

# Corporate Credit Monitor Austria

## Analysten

Peter Kaufmann, CFA  
[peter.kaufmann@erstegroup.com](mailto:peter.kaufmann@erstegroup.com)  
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA  
[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 26.11.2019 11:00**

**Fertigstellung**  
26.11.2019 11:15

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

**Veröffentlichung**  
26.11.2019 11:30

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

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:** Stellt die vom Unternehmensmanagement angestrebten Ziele in strategischer, operativer und finanzwirtschaftlicher Hinsicht dar.

**(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 "3J Trend" gibt die Entwicklungsrichtung der jeweiligen Kennzahl wider, gemessen am gleitenden Durchschnitt von jeweils 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 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 vice 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-Monatssicht lauten.

**Analyst**

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Technologie

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

**Finanzkalender**

Q3 2019/20: 4. Februar 2020

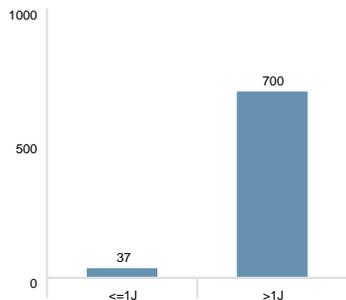
**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

**Fristenstruktur**

**der Finanzverbindlichkeiten**

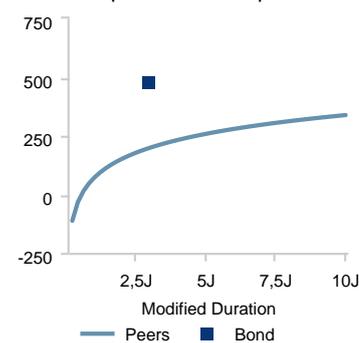
EUR Mio.



Quelle: AT&S, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

**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" und "Automotive, Industrial, Medical". Die Produktionsstätten befinden sich in Österreich und Asien. Hauptabsatzmarkt ist Amerika (Umsatzanteil 1H 2019/20: 68%). Im GJ 2018/19 (bis 31.03.2019) wurde ein neuer Umsatz- (EUR ~1 Mrd.; +3,6% J/J) und EBITDA-Rekord (EUR ~250,1 Mio.; +10,7% J/J) erzielt. Das Geschäft mit IC-Substraten und der Medizinbereich entwickelten sich im 1H 2019/20 gut. Schwächer liefen Mobile Devices (langsamer Anlauf neuer Smartphone-Generation), Industrials und Automotive (makro- und branchenspezifische Unsicherheit). Der Umsatz (EUR 490,3 Mio.; -5,1% J/J) fiel leicht, das EBITDA (EUR 101,1 Mio.; -26,9% J/J) sank: Das Segment Mobile Devices war nicht voll ausgelastet. Die F&E-Aufwendungen stiegen. Der operative FCF (EUR -29,8 Mio. ggü. EUR 20,1 Mio. im Vorjahr) war aufgrund höherer Investitionen und dem niedrigeren operativen Ergebnis negativ.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Das berichtete Gearing schwächte sich zum 30.09.2019 ab (30,4% vs. 18,7% per 31.03.2019). Die Eigenkapitalquote liegt bei soliden 42,5% (per 30.09.; 31.03.: 45,0%), wobei das Eigenkapital (EUR 768 Mio.) den Emissionserlös der 2017 begebenen Hybridanleihe (Buchwert EUR ~173 Mio.) inkludiert. Die EBITDA-Marge (20,6%; -5,8%-punkte) ging im 1H 2019/20 aufgrund der oben genannten Gründe zurück, liegt aber weiterhin in der Zielbandbreite (20-25%). Das Liquiditätsprofil bleibt stark. Im Vergleich zu Hybridanleihen aus dem BB-Segment sehen wir die AT&S-Hybridanleihe aufgrund des erheblichen Spreadaufschlags unterbewertet.

**Unternehmensziele**

Für das Gesamtjahr 2019/20 erwartet das Unternehmen in einem weiter schwierigen Marktumfeld stabile Umsätze sowie eine EBITDA-Marge in der Bandbreite von 20-25%. Der Konzern plant heuer Investitionen von bis zu EUR 340 Mio. Derzeit ist die Kapazitätsauslastung im Mobile Devices-Segment gut. Über die nächsten 5 Jahre werden zum Kapazitätsausbau bei IC-Substraten bis zu EUR 1 Mrd. investiert. Ziel ist es, den Umsatz innerhalb der nächsten 5 Jahre auf EUR 2 Mrd. (bisher EUR 1,5 Mrd.) und die EBITDA-Marge auf 25-30% zu steigern. In fast allen Anwendungsgebieten von AT&S-Produkten (5G-fähige Smartphones, "Internet of Things", Automobil-Elektronik etc.) wird bis 2024 mit Marktwachstum gerechnet.

**Risiken**

Das Automotive & Industrials-Geschäft leidet unter dem derzeit schwierigen Makroumfeld. Es bestehen Wechselkursrisiken.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	22,0%	16,1%	22,8%	24,3%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	42,3%	37,6%	46,5%	45,0%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	61,7%	72,1%	37,8%	48,6%	↑
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	3,1x	4,5x	2,4x	2,9x	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	2,1x	3,0x	1,2x	1,6x	↑
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	18,9x	9,5x	16,5x	20,5x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	8,7x	0,5x	6,6x	9,6x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	136,9	136,4	143,2	170,5	
<b>Investitionscashflow</b>	-342,2	-161,1	-193,4	-276,6	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbintl.</b>	25,2%	12,9%	34,9%	26,8%	→

Quelle: AT&S, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1721410725	1) 24.11.2167	4,750%	175	100.000	4,5%	99,8%	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/Watchlist neg.  
**S&P** BBB-/Stabil  
**Fitch** BBB-/Watchlist neg.

#### Finanzkalender

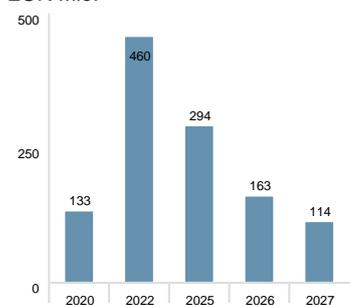
GJ 2019: 26. Februar 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

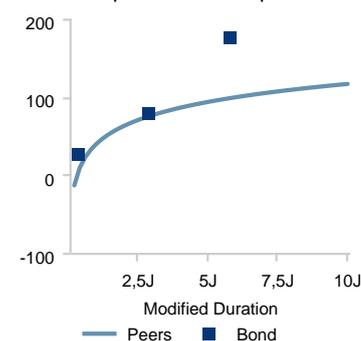
EUR Mio.



Quelle: Atrium, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## ATRIUM

### Ergebnisentwicklung

Atrium gab einige Eckzahlen für die ersten neun Monate des laufenden Jahres bekannt. Ende September 2019 bestand das Portfolio aus 31 Einzelhandelsimmobilien. Der Portfoliowert lag bei EUR 2,7 Mrd. Die Nettomietlöhne betrugen EUR 133,4 Mio. (-1,2% j/j); unter Ausschluss Russlands stiegen diese aber um 1,9% j/j. Die Performance in Russland wurde durch die Entscheidung von Media Markt und Castorama, sich aus dem Land zurückzuziehen, negativ beeinflusst. Auf Gruppenebene blieb das EBITDA mit EUR 117 Mio. gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode stabil. Laut Management verfügte das Unternehmen zum Stichtag 30. September 2019 über einen Netto-LTV von über 33,5% (Dezember 2018: 37,9%).

### Kommentar zum Kreditprofil

Auf Jahressicht stieg die Nettoverschuldung im Dezember 2018 um ca. 34% auf EUR 1,3 Mrd., was v.a. auf die getätigten Großinvestitionen zurückzuführen war. Das Gearing erhöhte sich dementsprechend auf 70% (2017: 49,3%). Die Entschuldungsdauer stieg auf 8,4 Jahre (2017: 6x). Im GJ 2018 konnte das Unternehmen einen unbesicherten revolving Rahmenkredit in Höhe von EUR 225 Mio. zu günstigeren Bedingungen refinanzieren, um EUR 75 Mio. erhöhen und bis 2023 verlängern. Per Ende September 2019 waren ca. EUR 300 Mio. ungenutzt. Gemeinsam mit dem Fremdwährungsrisiko und dem immer noch hohen Exposure in Russland halten wir die relativ zur ASW-Kurve höheren Spreads der 2025-Anleihe für gerechtfertigt und schätzen diese neutral ein. Die neutrale Einschätzung für die 2020- und 2022-Anleihen bleibt ebenfalls aufrecht.

### Unternehmensziele

85% des Immobilienportfolios befinden sich bereits in den Kernmärkten Polen und Tschechien, wo sich Atrium künftig auch konzentrieren will. Im Rahmen dessen wurde der strategische Ausstieg aus Rumänien und Ungarn abgeschlossen. Das solide Portfolio und eine starke Marktposition als einer der führenden Shopping-Center-Betreiber in soliden CEE-Ländern (PL, CZE) unterstützen das Investment Grade-Rating bei allen drei Ratingagenturen.

### Risiken

Nachdem Ende Juli 2019 bekannt wurde, dass der Mehrheitseigentümer von Atrium Gazit-Globe Limited (israelischer Immobilienfond) den Immobilienkonzern komplett übernehmen will, setzten alle drei Ratingagenturen das Atrium-Rating auf die negative Beobachtungsliste. Seit Ende Oktober ist es allerdings bekannt, dass das geplante Übernahmeoffert gescheitert ist. Laut Atrium verfehlte die nötige Zustimmung (75% der Stimmen der Minderheitseigner). Per Dezember 2018 hielt Gazit rund 60% der ausstehenden Atrium-Aktien. Atrium ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt. Insbesondere das Exposure in Russland wird von den Ratingagenturen kritisch gesehen. Die sieben Objekte machten im GJ 2018 rund 10% vom Gesamtportfoliowert aus; diese sollen mittelfristig veräußert werden.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	53,9%	44,2%	61,3%	61,7%	↑
Eigenkapitalquote	61,9%	61,6%	60,7%	54,4%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	40,4%	45,1%	49,3%	70,0%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	7,0x	8,6x	6,3x	8,7x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	5,5x	7,7x	5,8x	8,4x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	3,4x	2,9x	4,1x	4,0x	↑
Operativer Cashflow	112,9	93,6	101,8	57,8	
Investitionscashflow	-133,2	10,0	-1,3	-197,2	

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	-0,1%	101,5%	neutral
XS1118586244	17.10.2022	3,625%	459	100.000	0,4%	107,9%	neutral
XS1829325239	11.09.2025	3,000%	300	100.000	1,5%	107,8%	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** -/

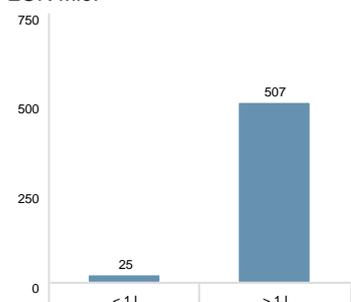
**Finanzkalender**

GJ 2019: 2020

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

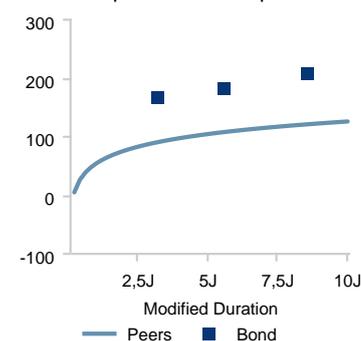
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Best in Parking, Erste Group Research  
Stand 31.12.2018

**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 betrieb per 31.12.2018 ca. 68.100 Parkplätze an 153 Standorten in AT, IT, HR, CH, SK und SI. Hauptmärkte sind Städte in Österreich und Norditalien. Wien ist mit einem Konzernumsatzanteil von 32% (2017: 36%) weiterhin der bedeutendste Markt. Die Umsatzerlöse sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen und betragen 2018 EUR 74,8 Mio. (+21,0% j/j). Die EBITDA-Marge stieg 2018 auf 60,2% (2017: 49,0%). 2016 bis 2018 waren die Free Cashflows (FCF) akquisitionsbedingt negativ. Auch 2019 könnte der FCF 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. Aufgrund von Akquisitionen (2016: Italien, Slowakei; 2017: Italien, Kroatien, 2018: Österreich, Kroatien, Slowenien) schwächten sich die statischen Kreditkennzahlen der Gruppe 2016 bis 2018 ab. Doch Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad verbesserten sich 2018 bereits wieder. Das Liquiditätsprofil ist stark. Die gute Margenentwicklung 2018 spricht für die in den letzten Jahren getätigten Akquisitionen. Die Anleihen mit Laufzeiten 2023 und 2025 (Letztere ging aus einem Umtauschangebot an die Inhaber der 2023er-Anleihe hervor) sehen wir im Vergleich zu Benchmark-Emissionen aus dem Immobilienbereich neutral. Die Anleihe mit Laufzeit 2028 sehen wir aufgrund des höheren Spreads aufschlags unterbewertet.

**Unternehmensziele**

Das Management strebt langfristig (und vorbehaltlich attraktiver Akquisitions- und Expansionsmöglichkeiten) eine Eigenkapitalquote zwischen 30% und 35% an (2018: 26,4%). Der Cashflow aus der Geschäftstätigkeit soll 2019 nach Planung des Unternehmens ebenso wie EBITDA und EBIT um zumindest 5-10% ansteigen.

**Risiken**

Investitionen in Neuprojekte bzw. Akquisitionen könnten auch 2019 die Verschuldung erhöhen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	53,1%	52,7%	49,0%	60,2%	→
EBIT-Marge	32,7%	36,6%	30,3%	38,5%	↑
Eigenkapitalquote	36,2%	29,3%	28,0%	26,4%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	112,2%	131,0%	157,5%	208,9%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	7,6x	11,5x	14,8x	11,6x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	6,7x	7,6x	10,6x	10,0x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	2,2x	1,9x	1,7x	2,2x	→
EBIT / Zinsaufwand	1,4x	1,3x	1,0x	1,4x	→
Operativer Cashflow	25,2	25,9	27,7	32,1	
Investitionscashflow	-19,5	-35,5	-83,0	-127,0	

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	1,3%	106,0%	neutral
AT0000A21LB6	27.06.2025	3,500%	44	1.000	1,5%	109,8%	neutral
AT0000A21LA8	03.07.2028	3,500%	50	1.000	1,9%	111,2%	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** -/

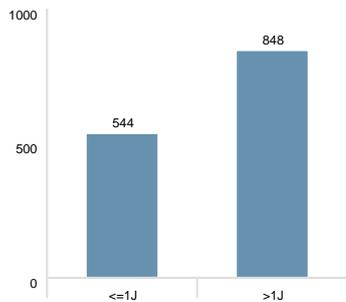
**Finanzkalender**

GJ 2019: März 2020

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(14.11.2018\)](#)

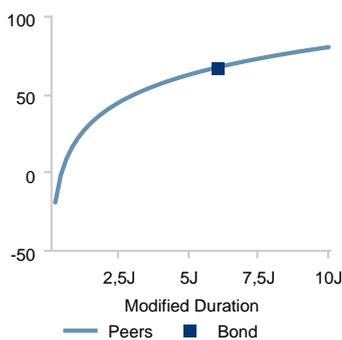
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# BOREALIS

**Ergebnisentwicklung**

Borealis ist ein global tätiger Chemiekonzern mit Hauptsitz in Wien. Während der Konzernumsatz im 1H 2019 um +1,9% J/J stieg, verringerte sich der Nettogewinn, ausgehend von sehr starken Niveaus und getrieben durch eine leichte Abschwächung der prinzipiell weiterhin guten Polyolefinmargen, auf EUR 528 Mio. (-1,0% J/J). Auch im Basischemikaliengeschäft ging der Betriebsgewinn zurück. Der Pflanzennährstoffabsatz stieg hingegen an. Er profitierte von der verbesserten Funktionsfähigkeit der Produktionsanlagen und höheren Preisen. Der Nettogewinnbeitrag des JV Bourouge verringerte sich um EUR 28 Mio. auf EUR 228 Mio., getrieben durch niedrigere Polyolefinverkaufspreise in Asien. Auch nach Dividenden konnte im 1H 2019 ein positiver FCF erzielt werden. Das Management erwartet in der 2. Jahreshälfte Druck auf die integrierten Polyolefinmargen in Europa. Auch in Asien wird keine Verbesserung erwartet. Das Pflanzennährstoffgeschäft sollte auf Erholungskurs bleiben.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Die Kreditkennzahlen des Konzerns liegen auf sehr gutem Niveau. Per 30.06.2019 berichtete Borealis ein Gearing von 22% (+3%-punkte ggü. 30.06.2018). Es ist weiterhin klar unter dem internen Zielwert (40%-60%). Die Eigenkapitalquote lag bei 63%. Das Liquiditätsprofil ist sehr stark. Der Konzern verfügt über eine ungenutzte Kreditlinie in Höhe von EUR 1 Mrd.. Insgesamt betragen die Liquiditätsreserven per 30.06.2019 EUR 1,2 Mrd. Sie standen kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 544 Mio. gegenüber. Am 09.11.2018 versah die Ratingagentur S&P Borealis mit einem BBB+ Rating. Der Ausblick ist stabil. Der Spread der 2025 fälligen Anleihe liegt etwa auf Peer-Niveau: Wir sehen die Anleihe neutral.

**Unternehmensziele**

Ziel des Konzerns ist eine durchschnittliche Kapitalrendite nach Steuern von 11%. 2018 lag sie bei 13% (2017: 15%). Im Rahmen von Joint Ventures verfolgt der Konzern Wachstumsprojekte u.a. in den USA und in Kasachstan. Konzernweit sind zahlreiche Wachstumsprojekte in der Pipeline.

**Risiken**

Das Pflanzennährstoffgeschäft litt lange unter globalem Überangebot und niedrigen Preisen. Zuletzt zeigte es aber Erholungstendenzen. Die Polyolefinmargen weisen, ausgehend von sehr hohen Niveaus, eine rückläufige Tendenz auf.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	13,8%	18,5%	15,6%	11,4%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	61,7%	65,6%	67,9%	64,7%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	19,2%	10,0%	12,4%	20,3%	→
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,0x	0,5x	0,7x	1,4x	↑
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	13,6x	15,5x	15,8x	23,3x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	9,2x	10,9x	10,6x	12,1x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	1.103,0	1.145,5	725,1	517,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-264,5	-263,2	-140,7	-26,0	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	61,0%	51,0%	-2,5%	-35,0%	↓

Quelle: BOREALIS, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A24UY3	10.12.2025	1,750%	300	500	0,5%	107,1%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIIA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Immobilien

**Moody's** Baa2/stabil

**S&P** -/

**Fitch** -/

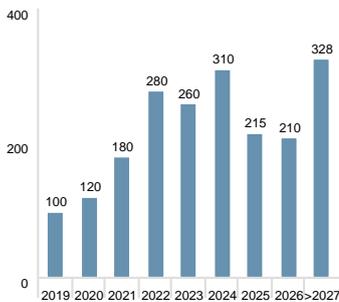
**Finanzkalender**

9M 2019: 20. November 2019

**Letzter Credit-Bericht**

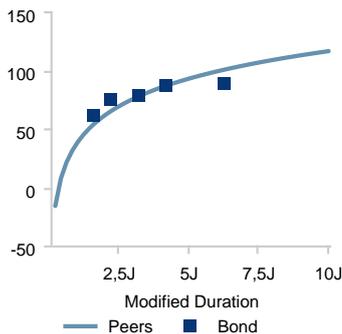
n.v.

**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Präsentation über das 1HJ 2019 (Näherungswerte), CA Immo, Erste Group Research  
Stand 31.03.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**  
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## CA IMMO

### Ergebnisentwicklung

CA Immo profitierte im 1HJ 2019 u. a. von der intensiven Development- und Akquisitionstätigkeit des Vorjahres. Die Mieterträge stiegen auf EUR 111,4 Mio. (+18,9% J/J), davon EUR 8,4 Mio. im Zusammenhang mit IFRS 16. Das FFO I Ergebnis kletterte auf EUR 64,5 Mio. (+2,1% J/J). Das EBITDA stieg um 4,3% J/J auf EUR 82,7 Mio. Das Neubewertungsergebnis stand bei EUR 114,8 Mio. zum Stichtag und lag damit über dem Referenzwert des Vorjahres (2018: EUR 48,7 Mio.). Das EBIT lag mit EUR 195,8 Mio. um 30,7% über dem Vorjahr. Der Portfoliowert stieg im GJ 2018 auf EUR 4,7 Mrd. (31.12.2018: EUR 4,5 Mrd.). Das Portfolio wurde per 30.06.2019 zu 95,3% vermietet (31.12.2018: 94,4%).

### Kommentar zum Kreditprofil

Seit 2015 verfügt CA Immo über ein Investment Grade Rating von Baa2 bei Moody's. Der Ausblick ist stabil. Ende Juni 2019 war die Bilanz mit einer EK-Quote von 48,1% (Dezember 2018: 49,3%) und einem Loan-to-Value-Verhältnis (Nettoverschuldung zu Immobilienvermögen) von 36,9% (Dezember 2018: 35,6%) weiterhin robust. Das Gearing lag bei 65,2% und somit über dem Niveau von 2018 (59,4%). Die Entschuldungsdauer erhöhte sich somit auf 11,7 Jahre (2018: 10,8x). Die Spreads der CA Immo-Anleihen weiteten sich seit Ende März etwas aus und befinden sich derzeit in der Nähe der Spread-Kurve der Peers. Insgesamt haben sich die Kreditkennzahlen leicht verschlechtert. Unsere neutrale Bewertung für alle ausstehenden Anleihen bleibt aufrecht.

### Unternehmensziele

Das Management bekräftigte das Ziel für das GJ 2019, einen FFO I von mind. EUR 125 Mio. zu erzielen.

### Risiken

Das Management strebt eine sukzessive Steigerung der Dividende an. Die Ausschüttungsquote von rund 70% des FFO I wurde bestätigt. Im GJ 2018 änderte sich die Eigentümerstruktur von CA Immo: Immofinanz verkaufte die 26%-Beteiligung an Starwood (Finanzinvestor, der sich auf globale Immobilieninvestitionen konzentriert). Seitdem ist Starwood der größte Einzelaktionär bei der CA Immo.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	76,9%	69,4%	75,0%	58,4%	→
<b>EBIT-Marge</b>	n.v.	n.v.	n.v.	148,7%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	53,2%	51,2%	50,3%	49,3%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	56,4%	53,1%	56,5%	59,4%	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	8,1x	7,9x	7,9x	10,8x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	2,5x	3,5x	4,2x	3,9x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	6,7x	7,1x	8,3x	12,0x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	113,2	125,4	132,5	109,3	
<b>Investitionscashflow</b>	101,5	39,5	-193,8	-200,0	

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	0,3%	102,4%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	175	500	0,4%	104,9%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	150	1.000	0,4%	106,8%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	0,6%	104,9%	neutral
AT0000A22H40	26.03.2026	1,875%	150	1.000	0,7%	106,5%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

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

**Sektor** Catering

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

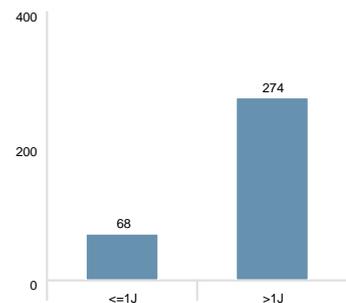
9M 2019/20: 12. Februar 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

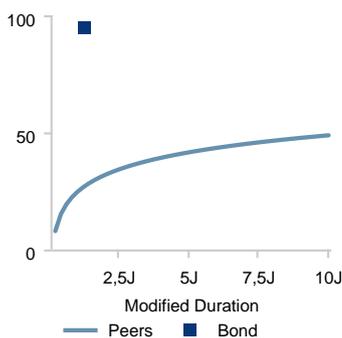
EUR Mio.



Quelle: DO&CO, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## DO&CO

### Ergebnisentwicklung

DO&CO erzielte im 1H 2019/20 (endete am 30. September 2019) einen Umsatz von EUR 507,9 Mio. (+17,0% J/J). Alle Geschäftsbereiche verzeichneten ein Umsatzplus; in der Division Airline Catering (mit einem Umsatzbeitrag von über 70%) sind insbesondere die Standorte Türkei, Großbritannien, USA, Polen und Ukraine hervorzuheben. Die erstmalige Anwendung des Standards IFRS 16 (Leasingverhältnisse) im laufenden Geschäftsjahr führte zu Verschiebungen in der Konzern-GuV (höhere Abschreibungen, höherer Zinsaufwand, niedrigerer Mietaufwand). Die Profitabilität ist mit Anwendung des IFRS 16 klar gestiegen, ohne Anwendung leicht gesunken. Der operative Cashflow ist mit EUR 40,5 Mio. sehr stark ausgefallen, der freie Cashflow (EUR 4,6 Mio.) lag im Gegensatz zum Vorjahr im positiven Bereich. Für das Geschäftsjahr 2018/19 wurde eine Dividende von EUR 0,85 pro Aktie ausgeschüttet.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Anwendung des IFRS 16 führte (auch) zu höheren Finanzverbindlichkeiten (aufgrund von Leasingverbindlichkeiten) und somit zu höherer Nettoverschuldung. Dieser betrug Ende September 2019 EUR 270,2 Mio. (ggü. EUR 103,5 Mio. per Ende März 2019). In Folge fielen auch alle Kreditkennzahlen (formal) schwächer aus. Das Finanzprofil des Konzerns ist trotzdem nach wie vor solide. Den Großteil der Finanzverbindlichkeiten stellen die einzige ausstehende Anleihe (fällig 03/2021) mit einem Volumen von EUR 150 Mio. sowie Leasingverbindlichkeiten in Höhe von EUR 127 Mio. dar. Aufgrund des breit diversifizierten Ansatzes (hinsichtlich Geschäftssegmente, Marken und Regionen) und der voraussichtlich positiven Geschäftsentwicklung (siehe Unternehmensziele) halten wir den Spread der Anleihe für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

### Unternehmensziele

Das Management erwartet für das Geschäftsjahr 2019/20 einen Umsatz von knapp EUR 1 Mrd., für das Geschäftsjahr 2020/21 einen Umsatz von EUR 1,3 Mrd. Das Unternehmen ist positiv gestimmt hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung: Nach dem Zuschlag der Ausschreibungen für British Airways und Iberia bzw. Iberia Express (Dauer: 10 Jahre) gilt es nun, diese Großaufträge erfolgreich umzusetzen. Die Vorbereitungen für die Eröffnung der Gourmetküchen in London und Madrid sowie für die UEFA EURO 2020 laufen auf Hochtouren. Ein weiterer Fokus wird auf das Retail-Geschäft gelegt, insbesondere auf die Marken Hédiard und Henry. Gleichzeitig nimmt das Unternehmen laufend an diversen Ausschreibungen teil, insbesondere für das Catering bei internationalen Sport-Events (Tennis, Fußball, Formel 1) oder in Flughafen-Lounges, und evaluiert mögliche Akquisitionsziele. Zuletzt konnten Singapore Airlines, Cathay Pacific und Air Italy an verschiedenen Standorten als neue Kunden gewonnen werden.

### Risiken

DO & CO wird viele neue Aufträge gleichzeitig umzusetzen haben, hier ist eine gute Planung und Koordination notwendig. Insgesamt sind die Aktivitäten von DO & CO von der globalen Entwicklung der Airline- und Tourismusbranche (und somit von geopolitischen Risikofaktoren) abhängig. Die Internationalität des Geschäftes bedeutet auch erhöhtes Fremdwährungsrisiko; trotz überwiegender Absicherung durch "natural hedging".

### Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	10,1%	10,1%	9,7%	9,5%	→
Eigenkapitalquote	40,5%	41,2%	43,3%	43,8%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	5,6%	21,5%	40,3%	40,2%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,0x	2,0x	2,1x	2,2x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	0,2x	0,6x	1,2x	1,3x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	12,4x	13,9x	13,1x	12,4x	↑
EBIT / Zinsaufwand	7,4x	8,5x	8,0x	8,0x	↑
Operativer Cashflow	91,7	56,4	42,4	54,9	
Investitionscashflow	51,9	-65,2	-86,2	-45,2	

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	0,6%	102,9%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

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

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

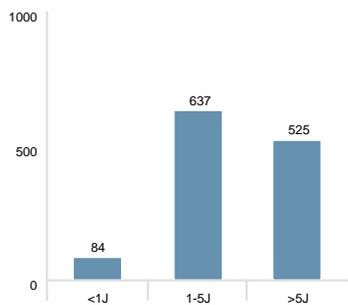
**Finanzkalender**

HJ 2019/20: Ende 2019

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

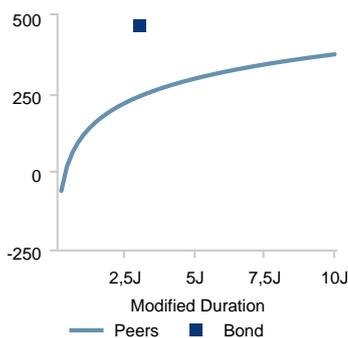
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research  
Stand 30.04.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**EGGER**

**Ergebnisentwicklung**

Egger berichtete für das GJ 2018/19 (endete am 30.04.2019) einen Umsatz von EUR 2.842 Mio. (+5,8% J/J). Dieser Zuwachs betraf alle Unternehmensbereiche und stellte einen neuen Höchstwert in der Unternehmensgeschichte dar. Das bereinigte EBITDA (angepasst gemäß Änderungen in IAS 29 - Rechnungslegung in Hochinflationländern) war mit -4,7% J/J leicht rückläufig. Starken Einfluss auf das Ergebnis nahm die Rekordinvestitionssumme von EUR 489 Mio.; davon EUR 78 Mio. Erhaltungsinvestitionen und EUR 411 Mio. Wachstumsinvestitionen. Die größten Posten entfielen auf die beiden Greenfield-Projekte in Biskupiec (Polen) und in Lexington (North Carolina, USA). Der operative Cashflow stieg auf EUR 338 Mio. (+16,9% J/J).

**Kommentar zum Kreditprofil**

Die Nettoverschuldung erhöhte sich im GJ 2018/19 um 22,7% J/J auf EUR 952 Mio. und ist v.a. auf einen neuen syndizierten Kreditvertrag in Höhe von EUR 200 Mio. sowie das Anfang 2019 begebene Schuldscheindarlehen mit einem Volumen von EUR 375 Mio. zurückzuführen. In Folge verschlechterten sich die Kreditkennzahlen, blieben jedoch auf guten Niveaus: Die Eigenkapitalquote betrug per Ende April 2019 36,5% (vs. 40,4% im Vorjahr), das Gearing lag bei 83,0% (72,8%). Die Entschuldungsdauer blieb mit zwei Jahren in etwa gleich, die Zinsdeckung erhöhte sich dank niedrigerem Zinsaufwand deutlich. Die Hybridanleihe sehen wir im Vergleich zu anderen Hybridanleihen aus dem BB-Segment aufgrund des Spreadaufschlages unterbewertet.

**Unternehmensziele**

Das Management zeigt sich - trotz schwächerer Konjunktorentwicklung in manchen von EGGERS Märkten - zuversichtlich und präsentiert einen positiven Ausblick für das GJ 2019/20, ohne jedoch Guidance-Zahlen zu nennen. Zum Jahreswechsel wird eine neue Kollektion, "EGGER Kollektion Dekorativ 2020-22", in den Markt eingefügt.

**Risiken**

Größere Unsicherheiten können von den Auswirkungen eines immer wahrscheinlicheren Hard Brexit, geopolitischen Spannungen u.a. im Nahen Osten sowie der Währungsinstabilität in der Türkei und 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.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	14,9%	15,3%	15,2%	15,9%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	38,1%	36,9%	40,4%	36,5%	→
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	82,5%	84,5%	72,8%	83,0%	→
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,4x	2,6x	2,4x	3,1x	→
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,9x	2,0x	1,9x	2,1x	→
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	11,5x	11,8x	15,7x	44,2x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	5,6x	5,1x	8,0x	16,6x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	355,8	348,7	289,0	338,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-308,9	-261,0	-439,3	-472,8	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	36,7%	36,1%	37,3%	25,1%	↑

Quelle: EGGGER, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A208R5	1) 12.03.2168	4,875%	150	100.000	4,4%	100,6%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Hybrid Call Datum: 1) 12.12.2022

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

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

**Sektor** Versorger

**Moody's** -/

**S&P** A/stabil

**Fitch** -/

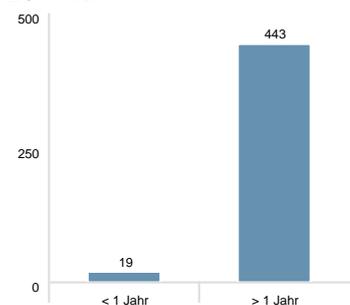
#### Finanzkalender

GJ 2018/19: Dezember 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

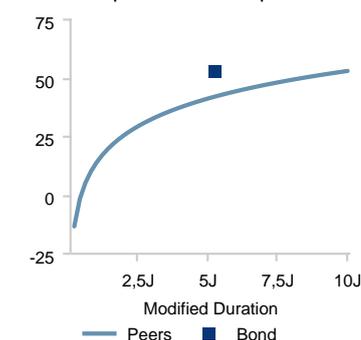
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Energie AG Oberösterreich, Erste Group Research  
Stand 31.03.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

### Ergebnisentwicklung

Energie AG OÖ berichtete für das HJ 2018/19 (endete am 31. März 2019) einen Konzernumsatz von EUR 982 Mio. Das entspricht einem Anstieg von 7,5% im Jahresvergleich, der vorwiegend auf das Segment Energie zurückzuführen ist: Gestiegene Preise bei Strom und Gas im Stromhandel sowie vermehrte Einsätze bzw. Wertzuschreibungen bei Wärmekraftwerken. Höhere Beschaffungskosten belasteten jedoch das operative Ergebnis, dieses ging nach zwei außergewöhnlich guten Jahren zurück und betrug im ersten Halbjahr EUR 107 Mio. (-15,7% J/J). Die Profitabilität verringerte sich leicht, liegt aber nach wie vor auf einem guten Niveau. Der operative Cashflow fiel ebenfalls niedriger aus, befindet sich aber stark im positiven Bereich (EUR 98 Mio.). Der freie Cashflow fiel aufgrund höherer Investitionen, vor allem im Segment Netz, sowie höherer Dividenden negativ aus.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die seit einem Jahrzehnt konstant rückläufige Nettoverschuldung stieg, wie üblich, im ersten Halbjahr aufgrund der Aufnahme kurzfristiger Fremdmittel und des Rückganges an liquiden Mitteln an und betrug per Ende März 2019 EUR 437 Mio. (Ende September 2018: EUR 354 Mio.). Die Kreditkennzahlen schwächten sich geringfügig ab, blieben aber auf starken Niveaus. Die einzige ausstehende Anleihe in Höhe von EUR 300 Mio., fällig 2025, macht den Großteil der Finanzverbindlichkeiten aus. Im Februar 2019 bestätigte die Ratingagentur S&P Energie AG OÖs Rating A mit stabilem Ausblick aufgrund der anhaltend robusten finanziellen Position des Konzerns in einem herausfordernden Marktumfeld (siehe Risiken). Dieser Argumentation folgend sehen wir die Anleihe des Unternehmens im Peer-Vergleich neutral bewertet.

### Unternehmensziele

In Folge einer Organisationveränderung, wirksam mit Beginn des zweiten Halbjahres, werden Vertriebsaktivitäten des Energie AG-Konzerns gebündelt. Unter dem Motto "Alles aus einer Hand" soll eine bessere Fokussierung auf spezifische Kundenbedürfnisse in Form von Bündelprodukten ermöglicht werden. Zudem soll die Digitalisierungsstrategie weiter umgesetzt und ein konsequentes Kostenmanagement in allen Bereichen des Konzerns verfolgt werden. Das Management erwartet für das GJ 2018/19 ein gutes operatives Ergebnis, gibt aber keine Guidance bekannt.

### 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	3J Trend
EBITDA-Marge	18,7%	20,8%	23,2%	19,7%	→
EBIT-Marge	7,6%	8,8%	13,2%	10,6%	↑
Eigenkapitalquote	36,5%	37,7%	41,6%	42,9%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	45,4%	38,8%	29,0%	25,6%	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	1,7x	1,4x	0,9x	1,1x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	10,5x	13,4x	14,8x	17,4x	↑
EBIT / Zinsaufwand	4,2x	5,7x	8,4x	9,4x	↑
Operativer Cashflow	238,0	245,8	278,8	258,0	
Investitionscashflow	-142,0	-125,4	-161,7	-185,4	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	39,9%	45,1%	62,9%	51,6%	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	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	0,2%	121,9%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

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

**Sektor**           **Versorger**  
**Moody's**       **A1/stabil**  
**S&P**           **A/stabil**  
**Fitch**         **-/**

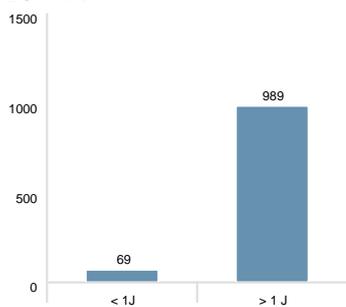
#### Finanzkalender

GJ 2018/19: 16. Dezember 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

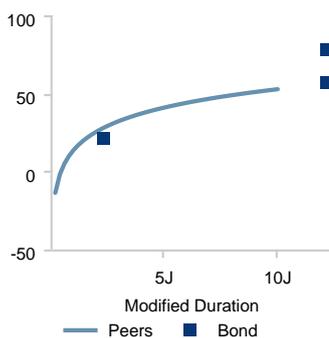
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: EVN, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## EVN

### Ergebnisentwicklung

EVN berichtete in 9M 2018/19 (endete am 30. Juni 2019) einen Konzernumsatz von EUR 1.712,6 Mio. (+3,5% J/J). Dieser Anstieg war u.a. auf deutliche Zuwächse in der erneuerbaren Erzeugung sowie auf positive Impulse aus der Wärmeversorgung zurückzuführen. Gegenläufig wirkten Rückgänge in der thermischen Stromerzeugung und im Segment Netze. Höhere Beschaffungskosten und negative Bewertungseffekte aus Absicherungsgeschäften belasteten das EBITDA. Infolge ging die Profitabilität zurück, liegt aber mit 25,4% immer noch auf hohem Niveau. Auch der operative Cashflow reduzierte sich, der freie Cashflow fiel jedoch aufgrund geringerer Investitionen höher aus (EUR 78,3 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist seit Jahren rückläufig. Per Ende Juni 2019 betrug diese EUR 846,3 Mio. (Ende 2017/18: EUR 915,1 Mio.). Folglich verbesserten sich die Kreditkennzahlen bzw. blieben gleich. Rund die Hälfte der langfristigen Finanzverbindlichkeiten bestehen aus Anleihen, die andere Hälfte sind Bankdarlehen sowie ein Schuldschein. Insgesamt verfügt das Unternehmen nach wie vor über eine starke Finanzstruktur und sehr guten Kreditkennzahlen. Im Frühjahr 2019 stuften S&P und Moody's EVN jeweils um einen Notch hinauf. 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

Für das Geschäftsjahr 2018/19 wird weiterhin ein Konzernergebnis in der Bandbreite von EUR 160-180 Mio. erwartet. Im Bereich Windkraftausbau ist das bis zum Ende des GJ 2019/20 gesteckte Ziel von einer Leistung von EUR 370 MW vorzeitig erreicht worden. Mittelfristig soll hier eine Leistung von 500 MW erreicht werden. In den nächsten Jahren sind bis zu EUR 400 Mio. an jährlichen Investitionen vorgesehen, davon jeweils rund EUR 300 Mio. für Netzinfrastruktur, erneuerbare Erzeugung und Trinkwasserversorgung in Niederösterreich.

### Risiken

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

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	27,3%	29,5%	32,6%	32,4%	↑
<b>EBIT-Marge</b>	12,6%	12,7%	15,7%	19,0%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	39,8%	42,3%	48,8%	52,3%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	54,9%	47,5%	30,2%	22,4%	↑
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,9x	2,6x	1,6x	1,7x	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	2,4x	2,2x	1,3x	1,4x	↑
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	8,9x	10,1x	13,2x	15,3x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,1x	4,3x	6,4x	9,0x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	478,3	463,0	508,9	603,5	
<b>Investitionscashflow</b>	-72,7	-230,6	-70,6	-457,1	
<b>Op CF vor WC / Finanzverbindl.</b>	26,1%	34,6%	48,7%	49,6%	↑
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	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%	110,2%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	0,6%	139,9%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	0,8%	137,9%	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** -/

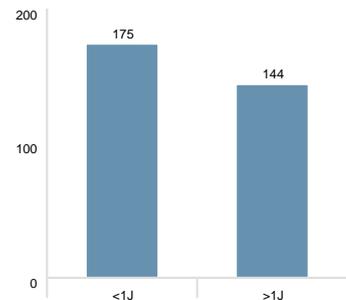
**Finanzkalender**

3Q 2019/20: 26. Februar 2020

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

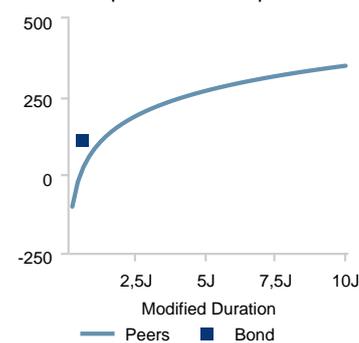
**Fristenstruktur  
der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: FACC, Erste Group Research  
Stand 31.08.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# FACC

**Ergebnisentwicklung**

FACC profitiert vom Wachstum der Luftfahrtindustrie. Im 1H 2019 konnte der Umsatz (EUR 373,4 Mio.; +1,6% j/j) dank Zuwächsen in den Segmenten "Engines & Nacelles" sowie "Cabin & Interiors" gesteigert werden. Nur im Segment "Aerostructures" ging er aufgrund des schon länger bekannten Auslaufens der B737NG-Winglets und der A380-Strukturkomponenten zurück (EUR 141,0 Mio.; -6,3% j/j). Der laut Unternehmen vorübergehende Anstieg der Fertigungskosten im Segment "Cabin Interiors" (Neuaufträge laufen an) erhöhte die Umsatzkosten des Konzerns. Das Konzern-EBIT sank aufgrund von Rückgängen in den Segmenten "Aerostructures" und "Cabin Interiors" um 43,9% j/j. Die EBIT-Marge reduzierte sich auf 4,3% (1H 2018/19: 7,8%). FACC erzielte einen positiven Free Cashflow von EUR 12,2 Mio. (1H 2018/19: EUR 15,2 Mio.): geringere Investitionen machten den EBITDA-Rückgang nicht wett.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächten sich ab, liegen aber absolut auf nach wie vor gutem Niveau. Der Anstieg der Entschuldungsdauer ist überwiegend auf die IFRS 16-Umstellung zurückzuführen. Die Eigenkapitalquote lag per 31.08.2019 bei weiterhin soliden 39,1% (31.08.2018: 39,8%). Die Branchenperspektiven bleiben gut: der Flugverkehr nimmt global zu, die Nachfrage nach Flugzeugen und FACCs Auftragsstand sind hoch. Im 1H 2019 wurden Neuaufträge im Wert von USD 800 Mio. verbucht. 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. Wir sehen die FACC-Anleihe verglichen zu High Yield-Industrieanleihen neutral.

**Unternehmensziele**

Für das Rumpfgeschäftsjahr 2019 (31.03.-31.12.2019) erwartet FACC einen Umsatz von EUR 600 Mio. und eine EBIT-Marge von rd. 6%. Ziele sind u.a. der weitere Ausbau der Marktanteile, die weitere Erhöhung des Automatisierungsgrads und die Forcierung vertikaler Integration. 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) wurde aufgrund der erwarteten Abflachung des Ratenanstiegs bei vorhandenen Projekten auf das GJ 2021/22 verschoben. Im Rahmen der Hauptversammlung wurde am 9. Juli 2019 beschlossen, das Geschäftsjahr an das Kalenderjahr anzupassen.

**Risiken**

Produktionsraten der Großraumflugzeuge (A380, B787) sinken. Bei FACC dürfte das durch Steigerungen bei anderen Flugzeugfamilien bzw. Neuprojekte überkompensiert werden können. US-Zölle auf Flugzeugimporte treffen FACC derzeit nicht bzw. nicht wesentlich.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	0,4%	8,2%	12,9%	9,7%	↑
Eigenkapitalquote	43,5%	41,7%	45,9%	41,2%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	56,5%	69,4%	56,3%	60,5%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	90,4x	4,3x	2,5x	3,6x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	68,1x	3,4x	1,9x	2,4x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	0,2x	5,2x	8,4x	7,5x	↑
EBIT / Zinsaufwand	-1,9x	2,4x	5,6x	4,3x	↑
Operativer Cashflow	-9,3	20,0	63,1	63,3	
Investitionscashflow	-50,9	-34,4	-35,1	-35,7	

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%	101,8%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

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

**Sektor**           **Versorger**

**Moody's**           **-/**

**S&P**               **A/stabil**

**Fitch**             **-/**

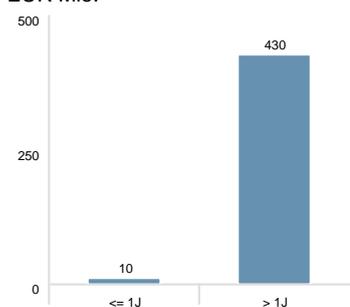
#### Finanzkalender

GJ 2019: April 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

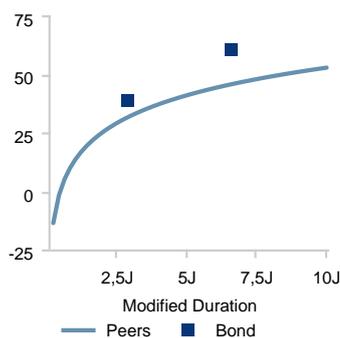
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Kelag, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## KELAG

### Ergebnisentwicklung

Kelag berichtete für das 1H 2019 einen Umsatz von EUR 636 Mio. (+7,2% J/J). Das operative Ergebnis profitierte von einer guten Wasserführung (über dem langjährigen Durchschnitt, aber unter jener des 1H 2018), einem guten Beteiligungsergebnis sowie steigenden Strom-Großhandelspreisen. Auch das konsequente Kostenmanagement wirkte sich positiv aus. Die Profitabilität blieb auf hohem Niveau (EBITDA-Marge: 22,3%). Der operative Cashflow stieg weiter an auf EUR 110,3 Mio. (von EUR 104,5 Mio.), der freie Cashflow ging aufgrund höherer Investitionen auf EUR 5,2 Mio. (von EUR 23,1 Mio.) zurück.

### Kommentar zum Kreditprofil

Das Finanzprofil von Kelag ist nach wie vor solide, die Eigenkapitalquote blieb mit 42,5% in etwa gleich (Ende 2018: 43,6%). Die Nettoverschuldung stieg geringfügig an und betrug Ende Juni 2019 EUR 308,4 Mio. (EUR 293,3 Mio.). In Folge schwächten sich einige Kreditkennzahlen leicht ab, befinden sich aber weiterhin auf starkem Niveau. 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 mit einem Volumen von EUR 90 Mio. (fällig 2036, zu tilgen ab 2020) aus. Im November 2018 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 einem geringen Finanzrisiko. Aufgrund dieser Faktoren, allerdings in Anbetracht eines herausfordernden Marktumfeldes, sehen wir die zwei ausstehenden Anleihen als neutral bewertet.

### Unternehmensziele

Kelag sieht in den guten operativen Erfolgen die Bestätigung eines konsequenten Kostenmanagements sowie einer langfristig angelegten wertorientierten Wachstums- und Innovationsstrategie auf Basis erneuerbarer Energien. Dieser Pfad soll daher auch 2019 beibehalten werden. Für Investitionen hat der Konzern 2019 rund EUR 160 Mio. veranschlagt. Schwerpunkte sollen weiterhin Wasserkraft- und Windkraftprojekte, Biomasseprojekte im Wärmegeschäft sowie der Ausbau und die Modernisierung der Netzinfrastruktur sein. Das Management erwartet für das Geschäftsjahr 2019 eine leicht positive Ergebnisentwicklung.

### Risiken

Herausforderungen für Kelag können u.a. die zunehmende Regulierung, die Energiewende, die Volatilität der Großhandelspreise, die Nicht-Beeinflussbarkeit der Wasserführung sowie die hohe Wettbewerbsintensität darstellen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	15,1%	19,1%	16,6%	16,0%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	40,8%	41,4%	43,0%	43,6%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	36,9%	33,6%	31,3%	32,8%	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x	→
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	18,6x	14,5x	12,6x	13,2x	→
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	8,7x	7,4x	6,6x	7,1x	→
<b>Operativer Cashflow</b>	178,4	173,7	154,1	148,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-121,7	-111,5	-93,4	-116,4	
<b>Op CF vor WC / Finanzverbindl.</b>	46,0%	43,8%	40,7%	-40,6%	→
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	36,3%	34,7%	31,3%	38,3%	→

Quelle: KELAG, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	0,0%	109,1%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	0,4%	116,0%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

#### Finanzkalender

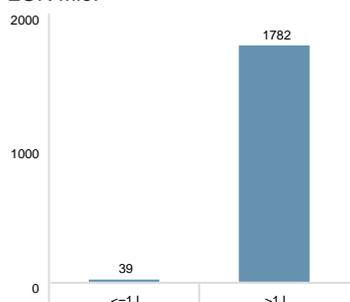
GJ 2020: April 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

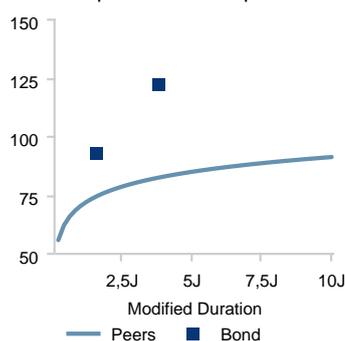
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## NOVOMATIC

### Ergebnisentwicklung

Umsatz und EBITDA sanken im 1H 2019 trotz der Auswirkungen gesetzlicher Änderungen im Kernmarkt Deutschland (Rückgang vermieteter Glücksspielgeräte) sowie in Italien (Steuererhöhungen) nur leicht (-1,9% J/J bzw. -5,1% J/J). Kompensiert wurden sie v.a. durch steigende Automatenenerlöse in UK, Spanien, Österreich und den Niederlanden. Miet- und Managerenerlöse des Konzerns legten auch dank Erhöhungen der Gerätemieten in Deutschland zu. Die EBITDA-Marge (23,5%; -0,8%-punkte) ging nur leicht zurück. Der Free Cashflow (FCF; 1H 2019: EUR 186,2 Mio.) war v.a. aufgrund des Wegfalls von Zahlungen für den Ainsworth-Anteilserwerb wieder klar positiv (1H 2018: EUR - 297,0 Mio.). Der Verkauf kroatischer Tochtergesellschaften und die im Rahmen des eingeschlagenen Konsolidierungskurses geringeren Investitionen wirkten sich positiv aus.

### Kommentar zum Kreditprofil

Kreditkennzahlen wie Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächen sich ab, liegen u. E. nach aber weiterhin auf starken Niveaus. Die Eigenkapitalquote sank per 30.06. leicht auf 28,7% (31.12.2018: 33,1%). Die geografische Diversifikation des Konzerns begrenzt 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 auch in dieser Hinsicht ein wichtiger Schritt. Das Liquiditätsprofil der Gruppe bleibt sehr stark. Die bis 2021 und 2023 laufenden Anleihen halten wir, verglichen zur um BB-Emissionen erweiterten Peer-Group, für unterbewertet.

### Unternehmensziele

Akquisitionen dürften in näherer Zukunft in geringerem Ausmaß als zuletzt erfolgen. Innerhalb des Konzerns sollen verstärkt Synergie- und Effizienzsteigerungspotentiale genutzt werden. Der Fokus liegt auf der Konsolidierung der bestehenden Beteiligungen. Prinzipiell strebt der Konzern kontinuierliches Wachstum in regulierten Glücksspielmärkten an.

### Risiken

Regulatorische Risiken sind branchenimmanent. In Deutschland geht die Gesamtzahl der vermieteten bzw. betriebenen Glücksspielgeräte aufgrund des 2012 in Kraft getretenen Glücksspieländerungsstaatsvertrages zurück. S&P stufte die Ratings der Gruppe am 13.06.2019 von BBB- auf BB+ ab. Der Ausblick ist stabil. Als Gründe nennt S&P die Auswirkungen der geänderten regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland und das harte Wettbewerbsumfeld v.a. in Italien und Australien.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	29,6%	25,8%	23,2%	21,3%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	40,7%	37,3%	32,4%	33,1%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	40,7%	52,9%	75,3%	97,5%	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,8x	1,2x	1,7x	2,4x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	19,2x	15,8x	14,4x	15,1x	↓
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	10,1x	7,2x	5,1x	-3,6x	↓
<b>Operativer Cashflow</b>	417,4	429,1	419,2	483,3	
<b>Investitionscashflow</b>	-439,9	-519,5	-516,7	-714,5	

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	0,6%	103,5%	unterbewertet
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	0,9%	102,1%	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

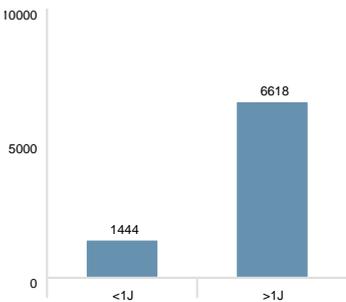
**Finanzkalender**

GJ 2019: 06. Februar 2020

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(26.06.2019\)](#)

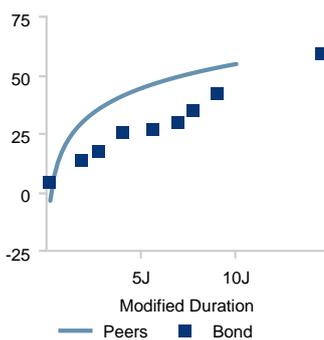
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# OMV

**Ergebnisentwicklung**

Steigende Produktion, niedrigere Produktionskosten und gute Raffineriemargen konnten im 3Q die Effekte niedrigerer Öl- und Gaspreise z.T. kompensieren (CCS Ergebnis vor Sondereffekten: EUR 949 Mio.; -10% J/J). Das Upstream-Ergebnis gab getrieben durch den Ölpreis nach, das Downstream-Ergebnis legte bei einer Raffinerieauslastung von 96% zu. Der FCF war in den ersten 9M 2019 (EUR -1,7 Mrd.) akquisitionsbedingt negativ. Der organische FCF (exkl. Akquisitionen, Veräußerungen; vor Dividenden) blieb positiv (9M 2019: EUR 1,7 Mrd.; -9% j/j). OMV geht im 4Q von guten Raffineriemargen (u.a. wegen IMO 2020) und saisonal bedingt höheren Gaspreisen aus.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Mit dem 15%-Anteilswerb an ADNOC Refinery in Abu Dhabi um ca. USD 2,5 Mrd., dem JV mit Sapura und der angestrebten Einigung mit Gazprom über Anteilsverwerbe an sibirischen Gasfeldern schließt OMV den Umbau vorerst ab. Das Gearing stieg per 30.09.19 auf 29% (30.06.19: 21%). Es sollte bis Jahresende unter 30% bleiben. Kredit- und Liquiditätsprofil sind sehr stark. Das Rating ist durch die Akquisitionen nicht gefährdet. Die 2019er, 2020er und die 2034er-Anleihe sehen wir neutral. Übrige Senior-Bonds stufen wir derzeit als überbewertet ein. Bei den Hybrids sehen wir nur jene mit First Call 2025 unterbewertet, die übrigen beiden neutral.

**Unternehmensziele**

OMV ist jetzt internationaler und mit Blick auf Asiens Wachstumsmärkte aufgestellt. Der Fokus liegt nun auf organischem Wachstum. Im Upstream-Segment werden Produktion und Reserven langfristig ("Strategie 2025") weiter gesteigert. Im Downstream-Segment ist es u.a. das Ziel, die Verkaufsmengen am Gas-Markt zu erhöhen und Marktanteile v.a. in Europa auszubauen. Petrochemie gewinnt für OMV an Bedeutung. Ein starkes IG-Rating soll beibehalten werden. Ziel ist es, die Dividende aus dem FCF zu zahlen. Das Gearing soll langfristig 30% nicht überschreiten. Ziel für das bereinigte, operative Ergebnis 2020: >= EUR 4 Mrd.

**Risiken**

Sicherheitslage in Libyen (wobei: Wiederaufnahme der Produktion im März 2019), OPEC-Politik, US-Produktion sowie der Trend zu E-Mobilität sind Risiken. US-Sanktionen sind ein Risiko für das Nordstream 2-Projekt. Aus Credit-Sicht ist die progressive Dividendenpolitik kritisch zu sehen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	13,9%	17,3%	18,2%	23,1%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	43,8%	43,7%	45,4%	41,5%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	28,2%	22,8%	14,0%	13,1%	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,3x	1,0x	0,5x	0,4x	↑
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	10,3x	12,7x	13,9x	18,3x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	-6,6x	-1,0x	6,5x	12,2x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	2.834,0	2.878,0	3.448,0	4.396,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-2.874,0	-1.797,0	-1.766,0	-3.353,0	
<b>Einbehaltener CF / Nettoverschuldung</b>	67,0%	79,7%	159,1%	174,5%	↑

Quelle: OMV, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0485316102	10.02.2020	4,375%	500	1.000	-0,4%	100,9%	neutral
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	-0,2%	108,3%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	-0,2%	107,8%	überbewertet
XS1917590876	04.12.2023	0,750%	500	1.000	-0,0%	103,0%	überbewertet
XS2022093434	03.07.2025	0,000%	500	1.000	0,1%	99,5%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	0,2%	105,6%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	0,2%	125,1%	überbewertet
XS1917590959	04.12.2028	1,875%	500	1.000	0,4%	112,9%	überbewertet
XS2022093517	03.07.2034	1,000%	500	1.000	0,9%	101,2%	neutral
XS1294342792	1) 09.12.2165	5,250%	750	1.000	0,4%	109,6%	neutral
XS1294343337	2) 09.12.2167	6,250%	750	1.000	1,4%	127,2%	unterbewertet
XS1713462403	3) 19.06.2168	2,875%	500	100.000	1,3%	106,8%	neutral

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

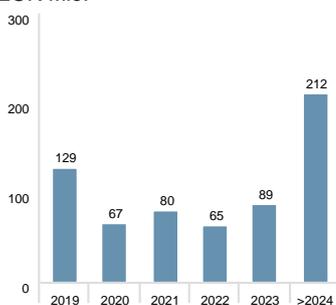
9M 2019: 28. November 2019

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

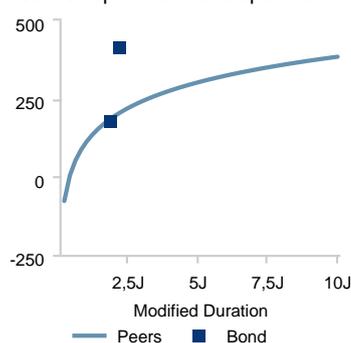
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## PORR

### Ergebnisentwicklung

Die PORR erzielte im 1HJ 2019 eine Produktionsleistung von EUR 2,5 Mrd. (+1,6% J/J). Der Auftragsbestand erreichte einen Rekordwert von EUR 7,6 Mrd. (+16,4% J/J). Die Neuaufträge legten ebenfalls kräftig um 14,4% auf knapp EUR 3 Mrd. zu. Das EBITDA verbesserte sich u.a. aufgrund der IFRS 16 Effekte um 31,8% J/J und erreichte EUR 95,4 Mio. Das EBIT konnte um 18,5% J/J auf EUR 17,4 Mio. gesteigert werden.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung erhöhte sich in den letzten zwei Geschäftsjahren durch die getätigten Akquisitionen und Investitionen. Ende 2018 betrug diese EUR 150,2 Mio. Per Ende Juni 2019 stieg die Nettoverschuldung auf rund EUR 830 Mio. weiter, was u.a. auf die Effekte der Erstanwendung von IFRS 16 seit 1.1.2019 zurückzuführen war. Zum diesen Zeitpunkt erreichte das Gearing 144% - das höchste Niveau seit 2013. Die Eigenkapitalquote betrug per 30. Juni 2019 16,2% und lag damit um 3,7 PP unter dem Niveau von Ende 2018. Insgesamt bleibt die Profitabilität weiterhin niedrig und die höhere Verschuldung belastet das Kreditprofil. Porr verfügt derzeit über zwei Hybridanleihen, die wir neutral bewerten.

### Unternehmensziele

Der strategische Fokus liegt weiterhin auf Wachstum und Ausbau der Marktposition in den Heimmärkten (AT, CH, CZ, DE, PL). Hinzu kommt Rumänien als neuer Heimmarkt. Aktuell will das Management weitere Marktanteile gewinnen und Bereiche, in denen das Unternehmen bereits tätig ist, noch besser durchdringen. In Großbritannien werden keine weiteren Projekte verfolgt: Ziel ist ein Rückzug aus GB. In Katar ist die Strategie auf Risikominimierung bzw. auf Projektvolumenreduktion ausgerichtet. Für 2019 peilt das Management unverändert eine moderate Steigerung des Leistungsniveaus an, allerdings ohne konkrete Ziele, insbesondere in Bezug auf die Profitabilität, zu nennen. Das Ziel einer Vorsteueremarge von 3% bezogen auf die Produktionsleistung im kommenden Jahr bleibt aufrecht.

### Risiken

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. Die EBT-Marge von Porr befand sich 2018 weit unter dem angestrebten Zielwert von 3%. Innerhalb der letzten 5 Jahre stieg die Dividende kräftig an. Das Syndikat (Strauss-Gruppe, IGO-Ortner-Gruppe) hält mit über 53% den Großteil der ausstehenden Porr-Aktien.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	4,7%	4,8%	4,2%	4,4%	↓
<b>EBIT-Marge</b>	2,5%	2,5%	1,9%	1,7%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	17,9%	18,5%	20,7%	19,8%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	-38,7%	-12,2%	24,7%	24,3%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,9x	2,3x	2,5x	2,1x	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	-1,0x	-0,3x	0,7x	0,7x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	6,5x	7,7x	9,6x	9,7x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	3,4x	4,1x	4,3x	4,1x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	193,5	56,1	-15,9	186,3	
<b>Investitionscashflow</b>	-21,4	-108,6	-209,9	-68,7	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	24,0%	25,5%	26,1%	26,5%	↑

Quelle: PORR, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1555774014	<sup>1)</sup> 06.02.2168	5,500%	125	100.000	3,7%	102,2%	neutral
AT0000A19Y36	<sup>2)</sup> 28.10.2168	6,750%	25	500	1,3%	109,2%	neutral

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** -/

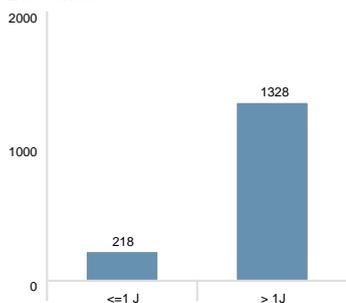
**Finanzkalender**

9M 2019: 26. November 2019

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(17.09.2019\)](#)

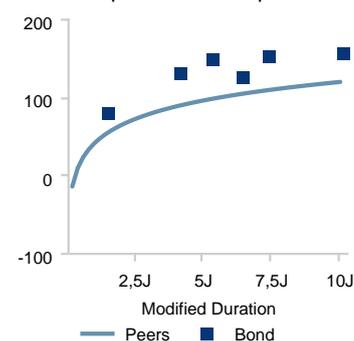
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## S IMMO

### Ergebnisentwicklung

Die ersten sechs Monate waren für S Immo erfolgreich. Das Unternehmen setzte seinen starken Ergebnistrend weiter fort. Die Gesamterlöse zum 1. Halbjahr konnten um 11% auf EUR 101 Mio. gesteigert werden, was auf die höheren Mieterlöse und höhere Erlöse aus der Hotelbewirtschaftung zurückzuführen war. Das EBITDA stieg um 9,4% J/J auf EUR 43,3 Mio. und das EBIT sogar um mehr als 200% J/J auf EUR 173,3 Mio. Dazu trug das sehr positive Ergebnis aus der Immobilienbewertung bei.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Gearing-Ratio lag Ende Juni 2019 bei 113,7%, die EK-Quote bei 41,1% und die LTV-Ratio bei 48,8%. Im Mai 2019 platzierte S IMMO eine weitere Unternehmensanleihe in Höhe von EUR 150 Mio. Obwohl manche Kreditkennzahlen noch immer verbesserungsfähig sind, konnten diese in den letzten fünf Jahren bereits signifikant verbessert werden. Aus diesem Grund stufen wir die neue 2026-Anleihe als unterbewertet ein. Für alle anderen Anleihen bleiben die Bewertungen aufrecht.

### Unternehmensziele

Das Unternehmen ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Nach den guten Halbjahresergebnissen 2019 blickt das Management erneut mit großem Optimismus auf die zweite Jahreshälfte von 2019, gibt aber keine Guidance-Zahlen bekannt. Der strategische Fokus liegt weiterhin auf mittelgroßen deutschen Städten (B-Städte) mit demographischem und wirtschaftlichem Potenzial. S Immo profitiert weiter von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung in allen ihren Märkten, vom niedrigen Zinsumfeld und dem hohen Preisniveau auf vielen Immobilienmärkten. Die S Immo strebt ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Kreditbetrag und Verkehrswert der Objekte (Loan-to-Value-Ratio) an: Generell fühlt sich das Management mit einer LTV-Ratio von über 50% wohl.

### 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. Mit EUR 0,70 pro Aktie wurde für das GJ 2018 die bislang höchste Dividende der Unternehmensgeschichte ausbezahlt. Das Gearing befindet sich noch auf einem hohen Niveau. Die Eigentümerstruktur der S Immo AG änderte sich in den letzten zwei Jahren 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	3J Trend
EBITDA-Marge	47,7%	46,5%	46,5%	46,8%	↓
Eigenkapitalquote	30,7%	31,3%	36,2%	41,6%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	191,7%	188,2%	149,7%	113,4%	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	12,4x	13,7x	13,3x	12,0x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	1,1x	1,6x	1,4x	1,6x	↑
EBIT / Zinsaufwand	1,7x	3,1x	4,3x	3,7x	↑
Operativer Cashflow	83,6	87,0	90,3	72,7	
Investitionscashflow	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
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	29	500	0,4%	106,0%	neutral
AT0000A1Z9D9	06.02.2024	1,750%	100	500	1,0%	102,8%	unterbewertet
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,2%	110,4%	neutral
AT0000A285H4	22.05.2026	1,875%	150	500	1,1%	104,6%	unterbewertet
AT0000A1DVK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,3%	113,2%	unterbewertet
AT0000A1Z9C1	06.02.2030	2,875%	50	500	1,5%	112,2%	unterbewertet

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

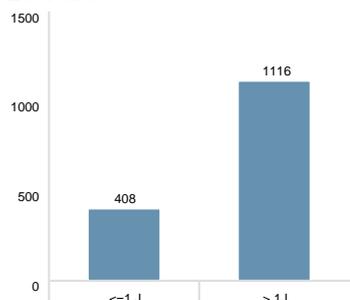
GJ 2019: 29. April 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

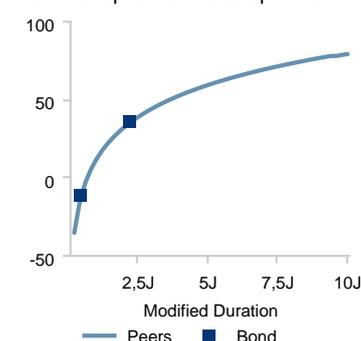
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## STRABAG

### Ergebnisentwicklung

Strabag veröffentlichte einige Eckzahlen für die ersten neun Monate des laufenden Jahres. Insgesamt waren die 9M positiv. Die Leistung konnte um 4% J/J auf rund EUR 12,2 Mrd. gesteigert werden. Dabei präsentierten sich Deutschland, Österreich sowie der Verkehrswegebau in Polen und Ungarn stark. Aufgrund der Fertigstellung von Großprojekten lag der Auftragsbestand Ende September 2019 um 2% unter dem Vorjahresniveau. Dieser war aber mit EUR 17,3 Mrd. weiterhin hoch.

### Kommentar zum Kreditprofil

Strabag konnte sein Finanzprofil in den letzten Jahren stetig verbessern. S&P bestätigte im September 2019 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. Letztere blieb Ende 2018 mit rund EUR 1 Mrd. (Dez. 2017: Nettoliquidität von EUR 1,5 Mrd.) weiterhin sehr hoch. Ende Juni 2019 betrug die Nettoliquidität EUR 240,6 Mio. Die EK-Quote lag Ende 2018 bei 31,4% (Juni 2019: 29,9%). Die in 2020 und 2022 auslaufenden Anleihen erachten wir weiterhin als neutral.

### Unternehmensziele

Das Management hob die Guidance für die Leistung leicht auf EUR 16,3 Mrd. an (zuvor: Überschreiten der EUR 16 Mrd-Marke) bei einer EBIT-Marge von 3,3%. Bis 2022 soll die EBIT-Marge auf 4% steigen. Die Zielsetzung bei der EK-Quote bleibt mit mindestens 25% 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.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	6,2%	6,9%	6,2%	6,3%	→
<b>EBIT-Marge</b>	2,6%	3,4%	3,3%	3,7%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	31,0%	31,5%	30,7%	31,4%	→
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	-36,8%	-17,7%	-44,0%	-28,0%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	1,9x	1,7x	1,6x	1,4x	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	-1,5x	-0,7x	-1,8x	-1,1x	→
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	7,7x	11,0x	11,3x	14,4x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	3,2x	5,5x	6,1x	8,5x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	1.240,4	264,2	1.345,0	736,2	
<b>Investitionscashflow</b>	-320,2	-434,4	-333,3	-587,9	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	38,1%	43,5%	41,2%	39,9%	↑

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A109Z8	21.05.2020	3,000%	200	1.000	-0,5%	101,5%	neutral
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	0,0%	103,3%	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** -/

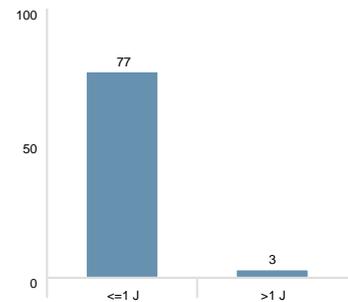
**Finanzkalender**

GJ 2019/20: Ab Juni 2020

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

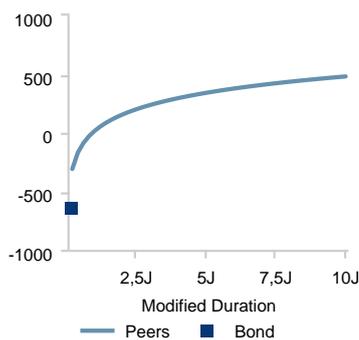
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Swietelsky, Erste Group Research  
Stand 31.03.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# SWIETELSKY

**Ergebnisentwicklung**

Im Geschäftsjahr 2018/19 (1.4.-31.03) konnten die schon sehr guten Vorjahresergebnisse übertroffen werden. Somit ist das GJ 2018/19 das beste in der Unternehmensgeschichte von Swietelsky. Die Bauleistung konnte um 18% J/J auf EUR 2,8 Mrd. gesteigert werden, wobei in allen wichtigen Märkten Zuwächse erzielt wurden. Trotz plangemäßer Abarbeitung langfristiger Großprojekte lag der Auftragsstand mit rund EUR 3 Mrd. auf dem sehr hohen Niveau des Vorjahres. Das EBITDA erreichte EUR 161,4 Mio. (+28,4% J/J) und das EBIT EUR 109,8 Mio. (+37,3% J/J). Der Gewinn vor Steuern (EBT) konnte um 39,2% J/J auf EUR 107,4 Mio. gesteigert werden. Die Margen verbesserten sich weiter, wobei die EBIT-Marge mit 4,1% einen in der Branche sehr guten Wert aufweist.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Wichtige Kreditkennzahlen verbesserten sich in den letzten fünf Jahren. Außerdem konnte das Unternehmen seine Nettoliquidität seit dem GJ 2013/14 stetig ausbauen: Ende März 2019 verfügte Swietelsky über liquide Mittel von EUR 525 Mio. und über Finanzverbindlichkeiten von ca. EUR 80 Mio. Das entspricht einer Nettoliquidität in Höhe von EUR 445 Mio. Die Entschuldungsdauer (Finanzverbindlichkeiten / EBITDA) konnte per Ende März 2019 auf 0,5 Jahre (März 2018: 0,6x) weiter verkürzt werden. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich auf 29% (März 2018: 27,1%). Swietelsky ist derzeit nur noch mit einer Hybridanleihe am Kapitalmarkt präsent. Da das nächste Call-Datum im Februar 2020 ist, bewerten wir diese neutral.

**Unternehmensziele**

Das Management legt weiterhin Wert auf eine solide Kapitalstruktur sowie auf den sparsamen Einsatz der finanziellen Mittel. Im Gesamtjahr 2019/20 will das Unternehmen die Bauleistung auf dem Niveau des Vorjahres konsolidieren und strebt eine Rentabilität im Durchschnitt der letzten drei Wirtschaftsjahre an.

**Risiken**

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

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	5,8%	6,0%	5,7%	5,9%	↑
EBIT-Marge	4,0%	3,8%	3,7%	4,1%	↓
Eigenkapitalquote	31,6%	31,5%	27,3%	29,0%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-47,3%	-54,7%	-116,0%	-102,4%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,2x	1,2x	0,6x	0,5x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	-1,2x	-1,5x	-3,4x	-2,8x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	11,2x	16,0x	27,8x	40,6x	↑
EBIT / Zinsaufwand	7,8x	10,1x	17,7x	27,6x	↑
Operativer Cashflow	175,1	151,5	337,9	123,7	
Investitionscashflow	-49,8	-71,6	-76,4	-96,8	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	53,6%	46,1%	117,6%	149,7%	↑

Quelle: SWIETELSKY, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A07LU5	<sup>1)</sup> 16.11.2167	5,451%	33	1.000	-8,1%	102,1%	neutral

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

Hybrid Call Datum: <sup>1)</sup> 16.02.2020

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

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

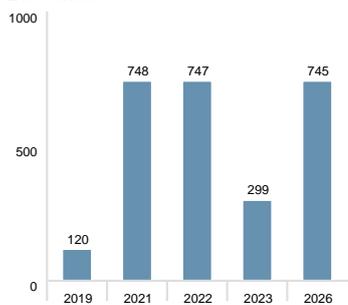
**Finanzkalender**

GJ 2019: 10-14 Februar 2020

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(22.03.2019\)](#)

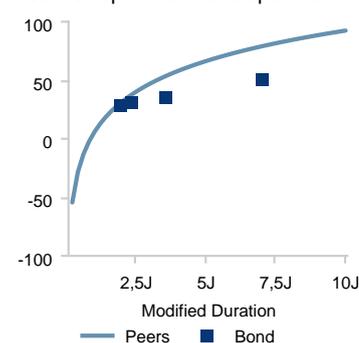
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## TELEKOM AUSTRIA

**Ergebnisentwicklung**

Im dritten Quartal 2019 setzte sich der positive Trend der letzten Quartale mit stabilen oder wachsenden Erlösen aus Dienstleistungen in allen Märkten fort. Somit konnte TKA in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres den Konzernumsatz um 2,5% J/J auf EUR 3,3 Mrd. steigern. Das EBITDA blieb mit EUR 1,2 Mrd. leicht unter dem Vorjahresniveau (-0,8% J/J). Grund dafür waren Restrukturierungsaufwendungen in Österreich (9M 2019: EUR 63,1 Mio.). Die positiven Einmaleffekte (in erster Linie in Kroatien und Österreich) sowie die positiven Effekte aus der Währungsumrechnung (Weißrussland) betragen EUR 14,7 Mio. im Umsatz bzw. EUR 16,2 Mio. im EBITDA.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Die Bilanzierung von Leasingverhältnissen gemäß IFRS 16 führt zu einem deutlichen Anstieg der Finanzverbindlichkeiten und somit zu einer höheren Nettoverschuldung. Ende Dezember 2018 lag die Nettoverschuldung bei EUR 3,7 Mrd. (exkl. Leasing: EUR 2,7 Mrd.) und Ende September 2019 bei EUR 3,6 Mrd. (exkl. Leasing: EUR 2,6 Mrd.). Das Nettoverschuldung/EBITDA Verhältnis stieg aus dem oben genannten Grund von 1,9x auf 2,3x. Im August 2019 erhöhte S&P das Rating von TKA um eine Stufe auf 'BBB+'. Als Grund wurden u.a. die erfolgreiche Finanzpolitik genannt. Wir sind der Meinung, dass die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen zu höheren Investitionen und Belastung des freien Cashflows führen könnte und somit Druck auf die Spreads ausüben würde. Die Spreads der bis 2021 und 2022 laufenden Anleihen weiteten sich bereits aus. Aus diesem Grund ändern wir unsere Bewertung von überbewertet (25.9.) auf neutral. Die restlichen Anleihen erachten wir weiterhin als überbewertet.

**Unternehmensziele**

Das Management bestätigte den Ausblick für das GJ 2019 mit einem Umsatzwachstum von rund 2% J/J und mit CAPEX von rd. EUR 770 Mio. (ohne Leasingverhältnisse, Frequenzinvestitionen und Akquisitionen im Jahr 2019). 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 in allen Ländern einführen und ihre Marken gruppenweit harmonisieren. Ein stabiles BBB-Rating soll jedenfalls beibehalten werden.

**Risiken**

Die 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. TKA verfolgt eine Wachstumsstrategie und zeigt sich aktionärsfreundlich. Weitere M&A-Aktivitäten sowie die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnten das Kreditprofil belasten (9M 2019: ca. EUR 76 Mio. für erworbene Frequenzen in Österreich und Weißrussland).

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	33,2%	32,2%	31,9%	30,9%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	29,2%	34,9%	38,9%	33,1%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	102,4%	84,7%	78,2%	111,0%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,5x	2,1x	1,8x	2,0x	→
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,8x	1,7x	1,7x	2,0x	→
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	8,4x	9,5x	14,7x	16,0x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	3,5x	3,4x	4,7x	5,0x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	1.228,4	1.195,5	1.175,0	1.232,3	
<b>Investitionscashflow</b>	-866,2	-823,5	-770,4	-765,1	

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	-0,1%	106,4%	neutral
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	-0,1%	109,4%	neutral
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	0,0%	112,3%	überbewertet
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	0,3%	107,5%	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

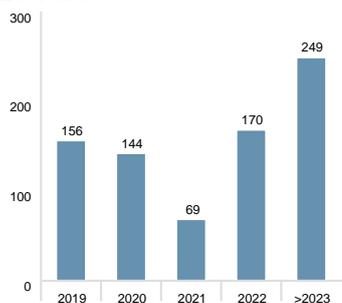
9M 2019: 28. November 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(22.10.2018\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

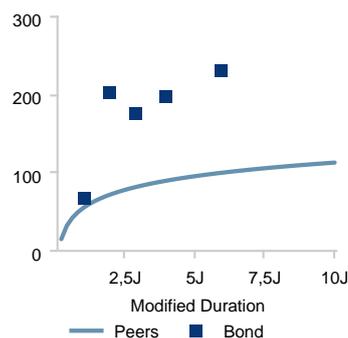
EUR Mio.



Quelle: UBM, Erste Group Research  
Stand 30.06.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## UBM

### Ergebnisentwicklung

In den ersten neun Monaten 2019 verringerte sich die Gesamtleistung um 67% J/J auf EUR 182,6 Mio. Grund dafür waren die geringeren Erlöse aus Immobilienverkäufen im Vergleich zu der Vorjahresperiode. Dennoch konnte der Nettogewinn nach Minderheiten um 19% J/J auf EUR 22,5 Mio. gesteigert werden, was in erster Linie auf Wertanpassungen im Zuge von Verkaufstransaktionen zurückzuführen war (v.a. ein Grundstücksverkauf in Deutschland sowie das Hotelprojekt Sugar Palace in Prag). Die Pipeline für die nächsten dreieinhalb Jahre wuchs im 1HJ 2019 auf einen neuen Rekordwert von EUR 2 Mrd. an.

### Kommentar zum Kreditprofil

Wesentliche Kreditkennzahlen konnten sich im GJ 2018 verbessern. Die Nettoverschuldung sank weiter und betrug per Ende 2018 EUR 421,9 Mio. (2017: EUR 477,9 Mio.). Ende Juni 2019 betrug diese EUR 499,2 Mio. und das Gearing 115,7% (Dez. 2018: 96,7%). Durch die im Februar 2018 platzierte Hybridanleihe im Wert von EUR 100 Mio. konnte die EK-Quote gestärkt werden. Ende Juni lag diese bei 34,6% (Dez 2018: 35,3%). UBM peilt eine EK-Quote zwischen 30-35% an. Im Peer Group-Vergleich stufen wir die in 2020 und in 2021 fälligen Anleihen als neutral ein: Grund dafür ist die kurze Restlaufzeit der ersten und das geringe ausstehende Volumen der zweiten Anleihe. Die Bewertung der restlichen drei Anleihen (Fälligkeiten 2022, 2023 und 2025) halten wir ebenfalls für neutral. Gegenüber der Peer-Group sehen wir die Hybrid-Anleihe ebenfalls neutral.

### 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 bleiben die Kontrolle der Nettoverschuldung sowie die Glättung des Rückzahlungsprofils. Ende August 2019 hob das Management die Guidance für das Gesamtjahr an: Das Unternehmen erwartet ein Vorsteuerergebnis von EUR 65 Mio. (zuletzt EUR 55 Mio.) sowie einen Nettogewinn nach Steuern zwischen EUR 47-50 Mio. (zuletzt: EUR 40 Mio.).

### Risiken

Trotz einer Verbesserung der wichtigsten Kreditkennzahlen im GJ 2018 sollen diese weiter optimiert werden. UBM betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Seit dem GJ 2013 schüttet das Unternehmen kontinuierlich steigende Dividenden aus. Ein Syndikat der Industriellen Ortner und Strauss hält als Kernaktionär rund 39% am Unternehmen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	24,8%	11,9%	14,4%	11,5%	↓
Eigenkapitalquote	28,0%	27,7%	31,4%	35,3%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	183,6%	202,4%	134,4%	96,7%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	9,2x	14,8x	10,5x	10,6x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	8,0x	13,9x	9,1x	7,2x	↑
Operativer Cashflow	14,4	42,3	2,4	113,8	
Investitionscashflow	-3,0	-114,6	117,5	-93,2	

Quelle: UBM, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
DE000A18UQM6	09.12.2020	4,250%	50	1.000	0,3%	103,6%	neutral
AT0000A1PDD4	21.11.2021	3,876%	19	500.000	1,6%	104,2%	neutral
AT0000A1XBU6	11.10.2022	3,250%	150	500	1,4%	104,7%	neutral
AT0000A23ST9	16.11.2023	3,125%	120	500	1,6%	105,2%	neutral
AT0000A2AX04	13.11.2025	2,750%	120	500	2,1%	103,2%	neutral
XS1785474294	1) 01.03.2168	5,500%	100	100.000	4,9%	101,0%	neutral

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 2019: 16. April 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

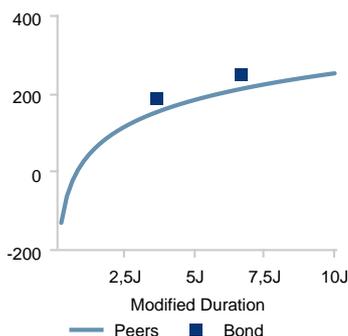
#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## UNIQA

### Ergebnisentwicklung

UNIQA ist mit 21,4% Marktanteil (2018) Österreichs zweitgrößter Versicherer und Marktführer bei Krankenversicherungen (Marktanteil: rd. 45%). UNIQA erzielt ca. 30% der Prämien im Ausland (v.a. in CEE). In den ersten 9M 2019 stieg das verrechnete Prämienvolumen leicht (+1,3% J/J). Zuwächse in der Schaden/Unfall- (+2,6% J/J) und Krankenversicherung (+4,6% J/J) überkompensierten Rückgänge im Leben-Geschäft (v.a.) in Österreich (-3,7% J/J). Die Betriebsaufwendungen erhöhten sich um 7,0% J/J (z.T. bedingt durch das IT-Investitionsprogramm). Das Kapitalanlageergebnis sank aufgrund des Wegfalls eines Einmaleffekts (1Q 2018: Gewinn aus dem Verkauf der Casinos Austria-Beteiligung iHv EUR 47,4 Mio.) um 2,3% J/J auf EUR 433,4 Mio. Positiv ist, dass die Combined Ratio dank günstiger Schadenentwicklung auf 95,9% fiel (9M 2018: 96,6%). Das 9M EBT (EUR 214,7 Mio.; +2,4% J/J) stieg an.

### Kommentar zum Kreditprofil

Der Konzern verfügte per 30.06.2019 mit 216% (31.12.2018: 248%) über eine nach wie vor sehr gute Solvenzkapitalquote. S&P stuft die Holding mit "A-" ein und bestätigte das Rating zuletzt am 19.09.2019. Besonders positiv hob S&P die Kapitaladäquanz hervor. 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

Während das Management 2019 im Schaden/Unfall- und Kranken-Segment Prämienwachstum von ~2% bzw. ~3% erwartet, prognostiziert es im Segment Leben v.a. aufgrund schwächerer Nachfrage in Österreich einen Rückgang. Insgesamt rechnet UNIQA 2019 mit einem leichten Prämienanstieg. Bei der Combined Ratio (CoR) strebt der Konzern 2019 eine Verbesserung ggü. 2018 an. Beim Veranlagungsergebnis erwartet das Management heuer einen Rückgang, beim Ergebnis vor Steuern einen Anstieg (bereinigt um den Einmaleffekt aus dem Casinos Austria-Anteil-Verkauf iHv EUR 47,4 Mio.). UNIQA strebt bis 2020 an, die CoR 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. Das laufende Investitionsprogramm in Digitalisierungs- und IT-Projekte dürfte die Ergebnisse in den kommenden Jahren belasten, mittelfristig aber zu Kostensenkungen führen.

### Risiken

Das Niedrigzinsumfeld belastet mittel- bis langfristig das Anlageergebnis. Das Lebensversicherungsgeschäft entwickelt sich eher rückläufig. Der Ergebnisbeitrag aus CEE steigt, ist aber noch relativ gering. Aus Credit-Sicht sind die angestrebten schrittweisen Dividendensteigerungen kritisch zu sehen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>Eigenkapitalquote</b>	9,5%	9,6%	11,1%	10,4%	↑
<b>Verrechnete Prämien</b>	5.211,0	5.048,2	5.293,3	5.309,5	
<b>Selbstbehaltsquote</b>	96,6%	96,3%	96,2%	96,4%	
<b>Gewinn vor Steuern</b>	397,8	225,5	264,6	294,6	
<b>ROE vor Steuern</b>	12,7%	7,1%	7,6%	9,5%	↓
<b>Combined Ratio</b>	97,9%	98,1%	97,5%	96,8%	↑
<b>Financial Leverage</b>	26,3%	21,7%	21,7%	35,8%	↓
<b>Kapitalanlagen / Vers.techn. R.</b>	100,4%	102,6%	103,4%	102,0%	↑

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	2,0%	124,1%	unterbewertet
XS0808635436	2) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	1,4%	119,1%	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 Povazsai-Römhild, CEFA  
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

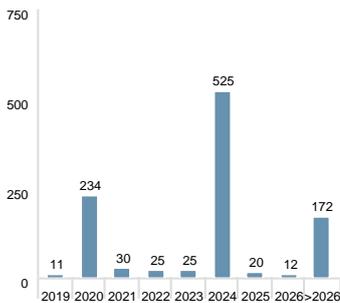
**Finanzkalender**

GJ 2019: 18. März 2020

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(20.03.2019\)](#)

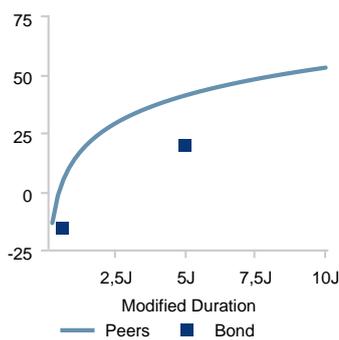
**Fristenstruktur  
der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VERBUND

**Ergebnisentwicklung**

Verbund berichtete für die ersten drei Quartale 2019 einen Konzernumsatz von EUR 2.663,6 Mio. (+28,0% J/J). Der Konzern profitierte von steigenden Großhandelspreisen für Strom, erhöhter Volatilität in den Stromnetzen und einem starken Trend hin zu erneuerbaren Energien; und sah sich in seiner strategischen Positionierung bestätigt. Das Ergebnis war zudem begünstigt von einer guten Wasserführung: 2% über dem langjährigen Durchschnitt und 6 Prozentpunkte über dem Niveau von 9M 2018. Ebenfalls positiv auf die Ergebnisentwicklung wirkten sich die Effekte aus den Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogrammen der letzten Jahre aus. Das EBITDA stieg in 9M 2019 um 39,5% J/J auf EUR 946,1 Mio., das EBIT um 53,7% auf EUR 675,9 Mio. Die ohnehin schon hohe Profitabilität stieg weiter an. Der operative Cashflow lag bei EUR 893,8 Mio. (+64,9% J/J), der freie Cashflow fiel mit EUR 543,5 Mio. stark positiv aus.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Verbunds Nettoverschuldung ist seit 2014 kontinuierlich rückläufig. Ende September 2019 lag diese auf einem historischen Tiefstand von EUR 2.298,2 Mio. (-10,3% ggü. Ende 2018). In Folge verbesserten sich auch die Kreditkennzahlen. Die Spitze in der Fristenstruktur stellt die 2024 fällige Benchmark-Anleihe dar. 83% der zur Gänze EUR-denominierten Finanzverbindlichkeiten sind fix verzinst. Aufgrund der seit Jahren anhaltend positiven Entwicklung der Kreditkennzahlen und des stabilen Finanzprofils erwartet das Management ein weiteres Rating-Upgrade in nächster Zukunft; die letzte Hinaufstufung durch Moody's und S&P um jeweils einen Notch erfolgte im September 2018. Vor diesem Hintergrund sowie aufgrund der operativ sehr starken 9M 2019 halten wir die relativ zur ASW-Kurve niedrigen Spreads der 2024 auslaufenden Anleihe für gerechtfertigt und schätzen sie neutral ein. Die 2020 fällige Anleihe wird aufgrund der kurzen Restlaufzeit neutral eingestuft.

**Unternehmensziele**

Aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung in den ersten drei Quartalen 2019 passte das Management die Guidance für das Gesamtjahr geringfügig an: Durchschnittliche Rahmenbedingungen vorausgesetzt, wird für 2019 ein EBITDA zwischen EUR 1.190 Mio. und EUR 1.240 Mio. (zuvor EUR 1.180-1.250 Mio.) und ein Konzerngewinn zwischen EUR 540 Mio. und EUR 580 Mio. (zuvor EUR 530-580 Mio.) erwartet. Die Ausschüttungsquote soll, wie schon im Vorjahr, 40-45% des um Einmaleffekte bereinigten Konzernergebnisses betragen. Die Investitionen für den Zeitraum 2019-2021 sollen EUR 1.834 Mio. betragen und etwa je zur Hälfte auf Wachstums- bzw. Instandhaltungsinvestitionen entfallen. Eventuelle Akquisitionsziele können ausschließlich erneuerbare Energiequellen in Europa sein.

**Risiken**

Über 90% von Verbunds Stromerzeugung basiert auf Wasserkraft, die jedoch von nicht beeinflussbaren, hydrologischen Bedingungen abhängig ist. In trockeneren Perioden muss die Eigenerzeugung durch (teurere) Zukäufe ergänzt werden. Weitere Risiken können Regulierung sowie die Volatilität bei den Großhandelspreisen für Strom betreffen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	29,9%	37,3%	31,7%	30,3%	↑
<b>EBIT-Marge</b>	13,8%	22,0%	13,7%	23,0%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	46,2%	47,9%	50,4%	50,8%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	67,8%	58,3%	50,0%	43,1%	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	4,1x	3,1x	3,1x	3,0x	↑
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	4,8x	7,7x	7,1x	6,8x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	2,2x	4,6x	3,1x	5,1x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	674,0	804,3	640,6	664,1	
<b>Investitionscashflow</b>	78,7	-219,2	-219,3	-333,8	
<b>Op CF vor WC / Finanzverbindl.</b>	24,6%	30,2%	29,8%	32,0%	↑
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	19,5%	24,1%	24,6%	24,0%	↑

Quelle: VERBUND, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0458119566	22.06.2020	4,875%	200	50.000	-0,5%	102,9%	neutral
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	-0,0%	107,4%	neutral

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

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Versicherungen

**Moody's** -/

**S&P** A+/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

3Q 2019: 27. November 2019

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(06.05.2019\)](#)

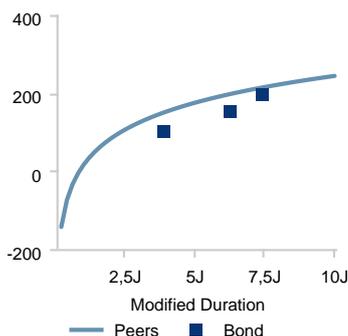
#### Fristenstruktur

der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VIENNA INSURANCE GROUP

### Ergebnisentwicklung

Im 1H 2019 steigerte VIG die Prämien um +5,8% (J/J) auf rd. EUR 5,4 Mrd. Der Gewinn vor Steuern kletterte um 10,5% (J/J) auf EUR 257,1 Mio., obwohl das Finanzergebnis (EUR 423,2 Mio.; -17,2% J/J) aufgrund geringerer Gewinnrealisierungen aus dem Verkauf von Veranlagungen und dem Wegfall eines Einmaleffekts im Vorjahr (Verkaufserlös s Immo-Beteiligung) sank. Das stärkste Prämienwachstum wurde in der Krankenversicherung (+11,5% J/J) verzeichnet. Der Gewinnanstieg beruhte auf der guten Entwicklung der Segmente Leben und Kranken. Regional gab es starke Gewinnzuwächse in Österreich, Bulgarien und am Baltikum. Die Combined Ratio (CoR) blieb im Vorjahresvergleich mit 96,4% - trotz leicht schwächerer Schadenquote - nahezu stabil. CEE trug im 1H 2019 61% zum Gewinn vor Steuern bei. Der Konzern ist auf gutem Weg, seine Ziele für 2019 und 2020 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 31. Juli 2019. Der Ausblick ist stabil. Die Solvenzquote lag per 30.06.2019 bei starken 238% (31.12.2018: 239%). Die nachrangige Anleihe mit 1. Call-Termin 2023 stufen wir im Vergleich zu den Peers als neutral ein. Die nachrangige Anleihe mit 1. 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. Die nachrangige Anleihe (ungeratet) der Wr. Städtischen Versicherung (2018 SII-Quote: 226%; CoR: 93,8%), einer 97,75%-Österreich-Tochter der VIG, bewerten wir auch relativ zu VIG-Peer-Bonds. Ihr Spread liegt im Peer-Schnitt: Wir sehen sie ebenso neutral.

### Unternehmensziele

2019 strebt der Konzern Prämien in Höhe von EUR 9,9 Mrd. und ein Ergebnis vor Steuern von EUR 500-520 Mio. an. 2020 liegen die Zielwerte bei EUR 10,2 Mrd. bzw. EUR 530-550 Mio. Ziel ist es, die Combined Ratio nachhaltig auf 95% zu senken. Der Ausblick wurde bei der Präsentation des 1H-Ergebnisses am 27.08. bekräftigt. Wachstumspotenzial ergibt sich in CEE aufgrund der im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Das Kranken-, das Bank- und Rückversicherungsgeschäft sowie Assistance 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 erfolgreich 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. Im GJ 2018 wurde in Rumänien ein Verlust verbucht (Firmenwertabschreibung; Rückstellungsbildung für ein laufendes marktweites Wettbewerbsverfahren). Die Combined Ratio lag in Rumänien auch im 1H 2019 über 100%.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
Eigenkapitalquote	9,9%	11,4%	11,7%	11,4%	↑
Verrechnete Prämien	9.019,8	9.051,0	9.386,0	9.657,3	
Selbstbehaltsquote	91,1%	91,0%	91,5%	91,2%	
Gewinn vor Steuern	47,1	406,7	442,5	485,4	
ROE vor Steuern	1,1%	8,9%	8,3%	8,9%	↑
Combined Ratio	97,3%	97,3%	96,7%	96,0%	↑
Financial Leverage	26,2%	31,0%	30,6%	31,5%	↓
Kapitalanlagen / Vers.techn. R.	107,1%	118,6%	119,1%	119,0%	↑

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

### Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1VKJ4	11.05.2027	3,500%	250	1.000	1,7%	111,3%	neutral
AT0000A1D5E1	1) 02.03.2046	3,750%	400	1.000	1,3%	114,5%	neutral
AT0000A12GN0	2) 09.10.2043	5,500%	500	100.000	0,6%	118,1%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 02.03.2026 2) 09.10.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Stahl

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

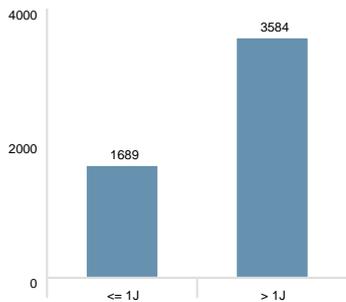
**Finanzkalender**

9M 2019/20: 6. Februar 2020

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(03.04.2019\)](#)

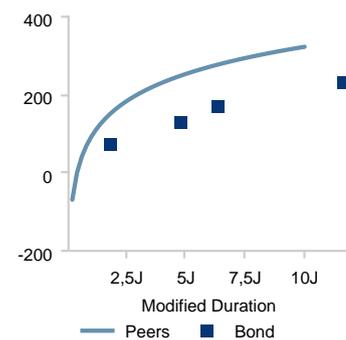
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: voestalpine, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# VOESTALPINE

**Ergebnisentwicklung**

Das 1HJ 2019/20 prägte die spürbare Eintrübung des globalen konjunkturellen Umfelds. Insbesondere in Europa, wo voestalpine rund zwei Drittel des Umsatzes generiert, wirkte sich die verringerte Nachfrage aus der Automobilindustrie negativ aus. Die Bedingungen im europäischen Stahlsektor blieben ebenfalls schwierig: massiv gestiegene Rohstoffkosten bei sinkenden Verkaufspreisen und unverändert hohe Stahlimporte nach Europa. Dazu belasteten abermals die CO2-Zertifikate in der EU sowie die hohen Hochlaufkosten beim Automotive-Werk in Cartersville, USA. In diesem Umfeld ging der Umsatz um 2% J/J auf EUR 6,5 Mrd. zurück. Das EBITDA sank um 22,6% J/J und das EBIT um 52,1% J/J. Folglich verringerten sich die EBITDA-Marge auf 10,1% (Vj: 12,9%) und die EBIT-Marge auf 3,5% (Vj: 7,2%).

**Kommentar zum Kreditprofil**

In den letzten fünf Jahren blieb die Gearing Ratio stabil (März 2019: 49,5%); zuletzt stieg diese auf 75,1% (September 2019). Die Entschuldungsdauer lag in dieser Periode immer unter der intern festgelegten Obergrenze von drei Jahren. Die Zinsdeckung auf EBITDA- und EBIT-Basis lag im GJ 2018/19 zwar leicht unter dem Vorjahr, ist aber mit 9,2x bzw. 4,6x weiterhin gut. Unserer Meinung nach spiegelt das Spread-Niveau der 2021, 2024 und 2026 fälligen Anleihen das schwieriger gewordene Marktumfeld für den Konzern derzeit nicht richtig wider. Die Spreads liegen immer noch unter der Vergleichsgruppe. Aus diesem Grund sehen wir alle drei Anleihen weiterhin als überbewertet. Im August 2019 platzierte voestalpine eine weitere Anleihe im Volumen von EUR 50 Mio., die mit einer Mindeststückelung von EUR 100.000 für institutionelle Investoren geeignet ist. Diese Anleihe sehen wir ebenfalls als überbewertet.

**Unternehmensziele**

Im Verlauf der ersten sechs Monate des GJ 2019/20 haben sich wesentliche Prämissen für die Einschätzung des Vorstandes zu Beginn des GJ nicht erfüllt. Aus diesem Grund erwartet der Vorstand für das aktuelle GJ aus heutiger Sicht ein EBITDA in etwa bei EUR 1,3 Mrd. (vorher EUR 1,6 Mrd.). Das Gearingziel per Ende des GJ 2019/20 (März 2020) soll bei 65% liegen; danach sollte das Gearing schrittweise auf 50% gesenkt werden. Die CAPEX werden für das GJ 2019/20 bei EUR 900 Mio. und für das GJ 220/21 bei EUR 700 Mio. erwartet. Das Unternehmen rechnet mit rund EUR 100 Mio. an CO2-Kosten im GJ 2019/20.

**Risiken**

Derzeit belastet eine Reihe von Unsicherheitsfaktoren das Marktsentiment im Sektor - v.a. steigende Rohstoff- und Energiepreise bei gleichzeitig schwachen Stahlpreisen, schwächere Automobilnachfrage, Unsicherheit über angedrohte Einfuhrzölle in den USA in Höhe von 25%, steigende Preise der CO2-Emissionszertifikaten.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	14,3%	13,6%	15,2%	11,5%	↓
EBIT-Marge	8,0%	7,3%	9,1%	5,7%	↓
Eigenkapitalquote	40,3%	41,2%	42,4%	42,9%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	61,3%	59,3%	51,8%	49,5%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,7x	2,7x	2,1x	2,4x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	2,2x	2,3x	1,7x	2,1x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	9,3x	8,8x	10,7x	9,2x	→
EBIT / Zinsaufwand	5,2x	4,7x	6,5x	4,6x	↓
Operativer Cashflow	1.282,2	1.150,4	1.195,1	1.166,6	
Investitionscashflow	-1.230,0	-1.049,8	-847,7	-810,0	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	21,6%	24,9%	33,8%	26,5%	↑

Quelle: VOESTALPINE, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,3%	103,3%	überbewertet
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	1,0%	101,3%	überbewertet
AT0000A27LQ1	10.04.2026	1,750%	500	500	1,5%	101,1%	überbewertet
XS2042382270	19.08.2031	1,810%	50	100.000	2,6%	91,8%	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** Baustoffe

**Moody's** Ba1/stabil

**S&P** -/

**Fitch** -/

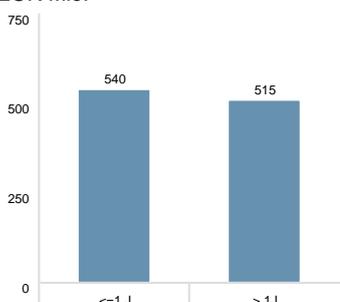
#### Finanzkalender

GJ 2019: 26. Februar 2020

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

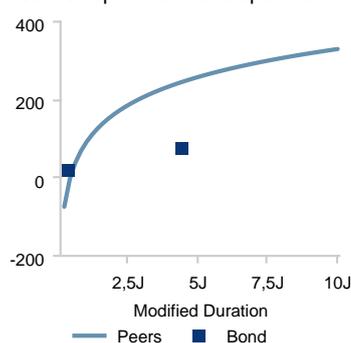
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research  
Stand 30.09.2019

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## WIENERBERGER

### Ergebnisentwicklung

Dank solider Nachfrage in den Segmenten Building Solutions und Nord Amerika stieg der Umsatz in den ersten neun Monaten 2019 um 6% auf EUR 2,7 Mrd. und das EBITDA um 27% J/J auf EUR 456,7 Mio. Noch stärker war der Anstieg beim Nettoergebnis, das auf EUR 205,7 Mio. mehr als verdoppelt wurde. Starke Ergebnisbeiträge lieferten das Programm zur Performance-Steigerung Fast Forward (EUR 35 Mio.) sowie die getätigten Übernahmen in Großbritannien und Belgien, die laut Management eine sehr gute Performance zeigten. Zur Stärkung der Marktpräsenz und zur Erweiterung des Produktportfolios setzte das Unternehmen im 3Q weitere Wachstumsschritte in den nordischen Ländern.

### Kommentar zum Kreditprofil

Ende September 2019 lag die Nettoverschuldung mit rund EUR 915 Mrd. deutlich über dem Wert per 31.12.2018 (EUR 674,4 Mio.). Dazu führte u.a. die erstmalige Anwendung von IFRS 16 Leasingverhältnisse, wodurch am Bilanzstichtag Leasingverbindlichkeiten von EUR 163,0 Mio. als Teil der Finanzverbindlichkeiten bilanziell erfasst wurden. Aus heutiger Sicht geht das Management für das GJ 2019 von einem IFRS 16-Effekt auf die Nettoverschuldung von rund EUR 210 Mio. aus. Generell konnte Wienerberger die Verschuldungskennzahlen in den letzten fünf Jahren verbessern. Gegenüber den Peers sehen wir den niedrigeren ASW-Spread der 2024 fälligen Anleihe sowie der Hybrid-Anleihe als gerechtfertigt und behalten unsere neutrale Einschätzung bei. Bei der bis 2020 laufenden Anleihe bleibt die neutrale Bewertung.

### Unternehmensziele

Trotz aktueller Unsicherheitsfaktoren erwartet Wienerberger eine weitgehend stabile bis leicht wachsende Nachfrage in den Kernmärkten. Nach der starken Entwicklung in den ersten drei Quartalen 2019 bestätigte das Management die Jahresprognose für das bereinigte EBITDA von EUR 570-580 Mio. Dazu sollen eine Steigerung des Absatzes, eine Verbesserung der Durchschnittspreise sowie positive Effekte aus Optimierungsmaßnahmen führen.

### Risiken

Wienerberger verfolgt weiter eine Wachstumsstrategie. Ein möglicher hard Brexit könnte sich im Kernmarkt Großbritannien negativ auswirken. UK ist für rund 17% der Umsätze des größten Segments Building Solutions verantwortlich.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	12,4%	13,6%	13,3%	13,4%	↑
EBIT-Marge	5,6%	6,6%	6,2%	7,5%	↑
Eigenkapitalquote	55,6%	50,8%	52,2%	51,8%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	28,8%	37,0%	33,8%	34,8%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,0x	2,2x	2,0x	1,9x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	1,6x	1,7x	1,6x	1,5x	→
EBITDA / Zinsaufwand	7,5x	10,1x	9,9x	10,1x	↑
EBIT / Zinsaufwand	3,4x	5,0x	4,6x	5,7x	↑
Operativer Cashflow	260,3	333,8	272,3	319,4	
Investitionscashflow	-135,3	-131,1	-178,7	-211,7	
Einbehaltener CF / Nettoverschuldung	43,2%	38,3%	37,3%	41,2%	↓

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	-0,2%	101,6%	neutral
AT0000A20F93	02.05.2024	2,000%	250	1.000	0,5%	106,4%	neutral
DE000A1ZN206	1) 09.02.2168	5,000%	272	1.000	0,0%	105,5%	neutral

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		BBB+		A-2		BBB+
A3	BBB	BBB				
Baa1	Prime-3	BBB-	A-3		BBB-	F3
Baa2						
Baa3						

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-	
Ba3					
B1		B+	B-1	B+	
B2		B		B-2	
B3		B-		B-3	
Caa1		CCC+	C	CCC+	C
Caa2		CCC		CCC-	
Caa3					
Ca		CC		CC	
C		C		C	
		D		D	
				DDD	
				DD	
				D	

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

**Kontakte**

**Group Research**

**Head of Group Research**  
 Friedrich Mostböck, CEFA +43 (0)5 0100 11902

**Major Markets & Credit Research**

Head: Gudrun Egger, CEFA +43 (0)5 0100 11909  
 Ralf Burchert, CEFA (Sub-Sovereigns & Agencies) +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  
 Heiko Langer (Financials & Covered Bonds) +43 (0)5 0100 85509  
 Bernadett Povaszai-Römhild, CEFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 17203  
 Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds) +43 (0)5 0100 19632  
 Elena Stelov, 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

**Macro/Fixed Income Research CEE**

Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI) +43 (0)5 0100 17357  
 Zoltan Arokszállasi, CFA (Fixed income) +361 373 2830  
 Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) +43 (0)5 0100 17356  
 Malgorzata Krzywicka (Fixed Income) +43 (0)5 0100 17338

**CEE Equity Research**

Head: Henning Eßkuchen +43 (0)5 0100 19634  
 Daniel Lion, CIIA (Technology/Industrial Goods&Services) +43 (0)5 0100 17420  
 Michael Marschallinger, CFA +43 (0)5 0100 17906  
 Nora Nagy (Telecom) +43 (0)5 0100 17416  
 Thomas Unger, CFA (Banks, Insurance) +43 (0)5 0100 16314  
 Christoph Schultes, MBA, CIIA (Real Estate) +43 (0)5 0100 11523  
 Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 17343  
 Martina Valenta, MBA +43 (0)5 0100 11913

**Editor Research CEE**

Brett Aarons +420 956 711 014

**Research Croatia/Serbia**

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 Jelic (Fixed income) +385 72 37 1443  
 Ivana Rogic (Fixed income) +385 62 37 2419  
 Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 62 37 2825

**Research Czech Republic**

Head: David Navratil (Fixed income) +420 956 765 439  
 Head: Petr Bartek (Equity) +420 956 765 227  
 Marek Dongres (Equity) +420 956 765 218  
 Jan Safranek (Equity) +420 956 765 218  
 Jiri Polansky (Fixed Income) +420 956 765 192  
 Michal Skorepa (Fixed income) +420 956 765 456

**Research Hungary**

Head: Jozsef Miro +361 235 5131  
 Andras Nagy (Equity) +361 235-5132  
 Orsolya Nyeste (Fixed Income) +36 1 268 4428  
 Tamas Pletser (Equity) +361 235-5135

**Research Poland**

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  
 Emil Poplawski (Equity) +48 22 330 6252  
 Marcin Gornik (Equity) +48 22 330 6251

**Research Romania**

Caius Rapanu (Equity) +40 3735 10441  
 Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435  
 Dorina Ilasco (Fixed Income) +40 3735 10436

**Research Slovakia**

Head: Maria Valachyova, (Fixed income) +421 2 4862 4185  
 Katarina Muchova (Fixed income) +421 2 4862 4762

**Research Turkey**

Berke Gümüs (Equity) +90 2129120445  
 Gizem Akkan (Equity) +90 2129120445

**Treasury - Erste Bank Vienna**

**Group Markets Retail Sales**

**Group Markets Retail and Agency Business**

Head: Christian Reiss +43 (0)5 0100 84012

**Group Markets Execution**

Head: Kurt Gerhold +43 (0)5 0100 84232

**Retail & Sparkassen Sales**

Head: Uwe Kolar +43 (0)5 0100 83214

**Markets Retail Sales AT**

Head: Markus Kaller +43 (0)5 0100 84239

**Corporate Treasury Product Distribution AT**

Head: Christian Skopek +43 (0)5 0100 84146

**Fixed Income Institutional Sales**

**Bank and Institutional Sales**

**Institutional Distribution non CEE**

Head: Margit Hraschek +43 (0)5 0100 84117  
 Bernd Bollhof +49 (0)30 8105800 5525  
 Charles-Henry de Fontenilles +43 (0)5 0100 84115  
 Rene Klasen +49 (0)30 8105800 5521  
 Christopher Lampe-Traupe +49 (0)30 8105800-5507  
 Christian Kienesberger +43 (0) 5 0100 84323  
 Karin Rattay +43 (0) 5 0100 84118  
 Bernd Thaler +43 (0) 5 0100 84119

**Bank Distribution**

Head: Marc Frieberthshäuser +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

**Institutional Distribution CEE**

Head: Jaromir Malak +43 (0)50100 84254

**Institutional Distribution PL and CIS**

Pawel Kielek +48 22 538 6223  
 Michal Jarmakowicz +43 50100 85611

**Institutional Distribution Slovakia**

Head: Sarlota Sipulova +421 2 4862 5619  
 Monika Smelikova +421 2 4862 5629

**Institutional Distribution Czech Republic**

Head: Ondrej Cech +420 2 2499 5577  
 Milan Bartos +420 2 2499 5562  
 Barbara Suvadova +420 2 2499 5590

**Institutional Asset Management Sales**

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

**Institutional Distribution Croatia**

Head: Antun Buric +385 (0)72 37 2439  
 Natalija Zujic +385 (0)72 37 1638  
 Zvonimir Tukac +385 (0)72 37 17 87

**Institutional Sales Hungary**

Head: Peter Csizmadia +361 237 8211  
 Gabor Balint +36 1 2378205

**Institutional Distribution Romania and Bulgaria**

Head: Ciprian Mitu +43 (0)50100 85612  
 Crisitan Adascalita +40 373 516 531

**Business Support**

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. Finanzprodukts 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 2018 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.

Die Erste Group ist gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen nicht als Ratingagentur registriert oder zertifiziert. Eine Beurteilung der Bonität des Emittenten durch die Erste Group stellt kein Rating gem. der Verordnung dar. Interpretationen der aktuellen oder zukünftigen Entwicklung von Ratings basieren nur auf bestehenden Rating-Dokumenten und sind nicht eigens als Kreditrating zu betrachten.

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 Produktamen 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 anderweitig 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) (Sonnenmannstraße 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 Banca 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 sporiteľna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in der Slowakei von der Slowakischen Nationalbank (NBS) beaufsichtigt und reguliert.

**Türkei:** Tarkus Advisory, ein nicht reguliertes türkisches Beratungsunternehmen, ist exklusiver Partner der Erste Group Bank AG für Aktienanalysen und agiert im Auftrag der Erste Group Bank AG zum Zweck der Analyse türkischer Emittenten. Für Inhalt, Bewertungen und Preisziele ist ausschließlich die Erste Group Bank AG verantwortlich.

**Schweiz:** Diese Finanzanalyse stellt weder einen Prospekt noch irgendeine Form des Angebots oder der Listung von Wertpapieren wie unter Artikel 652a, 752 und 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.

©: 2019 Erste Group Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

### **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)