative Ergebnis profitierte von einer guten Wasserführung und in Folge von einer höheren Stromaufbringung sowie weniger -zukauf. Auch das konsequente Kostenmanagement wirkte sich positiv aus. Die Profitabilität stieg an: Die EBITDA-Marge betrug 20,3% (vs. 16,6% 2017). Der operative Cashflow stieg um 53% J/J auf EUR 105 Mio., der freie Cashflow nach Dividenden machte EUR 23 Mio. aus.

### Kommentar zum Kreditprofil

Das Finanzprofil von Kelag ist nach wie vor solide, die Eigenkapitalquote stieg auf 44,3% (Ende 2017: 43,0%). Die Nettoverschuldung ging leicht zurück und betrug Ende Juni 2018 EUR 251 Mio. (EUR 268 Mio.). In Folge verbesserte sich das Gearing auf 28,5% (31,3%). Die Entschuldungsdauer ging von 1,4x auf 1,2x zurück, die Zinsdeckung stieg von 12,6x auf 13,8x an. Den Großteil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten machen die zwei ausstehenden Anleihen in Höhe von je EUR 150 Mio. (fällig 2022 und 2026) sowie der EIB-Kredit in Gesamthöhe von EUR 90 Mio. (fällig 2036, zu tilgen ab 2020) aus. Im Juni 2017 bestätigte S&P sein langjähriges Rating A mit stabilem Ausblick. Begründet wurde dies mit dem stabilen operativen Geschäft dank eines ausgewogenen Geschäftsfeldportfolios, den guten Kreditkennzahlen sowie dem bequemen Finanzprofil. Aufgrund dieser Faktoren, allerdings in Anbetracht eines herausfordernden Marktumfeldes, sehen wir die zwei ausstehenden Anleihen als neutral bewertet.

### Unternehmensziele

Kelag verfolgt weiterhin eine wertorientierte Wachstums- und Innovationsstrategie auf Basis regenerativer Energien und mit Fokus auf Energieeffizienz. Das unternehmensübergreifende Entwicklungsprogramm "kelag 2025 - Wir gestalten Zukunft" soll die Performance- und Innovationskultur verbessern sowie das Kostenmanagement und Geschäftsprozesse optimieren. Für Neuerrichtungs- und Instandhaltungsprojekte hat das Unternehmen für das GJ 2018 rund EUR 135 Mio. veranschlagt. Für das GJ 2018 erwartet das Management eine leicht verbesserte Ergebnisentwicklung, ohne konkrete Guidance-Zahlen zu nennen.

### Risiken

Herausforderungen stellen insbesondere die zunehmende Regulierung, die Energiewende, die Volatilität der Großhandelspreise, die Nicht-Beeinflussbarkeit der Wasserführung sowie die hohe Wettbewerbsintensität dar.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
EBITDA-Marge	13,3%	15,1%	19,1%	16,6%
Eigenkapitalquote	40,0%	40,8%	41,4%	43,0%
Nettoverschuldung / Eigenkapital	39,3%	36,9%	33,6%	31,3%
Nettoverschuldung / EBITDA	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x
EBITDA / Zinsaufwand	11,1x	18,6x	14,5x	12,6x
EBIT / Zinsaufwand	4,0x	8,7x	7,4x	6,6x
Operativer Cashflow	214,8	178,4	173,7	154,1
Investitionscashflow	-167,2	-121,7	-111,5	-100,2
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	57,6%	46,0%	43,8%	40,7%
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	46,3%	36,3%	34,7%	31,3%

Quelle: KELAG, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	0,4%	110,5%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	0,9%	114,5%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povazsai-Römhild  
bernadett.povazsai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Motoren- &  
Fahrzeugindustrie

**Moody's** -/  
**S&P** -/  
**Fitch** -/

#### Finanzkalender

GJ 2018/19: August 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

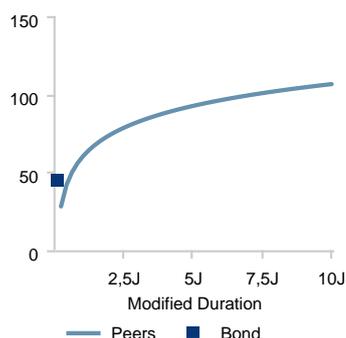
#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## MIBA

### Ergebnisentwicklung

Miba erwirtschaftete im GJ 2016/17 (endete am 31. Jänner 2017) einen Umsatz von EUR 752 Mio. (+4,6% J/J). Dieser Anstieg setzt sich zusammen aus organischem Wachstum (+5,4 Prozentpunkte) und einem negativen Wechselkurseffekt (-0,8 Prozentpunkte).

### Kommentar zum Kreditprofil

Miba hat keine Finanzverbindlichkeiten und konnte im GJ 2016/17 Investitionen in Höhe von EUR 67,3 Mio. erneut zur Gänze aus eigener Kraft abdecken. Die Eigenkapitalquote stieg von 57,2% im Vorjahr auf 58,2% Ende Jänner 2017. Die einzige Anleihe des Unternehmens (fällig 2019) wurde aus dem Regierten Freiverkehr der Wiener Börse per 19.12.2016 zurückgezogen und wird ab 20.12.2016 im "Dritten Markt" gehandelt. Gleichzeitig wurde den Anleihegläubigern der Rückkauf der Anleihe angeboten. Aufgrund des Rückkaufangebots und der Illiquidität des "Dritten Marktes" halten wir die Anleihe trotz Wachstumspfad und Schuldenfreiheit für neutral.

### Unternehmensziele

Das Management rechnet mit weiterem Wachstum im GJ 2017/18. Im Sinne der Strategie Miba 2020 fokussiert das Unternehmen weiterhin auf drei Schwerpunkte: Globales Wachstum, Innovation und Technologie sowie Menschen.

### Risiken

Die uneinheitliche Entwicklung auf den Kern-Abnehmermärkten von Miba dürfte sich auch 2018 fortsetzen: Die Automobilindustrie wächst in Europa, Nordamerika, China und Indien, schrumpft aber in Brasilien. Der Lkw-Markt wächst in Europa und China, schrumpft aber in Nordamerika. Der Markt für landwirtschaftliche Nutzfahrzeuge, Bau- und Bergbaumaschinen bewegt sich auf stabilem Niveau. Miba hält daher an der breiten regionalen und branchenbezogenen Positionierung fest.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
EBITDA-Marge	17,8%	18,5%	18,5%	n.v.
EBIT-Marge	11,5%	12,2%	11,5%	n.v.
Eigenkapitalquote	54,6%	56,9%	57,2%	58,2%
Nettoverschuldung / Eigenkapital	3,6%	1,5%	-3,4%	n.v.
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,2x	1,1x	1,1x	n.v.
Nettoverschuldung / EBITDA	0,1x	0,1x	-0,1x	n.v.
EBITDA / Zinsaufwand	22,8x	24,7x	26,9x	n.v.
EBIT / Zinsaufwand	14,7x	16,4x	16,7x	n.v.
Operativer Cashflow	103,2	109,8	120,4	n.v.
Investitionscashflow	-70,6	-84,8	-79,0	n.v.

Quelle: MIBA, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0T8M1	27.02.2019	4,500%	58	500	0,2%	100,4%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

<b>Sektor</b>	<b>Glücksspiel</b>
<b>Moody's</b>	-/
<b>S&amp;P</b>	<b>BBB-/stabil</b>
<b>Fitch</b>	-/

#### Finanzkalender

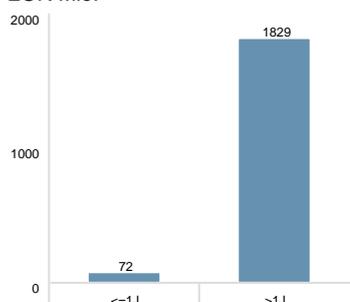
GJ 2018: April 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

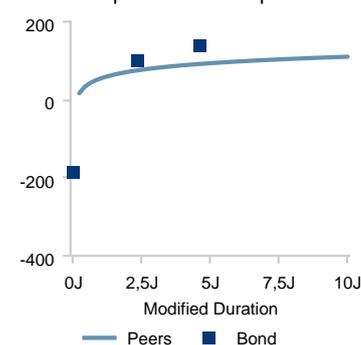
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research  
Stand 31.12.2017

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## NOVOMATIC

### Ergebnisentwicklung

Novomatic steigerte den Umsatz im 1. HJ 2018 um 12,6% J/J auf EUR 1,4 Mrd., das EBITDA um 11,6% J/J auf EUR 318,0 Mio.. Die EBITDA-Marge blieb nahezu konstant. Das Konzern-EBIT stieg um 23,0% J/J auf EUR 148,4 Mio.. Die im Jänner 2018 erfolgreich abgeschlossene Akquisition von rd. 52% der Anteile an der australischen Ainsworth trug maßgeblich zum Umsatzplus bei: Die Verkaufserlöse von Glücksspielgeräten und -equipment legten um 96,2% J/J zu. Die Zahl der in Deutschland vermieteten Glücksspielgeräte entwickelte sich aufgrund geänderter rechtlicher Rahmenbedingungen erwartungsgemäß rückläufig. Der Free Cashflow (FCF) vor Akquisitionen sank v.a. aufgrund höherer Investitionen ins Working Capital auf EUR -3,1 Mio. (1. HJ 2017: EUR 25,4 Mio.). Nach Akquisitionen reduzierte er sich - wiederum getrieben durch die Ainsworth-Akquisition - auf EUR -297 Mio. (1 HJ 2017: EUR -95,8 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

Kreditkennzahlen wie Verschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächten sich zuletzt tendenziell ab, liegen u. E. nach aber weiterhin auf starken Niveaus. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich per 30.06. auf 36,7% (31.12.2017: 32,4%). M&A-Transaktionen u.a. in Deutschland, Italien, CEE, Spanien, UK oder in Australien trugen (und tragen) zur Diversifizierung des Konzerns bei und begrenzen den Effekt regulatorischer Änderungen in einzelnen Märkten. Der Erwerb von 52% der Anteile an der australischen Ainsworth Gruppe (führender Anbieter von Gaming-Lösungen in Australasien, Nord- und Südamerika) war ein wichtiger Schritt. Das Liquiditätsprofil der Gruppe ist sehr stark. Die bis 2021 und 2023 laufenden Anleihen halten wir verglichen zu Anleihen des Travel & Leisure-Sektors für unterbewertet. Die bis 28. Jänner 2019 laufende Anleihe sehen wir aufgrund ihrer kurzen Restlaufzeit neutral.

### Unternehmensziele

Erweiterungsinvestitionen/Akquisitionen dürften laut Geschäftsbericht heuer in geringerem Ausmaß als zuletzt erfolgen. Innerhalb des Konzerns sollen verstärkt Synergie- und Effizienzsteigerungspotentiale genutzt werden. Prinzipiell strebt der Konzern kontinuierliches Wachstum in regulierten Glücksspielmärkten an.

### Risiken

Regulatorische Risiken sind branchenimmanent. In Deutschland geht die Gesamtzahl der betriebenen Glücksspielgeräte aufgrund des 2012 in Kraft getretenen Glücksspieländerungsstaatsvertrages zurück. So sanken 2017 Novomatics Erlöse aus der Vermietung von Glücksspielautomaten. S&P stufte das Rating am 29.11.2017 v.a. aufgrund schwächerer Kreditkennzahlen und gesunkener Profitabilität in Folge von Akquisitionen sowie temporär höherer Investitionen zur Anpassung an regulatorische Änderungen (v.a. in Deutschland) von BBB auf BBB- ab. Der Ausblick ist stabil.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	32,7%	29,6%	25,8%	23,2%
<b>Eigenkapitalquote</b>	44,5%	40,7%	37,3%	32,4%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	23,8%	40,7%	52,9%	75,3%
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,4x	0,8x	1,2x	1,7x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	16,9x	19,2x	15,8x	14,4x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	9,5x	10,1x	7,2x	5,1x
<b>Operativer Cashflow</b>	444,5	417,4	429,1	419,2
<b>Investitionscashflow</b>	-195,7	-439,9	-519,5	-516,7

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0XSN7	28.01.2019	4,000%	250	500	-2,1%	100,1%	neutral
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	0,8%	104,9%	unterbewertet
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	1,5%	100,1%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Öl & Gas  
**Moody's** A3/stabil  
**S&P** -/  
**Fitch** A-/stabil

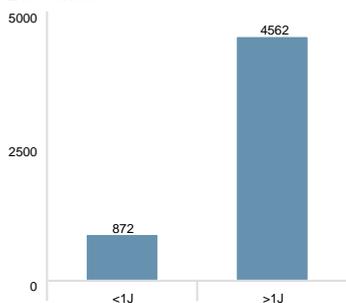
**Finanzkalender**

GJ 2018: 4. Februar 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

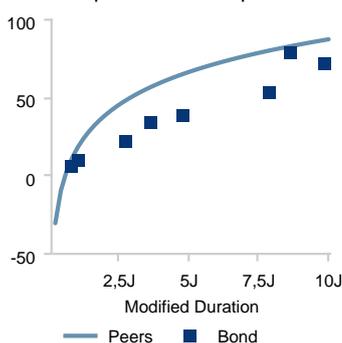
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**OMV**

**Ergebnisentwicklung**

OMV profitierte im Q3 von höheren Ölpreisen. Die gesteigerte Produktion und die niedrigeren Produktionskosten führten zu einem deutlichen Ergebnisplus im Upstream-Geschäft. Hedging-Verluste und die höhere Steuerquote blieben Wermutstropfen. Der Rückgang des Downstream-Ergebnisses spiegelte die im Vorjahresvergleich niedrigeren Raffinerie-Margen wider. Der hohe Raffinerieauslastungsgrad konnte das nicht vollständig kompensieren. Trotz hoher Investitionen (v.a. Erwerb einer 20%-Beteiligung an einer Offshore-Konzession in Abu Dhabi, Mittelabfluss: USD 1,5 Mrd.) lag der FCF in den ersten 9M 2018 auch nach Dividenden nur leicht negativ (EUR -18 Mio.). Organisch wurde ein FCF von rd. EUR 1,2 Mrd. erzielt. 2018 erwartet OMV nun einen Ø-Ölpreis von USD 74/Barrel (vorher: USD 70/Barrel).

**Kommentar zum Kreditprofil**

Der Portfoliumbau wurde fortgesetzt, Devestitionen durchgeführt (z.B. Upstream-Assets in Pakistan, Kraftwerk in der Türkei), Investitionsentscheidungen getroffen (z.B. Abu Dhabi, Neuseeland, Achimov, JV mit Sapura Energy in Malaysia). Das berichtete Gearing lag per 30.09. bei rd. 16% (31.12.17: 14%) und klar unter dem Langfrist-Zielwert von 30%. Kredit- und Liquiditätsprofil bleiben sehr stark. Die 2019er, 2020er, 2027er, 2028er-Anleihen sehen wir neutral. Übrige Senior-Bonds stufen wir überbewertet ein.

**Unternehmensziele**

Im Upstream-Segment soll die Produktion langfristig (OMV "Strategie 2025") weiter gesteigert und die Reserven verdoppelt werden. Im Downstream-Segment ist es u.a. das Ziel, die Verkaufsmengen am Gas-Markt langfristig stark zu steigern und den Marktanteil u.a. in Deutschland deutlich auszubauen. Dabei soll ein starkes IG-Rating beibehalten werden. Ziel der Finanzpolitik bleibt es, die Dividende aus dem FCF zahlen zu können. Das Gearing soll langfristig 30% nicht überschreiten.

**Risiken**

Die Sicherheitslage in Libyen bleibt ein Risikofaktor. Ebenso die Auswirkungen zukünftiger OPEC-Politik, US-Produktionstrends sowie (langfristig) der Trend zu E-Mobilität. US-Sanktionen gegen Rußland stellen ein potentielles Risiko für die Umsetzung des Nordstream 2-Projekts dar. Aus Credit-Sicht ist die progressive Dividendenpolitik kritisch zu sehen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	11,4%	13,9%	17,3%	18,2%
<b>Eigenkapitalquote</b>	43,0%	43,8%	43,7%	45,4%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	33,6%	28,2%	22,8%	14,0%
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,2x	1,3x	1,0x	0,5x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	11,3x	10,3x	12,7x	13,9x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	2,9x	-6,6x	-1,0x	6,5x
<b>Operativer Cashflow</b>	3.666,2	2.834,0	2.878,0	3.448,0
<b>Investitionscashflow</b>	-3.393,7	-2.874,0	-1.797,0	-1.766,0
<b>Einbehaltener CF / Nettoverschuldung</b>	53,3%	67,0%	79,7%	159,1%

Quelle: OMV, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0996734868	25.11.2019	1,750%	500	1.000	-0,2%	101,6%	neutral
XS0485316102	10.02.2020	4,375%	500	1.000	-0,1%	104,7%	neutral
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	0,1%	111,1%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	0,4%	108,1%	überbewertet
XS1917590876	04.12.2023	0,750%	500	1.000	0,6%	100,7%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	1,1%	98,9%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	1,4%	117,1%	neutral
XS1917590959	04.12.2028	1,875%	500	1.000	1,5%	103,3%	neutral
XS1294342792	1) 00.00.0000	5,250%	750	1.000	1,6%	109,8%	n.v.
XS1294343337	2) 00.00.0000	6,250%	750	1.000	3,3%	117,3%	n.v.
XS1713462403	3) 00.00.0000	2,875%	500	100.000	3,0%	99,0%	n.v.

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: 1) 09.12.2021 2) 09.12.2025 3) 19.03.2024

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Bauwirtschaft

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

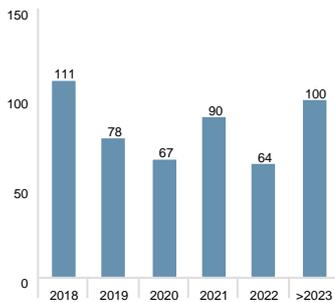
**Finanzkalender**

GJ 2018: 29. April 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

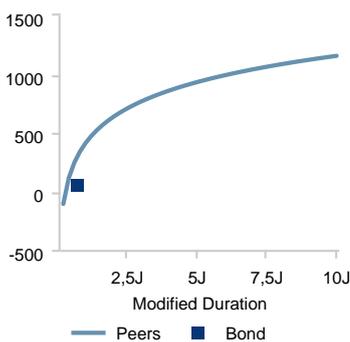
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# PORR

**Ergebnisentwicklung**

Porr konnte seine Produktionsleistung in den ersten neun Monaten 2018 um 21,3% auf EUR 4,1 Mrd. steigern. Dabei waren laut Unternehmen alle Segmente vollausgelastet. Mit EUR 6,8 Mrd. (+17,7% J/J) erreichte der Auftragsbestand einen neuen Rekordstand. Demgegenüber wuchs der Auftragseingang aufgrund selektiverer Auftragsannahme langsamer (+4,1% J/J). Das EBITDA stieg in den 9M um 17,6% J/J auf EUR 130,3 Mio. und das EBT um 9,9% J/J auf EUR 31,2 Mio.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Nach drei Jahren Nettoliquidität (2014-2016) stieg die Nettoverschuldung Ende 2017 durch die getätigten Akquisitionen und Investitionen auf EUR 147,4 Mio. (Gearing: 24,7%) an. Per Ende September 2018 erhöhte sich die Nettoverschuldung auf EUR 624,5 Mio. Die EK-Quote reduzierte sich v.a. aufgrund der Dividendenausschüttung auf 17,8% (Dez 2017: 20,7%). Insgesamt bleibt die Profitabilität weiterhin niedrig und die höhere Verschuldung belastet das Kreditprofil. Aufgrund der kurzen Laufzeit ändern wir die Bewertung der bis 2019 laufenden Anleihe auf neutral (14.1.2019: überbewertet).

**Unternehmensziele**

In den letzten Jahren konnte Porr in den Heimmärkten (AT, CH, CZ, DE, PL) wachsen und die Marktposition ausbauen. Aktuell will das Management weitere Marktanteile gewinnen und Bereiche, in denen das Unternehmen bereits tätig ist, noch besser durchdringen. Porr zeigt sich überzeugt, dass die mittel- und langfristigen Vorteile der Akquisitionen die Kosten rechtfertigen werden. Das Management hob seine Prognose für die Produktionsleistung 2018 von zuletzt mindestens EUR 5 Mrd. auf mindestens EUR 5,3 Mrd. an und erwartet ein gutes Ergebnis.

**Risiken**

Die EBT-Marge befand sich 2017 weit unter dem angestrebten Zielwert von 3%. Innerhalb der letzten 5 Jahre stieg die Dividende kräftig an. Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. Die politische Instabilität in Katar könnte sich negativ auf die Wertschöpfungsprozesse auswirken. Das Syndikat (Strauss-Gruppe, IGO-Ortner-Gruppe) hielt Ende 2017 mit 53,7% den Großteil der ausstehenden Porr-Aktien.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	4,5%	4,7%	4,8%	4,2%
<b>Eigenkapitalquote</b>	17,9%	17,9%	18,5%	20,7%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	-16,8%	-38,7%	-12,2%	24,7%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,6x	2,9x	2,3x	2,5x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	-0,4x	-1,0x	-0,3x	0,7x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	3,9x	6,5x	7,7x	9,6x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	2,0x	3,4x	4,1x	4,3x
<b>Operativer Cashflow</b>	153,7	193,5	56,1	-15,9
<b>Investitionscashflow</b>	91,0	-21,4	-108,6	-209,9
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	34,5%	24,0%	25,5%	26,1%

Quelle: PORR, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19Y28	28.10.2019	3,875%	52	500	0,2%	102,4%	neutral
XS1555774014	<sup>1)</sup> 00.00.0000	5,500%	125	100.000	6,3%	96,7%	n.v.
AT0000A19Y36	<sup>2)</sup> 00.00.0000	6,750%	25	500	2,6%	109,7%	n.v.

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: <sup>1)</sup> 06.02.2022 <sup>2)</sup> 28.10.2021

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Immobilien

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

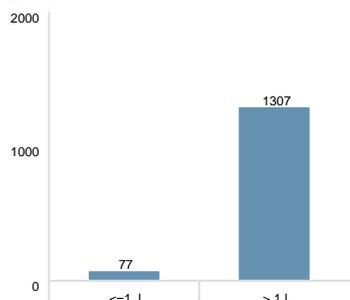
GJ 2018: 3. April 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(22.01.2018\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

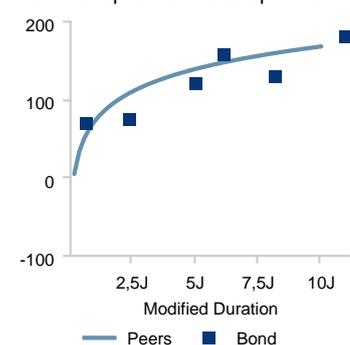
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## S IMMO

### Ergebnisentwicklung

Die Geschäftszahlen in den ersten neun Monaten 2018 waren erwartungsgemäß. Aufgrund der im Vorjahr getätigten Immobilienverkäufe gingen die laufenden Erlöse in den ersten drei Quartalen wie erwartet von EUR 144,2 Mio. auf EUR 139,6 Mio. zurück. Dabei konnten erhöhte Umsätze aus der Hotelbewirtschaftung die geringeren Mieterlöse teilweise kompensieren. Die geringeren Erlöse sind ebenfalls im operativen Ergebnis sichtbar. Das EBITDA sank um ca. 12% J/J auf rund EUR 62,8 Mio. Das EBIT lag mit EUR 102,9 Mio. ebenfalls deutlich unter dem Vorjahr (EUR 133 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

Die zuletzt getätigten Zukäufe und Projektentwicklungen werden die Mieterlöse mittelfristig wieder deutlich erhöhen. Die Gearing-Ratio wurde zwar während der letzten fünf Jahre kontinuierlich verbessert, diese sollte allerdings noch optimiert werden (Sept 2018: 129,2%). Die EK-Quote ist stabil (Sept 2018: 39%). Die LTV Ratio (Immobilienvermögen lt. Bilanz / Nettoverschuldung) erhöhte sich in den 9M auf 69,3% (GJ 2017: 58,2%). Für die Anleihen (Laufzeit bis 2019, 2024 und 2025) bleibt unsere neutrale Bewertung aufrecht. Gegenüber den Peer-Unternehmen engte sich der Spread der restlichen Anleihen ein. Deswegen passen wir unsere Bewertungen für die Anleihen mit Laufzeit 2021 und 2027 auf überbewertet (27.11.2018: neutral) und für die 2030-Anleihe auf neutral (27.11.2018: unterbewertet) an.

### Unternehmensziele

Das Unternehmen ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Das Management blickt mit Optimismus ins Jahr 2019. Investitionsseitig wird das größte Potenzial vor allem in deutschen Städten wie zum Beispiel in Leipzig, Rostock oder Kiel gesehen. Aber auch Immobilienwerte in CEE bieten laut Management weiterhin großes Aufholpotenzial. S Immo profitiert weiter von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung in allen ihren Märkten, vom niedrigen Zinsumfeld und dem hohen Preisniveau auf vielen Immobilienmärkten.

### Risiken

S Immo betreibt eine freundliche Aktionärspolitik. Seit dem GJ 2011 schüttet das Unternehmen Dividenden aus und dies soll weiter fortgesetzt werden. Die Dividende wurde in den letzten sechs Jahren auf Basis der guten Jahresergebnisse mehrmals erhöht. Das Gearing befindet sich noch auf einem hohen Niveau. Die Eigentümerstruktur änderte sich seit Dezember 2017 mehrfach. S Immo hält Aktien in erheblichem Umfang der Immofinanz AG und CA Immobilien Anlagen AG, die als Immobilien-Investmentgesellschaften und Immobilienentwickler ähnlichen Risiken wie die S Immo unterliegen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	47,7%	46,5%	46,5%	46,8%
<b>Eigenkapitalquote</b>	30,7%	31,3%	36,2%	41,6%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	191,7%	188,2%	149,7%	113,4%
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	12,4x	13,7x	13,3x	12,0x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	1,1x	1,6x	1,4x	1,6x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	1,7x	3,1x	4,3x	3,7x
<b>Operativer Cashflow</b>	83,6	87,0	90,3	72,7
<b>Investitionscashflow</b>	47,9	-141,1	-39,2	85,1

Quelle: S IMMO, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19SB5	03.10.2019	3,000%	100	500	0,4%	101,7%	neutral
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	90	500	0,6%	108,8%	überbewertet
AT0000A1Z9D9	06.02.2024	1,750%	100	500	1,4%	101,3%	neutral
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,9%	107,7%	neutral
AT0000A1DWK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,8%	110,0%	überbewertet
AT0000A1Z9C1	06.02.2030	2,875%	50	500	2,7%	101,2%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Bauwirtschaft

**Moody's** -/

**S&P** BBB/stabil

**Fitch** -/

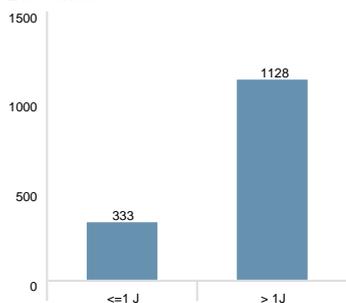
**Finanzkalender**

GJ 2018: 29. April 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

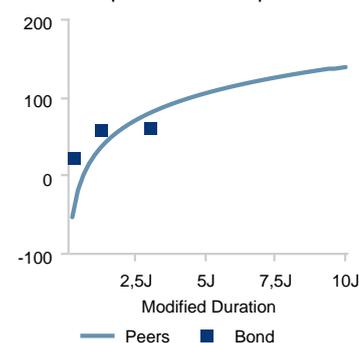
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# STRABAG

**Ergebnisentwicklung**

Die 9M waren durch ein dynamisches Geschäft in Deutschland (mit Abstand der größte Markt für Strabag), die weiterhin gute Nachfrage in den zentral- und osteuropäischen Ländern sowie durch ein günstiges Bauwetter gekennzeichnet. Der Auftragsbestand erreichte EUR 18,2 Mrd. (+13% J/J). Die Leistung konnte ebenfalls um 12% J/J auf EUR 11,6 Mrd. gesteigert werden, was insbesondere durch den deutschen Hoch- und Ingenieurbau sowie durch die Märkte Americas, Österreich und Polen getrieben war. Das EBITDA verbesserte sich in den 9M auf EUR 571,4 Mio. (+ 27% J/J). Dank eines positiven Einmaleffektes in Höhe von rund EUR 55 Mio. aus der Vollkonsolidierung des deutschen A8 PPP im 3. Quartal stieg das EBIT auf EUR 298,9 Mio. (+ 75% J/J). Bereinigt um diesen Einmaleffekt kam das EBIT bei EUR 243,9 Mio. zu liegen, was einer bereinigten EBIT-Marge von 2,3% entspricht.

**Kommentar zum Kreditprofil**

STRABAG konnte sein Finanzprofil in den letzten Jahren stetig verbessern. S&P bestätigte im Juli 2018 das Konzern-Rating (BBB; Ausblick stabil). Die starken Kreditkennzahlen auf Jahresbasis werden durch die weitere Verbesserung der Zinsdeckung sowie durch die Nettoliquidität des Konzerns untermauert: Letzteres konnte Ende 2017 auf EUR 1,5 Mrd. (Dez. 2016: Nettoliquidität von EUR 557,2 Mio.) kräftig ausgebaut werden. Auch die 9M wurden mit Nettoliquidität (ca. EUR 293 Mio.) abgeschlossen. Die EK-Quote betrug Ende September 30,3% (2017: 30,7%). Die in 2019, 2020 und 2022 auslaufenden Anleihen erachten wir weiterhin als neutral.

**Unternehmensziele**

Aufgrund der guten Neunmonatszahlen erhöhte das Management den Ausblick für das GJ 2018: Die Bauleistung dürfte laut Strabag nun spürbar (zuvor: mindestens) über EUR 15 Mrd. steigen. Bei der operativen EBIT-Marge will das Unternehmen zumindest den Wert des Vorjahrs von 3,3% (zuvor: zumindest 3%) erreichen. Die Zielsetzung bei der EK-Quote bleibt mit mindestens 25% weiter in Kraft.

**Risiken**

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin wettbewerbsintensiv. Das Investitionsklima in Russland könnte aufgrund des volatilen Ölpreises und des langfristig gesehen schwachen Rubels beeinträchtigt werden. STRABAG legt Wert auf eine kontinuierliche Dividendenpolitik: 2017 wurde die höchste Dividende seit dem IPO (EUR 1,30 pro Aktie) vorgeschlagen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	5,8%	6,2%	6,9%	6,2%
<b>EBIT-Marge</b>	2,3%	2,6%	3,4%	3,3%
<b>Eigenkapitalquote</b>	30,6%	31,0%	31,5%	30,7%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	-10,0%	-36,8%	-17,7%	-44,0%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,2x	1,9x	1,7x	1,6x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	-0,4x	-1,5x	-0,7x	-1,8x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	6,6x	7,7x	11,0x	11,3x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	2,6x	3,2x	5,5x	6,1x
<b>Operativer Cashflow</b>	805,3	1.240,4	264,2	1.345,0
<b>Investitionscashflow</b>	-435,3	-320,2	-434,4	-333,3
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbndl.</b>	35,0%	38,1%	43,5%	41,2%

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0V7D8	10.05.2019	4,250%	100	1.000	-0,1%	101,2%	neutral
AT0000A109Z8	21.05.2020	3,000%	200	1.000	0,4%	103,4%	neutral
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	0,5%	102,9%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Bauwirtschaft

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

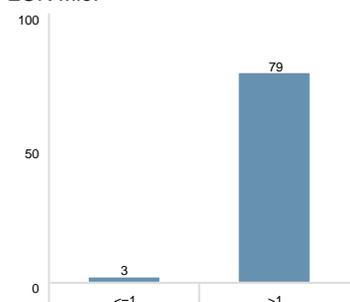
1HJ 2018/19: Ende November 2018

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

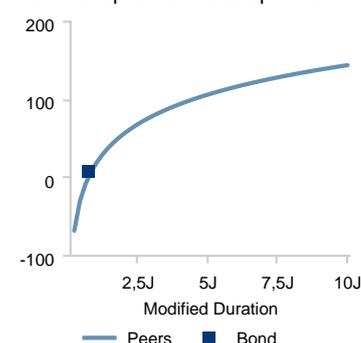
EUR Mio.



Quelle: Swietelsky, Erste Group Research  
Stand 31.03.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## SWIETELSKY

### Ergebnisentwicklung

Das Geschäftsjahr 2017/18 (1.4.-31.03) gehört zu den besten in der Unternehmensgeschichte von Swietelsky. In allen wichtigen Märkten wurden Zuwächse erzielt und die Bauleistung stieg um 17,4% J/J auf EUR 2,4 Mrd. Der Auftragsstand erreichte mit EUR 3,1 Mrd. (+56,6% J/J) ebenfalls ein Allzeithoch trotz plangemäßer Abarbeitung langfristiger Großprojekte. Der Gewinn vor Steuern (EBT) konnte um 13,8% J/J auf EUR 78,1 Mio. gesteigert werden. Die EBIT-Marge weist mit 3,7% einen in der Branche sehr guten Wert auf.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen und das Liquiditätsprofil verbesserten sich im GJ 2017/18 weiter. Außerdem konnte das Unternehmen seine Nettoliquidität seit dem GJ 2013/14 stetig ausbauen: Ende März 2018 verfügte Swietelsky über liquide Mittel von EUR 507,8 Mio. und über Finanzverbindlichkeiten von EUR 81,4 Mio. Das entspricht einer Nettoliquidität in Höhe von EUR 426,3 Mio. Die Entschuldungsdauer (Finanzverbindlichkeiten / EBITDA) konnte per Ende März 2018 auf 0,6 Jahre (März 2017: 1,2x) weiter verkürzt werden. Die Eigenkapitalquote blieb mit 27,3% (März 2017: 31,5%) leicht unter dem Vorjahresniveau, was auf die angestiegene Bilanzsumme infolge höherer liquider Mittel zurückzuführen war. Die 2019 fällige Anleihe stufen wir von unterbewertet auf neutral ein. Grund dafür ist die kurze Restlaufzeit.

### Unternehmensziele

Im Gesamtjahr 2018/19 rechnet das Management mit einer weiteren Steigerung der Bauleistung im knapp zweistelligen Prozentbereich und erwartet weiterhin eine Rentabilität von mindestens 3% auf Basis der EBIT-Marge.

### Risiken

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	4,5%	5,8%	6,0%	5,7%
<b>Eigenkapitalquote</b>	27,3%	31,6%	31,5%	27,3%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	-20,2%	-47,3%	-54,7%	-116,0%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	1,9x	1,2x	1,2x	0,6x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	-0,6x	-1,2x	-1,5x	-3,4x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	9,1x	11,2x	16,0x	27,8x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	5,6x	7,8x	10,1x	17,7x
<b>Operativer Cashflow</b>	68,2	175,1	151,5	337,9
<b>Investitionscashflow</b>	-48,0	-49,8	-71,6	-76,4
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	25,8%	53,6%	46,1%	117,6%

Quelle: SWIETELSKY, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WR40	12.10.2019	4,625%	74	500	-0,2%	103,1%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Telekom  
**Moody's** Baa1/stabil  
**S&P** BBB/positiv  
**Fitch** -/

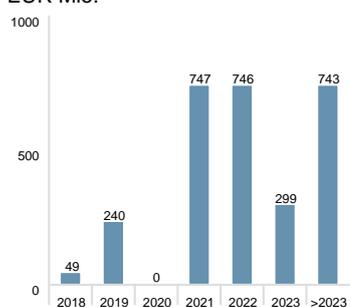
#### Finanzkalender

GJ 2018: 12 Februar 2019

#### Letzter Credit-Bericht

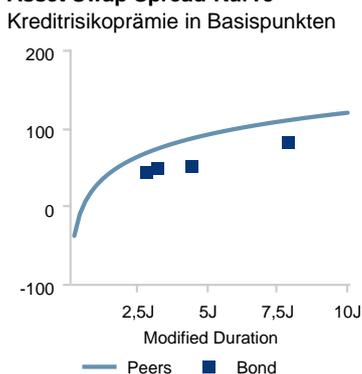
[PDF \(26.02.2018\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## TELEKOM AUSTRIA

### Ergebnisentwicklung

TKA präsentierte ihre Zahlen für die 9M 2018. Höhere Dienstleistungserlöse im Mobilfunk- aber auch im Festnetzgeschäft sowie gestiegene Erlöse aus dem Verkauf von Endgeräten führten zu einem Umsatzanstieg um 1,3% J/J auf EUR 3,3 Mrd. Auf Q3-Basis verzeichneten alle Länder bis auf Kroatien (rückläufiges Fremdkunden-Roaming) Umsatzzuwächse. Das EBITDA blieb in den 9M mit rund EUR 1 Mrd. um 2,1% unter dem Vorjahresniveau. Die negativen Effekte aus der Währungsumrechnung betreffen v.a. Weißrussland und beliefen sich in den Umsätzen auf EUR 29,5 Mio. und im EBITDA auf EUR 14,5 Mio. Die Markenwert-Abschreibungen im Zusammenhang mit dem konzernweiten Rebranding belasteten das Betriebsergebnis (-28,4% J/J). Diese Abschreibungen erfolgten hauptsächlich in Bulgarien sowie im geringeren Umfang in Weißrussland, Kroatien und der Republik Mazedonien.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung lag Ende September 2018 bei EUR 2,8 Mrd. (Dez 2017: EUR 2,3 Mrd.) und die Nettoverschuldung/EBITDA auf 12M-Basis bei 2x (Dez 2017: 1,7x). Der Anstieg der Nettoverschuldung war v.a. auf die Inanspruchnahme kurzfristiger Kreditlinien im Rahmen der Refinanzierung der Hybridanleihe im Volumen von EUR 600 Mio. zurückzuführen. Diese wurde am 1.2.2018 zurückgezahlt. Infolge dessen reduzierte sich die EK-Quote auf ca. 33% (Dez 2017: 38,5%). Auf Jahresbasis betrachtet, verbessern sich die Kreditkennzahlen seit 2013. Die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnte allerdings zu hohen Investitionen führen. Dies würde den freien Cashflow belasten und somit Druck auf die Spreads der ausstehenden Anleihen ausüben. Daher erachten wir alle TKA-Anleihen weiterhin als überbewertet.

### Unternehmensziele

Der Ausblick für das Gesamtjahr 2018 bleibt unverändert: TKA prognostiziert ein Umsatzwachstum zwischen 1-2% J/J (auf berichteter Basis). Die CAPEX werden 2018 bei rd. EUR 750 Mio. erwartet. TKA strebt an, möglichst allen Kunden Produktbündel (Festnetz/Internet/Mobil/(IP)TV) aus einer Hand anbieten zu können und so langfristig zu wachsen. Dazu könnten wie bisher auch Akquisitionen beitragen. TKA will die Marke A1 schrittweise in allen Ländern einführen und ihre Marken gruppenweit harmonisieren. Ein stabiles BBB-Rating soll jedenfalls beibehalten werden.

### Risiken

Mobilfunkmärkte in Österreich und in den CEE-Ländern sind weiterhin von hoher Wettbewerbsintensität und Preisdruck gekennzeichnet. Außerdem herrscht in manchen Ländern ein schwaches makroökonomisches Umfeld und regulatorische Gegenwinde sowie Volatilität bei den Wechselkursen. Die schrittweise Abschaffung des Endkunden-Roamings in der EU sowie das konzernweite Rebranding wirken sich noch negativ auf die Ergebnisse aus. TKA verfolgt eine Wachstumsstrategie und zeigt sich aktionärsfreundlich. Weitere M&A-Aktivitäten sowie die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnten das Kreditprofil belasten.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	21,2%	33,2%	32,2%	31,9%
<b>Eigenkapitalquote</b>	26,7%	29,2%	34,9%	38,5%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	117,2%	102,3%	84,4%	79,4%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	4,3x	2,5x	2,1x	1,8x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	3,1x	1,8x	1,7x	1,7x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	4,4x	8,4x	9,5x	14,7x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	-0,0x	3,5x	3,4x	4,7x
<b>Operativer Cashflow</b>	901,4	1.228,4	1.195,5	1.175,0
<b>Investitionscashflow</b>	-781,6	-866,2	-823,5	-770,4

Quelle: TELEKOM AUSTRIA, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0999667263	03.12.2021	3,125%	750	1.000	0,3%	107,8%	überbewertet
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	0,4%	111,2%	überbewertet
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	0,6%	112,5%	überbewertet
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	1,4%	100,7%	überbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Immobilien

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

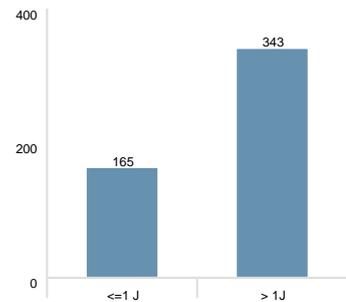
GJ 2018: 11. April 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(22.10.2018\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

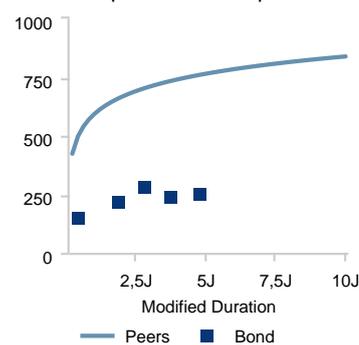
EUR Mio.



Quelle: UBM, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## UBM

### Ergebnisentwicklung

Die ersten neun Monate 2018 brachten für UBM Rekordzahlen, das 3. Quartal lag - isoliert betrachtet - bei Umsatz und EBIT jedoch etwas unter den Analystenschätzungen. Dank höherer Erlöse aus Immobilienverkäufen (Leuchtenbergring in München, Hotelprojekt Twarda in Warschau sowie Rosenhügel und QBC 6.1. in Wien) konnte die Gesamtleistung in den 9M um 26,5% J/J auf EUR 670,1 Mio. verbessert werden. Die erstmalige Anwendung von IFRS 15 (v.a. Wohnimmobilien werden nach Höhe des Fertigstellungsgrads in den Umsätzen erfasst) trug mit EUR 52,3 Mio. ebenfalls dazu bei. Das EBITDA lag mit EUR 46,1 Mio. deutlich über dem Vorjahreswert (EUR 32,9 Mio.). Das Ergebnis vor Steuern stieg um 15,8% J/J auf EUR 35,4 Mio.

### Kommentar zum Kreditprofil

Das in 2016 gestartete Optimierungs- und Effizienzsteigerungsprogramm führte zu leichter Verbesserung der Kreditkennzahlen im GJ 2017. Die Verkaufserlöse aus dem Bestandsportfolio in Höhe von EUR 594,8 Mio. wurden hauptsächlich zur Schuldenreduktion eingesetzt. Die Nettoverschuldung sank in den 9M weiter und betrug zum 30.9.2018 EUR 329,7 Mio. (Dez 2017: EUR 477,9 Mio.). Durch die im Februar 2018 platzierte Hybridanleihe im Wert von EUR 100 Mio. konnte die EK-Quote auf 37,3% (Dez 2017: 31,4%) weiter gestärkt werden. Im Peer Group-Vergleich stufen wir die in 2019, 2020 und in 2021 fälligen Anleihen als neutral ein: Grund dafür ist die kurze Restlaufzeit der ersten zwei und das geringe ausstehende Volumen der dritten Anleihe. Die anderen zwei Anleihen (Fälligkeiten 2022 und 2023) halten wir für überbewertet.

### Unternehmensziele

Der Fokus von UBM liegt auf Immobilien-Projektentwicklungen in den Kernmärkten Deutschland, Österreich und Polen sowie auf den Assetklassen Büro, Hotel und Wohnen. Laut Management verfügt das Unternehmen über eine führende Position als Hotel-Developer in Europa: Diese will UBM weiter ausbauen. Unternehmensziele sind eine möglichst kurze Bilanzsumme, die Kontrolle der Nettoverschuldung sowie die Glättung des Rückzahlungsprofils. Das Management erwartet für das GJ 2018 Rekordergebnisse: Gesamtleistung von mindestens EUR 750 Mio.; EBT von mindestens EUR 50 Mio. und EK von mindestens EUR 400 Mio.

### Risiken

Die Kreditkennzahlen sollen weiter optimiert werden. UBM betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Seit dem GJ 2013 schüttet das Unternehmen kontinuierlich steigende Dividenden aus. Ein Syndikat der Industriellen Ortnor und Strauss hält als Kernaktionär rund 39% am Unternehmen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	17,4%	24,8%	11,9%	14,4%
<b>Eigenkapitalquote</b>	23,9%	28,0%	27,7%	31,4%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	243,1%	183,6%	202,4%	134,4%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	12,3x	9,2x	14,8x	10,5x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	11,3x	8,0x	13,9x	9,1x
<b>Operativer Cashflow</b>	-25,8	14,4	42,3	2,4
<b>Investitionscashflow</b>	-65,8	-3,0	-114,6	117,5

Quelle: UBM, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A185Y1	09.07.2019	4,875%	91	500	1,2%	101,3%	neutral
DE000A18UQM6	09.12.2020	4,250%	75	1.000	2,0%	103,7%	neutral
AT0000A1PDD4	21.11.2021	3,876%	19	500.000	2,7%	103,0%	neutral
AT0000A1XBU6	11.10.2022	3,250%	150	500	2,4%	102,2%	überbewertet
AT0000A23ST9	16.11.2023	3,125%	75	500	2,7%	101,5%	überbewertet
XS1785474294	1) 00.00.0000	5,500%	100	100.000	7,0%	93,7%	n.v.

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: 1) 01.03.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Versicherungen

**Moody's** -/

**S&P** A-/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

GJ 2018: 10. April 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

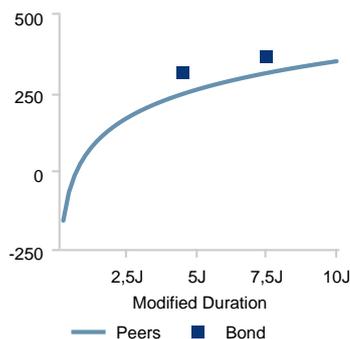
#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## UNIQA

### Ergebnisentwicklung

UNIQA ist mit ca. 21% Marktanteil Österreichs zweitgrößte Versicherungsgruppe und Marktführer am Krankenversicherungsmarkt. Im GJ 2017 erzielte UNIQA ~30% der Prämien im Ausland (d.h. v.a. in CEE). Im Vertrieb profitiert UNIQA von der Kooperation mit Raiffeisen. Das Prämienvolumen blieb in den ersten 9M 2018 verglichen zum Vorjahr konstant. Zuwächse in der Schaden/Unfall- und Krankenversicherung glichen die beabsichtigte Reduktion des Einmalerlagsgeschäfts im Segment Leben (-59,1% J/J) aus. Das Veranlagungsergebnis lag v.a. dank eines positiven Einmaleffekts (Gewinn aus dem Verkauf der Casinos Austria-Beteiligung: EUR 47,4 Mio.) mit EUR 447,2 Mio. um ca. 13,6% über dem Vorjahreswert. Stark unterstützt durch diesen Effekt sowie die verbesserte Combined Ratio (96,6% vs. 97,1%) stieg das 9M-Ergebnis vor Steuern auf EUR 212,4 Mio. (+17,1% J/J).

### Kommentar zum Kreditprofil

Der Konzern verfügte per 30.06.2018 mit 262% (31.12.2017: 250%) über eine sehr starke Solvenzkapitalquote. Das laufende Investitionsprogramm in Digitalisierungs- und IT-Projekte dürfte die Ergebnisse in den kommenden Jahren belasten, mittelfristig aber zu Kostensenkungen führen. S&P stuft die Holding mit A- ein und bestätigte das zuletzt am 20.09.2018. Der Ausblick ist stabil. Wir vergleichen UNIQAs Nachranganleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir unterbewertet, auch jene mit 1. Call 2026 stufen wir gegenüber Peer-Anleihen unterbewertet ein.

### Unternehmensziele

Für das Gesamtjahr 2018 rechnet UNIQA mit einer stabilen Prämienentwicklung. Während der Konzern im Schaden/Unfall- und Kranken-Segment Prämienwachstum von ~4% bzw. ~3% erwartet, wird im Segment Leben v.a. aufgrund des Stops des Einmalerlagsgeschäfts in Polen mit einem Rückgang gerechnet. Bei der Combined Ratio wird 2018 eine Verbesserung gegenüber dem Vorjahreswert (97,5%), beim Veranlagungsergebnis eine Steigerung erwartet. Das Ergebnis vor Steuern sollte gegenüber 2017 steigen. Bei allen genannten Guidance-Punkten ist der Konzern nach neun Monaten auf Kurs. UNIQA strebt bis 2020 an, die Combined Ratio u.a. durch Maßnahmen wie z.B. treffsichereres Pricing, Optimierung der Regulierungspartner-Landschaft im Bereich Kfz-Auslandsschaden, Produktinnovationen, Vermeidung von Versicherungsbetrug usw. auf 95% zu senken.

### Risiken

Das Niedrigzinsumfeld belastet das Finanzergebnis. Das Lebensversicherungsgeschäft entwickelt sich eher rückläufig. Der Ergebnisbeitrag aus CEE steigt, ist aber noch relativ gering. Aus Credit-Sicht ist die angestrebte schrittweise Steigerung der Dividende kritisch zu beurteilen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>Eigenkapitalquote</b>	9,4%	9,5%	9,6%	11,1%
<b>Verrechnete Prämien</b>	6.064,4	5.211,0	5.048,2	5.293,3
<b>Selbstbehaltsquote</b>	96,2%	96,6%	96,3%	96,2%
<b>Gewinn vor Steuern</b>	377,9	397,8	225,5	242,2
<b>ROE vor Steuern</b>	12,8%	12,7%	7,1%	7,6%
<b>Combined Ratio</b>	99,6%	97,9%	98,1%	97,5%
<b>Financial Leverage</b>	17,3%	26,3%	21,7%	21,7%
<b>Kapitalanlagen / Vers.techn. R</b>	98,1%	100,4%	102,6%	103,4%

Quelle: UNIQA, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1117293107	1) 27.07.2046	6,000%	500	100.000	4,0%	112,5%	unterbewertet
XS0808635436	2) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	3,0%	115,6%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: 1) 27.07.2026 2) 31.07.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Bernadett Povaszai-Römhild  
bernadett.povaszai-  
roemhild@erstegroup.com

**Sektor** Versorger  
**Moody's** Baa1/positiv  
**S&P** A-/stabil  
**Fitch** -/

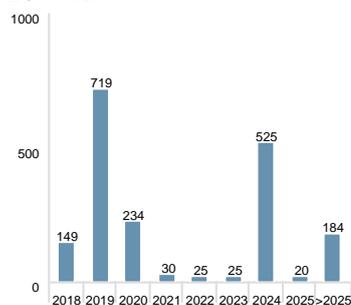
#### Finanzkalender

GJ 2018: 13. März 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(16.03.2018\)](#)

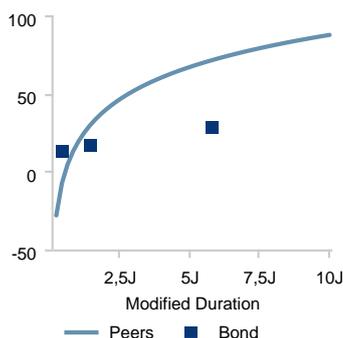
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Verbund, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VERBUND

### Ergebnisentwicklung

Verbund berichtete für 1Q-3Q 2018 einen Konzernumsatz von EUR 2.081 Mio. Das entspricht einem Rückgang von 3,7% J/J und ist vor allem auf die historisch niedrige Wasserführung heimischer Flüsse im dritten Quartal (26% unter dem langjährigen Durchschnitt) zurückzuführen; das erste Halbjahr wies noch eine günstige Wasserführung auf. In Summe führte das zu weniger Eigenproduktion und mehr Fremdbezug in den 1Q-3Q. Positiv auf die Ergebnisentwicklung wirkten sich ein höherer Beitrag aus dem Segment Netz sowie die Effekte aus den Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogrammen der letzten Jahre aus. Das EBITDA stieg um 2,3% J/J auf EUR 678 Mio., das operative Cash Flow um 12,0% J/J auf EUR 542 Mio.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung verringerte sich seit 2014 laufend und betrug Ende September 2018 EUR 2.633 Mio. (-7,4% seit Ende 2017). Folglich verbesserten sich die Kreditkennzahlen weiter, allen voran das Gearing (von 50,0% per Ende 2017 auf 46,3% per Ende September 2018) und die Entschuldungsdauer (von 3,1 auf 2,8 Jahre). Die Eigenkapitalquote ging geringfügig auf ein noch immer starkes Niveau von 48,7% zurück. Die zwei Spitzen in der Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten stellen die zwei Benchmark-Anleihen dar. Aufgrund der guten Entwicklung der Kreditkennzahlen und des stabilen Finanzprofils wurde Verbund von den Ratingagenturen Moody's und S&P im September 2018 um jeweils einen Notch (von BBB2 auf BBB1 bzw. von BBB+ auf A-) hinaufgestuft. Vor diesem Hintergrund halten wir die relativ zur ASW-Kurve niedrigen Spreads der drei ausstehenden Anleihen für gerechtfertigt und schätzen sie neutral ein.

### Unternehmensziele

Aufgrund der außergewöhnlich niedrigen Wasserführung im dritten Quartal 2018 reduzierte das Management die bisherige Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2018: Es wird ein EBITDA von rund EUR 870 Mio. (2017: EUR 922 Mio.) sowie ein Konzernergebnis von rund EUR 340 (2017: EUR 302 Mio.) erwartet. Die Ausschüttungsquote für das Geschäftsjahr 2018 soll zwischen 40-45% des um Einmaleffekte bereinigten Konzerngewinnes betragen. Für den Zeitraum 2018-2020 plant das Unternehmen Investitionen in Gesamthöhe von über EUR 1,1 Mrd., hauptsächlich im Geschäftssegment Netz.

### Risiken

1) Verbund produziert rund 90% des Stroms aus Wasserkraft. Die Stromerzeugung aus Wasserkraft ist aber von nicht beeinflussbaren, hydrologischen Bedingungen abhängig. 2) Die Regulierungsbehörden BNetzA (DE) und E-Control (AT) einigten sich über das Ende des unbegrenzten Stromhandels zwischen Deutschland und Österreich ab 10/2018. Es können jedoch weiterhin 4,9 Gigawatt Strom durch Langfristkapazitäten vergeben werden, das entspricht etwa der Hälfte des österreichischen Verbrauchs zu Spitzenzeiten. Diese Konstruktion soll erstmals sechs Monate nach Inkrafttreten evaluiert und gegebenenfalls angepasst werden, anschließend ist eine Evaluierung alle drei Jahre vorgesehen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
EBITDA-Marge	28,2%	29,9%	37,3%	31,7%
EBIT-Marge	14,3%	13,8%	22,0%	13,7%
Eigenkapitalquote	43,1%	46,2%	47,9%	50,4%
Nettoverschuldung / Eigenkapital	76,9%	67,8%	58,3%	50,0%
Nettoverschuldung / EBITDA	5,0x	4,1x	3,1x	3,1x
EBITDA / Zinsaufwand	4,1x	4,8x	7,7x	7,1x
EBIT / Zinsaufwand	2,1x	2,2x	4,6x	3,1x
Operativer Cashflow	717,6	674,0	804,3	640,6
Investitionscashflow	18,2	78,7	-219,2	-219,3
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	13,6%	24,6%	30,2%	29,8%
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	2,4%	19,5%	24,1%	24,6%

Quelle: VERBUND, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0439828269	16.07.2019	4,750%	683	50.000	-0,1%	102,3%	neutral
XS0458119566	22.06.2020	4,875%	200	50.000	-0,0%	106,7%	neutral
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	0,6%	105,0%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Versicherungen

**Moody's** -/

**S&P** A+/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

FY 2018: 17. April 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

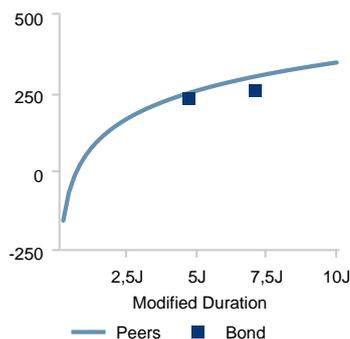
#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VIENNA INSURANCE GROUP

### Ergebnisentwicklung

VIG steigerte die Prämien in den ersten 9M 2018 um +2,9% J/J auf rd. EUR 7,4 Mrd. und den Gewinn vor Steuern um 6,4% J/J auf EUR 352,3 Mio.. Bereinigt um das Leben-Einmalerlagsgeschäft, das aufgrund des Niedrigzinsumfelds bewußt reduziert wird, erhöhten sich die Prämien um +5,4% J/J. Alle Sparten (exkl. Leben-Einmalerlag) verzeichneten Prämienzuwächse. Ein starkes Plus wurde u.a. in Ungarn und am Baltikum verzeichnet. Der Gewinn vor Steuern spiegelt die Verbesserung der Combined Ratio (CoR) und das starke Finanzergebnis wider, das u.a. vom Verkauf der S IMMO-Beteiligung profitierte. Eine EUR 50 Mio.-Firmenwertabschreibung in Rumänien (Q2 2018) und Rückstellungsbildungen in Rumänien und Polen (Q3) unterbrachen den positiven Ergebnis-Trend nicht. Die CoR sank in den ersten 9M 2018 getrieben durch die niedrigere Schadenquote auf 96,3% (9M 2017: 97,3%). Der Konzern ist zuversichtlich, seine Jahresziele 2018 (Prämien: EUR 9,5 Mrd., Ergebnis vor Steuern: EUR 450-470 Mio.) zu erreichen.

### Kommentar zum Kreditprofil

VIG ist mit ca. 18% Marktanteil in ihren zehn Kernmärkten der führende Versicherungskonzern in CEE (inkl. Österreich). S&P bestätigte das "A+"-Rating der VIG zuletzt am 30. August 2018. Der Ausblick ist stabil. Die Solvenzquote lag per 31.12.2017 bei starken 220,3%. Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2023 stufen wir im Vergleich zu den Peers als neutral ein. Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2026 sehen wir ebenso neutral. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich bzw. gleich gerateten Peers.

### Unternehmensziele

Das Prämienvolumen soll bis 2020 auf über EUR 10 Mrd., der Gewinn vor Steuern kontinuierlich auf EUR 500 Mio.-EUR 520 Mio. gesteigert werden. Ziel ist es, die Combined Ratio nachhaltig auf 95% zu senken. Wachstumspotenzial ergibt sich speziell in CEE aufgrund der dort im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Die Krankenversicherung, das Bankversicherungsgeschäft, das Rückversicherungsgeschäft und Digitalisierungsprojekte werden forciert. Regional will die VIG Marktanteile v.a. in Kroatien, Ungarn, Polen auf 10% ausbauen. Die Marktführerschaft in Österreich, Tschechien und der Slowakei soll verteidigt werden. Das laufende Strategie-Programm "Agenda 2020" hat u.a. die Steigerung der Kosteneffizienz (z.B. durch "Shared Services", optimiertes Schadenmanagement) zum Ziel.

### Risiken

Hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck in der Kfz-Versicherung in CEE. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld belastet das Finanzergebnis. In Rumänien wurde im Q3 2018 eine Rückstellung u.a. für ein laufendes marktweites Wettbewerbsverfahren gebildet. Geänderte Stornobedingungen beim Rückkauf bestimmter Lebensversicherungsprodukte erforderten im Q3 Rückstellungsbildungen in Polen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
Eigenkapitalquote	11,9%	9,9%	11,4%	11,7%
Verrechnete Prämien	9.145,7	9.019,8	9.051,0	9.386,0
Selbstbehaltsquote	91,2%	91,1%	91,0%	91,5%
Gewinn vor Steuern	518,4	47,1	406,7	442,5
ROE vor Steuern	11,1%	1,1%	8,9%	8,3%
Combined Ratio	96,7%	97,3%	97,3%	96,7%
Financial Leverage	20,2%	26,2%	31,0%	30,6%
Kapitalanlagen / Vers.techn. R	108,9%	107,1%	118,6%	119,1%

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

### Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1D5E1	<sup>1)</sup> 02.03.2046	3,750%	400	1.000	3,0%	104,2%	neutral
AT0000A12GN0	<sup>2)</sup> 09.10.2043	5,500%	500	100.000	2,3%	113,7%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: <sup>1)</sup> 02.03.2026 <sup>2)</sup> 09.10.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Stahl

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

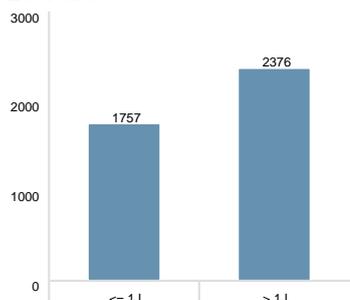
9M 2018/19: 7. Februar 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

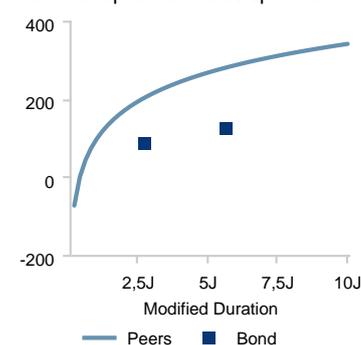
EUR Mio.



Quelle: voestalpine, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VOESTALPINE

### Ergebnisentwicklung

Nach der Gewinnwarnung Ende Oktober 2018 folgte im Jänner 2019 die zweite. Grund dafür ist einerseits die deutlich höheren, als im Herbst 2018 eingeschätzten, Ergebnisauswirkungen aus dem Anlauf der Automobilaktivitäten im Konzernunternehmen voestalpine Automotive Components Cartersville, USA, sowie die damit verbundenen Einmaleffekte aus der Bildung von Rückstellungen wegen externer Auftragsverlagerungen. Hinzu kommt noch eine Rückstellung in Zusammenhang mit einem laufenden Ermittlungsverfahren des deutschen Bundeskartellamts gegen Stahlproduzenten wegen des Verdachts kartellrechtswidriger Absprachen in der Vergangenheit im Bereich Grobblech.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung (Finanzschulden - liquide Mittel) stieg Ende des 1HJ 2018/19 auf EUR 3,9 Mrd. (Ende GJ 2017/18: rund EUR 3,4 Mrd.). Das Gearing erhöhte sich dementsprechend auf 59,1% (März 2018: 51,8%). Die Entschuldungsdauer lag bei 2,1Jahren (GJ 2017/18: 1,7x). Unserer Meinung nach spiegelt das Spread-Niveau der 2021 und 2024 fälligen Anleihen das schwieriger gewordene Marktumfeld für den Konzern derzeit nicht richtig wider. Die Spreads liegen immer noch unter der Vergleichsgruppe und repräsentieren unserer Meinung nach die aktuellen Unsicherheitsfaktoren nicht. Aus diesem Grund sehen wir die 2021 und 2024 fälligen Anleihen weiterhin als überbewertet.

### Unternehmensziele

Aufgrund des niedrigeren Ergebnisses für die 9M und einer weiteren erwarteten Konjunkturertrübung im Q4 erwartet das Management für das GJ 2018/19 (1.4-31.3) nunmehr ein EBITDA von etwa EUR 1,55 Mrd. (vorher: knapp EUR 1,8 Mrd.) und ein EBIT in einer Größenordnung von EUR 750 Mio. (vorher: unter EUR 1 Mrd.) aus.

### Risiken

Der Ausblick für das Gesamtjahr wurde bereits zwei Mal gesenkt. Laut Management wird im GJ 2018/19 die erstmalige Anwendung von IFRS 16 ab 1.1.2019 (Operating-Leasing wird analog zu Finance-Leasing erfasst) zwangsweise zu einer Erhöhung der Nettoverschuldung um ca. EUR 400 Mio. führen. voestalpine tätigt seit Jahren kontinuierlich steigende Dividendenzahlungen. Außerdem belastet eine Reihe von Unsicherheitsfaktoren (schwächere Automobilnachfrage, die Unsicherheit über angedrohte Einfuhrzölle in den USA in Höhe von 25%) derzeit das Marktsentiment im Sektor.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
EBITDA-Marge	13,7%	14,3%	13,6%	15,2%
EBIT-Marge	7,9%	8,0%	7,3%	9,1%
Eigenkapitalquote	38,4%	40,3%	41,2%	42,4%
Nettoverschuldung / Eigenkapital	67,1%	61,3%	59,3%	51,8%
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,5x	2,7x	2,7x	2,1x
Nettoverschuldung / EBITDA	2,2x	2,2x	2,3x	1,7x
EBITDA / Zinsaufwand	8,0x	9,3x	8,8x	10,7x
EBIT / Zinsaufwand	4,6x	5,2x	4,7x	6,5x
Operativer Cashflow	1.119,9	1.282,2	1.150,4	1.195,1
Investitionscashflow	-928,0	1.230,0	1.049,8	847,7
Einbehaltener CF / Finanzverbintl.	23,9%	21,6%	24,9%	33,8%

Quelle: VOESTALPINE, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,8%	103,7%	überbewertet
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	1,6%	98,6%	überbewertet
AT0000A0ZHF1	1) 00.00.0000	6,000%	500	1.000	0,3%	102,3%	n.v.

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: 1) 31.10.2019

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Baustoffe

**Moody's** Ba1/stabil

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

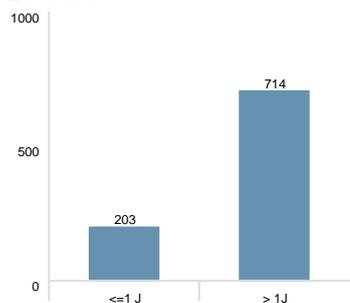
GJ 2018: 27. Februar 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(16.04.2018\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

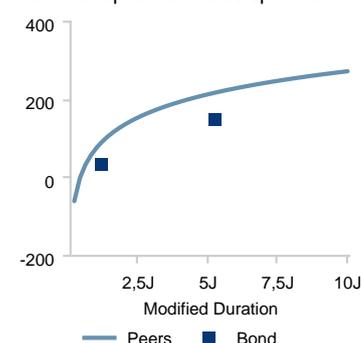
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research  
Stand 30.09.2018

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## WIENERBERGER

### Ergebnisentwicklung

Wienerberger zeigte in den 9M 2018 weiterhin gute Entwicklung. Der Umsatz wuchs durch eine deutliche Verbesserung der Durchschnittspreise und einen stabilen Absatz um 6% J/J auf über EUR 2,5 Mrd. Währungseffekte (USD, TRY und SEK) belasteten den Umsatz mit EUR 45,3 Mio. Das EBITDA stieg um 9% J/J auf EUR 343,2 Mio. Bereinigt um Einmalkosten und Einmalserträge konnte das EBITDA um rund 16% J/J gesteigert werden. Zudem wurde der Nettogewinn signifikant um 33% J/J auf EUR 126 Mio. verbessert. Alle Segmente trugen zu dem Ergebnis positiv bei. Im Rahmen der Wachstumsstrategie hat Wienerberger in den 9M 2018 einen Ziegelproduzenten in den Niederlanden, einen Rohrspezialisten in Norwegen sowie ein Werk für Flächenbefestigungen in Rumänien übernommen.

### Kommentar zum Kreditprofil

Der saisonal bedingte Anstieg des WC führte in den 9M 2018 zu höherer Nettoverschuldung (Sept 2018: EUR 746,0 Mio.). Der Verschuldungsgrad lag bei 38,6% (2017: 33,8%). Die EK-Quote betrug 50,7% (2017: 52,2%). Auf Jahresbasis konnten die Kreditkennzahlen seit 2013 dank der konservativen Finanzierungspolitik wesentlich verbessert werden. Im April wurde das Rating durch Moody's um eine Stufe auf Ba1 angehoben. Der Ausblick ist stabil. Ebenfalls im April wurde eine neue 6J-Anleihe (Kupon 2%) im Volumen von EUR 250 Mio. platziert und nahezu dreifach überzeichnet. Wir sehen den niedrigeren ASW-Spread der 2020 und 2024 fälligen Anleihen gegenüber den Peers als gerechtfertigt und behalten unsere neutrale Einschätzung bei.

### Unternehmensziele

Das Management bestätigte seine Jahresprognose für das bereinigte Konzern-EBITDA von EUR 460-470 Mio. Der mittelfristige Ausblick von einem EBITDA iHv. EUR 680 Mio. in 2020 bleibt weiterhin aufrecht. Das Erreichen dieses Ziels hängt von der erfolgreichen Umsetzung der M&A-Aktivitäten ab. Die Investitionen 2018 werden bei mindestens EUR 360 Mio. erwartet: Instandhaltung und technologische Produkt-Weiterentwicklungen von rund EUR 160 Mio. und mind. EUR 200 Mio. für wertschaffende Übernahmen. Selektive Restrukturierungsmaßnahmen und kontinuierliche Kostenoptimierung sollen 2018 zu Kosteneinsparungen im Ausmaß von EUR 15 Mio. führen. Im Rahmen der Portfoliooptimierung plant Wienerberger bis Ende 2020 bis zu EUR 150 Mio. mit der Verwertung von operativen Unternehmensteilen sowie von nicht betriebsnotwendigem Vermögen zu erzielen.

### Risiken

Wienerberger verfolgt eine Wachstumsstrategie. Neben einer nachhaltigen Steigerung der Baubeginne und der Infrastrukturausgaben in den Wienerberger-Märkten (insb. in den USA und Osteuropa) bleibt die Erholung in einigen Bereichen aus (u.a. im Bereich Vormauer- und Dachziegel in Belgien und im Kunststoffrohrgeschäft in FR). Auch der Brexit könnte sich im Kernmarkt GB (zumindest vorübergehend) negativ auswirken.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017
<b>EBITDA-Marge</b>	11,2%	12,4%	13,6%	13,3%
<b>EBIT-Marge</b>	3,5%	5,6%	6,6%	6,2%
<b>Eigenkapitalquote</b>	51,9%	55,6%	50,8%	52,2%
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	34,4%	28,8%	37,0%	33,8%
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	3,0x	2,0x	2,2x	2,0x
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	2,2x	1,6x	1,7x	1,6x
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	5,2x	7,5x	10,1x	9,9x
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	1,6x	3,4x	5,0x	4,6x
<b>Operativer Cashflow</b>	215,5	260,3	333,8	272,3
<b>Investitionscashflow</b>	-99,6	-135,3	-131,1	-178,7
<b>Einbehaltener CF / Nettoverschuldung</b>	24,8%	43,2%	38,3%	37,3%

Quelle: WIENERBERGER, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A100E2	17.04.2020	4,000%	300	1.000	0,1%	104,5%	neutral
AT0000A20F93	02.05.2024	2,000%	250	1.000	1,7%	101,0%	neutral
DE000A1ZN206	1) 00.00.0000	5,000%	272	1.000	2,4%	104,5%	n.v.

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation

Hybrid Call Datum: 1) 09.02.2021

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## Glossar – Kennzahlen

**Profitabilität (= EBIT(DA) / Umsatz):** Die Profitabilität bzw. Marge spiegelt das Verhältnis des aus dem operativen Geschäft erwirtschafteten Ergebnisses zum Umsatz wider. Je höher die Marge, umso profitabler wirtschaftet das Unternehmen.

**Eigenkapitalquote (= Eigenkapital / Bilanzsumme):** Die Eigenkapitalquote ist ein wichtiger Indikator für die finanzielle Stabilität eines Unternehmens, denn das Eigenkapital dient bei einem Konjunkturabschwung oder bei Verlusten als Puffergröße. Je höher die Eigenkapitalquote, umso höher ist die finanzielle Unabhängigkeit des Unternehmens.

**Verschuldungsgrad (= Nettoverschuldung / Eigenkapital):** Der Verschuldungsgrad bzw. Gearing stellt die Finanzierung durch außenstehende Dritte (z.B. Bankkredite, Anleihen) der Finanzierung durch die Unternehmenseigentümer gegenüber. Je kleiner der Verschuldungsgrad, umso geringer ist die Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern.

**Entschuldungsdauer (= Finanzverbindlichkeiten / EBITDA bzw. Nettoverschuldung / EBITDA):** Die Entschuldungsdauer bringt zum Ausdruck, welche Zeitspanne (in Jahren) benötigt wird, um die Finanzverbindlichkeiten bzw. die Nettoverschuldung (= Finanzverbindlichkeiten vermindert um die liquiden Mittel) aus dem im operativen Geschäft erwirtschafteten Ergebnis zu tilgen. Je kürzer die Entschuldungsdauer, umso schneller könnten Verbindlichkeiten zurückgezahlt werden.

**Zinsdeckung (= EBIT(DA) / Zinsaufwand bzw. Cash / Zinsaufwand):** Der Zinsdeckungsgrad gibt an, wie gut das Unternehmen in der Lage ist, seine Zinsen aus dem im operativen Geschäft erwirtschafteten Ergebnis bzw. aus den liquiden Mitteln zu bedienen. Je höher der Zinsdeckungsgrad, umso leichter können die Zinsen bedient werden.

**Operativer Cashflow:** Der operative Cashflow wird aus der laufenden Geschäftstätigkeit generiert. Er wird als Indikator für die Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens verwendet. Je höher der (positive) operative Cashflow, umso leichter kann ein Unternehmen aus eigener Kraft Kredite tilgen oder neue Anlageinvestitionen tätigen.

**Investitionscashflow:** Der Investitionscashflow ergibt sich aus dem Saldo der Mittelabflüsse für Investitionen und der aus Desinvestitionen erzielten Mittelzuflüsse. Je höher der negative Saldo, umso mehr Investitionen tätigt das Unternehmen (z.B. Akquisitionen).

**Operativer Cashflow vor Working Capital / Finanzverbindlichkeiten bzw. Operativer Cashflow vor Working Capital / Nettoverschuldung:** Diese Kennzahl setzt den Cashflow aus dem operativen Geschäft vor Veränderung des Working Capitals in Relation zu den Finanzverbindlichkeiten. Je höher der Wert, umso stärker ist das Unternehmen in der Lage, seine Finanzverbindlichkeiten aus den operativen Mittelzuflüssen zu bedienen.

**Einbehaltener Cashflow / Finanzverbindlichkeiten:** Der einbehaltene Cashflow (engl: Retained Cashflow bzw. RCF) ergibt sich aus dem Cashflow aus dem Ergebnis vermindert um die Dividende. Diese Kennzahl zeigt, wie stark das Unternehmen in der Lage ist, seine Finanzverbindlichkeiten aus dem einbehaltenen Cashflow zu bedienen. Je höher der Wert, umso eher ist dies der Fall.

## Rating Skala

INVESTMENT GRADE RATINGS						
MOODY'S		STANDARD & POOR'S		FITCH		
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	
Aaa	Prime-1	AAA	A-1 +	AAA	F1 +	
Aa1		AA+		AA		AA+
Aa2		AA		AA-		AA
Aa3	Prime-2	A+	A-1	A+	F1	
A1		A		A-		A
A2		A-		A-		A-
A3	Prime-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	
Baa1		BBB		BBB		BBB
Baa2		BBB-		BBB-		BBB-
Baa3			A-3		F3	

SPECULATIVE GRADE RATINGS						
MOODY'S		STANDARD & POOR'S		FITCH		
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	
Ba2		BB		BB-		BB
Ba3		BB-		B+		B-1
B1		B	B-2	B		
B2		B-		B-3		B-
B3		CCC+		C		CCC+
Caa1	CCC	CCC-	CCC			
Caa2	CCC-	CC	CC			
Caa3		C	D	C		
Ca		D		DDD		D
C				DD		
		D				

Quelle: Moody's, S&P, Fitch, Erste Group Research.

**Kontakte**

**Group Research**

<b>Head of Group Research</b>	
Friedrich Mostböck, CEFA	+43 (0)5 0100 11902
<b>Major Markets &amp; Credit Research</b>	
Head: Gudrun Egger, CEFA	+43 (0)5 0100 11909
Ralf Burchert, CEFA (Agency Analyst)	+43 (0)5 0100 16314
Hans Engel (Senior Analyst Global Equities)	+43 (0)5 0100 19835
Margarita Grushanina (Economist AT, Quant Analyst)	+43 (0)5 0100 11957
Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 11183
Stephan Lingnau (Global Equities)	+43 (0)5 0100 16574
Bernadett Povazsai-Römhild	+43 (0)5 0100 17203
Carmen Riefler-Kowarsch (Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 19632
Elena Statelov, CIIA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 19641
Gerald Walek, CFA (Economist Euro, CHF)	+43 (0)5 0100 16360
Rainer Singer (Senior Economist Euro, US)	+43 (0)5 0100 17331
<b>Macro/Fixed Income Research CEE</b>	
Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI)	+43 (0)5 0100 17357
Zoltan Arokszallasi, CFA (Fixed income)	+43 (0)5 0100 18781
Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17356
<b>CEE Equity Research</b>	
Head: Henning Eßkuchen	+43 (0)5 0100 19634
Daniel Lion, CIIA (Technology/Industrial Goods&Services)	+43 (0)5 0100 17420
Thomas Unger, CFA (Banks, Insurance)	+43 (0)5 0100 16314
Christoph Schultes, MBA, CIIA (Real Estate)	+43 (0)5 0100 11523
Vera Sutedja, CFA, MBA (Telecom, Steel)	+43 (0)5 0100 11905
Vladimira Urbankova, MBA (Pharma)	+43 (0)5 0100 17343
Martina Valenta, MBA	+43 (0)5 0100 11913
<b>Editor Research CEE</b>	
Brett Aarons	+420 956 711 014
<b>Research Croatia/Serbia</b>	
Head: Mladen Dodig (Equity)	+381 11 22 09 178
Head: Alen Kovac (Fixed income)	+385 62 37 1383
Anto Augustinovic (Equity)	+385 62 37 2833
Magdalena Dolenc (Equity)	+385 72 37 1407
Mate Jeli? (Fixed income)	+385 72 37 1443
Ivana Rogic (Fixed income)	+385 62 37 2419
Davor Spoljar, CFA (Equity)	+385 62 37 2825
<b>Research Czech Republic</b>	
Head: David Navratil (Fixed income)	+420 956 765 439
Head: Petr Bartek (Equity)	+420 956 765 227
Jan Žemli?ka(fixed income)	+420 956 765 456
Jan Sumbera (Equity)	+420 956 765 218
Roman Sedmera (Fixed Income)	+420 956 765 391
Jiri Polansky (Fixed Income)	+420 956 765 192
Michal Skorepa (Fixed income)	+420 956 765 456
<b>Research Hungary</b>	
Head: Jozsef Miro	+361 235 5131
Andras Nagy	+361 235-5132
Orsolya Nyeste (Fixed Income)	+36 1 268 4428
Tamas Pletser	+361 235-5135
Zsombor Varga (Fixed income)	+361 373 2830
<b>Research Poland</b>	
Director of Research: Tomasz Duda (Equity)	+48 22 330 6253
Konrad Grygo (Equity)	+48 22 330 6254
Michal Pilch (Equity)	+48 22 330 6255
Cezary Bernatek (Equity)	+48 22 330 6256
Mateusz Krupa (Equity)	+48 22 330 6251
Emil Poplawski (Equity)	+48 22 330 6252
<b>Research Romania</b>	
Head: Horia Braun-Erdei	+40 3735 10424
Caius Rapanu (Equity)	+40 3735 10441
Eugen Sinca (Fixed income)	+40 3735 10435
Dorina Ilasco (Fixed Income)	+40 3735 10436
<b>Research Slovakia</b>	
Head: Maria Valachyova, (Fixed income)	+421 2 4862 4185
Katarina Muchova (Fixed income)	+421 2 4862 4762
<b>Research Turkey</b>	
Ender Kanyar (Equity)	+90 212 371 25 30
Umüt Cebir (Equity)	+90 212 371 25 37

**Treasury - Erste Bank Vienna**

<b>Group Markets Retail Sales</b>	
<b>Fixed Income a. Certificate Sales</b>	
Head: Christian Reiss	+43 (0)5 0100 84012
<b>Group Markets Execution</b>	
Head: Kurt Gerhold	+43 (0)5 0100 84232
<b>Retail &amp; Sparkassen Sales</b>	
Head: Uwe Kolar	+43 (0)5 0100 83214
<b>Markets Retail Sales AT</b>	
Head: Markus Kaller	+43 (0)5 0100 84239
<b>Corporate Treasury Product Distribution AT</b>	
Head: Christian Skopek	+43 (0)5 0100 84146
<b>Fixed Income Institutional Sales</b>	
<b>Group Securities Markets</b>	
Head: Harald Müller	+43 (0)5 0100 84890
<b>Bank and Institutional Sales</b>	
<b>Institutional Distribution non CEE</b>	
Head: Jaromir Malak	+43 (0)5 0100 84254
Bernd Bollhof	+49 (0)30 8105800 5525
Charles-Henry de Fontenilles	+43 (0)5 0100 84115
Rene Klases	+49 (0)30 8105800 5521
Christopher Lampe-Traupe	+49 (0)30 8105800-5507
Thomas Rakosi	+43 (0) 5 0100 84116
Karin Rattay	+43 (0) 5 0100 84118
Bernd Thaler	+43 (0) 5 0100 84119
<b>Bank Distribution</b>	
Head: Marc Frieberthäuser	+49 (0)711 810400 5540
Sven Kienzle	+49 (0)711 810400 5541
Michael Schmotz	+43 (0)5 0100 85542
Ulrich Inhofner	+43 (0)50100 85544
Klaus Vosseler	+49 (0)711 810400 5560
Andreas Goll	+49 (0)711 810400 5561
Mathias Gindele	+49 (0)711 810400 5562
<b>Institutional Distribution CEE</b>	
Head: Jaromir Malak	+43 (0)50100 84254
<b>Institutional Distribution PL and CIS</b>	
Pawel Kielek	+48 22 538 6223
Michal Jarmakowicz	+43 50100 85611
<b>Institutional Distribution Slovakia</b>	
Head: Sarlota Sipulova	+421 2 4862 5619
Monika Smelikova	+421 2 4862 5629
<b>Institutional Distribution Czech Republic</b>	
Head: Ondrej Cech	+420 2 2499 5577
Milan Bartos	+420 2 2499 5562
Barbara Suvadova	+420 2 2499 5590
<b>Institutional Asset Management Sales</b>	
Head: Petr Holecek	+420 956 765 453
Martin Perina	+420 956 765 106
Petr Valenta	+420 956 765 140
Blanca Weinerova	+420 956 765 317
David Petracek	+420 956 765 809
<b>Institutional Distribution Croatia</b>	
Head: Antun Buric	+385 (0)72 37 2439
Natalija Zujic	+385 (0)72 37 1638
Zeljko Pavivic	+385 (0)72 37 14 94
<b>Institutional Sales Hungary</b>	
Head: Peter Cszizmadia	+361 237 8211
Attila Hollo	+36 1 2378209
Gabor Balint	+36 1 2378205
<b>Institutional Distribution Romania and Bulgaria</b>	
Head: Ciprian Mitu	+43 (0)50100 85612
Crisitan Adascalita	+40 373 516 531
<b>Business Support</b>	
Bettina Mahoric	+43 (0)50100 86441

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse (das „Dokument“) wurde von der Erste Group Bank AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen (zusammen mit verbundenen Unternehmen, „Erste Group“) unabhängig und objektiv erstellt, um zusätzliche wirtschaftliche Informationen über das/die analysierten Unternehmen bereit zu stellen. Sie basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Finanzanalysten der Erste Group zum Redaktionsschluss und kann jederzeit ohne Bekanntgabe geändert werden. Sie dient ausschließlich der unverbindlichen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung, ein Angebot bzw. eine Empfehlung oder Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf bzw. Verkauf des hierin genannten Wertpapiers oder Finanzproduktes oder irgendeines mit dem Unternehmen zusammenhängenden Wertpapiers oder Finanzproduktes bzw. dessen Einbeziehung in eine Trading-Strategie dar. Die hierin enthaltenen Darstellungen, Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur. Dieses Dokument gewährt weder einen vollständigen Überblick über das Geschäft, dessen potentielle Risiken und Folgen, noch berücksichtigt es die individuellen Bedürfnisse des Anlegers/der Anlegerin (gemeinsam: „Anleger“) hinsichtlich Ertrag, steuerlichen Situation, Risikobereitschaft bzw. Geeignetheit des Wertpapiers bzw. Finanzproduktes. Dieses Dokument ersetzt daher weder eine anleger- und objektgerechte Beratung noch eine umfassende Risikoauflärung und jedes Wertpapier bzw. Finanzprodukt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau. Die dargestellten Wertentwicklungen und Beispielrechnungen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Wertpapiers bzw. Finanzproduktes zu. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft und Geschäfte in Wertpapieren bzw. Finanzprodukten können riskant bzw. spekulativ sein. Je schlechter die Bonität des Unternehmens bzw. der Emittentin ist, umso höher ist das Risiko der Anlage. Da nicht jedes Geschäft für jeden Anleger geeignet ist, sollte der Anleger vor Abschluss des Geschäfts seinen eigenen Berater (insbesondere Rechts- und Steuerberater) konsultieren, um sicherzustellen, dass - unabhängig von den hierin enthaltenen Informationen - das geplante Wertpapier bzw. Finanzprodukt seinen Bedürfnissen und Wünschen genügt, dass er die Risiken vollständig verstanden hat und nach reiflicher Überlegung zur Überzeugung gelangt ist, dass er das beabsichtigte Geschäft abschließen kann und möchte und in der Lage ist, die wirtschaftlichen Folgen zu tragen. Der Anleger wird darauf hingewiesen, die WAG 2007 Kundeninformation zu beachten. Finanzanalysen werden von der Abteilung für Finanzanalyse der Erste Group unter Einhaltung sämtlicher gesetzlicher Anforderungen erstellt. Die Meinungen der Analysten zum selben Emittenten kann in Equity und Credit Research Analysen unterschiedlich sein. Investoren in Aktien können andere Interessen verfolgen als jene in Anleihen desselben Emittenten. Die Autoren dieses Dokuments sind nicht berechtigt, Zusicherungen und Garantien im Namen der Gesellschaft, der Erste Group oder eines Dritten abzugeben. Obwohl die Erste Group die von ihr beanspruchten Quellen als verlässlich einstuft, übernimmt die Erste Group (einschließlich ihrer Vertreter und Arbeitnehmer) weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Garantie oder Haftung für die Aktualität, Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit des Inhalts dieses Dokuments. Weder ein Unternehmen der Erste Group, noch ein Vorstandsmitglied, Aufsichtsratsmitglied, Verwaltungsratsmitglied, Geschäftsführer, leitender Angestellter oder sonstiger Angestellter eines Unternehmens der Erste Group haften für etwaige Kosten, Verluste oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekter Schäden oder entgangenem Gewinn), die im Vertrauen auf den Inhalt dieses Dokuments entstehen. Die Erste Group, mit ihr verbundene Unternehmen sowie ihre Vertreter und Arbeitnehmer können Positionen an den hierin genannten Finanzprodukten und/oder Optionen, Optionsscheine oder Rechte in Bezug auf diese und andere Finanzprodukte halten und dürfen handelsunterstützend oder in anderer Weise in Geschäften mit diesen Finanzprodukten tätig sein. Darüber hinaus können die Erste Group, die mit ihr verbundenen Unternehmen sowie ihre Vertreter und Arbeitnehmer Dienstleistungen im Investment Banking oder Beratung an ein hierin genanntes Unternehmen anbieten bzw. in dessen Management tätig sein. Dieses Dokument wurde auf der Grundlage der österreichischen Rechtsordnung und für das Gebiet der Republik Österreich erstellt. Die Weitergabe dieses Dokuments und der Vertrieb des hierin genannten Finanzproduktes sind in einigen Ländern beschränkt bzw. verboten. Dies gilt insbesondere in Australien, Schweiz, Kanada, Korea, Japan und den Vereinigten Staaten von Amerika. Die Weitergabe dieses Dokuments sowie das Anbieten und der Verkauf des Finanzproduktes innerhalb der USA oder an U.S. Persons (im Sinne der Definition in Regulation S des U.S. Securities Act of 1933 in der jeweils geltenden Fassung) ist verboten, sofern das Recht der USA oder deren einzelner Bundesstaaten nicht eine Ausnahme festlegt. Personen, die in Besitz dieses Dokuments gelangen, sind verpflichtet, sich über diese Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Durch die Entgegennahme dieses Dokuments versichert der Empfänger, sich an die vorgenannten und sonstige anwendbare Regelungen zu halten. Weitere Informationen können von der Erste Group auf Anfrage erhalten werden. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Angaben, Analysen, Meinungen und Schlussfolgerungen sind urheberrechtlich geschützt. **Die Erste Group behält sich das Recht vor, die hierin geäußerten Meinungen und Stellungnahmen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die Erste Group behält sich des Weiteren das Recht vor Aktualisierungen dieser Informationen nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die Angaben dieses Dokuments sind unverbindlich. Druckfehler vorbehalten.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung, soweit sie von den übrigen Bestimmungen trennbar ist, so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt die rechtswidrige, unwirksame oder nicht durchsetzbare Bestimmung die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

### **Wichtige Hinweise**

DIESES DOKUMENT DARF NICHT IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA, KANADA, SCHWEIZ, AUSTRALIEN, KOREA ODER JAPAN, AN EINE PERSON, DIE STAATSBÜRGER DIESER STAATEN IST, VERBRACHT, ODER AN MEDIEN IN EINEM DER GENANNTEN STAATEN VERSENDET ODER VERTEILT WERDEN.

### **Allgemeiner Hinweis**

Sämtliche durch die Erste Group Research erteilten Empfehlungen wurden objektiv und unabhängig erstellt und basieren auf öffentlich zugänglichen Emittenten-, Branchen- und sonstigen öffentlich zugänglichen Informationen, die die Erste Group Research als verlässlich einstuft, bzw. wurden diesen entnommen; dennoch geben wir keine Garantie und übernehmen keine Haftung für die Vollständigkeit sowie inhaltliche Richtigkeit dieser Informationen und unserer Empfehlungen. Die Finanzanalyse wurde mit höchstmöglicher Sorgfalt erstellt, um Fehler und Missverständnisse zu vermeiden. Auf die abgegebene Empfehlung wurde weder seitens des analysierten Emittenten noch durch eine andere Abteilung der Erste Group Einfluss genommen. Jede von einem Analysten erstellte Finanzanalyse wurde durch einen Senior Research Executive bzw. Senior Analysten überprüft (Vier-Augen-Prinzip). Die Compliance-Richtlinien der Erste Group sehen strenge Regeln für Mitarbeitergeschäfte durch Analysten vor (weitere Informationen finden Sie unter „Interessenkonflikte“). Analysten ist es nicht gestattet, sich an jeglichen Arten von bezahlten Tätigkeiten in Zusammenhang mit dem analysierten Emittenten zu beteiligen, sofern diese nicht offengelegt wurden. Die Entlohnung der Analysten stand zu keinem Zeitpunkt in der Vergangenheit und steht auch nicht in der Gegenwart oder Zukunft in direktem oder indirektem Verhältnis zu der hier abgegebenen Empfehlung. Die Erste Group kann Transaktionen in Finanzinstrumenten (sowohl im Rahmen des Eigenhandels als auch sonst) entgegen der im Research Bericht vertretenen Ansicht durchführen. Auch andere Personen der Erste Group, wie beispielsweise Mitarbeiter der Strategieabteilung oder Sales Abteilung, können eine vom Research Bericht abweichende Meinung vertreten.

### **Interessenkonflikte**

Die Offenlegung der potentiellen Interessenkonflikte in Bezug auf die Erste Group Bank AG, die mit ihr verbundenen Unternehmen, Filialen sowie der relevanten Organe und Arbeitnehmer mit Hinblick auf den Emittenten, das jeweilige Finanzinstrument und/oder Wertpapiere die Gegenstand dieses Dokuments sind werden täglich aktualisiert.

Zur Übersicht der Interessenkonflikte für alle von der Erste Group analysierten Unternehmen im Credit Research folgen Sie bitte diesem Link: <https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Erste Group Bank AG stellt mit internen Richtlinien sicher, dass Interessenkonflikte auf faire Weise gehandhabt werden müssen. Die Richtlinie „Umgang mit Interessenkonflikten in Verbindung mit Finanzanalysen“ finden Sie unter

folgendem Link: <https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Eine Historie über alle Empfehlungen der letzten 12 Monate finden Sie unter folgendem

Link: <https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

### **Methodik und Bewertung**

Eine detaillierte Beschreibung der Methodik und Bewertung von Finanzanalysen der Erste Group Bank AG finden Sie unter folgendem Link: <https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Alle genannten Marktkurse in dieser Publikation sind Schlusskurse des vorgehenden Handelstages (solange nicht anderweitig in der Publikation bestimmt).

### **Geplante Aktualisierungshäufigkeit der Preisempfehlungen**

Unsere Kursziele oder Empfehlungen für einzelne Titel sind als 12-Monats Kursziel oder äquivalente Empfehlung zu verstehen (außer bei expliziter Nennung eines anderen Gültigkeitszeitraums), ausgehend vom Veröffentlichungsdatum. Kursziele und Empfehlungen werden normalerweise nach der Veröffentlichung von Quartalsberichten oder wann immer es die Umstände gebieten, geprüft und gegebenenfalls revidiert (z.B. Unternehmensnachrichten, Ad-hoc Mitteilungen, etc.).

Periodische Publikationen sind in der Regel an ihrem jeweiligen Produktnamen erkennbar und weisen auf die Aktualisierungshäufigkeit hin (z.B. Quartal). Empfehlungen, die in diesen Publikationen genannt werden, werden in der jeweiligen Frequenz aktualisiert, solange es nicht anderweit vermerkt ist (z.B. ein Kursziel oder eine Empfehlung wird nicht monatlich aktualisiert, auch wenn es in einem Monats/Quartals-Produkt erwähnt wird).

### **Links**

Die Erste Group verwendet unter Umständen Hyperlinks zu anderen Webseiten in diesem Dokument. Die Verlinkung auf eine andere Internetpräsenz bedeutet jedoch nicht, dass die Erste Group sich deren Inhalt zu Eigen macht. Die Erste Group übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Webseiten, insbesondere deren Vollständigkeit sowie inhaltliche Richtigkeit.

## **Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern**

**Österreich:** Die Erste Group Bank AG ist im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 33209m registriert. Die Erste Group Bank AG wird von der Europäischen Zentralbank (EZB) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt am Main, Deutschland) sowie von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wien, Österreich) beaufsichtigt und reguliert.

**Deutschland:** Die Erste Group Bank AG ist für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Deutschland durch die österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA) autorisiert und wird teilweise durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

**Vereinigtes Königreich:** Die Erste Group Bank AG wird im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Dieses Dokument darf ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden verteilt werden. Es darf nicht an Privatkunden ausgeteilt werden. Keine anderen Personen als geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden sollten dieses Dokument lesen und sich auf die enthaltenen Informationen verlassen. Die Erste Group Bank AG übt keine Investment-Dienstleistungen für Privatkunden aus.

**Tschechien:** Die Česká spořitelna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Tschechien von der Tschechischen Nationalbank (CNB) beaufsichtigt und reguliert.

**Kroatien:** Die Erste Bank Croatia wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Kroatien von der kroatischen Finanzdienstleistungsaufsicht (HANFA) beaufsichtigt und reguliert.

**Ungarn:** Die Erste Bank Hungary ZRT. sowie die Erste Investment Hungary Ltd. werden im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Ungarn von der Ungarischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (PSZAF) beaufsichtigt und reguliert.

**Serbien:** Die Erste Group Bank AG wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Serbien von der serbischen Wertpapierkommission (SCRS) beaufsichtigt und reguliert.

**Rumänien:** Die Banka Comerciala Romana wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Rumänien von der Rumänischen Nationalen Wertpapieraufsicht (CNVM) beaufsichtigt und reguliert.

**Polen:** Die Erste Securities Polska S.A. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Polen von der Polnischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (PFSA) beaufsichtigt und reguliert.

**Slowakei:** Die Slovenská sporitelna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in der Slowakei von der Slowakischen Nationalbank (NBS) beaufsichtigt und reguliert.

**Türkei:** Die Erste Securities Istanbul Menkul Değerler A.Ş. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in der Türkei von der türkischen Finanzmarktaufsicht (Capital Markets Board) beaufsichtigt und reguliert. Wie von der türkischen Finanzmarktaufsicht (Capital Markets Board) vorgeschrieben, stellen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Kommentare und Empfehlungen keine Anlageberatung dar. Eine Anlageberatung erfolgt ausschließlich in Verbindung mit einer vertraglichen Vereinbarung zwischen einem Brokerunternehmen, einem Portfolioverwaltungsunternehmen sowie Banken ohne Einlagensicherungsgeschäft und Kunden. Kommentare und Empfehlungen in diesem Dokument basieren auf subjektiven Meinungen der Analysten. Diese Meinungen entsprechen nicht zwangsläufig ihren Vermögensverhältnissen sowie Risiko- und Ertragserwartungen. Aus diesem Grund kann eine allein auf der Grundlage dieser Informationen getroffene Anlageentscheidung dazu führen, dass ihre Erwartungen von den eintretenden Ergebnissen nicht erfüllt werden.

**Schweiz:** Diese Finanzanalyse stellt weder einen Prospekt noch irgendeine Form des Angebots oder der Listung von Wertpapieren wie unter Artikel 652a, 752 and 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts sowie den Vorschriften der Schweizerischen Börse SWX beschrieben dar.

**Hong Kong:** Dieses Dokument darf in Hongkong nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

© Erste Group Bank AG 2019. All rights reserved.

### **Veröffentlicht durch:**

**Erste Group Bank AG, Group Research**

**1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1**

**Hauptsitz: Wien**

**Firmenbuchnummer: FN 33209m**

**Handelsgericht Wien**

**Erste Group Homepage: [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com)**