Corporate Credit Monitor Austria

Analysten
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild @erstegroup.com
Elena Statelov, CIIA
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
20.09.2017 09:15

Fertigstellung
20.09.2017 09:30

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

Veröffentlichung
20.09.2017 09:45

Unternehmen	Seite
ANDRITZ	3
BEST IN PARKING	4
BOREALIS	5
CA IMMO	6
CASINOS AUSTRIA INT. HOLDING	7
DO&CO	8
EGGER	9
ENERGIE AG OBERÖSTERREICH	10
FACC	11
KAPSCH	12
KELAG	13
KTM INDUSTRIES	14
LENZING	15
MIBA	16
NOVOMATIC	17
OMV	18
PORR	19
S IMMO	20
SPAR	21
STRABAG	22
SWIETELSKY	23
TELEKOM AUSTRIA	24
UNIQA	25
VERBUND	26
VIENNA INSURANCE GROUP	27
VOESTALPINE	28
WIENERBERGER	29

Quelle: Erste Group Research

Corporate Credit Monitor - Erläuterungen

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

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

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

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

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

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

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

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

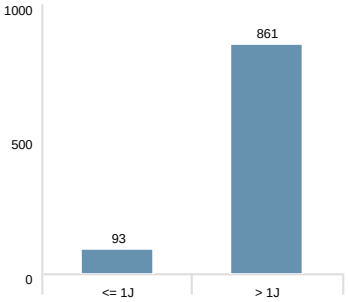
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

Sektor	**Anlagenbau / Technologie**
Moody's	**-/**
S&P	**-/**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
9M 2017: 3. November 2017

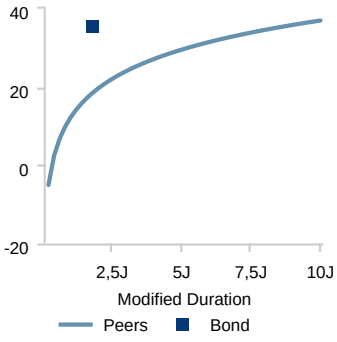
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Andritz, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ANDRITZ

Ergebnisentwicklung

Andritz berichtete für das 1HJ 2017 einen Umsatz von EUR 2,8 Mrd. (+0,6% J/J). Der Auftragseingang erhöhte sich, bedingt durch ein sehr starkes 1Q, auf EUR 2,8 Mrd. und lag damit um 8% über dem Vorjahresvergleichszeitraum. Der deutliche Anstieg im Geschäftsbereich Pulp & Paper konnte den Rückgang bei Hydro überkompensieren. Der Auftragsstand per 30. Juni 2017 betrug EUR 6,8 Mrd. (+0,9% vs. Ende 2016). Das EBITA wurde im 1HJ durch einen Sondereffekt von insgesamt EUR 25 Mio., der großteils aus dem Verkauf des Schuler-Technikzentrums in China resultiert, positiv beeinflusst. Dadurch erhöhte sich die Profitabilität (EBITA-Marge) auf 7,5%; ohne diesen Einmaleffekt wäre sie mit 6,6% im Jahresvergleich unverändert geblieben.

Kommentar zum Kreditprofil

Andritz verfügte per Ende Juni 2017 über eine Netto-Cash-Position von EUR 716 Mio. Der überwiegende Teil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten besteht aus der ausstehenden Anleihe (fällig 07/2019) in Höhe von EUR 350 Mio. sowie dem im Juni 2017 zwecks langfristiger Finanzierung zu niedrigen Fixzinssätzen in mehreren Tranchen begebenen Schuldscheindarlehen in Höhe von EUR 400 Mio. Die Eigenkapitalquote liegt bei 20%. Angesichts des stabilen Finanzprofils des Unternehmens würden wir geringere Spreads für die Anleihe für gerechtfertigt halten und sehen diese daher (im Vergleich zu Peers) als unterbewertet.

Unternehmensziele

Das Management erwartet hinsichtlich der Projekt- und Investitionstätigkeit keine wesentlichen Änderungen bis zum Jahresende. Der Umsatz dürfte leicht zurückgehen, die Profitabilität (EBITA-Marge) jedoch auf dem Level von 2016, bei 9%, bleiben.

Risiken

Zu den Unsicherheiten gehören nach wie vor die noch nicht absehbaren oder abschätzbaren Auswirkungen der Brexit-Verhandlungen, der Trump-Administration sowie geopolitische Entwicklungen. Hinzu kommen die niedrige Investitionsaktivität in der Automobilindustrie (Geschäftsbereich Metals) sowie mehr klein- und mittelvolumige Aufträgte und weniger Großprojekte vor allem in Südamerika (Geschäftsbereich Hydro).

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITA-Marge	2,9%	6,5%	6,7%	7,3%	Ba	➡
Eigenkapitalquote	16,7%	17,3%	21,0%	21,7%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-81,0%	-91,9%	-72,1%	-61,8%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,5x	1,4x	0,9x	1,1x	A	➡
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,9x	-2,0x	-1,6x	-1,5x		
EBITDA / Zinsaufwand	7,3x	12,5x	16,5x	14,4x		
EBITA / Zinsaufwand	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	A	➡
EBIT / Zinsaufwand	2,6x	7,9x	11,4x	10,2x		
Operativer Cashflow	93,7	342,1	179,4	366,6		
Investitionscashflow	83,0	-85,3	-57,2	-239,6		

Quelle: ANDRITZ, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0VLS5	09.07.2019	3,875%	350	500	0,1%	106,4%	unterbewertet

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

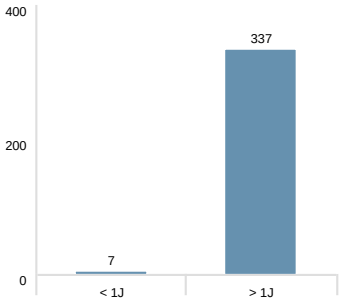
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
2018

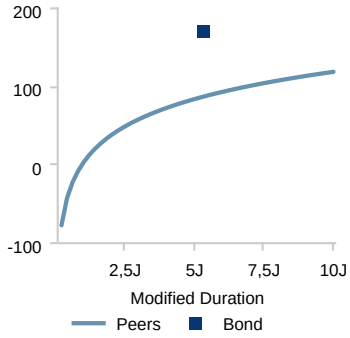
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Best in Parking, Erste Group Research
Stand 31.12.2016

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. Im November 2015 erfolgte die Umwandlung von einer GmbH in eine AG. Der Konzern betreibt per 31.12.2016 ca. 56.000 Parkplätze an 126 Standorten in AT, IT, CH und seit 2016 in SK. Im Februar 2017 wurde ein Standort in Zagreb erworben. Wien ist mit einem Konzernumsatzanteil von 36% der bedeutendste Markt. Die Nettoumsatzerlöse sind in den vergangenen Jahren laufend gestiegen und betrugen 2016 EUR 57 Mio. (+12% J/J). Mit einer EBITDA-Marge von ca. 53% lag die Profitabilität 2016 etwa auf Vorjahresniveau. 2013-2015 wurden positive Free Cashflows erwirtschaftet. 2016 lag er akquisitionsbedingt negativ.

Kommentar zum Kreditprofil

In der Parkraumbewirtschaftung wird in der Regel mit relativ hohem Fremdkapitaleinsatz gearbeitet, da gut gelegene Parkgaragen meist recht stabile Cashflows erwirtschaften. Best in Parking konnte 2012-2015 wesentliche Kreditkennzahlen verbessern. Bedingt durch Anteilserwerbe in Italien und den Erwerb eines Garagenstandorts in Bratislava schwächten sich die dynamischen Kennzahlen 2016 ab. Aufgrund der weiterhin guten Kennzahlen und des stabilen Geschäftsmodells mit verlässlichen Cashflows sehen wir den Spread der einzigen ausstehenden Anleihe als recht hoch an und halten daher die Anleihe für unterbewertet.

Unternehmensziele

Das Management strebt langfristig eine Eigenkapitalquote zwischen 30% und 35% an (2016: 29,3%). Dividendenausschüttungen sollen erst ab Erreichen einer Eigenkapitalquote von 35% stattfinden; bisher wurden keine Dividenden ausgezahlt.

Risiken

Investitionen in Neuprojekte sowie Akquisitionen führen zu einer leichten Verschlechterung der Verschuldungskennzahlen. Laut Management sollten sich diese ab 2018 aufgrund der Inbetriebnahme der Neuprojekte wieder verbessern.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	53,7%	62,2%	51,8%	52,7%	Baa	➡
EBIT-Marge	21,6%	34,8%	22,4%	36,6%		
Eigenkapitalquote	23,9%	23,5%	26,6%	29,3%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	206,9%	196,9%	163,1%	126,9%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	8,8x	7,0x	7,2x	11,5x		
Nettoverschuldung / EBITDA	7,5x	5,9x	5,9x	7,3x	Ba	➡
EBITDA / Zinsaufwand	2,8x	3,3x	3,1x	1,9x		
EBIT / Zinsaufwand	1,1x	1,9x	1,3x	1,3x		
Operativer Cashflow	14,7	17,4	16,9	25,9		
Investitionscashflow	3,7	-3,8	-9,5	-35,5		

Quelle: BEST IN PARKING, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1HQ07	02.02.2023	3,375%	120	1.000	1,9%	106,8%	unterbewertet

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

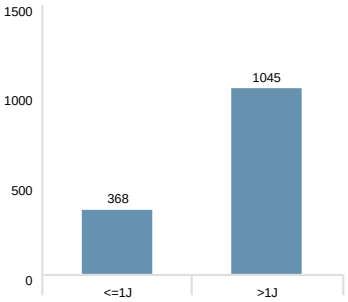
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
Q3 2017: 3. November 2017

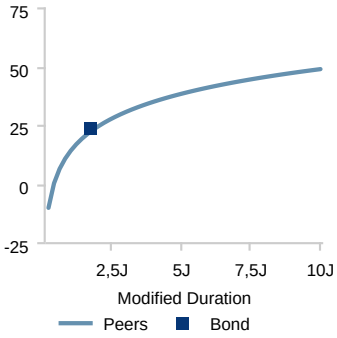
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research
Stand 31.12.2016

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BOREALIS

Ergebnisentwicklung

Dank rekordhoher Gewinnspannen im Polyolefingeschäft steigerte Borealis das EBITDA 2016 auf EUR 1,3 Mrd. (+25,5% J/J) und erzielte mit EUR 1,1 Mrd. (+12,1% J/J) ein Rekord-Nettoergebnis. Dank weiterhin guter Polyolefin-Margen konnte auch im 1. HJ 2017 mit EUR 574 Mio. ein neues Rekord-Nettoergebnis (+1,8% J/J) erzielt werden. Der Gesamtumsatz stieg um 8,3% J/J. Das Marktumfeld im Pflanzennährstoffgeschäft blieb schwach. Das Borealis-Management rechnet mit einer weiteren Normalisierung der Margen im Polyolefingeschäft. Sie sollten jedoch laut Einschätzung des Unternehmens auch im dritten Quartal 2017 auf relativ gutem Niveau bleiben. Im Pflanzennährstoffgeschäft geht Borealis bei weiterhin schwierigem Marktumfeld von Verbesserungen aus.

Kommentar zum Kreditprofil

Die ohnehin guten Kreditkennzahlen verbesserten sich 2016 weiter: das Gearing sank auf rd. 10% (31.12.2015: 19,2%). Per 30.6.2017 lag das berichtete Gearing bei 19% und damit knapp über dem Vergleichswert 2016 (17%). Die Kennzahlen erfüllen unserer Meinung nach Moody's quantitative Anforderungen für ein Investment Grade-Rating. Borealis' Liquiditätsausstattung war per 31.12.2016 sehr stark: die Liquiditätsreserven (EUR 1,9 Mrd.) überstiegen die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (EUR 368 Mio.) um ein Vielfaches. Für die bis 2019 laufende Anleihe halten wir im Peer-Vergleich niedrigere Spreads, trotz relativ kleinem Emissionsvolumen, für gerechtfertigt. Daher erachten wir die Anleihe als unterbewertet.

Unternehmensziele

Der Konzern strebt ein Gearing innerhalb der Zielbandbreite von 40%-60% an. Mit einem Wert von rd. 10% wurde die Zielbandbreite per 31.12.2016 klar eingehalten. Weiters strebt der Konzern eine durchschnittliche Kapitalrendite nach Steuern von 11% an. 2016 lag sie bei 16% (2015: 15%).

Risiken

Die finnischen Steuerbehörden fordern von Borealis Steuernachzahlungen, Strafzuschläge und Zinsen in signifikanter Höhe (in Summe rd. EUR 450 Mio.). Borealis erachtet diese Forderungen als ungerechtfertigt und ergriff Rechtsmittel. Endgültige Entscheidungen stehen aus.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	5,9%	7,7%	13,8%	18,5%	Baa	↑
Eigenkapitalquote	50,7%	54,3%	61,7%	65,6%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	45,4%	39,7%	19,2%	10,0%		
Nettoverschuldung / EBITDA	3,7x	2,8x	1,0x	0,5x	Aa	↑
EBITDA / Zinsaufwand	5,8x	7,8x	13,6x	15,5x	A	↑
EBIT / Zinsaufwand	1,9x	3,4x	9,2x	10,9x		
Operativer Cashflow	482,3	427,6	1.103,0	1.145,5		
Investitionscashflow	-661,4	-349,0	-264,5	-263,2		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	23,9%	19,9%	91,5%	110,7%	Aa	↑

Quelle: BOREALIS, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0VL70	02.07.2019	4,000%	125	1.000	0,0%	106,7%	unterbewertet

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

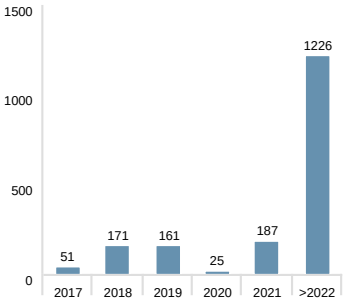
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor	**Immobilien**
Moody's	**Baa2/negativ**
S&P	**-/**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
9M 2017: 23. November 2017

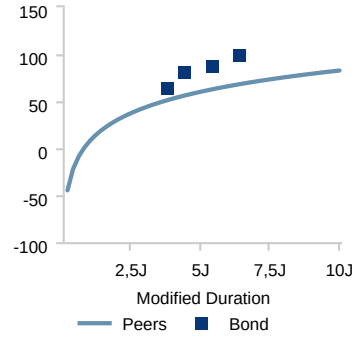
Letzter Credit-Bericht
PDF (10.02.2017)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: CA Immo, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

CA IMMO

Ergebnisentwicklung

Die CA Immo präsentierte starke Zahlen zum 1HJ 2017. Die Mieterlöse verzeichneten einen Zuwachs von knapp 9% J/J auf EUR 88,6 Mio, das operative Ergebnis (EBITDA) stieg um 18% J/J auf EUR 72,5 Mio. Das Neubewertungsergebnis lag im 1HJ bei EUR 40,1 Mio. und lag deutlich unter dem Vorjahr - die größten Beiträge steuerten Liegenschaften in Berlin und München bei. Der FFO I, Kennzahl für die nachhaltige Ertragskraft aus dem Vermietungsgeschäft, erreichte EUR 56,3 Mio. (1HJ 2016: EUR 43,8 Mio.). Der Finanzierungsaufwand des Konzerns, wesentliche Komponente des nachhaltigen Ergebnisses, wurde weiter um 15,6% gegenüber dem Vorjahr auf EUR -18,5 Mio. reduziert.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Verschuldungskennzahlen verbessern sich seit 2011 kontinuierlich. Das Gearing konnte von 168% (Dez. 2011) auf 53,1% Dez. 2016 reduziert werden. Ende Juni 2017 lag diese Kennzahl auf 56,6%. Im Februar 2017 platzierte CA Immo eine Unternehmensanleihe mit einem Volumen von EUR 175 Mio. erfolgreich. Die Eigenkapitalquote blieb Ende Juni 2017 bei stabilen 51%. Seit 2015 verfügt die Gruppe über ein Investment Grade Rating von Baa2 bei Moody's. Der Ausblick ist "negativ", was auf den beabsichtigten Merger zwischen CA Immo und Immofinanz zurückzuführen ist. Denn Moody's erwartet dadurch höhere Verschuldung und weiteres Exposure im schwachen Osteuropa-Immobilienmarkt. Wir sind der Meinung, dass dies bereits in den höheren Spreads gegenüber den Peers eingepreist ist. Aus diesem Grund erachten wir alle laufenden Anleihen derzeit als neutral bewertet.

Unternehmensziele

Nicht-strategische Assets sollen verkauft und durch qualitative Immobilien (mit Fokus auf Büroimmobilien) ersetzt werden. Das 2017-Ziel für den FFO I von mindestens EUR 100 Mio. wurde bestätigt. In den nächsten Jahren sollen vor allem in Deutschland Projekte in Höhe von über EUR 4 Mrd. entwickelt werden. Das langfristige Ziel bei der EK-Quote liegt zwischen 45-50%.

Risiken

CA Immo beschloß Ende November einen weiteren Aktienrückkauf. Das Rückkaufprogramm endet spätestens am 2. Oktober 2018. Außerdem strebt das Management eine sukzessive Steigerung der Dividende an. Der Einstieg der Immofinanz als Kernaktionär könnte zu einer Ratingherabstufung führen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	92,5%	83,4%	76,9%	69,4%	Aa	➡
Eigenkapitalquote	44,4%	53,2%	53,2%	51,2%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	61,2%	54,6%	56,4%	53,1%		
Nettoverschuldung / EBITDA	5,1x	7,1x	8,1x	7,9x	Ba	➡
EBITDA / Zinsaufwand	1,8x	1,8x	2,5x	3,5x		
EBIT / Zinsaufwand	2,0x	1,7x	6,7x	7,1x		
Operativer Cashflow	140,7	99,5	113,2	125,4		
Investitionscashflow	479,5	-184,2	101,5	39,5		

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	0,7%	104,1%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	175	500	0,9%	107,5%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	150	1.000	1,1%	108,1%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	1,4%	102,5%	neutral

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

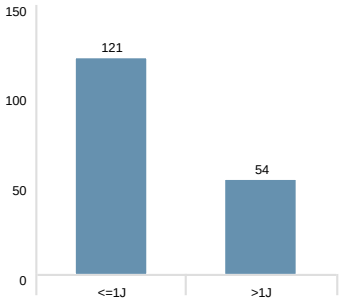
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2017: März 2018

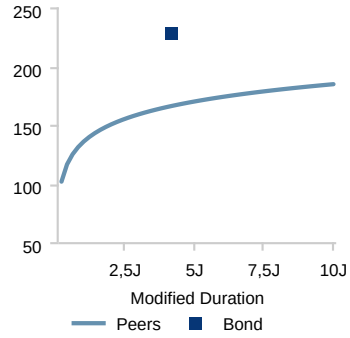
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: CAI, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

CASINOS AUSTRIA INT. HOLDING

Ergebnisentwicklung
Die CAI Gruppe betreibt weltweit Casinos, Lotterien, Restaurants und Hotels. Die 100%-Tochter der Casinos Austria AG bündelt alle außerhalb Österreichs angesiedelten Aktivitäten der Gruppe. 2011 kam es nach hohen Investitionen (u.a. in Deutschland, Belgien, Online-Gaming) zum Kassasturz. Die Rentabilität vieler ab 2007 angestoßener Projekte lag deutlich unter den Erwartungen. Ab 2011 wurden im Zuge der Restrukturierung unrentable Betriebe saniert, veräußert oder stillgelegt. 2016 konnte erstmals seit 2009 ein positives Konzernergebnis erzielt werden. Es war stark durch Sondereffekte (z.B. die Neubewertung des 55%-Anteils an einer nunmehr at-equity bilanzierten Beteiligung in Ungarn) beeinflusst. Doch auch bereinigt um Sondereffekte lag das Konzernergebnis positiv. Im ersten Halbjahr 2017 wurde erneut ein positives Konzernergebnis erzielt. Der Free Cashflow war 2016 und auch im ersten Halbjahr 2017 klar positiv.

Kommentar zum Kreditprofil
Wesentliche Kreditkennzahlen verbesserten sich seit Beginn des Sanierungskurses. Der operative Trend ist positiv. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich im ersten Halbjahr 2017 auf 22,5% (per 30.06.2017; 31.12.2016: 15,9%). Durch die Tilgung einer im Juli 2017 abreifenden Anleihe (zum Nennbetrag von EUR 121,3 Mio.) und ihrer Refinanzierung (u.a.) durch ein günstigeres konzerninternes Darlehen wird das Konzernergebnis in Zukunft entlastet. Wir sehen die bis 2021 laufende Anleihe aufgrund des verbesserten Ausblicks unterbewertet. Ihr ausstehendes Volumen ist gering.

Unternehmensziele
Das Management rechnet auch im Gesamtjahr 2017 mit der Erzielung eines positiven Konzernergebnisses. Nachhaltiges Wachstum soll durch den Abschluss neuer Casino-Management-Verträge in Zusammenarbeit mit starken Finanzpartnern erzielt werden. Das Konzernportfolio wird 2017 um ein neues Casino in Liechtenstein erweitert.

Risiken
Der Sanierungsprozess verläuft bisher erfolgreich. Die Kreditkennzahlen haben sich deutlich verbessert.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	8,1%	8,6%	13,4%	37,5%		
EBIT-Marge	-1,5%	0,6%	6,0%	27,5%	Ba	↑
Eigenkapitalquote	15,1%	13,2%	14,8%	15,9%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	295,4%	376,1%	344,1%	305,4%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	24,9x	20,2x	11,5x	4,4x	Ca	→
Nettoverschuldung / EBITDA	17,3x	14,6x	8,3x	3,0x		
EBITDA / Zinsaufwand	0,7x	0,9x	1,6x	4,4x		
EBIT / Zinsaufwand	-0,1x	0,1x	0,7x	3,2x	B	↑
Operativer Cashflow	13,6	-5,1	-9,6	19,1		
Investitionscashflow	7,5	5,8	15,3	-5,8		

Quelle: CASINOS AUSTRIA INT. HOLDING, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A195U8	24.11.2021	4,750%	19	1.000	2,3%	109,1%	unterbewertet

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

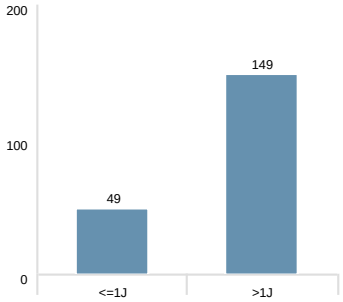
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2017/18: 16. November 2017

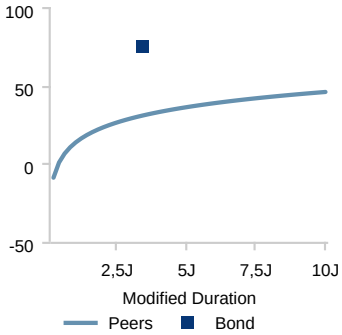
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: DO&CO, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

DO&CO

Ergebnisentwicklung

DO&CO erzielte im Q1 2017/18 (endete am 30. Juni 2017) einen Umsatz von EUR 220 Mio. (-13,6% J/J); dieser Rückgang betraf alle drei Geschäftsfelder und war zum größten Teil auf negative Fremdwährungseffekte (v.a. TRY) sowie auf das Ausbleiben einer Sportveranstaltung in der Größe der Fussball-EM 2016 zurückzuführen. Die Profitabilität ging nur leicht zurück.

Kommentar zum Kreditprofil

DO&CO hat trotz gestiegener Verschuldung weiterhin gute Kreditkennzahlen und ein solides Finanzprofil. Den größten Teil der Finanzverbindlichkeiten stellt die einzige ausstehende Anleihe (fällig 03/2021) mit einem Volumen von EUR 150 Mio. dar. Die Eigenkapitalquote lag Ende Juni 2017 bei guten 39,4%. Aufgrund des breit diversifizierten Ansatzes (hinsichtlich Geschäftssegmente und Regionen) sowie der weiterhin guten Kreditkennzahlen halten wir den Spread der Anleihe für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

Unternehmensziele

Das Management ist zuversichtlich für das laufende Geschäftsjahr. Wachstum soll sowohl organisch, durch Eröffnungen weiterer Einheiten in bestehenden und neuen Märkten, als auch durch Akquisitionen erfolgen. Die Margen sollen stabil gehalten werden.

Risiken

Die politische Entwicklung in der Türkei birgt weiterhin Unsicherheiten. DO&CO gab aber sein uneingeschränktes Commitment für seine langfristigen Projekte in der Türkei bekannt und wird demnach seine Aktivitäten dort fortsetzen. Insgesamt sind die Aktivitäten von DO&CO von der globalen Entwicklung der Airline- und Tourismusbranche (und somit von geopolitischen Risikofaktoren) abhängig. Die Internationalität des Geschäfts bedeutet auch erhöhtes Fremdwährungsrisiko, obwohl der Großteil durch "natural hedging" abgesichert wird.

Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	10,4%	10,3%	10,1%	10,1%		
Eigenkapitalquote	39,7%	41,9%	40,5%	41,2%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-13,4%	39,1%	-7,5%	2,0%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,3x	1,9x	1,7x	1,6x	Aa	➡
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,4x	1,2x	-0,2x	0,1x		
EBITDA / Zinsaufwand	14,3x	6,8x	12,4x	13,9x		
EBIT / Zinsaufwand	10,1x	4,5x	7,4x	8,5x	A	➡
Operativer Cashflow	41,2	65,9	91,7	56,4		
Investitionscashflow	-56,3	-188,9	51,9	-65,2		

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	0,7%	107,7%	unterbewertet

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

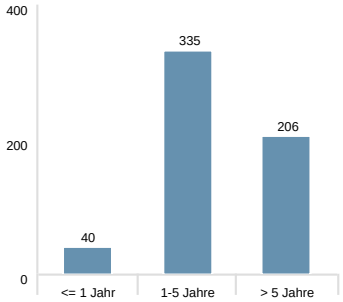
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2017/18: Dezember 2017

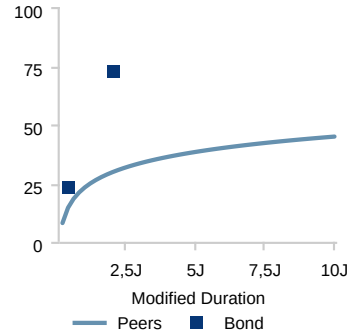
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research
Stand 30.04.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EGGER

Ergebnisentwicklung

Egger berichtete für das GJ 2016/27 (endete am 30.4. 2017) einen Umsatz von EUR 2,4 Mrd. (+1,7% J/J). Die Ergebnisentwicklung profitierte von Umsatzsteigerungen in fast allen Geschäftssegmenten, litt aber unter der Abwertung des britischen Pfundes und der angespannten politischen und wirtschaftlichen Lage in der Türkei. Das EBITDA stieg um 4% J/J auf EUR 366 Mio., somit erhöhte sich die Profitabilität weiter. Der operative Cashflow befand sich mit EUR 349 Mio. in etwa auf demselben Level wie im Vorjahr.

Kommentar zum Kreditprofil

Im Oktober 2016 wurde die 2013 begebene Hybridanleihe in Höhe von EUR 100 Mio. zur Gänze gekündigt. Gleichzeitig wurde ein Schuldscheindarlehen in mehreren Tranchen mit einem Gesamtvolumen von EUR 300 Mio. aufgenommen - teils zur Refinanzierung der im Februar 2017 ausgelaufenen Anleihe (EUR 120 Mio.), teils zur Finanzierung der Expansion (siehe Ziele). Dadurch erhöhten sich die Nettoverschuldung auf EUR 726 Mio. (+6,6% J/J) und das Gearing auf 85,4% (von 82,5% im Vorjahr). Aufgrund der guten operativen Ergebnisse führte die Verschuldungszunahme allerdings nur zur marginalen Schwächung der Entschuldungsdauer. Die 2019 fällige Anleihe sehen wir aufgrund weiterhin guter Kreditkennzahlen trotz hoher Investitionen mit etwas zu hohen Spreads versehen und daher als unterbewertet. Die Anfang 2018 auslaufende Anleihe schätzen wir aufgrund der geringen Restlaufzeit neutral ein.

Unternehmensziele

Das Unternehmen will im laufenden Geschäftsjahr 2017/18 deutlich wachsen, ohne konkrete Guidance-Zahlen zu nennen; einerseits durch eine Mitte Juli 2017 bekanntgegebene Akquisition in Argentinien (erster Produktionsstandort außerhalb Europas) und andererseits durch zwei Greenfield-Projekte: In Polen soll ein Spanplattenwerk und in den USA ein Holzwerkstoffwerk errichtet werden.

Risiken

Größere Unsicherheiten können von den Auswirkungen der Brexit-Verhandlungen und den anhaltenden politischen Spannungen in der Türkei ausgehen. Auch die oben genannten Wachstumsprojekte (siehe Ziele) bergen gewisse Risiken in sich.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	14,1%	14,1%	14,9%	15,3%	Ba	→
Eigenkapitalquote	38,1%	39,2%	38,1%	36,9%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	83,9%	74,7%	82,5%	84,5%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,7x	2,7x	2,4x	2,6x	Baa	→
Nettoverschuldung / EBITDA	2,1x	2,0x	1,9x	2,0x		
EBITDA / Zinsaufwand	7,6x	9,7x	11,5x	11,8x	Aa	↑
EBIT / Zinsaufwand	3,6x	4,5x	5,6x	5,1x		
Operativer Cashflow	254,0	338,8	356,0	349,0		
Investitionscashflow	-203,5	-260,9	-308,9	-261,0		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	33,6%	34,3%	36,7%	36,1%	A	→

Quelle: EGGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0NBF0	07.03.2018	5,625%	200	500	-0,1%	102,3%	neutral
AT0000A0WNP5	01.10.2019	4,500%	150	500	0,5%	107,5%	unterbewertet

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

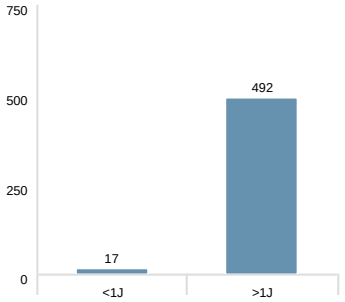
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2017/18: März 2018

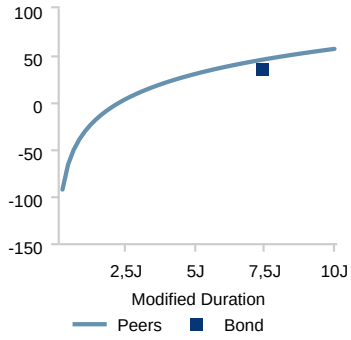
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Energie AG Oberösterreich, Erste Group Research
Stand 31.03.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

Ergebnisentwicklung
Die Energie AG OÖ berichtete für das 1HJ 2016/17 (endete am 31. März 2017) einen Umsatz von EUR 960 Mio. Das entspricht einem Anstieg von 13,6% J/J, der v.a. auf höhere Gas-Absatzmengen und Umsätze aus dem Engpassmangement zurückzuführen ist. Die Profitabilität stieg auf 16,9% an. Dank hoher operativer Cashflows betrug der freie Cashflow im 1HJ EUR 43 Mio. (vs. 1HJ 2015/16: EUR -27 Mio.) trotz Investitionen und Dividendenausschüttungen in etwa derselben Höhe wie in der Vorjahresperiode.

Kommentar zum Kreditprofil
Die Nettoverschuldung verringert sich seit dem GJ 2011/12 laufend. Im 1HJ 2016/17 ging sie weiter um knapp 10% zurück, auf EUR 394 Mio. Dadurch verbesserten sich alle Kreditkennzahlen. Das Fälligkeitsprofil der Finanzverbindlichkeiten ist von endfälligen Finanzierungen dominiert. Somit dürfte es für den Konzern erst ab 2020 wieder einen erhöhten Refinanzierungsbedarf geben. Ende Februar 2017 wurde Energie AG OÖ von S&P auf A (von zuvor A-) hinaufgestuft; der Ausblick ist weiterhin stabil. Aufgrund der guten Kreditkennzahlen in einem anhaltend herausfordernden Marktumfeld sehen wir die einzige Anleihe des Unternehmens neutral bewertet.

Unternehmensziele
Der Konzern will die Digitalisierungsstrategie im Rahmen des Projektes "e-bit" vorantreiben sowie die Kostenposition durch gezielte Prozessoptimierung und Effizienzsteigerung weiter verbessern. Der Erwerb von fünf Wasserkraftwerken soll im Sommer 2017 geclosed werden. Für das GJ 2016/17 wird eine Steigerung des EBIT gegenüber dem Vorjahr erwartet.

Risiken
Die Preisvolatilität bleibt weiterhin die größte Herausforderung. Aufgrund der kürzlich erzielten einvernehmlichen Lösung bzgl. der Stromhandelszone Österreich-Deutschland (Beschränkung des bilateralen Stromhandels ab 10/2018 mit Langfristkapazitäten im Ausmaß von 4.900 MW) ist nun mehr Planungssicherheit für alle Marktteilnehmer gegeben und die Auswirkung auf die Strompreise wird voraussichtlich kaum vorhanden sein.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	10,8%	15,7%	18,7%	20,8%		
EBIT-Marge	3,1%	5,9%	7,6%	8,8%		
Eigenkapitalquote	36,9%	34,7%	36,5%	37,7%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	48,5%	49,2%	45,4%	38,8%		
Nettoverschuldung / EBITDA	2,9x	2,0x	1,7x	1,4x		
EBITDA / Zinsaufwand	5,4x	8,0x	10,5x	13,4x		
EBIT / Zinsaufwand	1,5x	3,0x	4,2x	5,7x		
Operativer Cashflow	195,4	227,3	238,0	246,0		
Investitionscashflow	16,0	13,3	-142,0	-125,0		
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	38,9%	30,9%	39,9%	45,1%	A	➡
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	29,7%	21,9%	31,1%	35,0%	A	➡

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	0,8%	125,9%	neutral

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

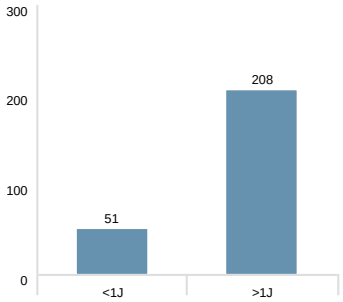
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
H1 2017/18: 18. Oktober 2017

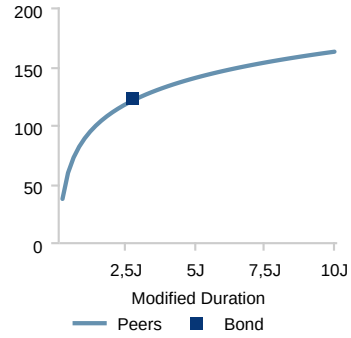
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: FACC, Erste Group Research
Stand 31.05.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

FACC

Ergebnisentwicklung

FACC profitiert vom dynamischen Wachstum der Luftfahrtindustrie. Im Q1 2017/18 stiegen sowohl Umsatz (EUR 184,2 Mio.; +12,8% J/J) als auch Profitabilität. Die EBIT-Marge lag bei 5,8% (Vorjahr: 1,2%). Material- und Personalaufwand konnten in Relation zum Umsatz reduziert werden. Das EBIT des Segments Engines & Nacelles drehte in den positiven Bereich. Der Free Cashflow verbesserte sich auf EUR +6,5 Mio. (Vorjahr: EUR -28,8 Mio.): die Reduktion des Working Capital trug zum markanten Anstieg des operativen Cashflow bei. Die Investitionen gingen zurück.

Kommentar zum Kreditprofil

Ein Fall von Cyber-Betrug führte im GJ 2015/16 zu einem Sonderaufwand von EUR 41,9 Mio. und zu einer deutlichen Abschwächung der dynamischen Kreditkennzahlen. Sie normalisierten sich im GJ 2016/17 wieder. Die Eigenkapitalquote liegt relativ konstant und komfortabel bei 42,1% (per 31.05.2017; 28.02.2017: 41,7%). Produktion und Entwicklung blieben vom Betrugsfall unberührt. Die in den letzten Jahren entwickelten Produkte gehen vermehrt in die Serienfertigung über. Die Branchenperspektiven sind weiterhin gut: der Flugverkehr nimmt weltweit zu, die Nachfrage nach Flugzeugen bleibt hoch. Aufgrund dieser Perspektiven sollte FACC das Kreditprofil aller Voraussicht nach mittelfristig weiter verbessern können. Verglichen zu High Yield-Industrieanleihen sehen wir die FACC-Anleihe derzeit neutral.

Unternehmensziele

Für das GJ 2017/18 erwartet FACC aus heutiger Sicht einen moderaten Umsatzanstieg. Der Konzern sieht die Instandhaltung und Reparatur von Composite-Systemen - durch den steigenden Anteil von Composite-Strukturen in neuen Flugzeugen - als Geschäftsfeld mit Potential. Zudem werden Effizienzsteigerungsprojekte zur nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens forciert. Auf Jahressicht wird die Erzielung eines positiven Free Cashflow angestrebt. Das Umsatzziel (EUR 1 Mrd. für GJ 2020/21) bleibt aufrecht.

Risiken

Nur das umsatzstärkste Segment Aerostructures sowie das Segment Engines & Nacelles lieferten zuletzt ein positives EBIT. Das EBIT des Segments Interiors blieb auch im Q1 2017/18 negativ.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	11,0%	3,6%	0,4%	8,2%		
Eigenkapitalquote	39,5%	43,8%	43,5%	41,7%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	69,2%	32,6%	56,5%	69,4%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,4x	11,4x	90,4x	4,3x	Caa	➡
Nettoverschuldung / EBITDA	2,6x	5,5x	68,1x	3,4x		
EBITDA / Zinsaufwand	8,0x	1,8x	0,2x	5,2x		
EBIT / Zinsaufwand	5,6x	-0,4x	-1,9x	2,4x	Caa	➡
Operativer Cashflow	38,5	7,4	-9,3	20,0		
Investitionscashflow	-101,1	-77,8	-50,9	-34,4		

Quelle: FACC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A10J83	24.06.2020	4,000%	90	500	1,1%	107,4%	neutral

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

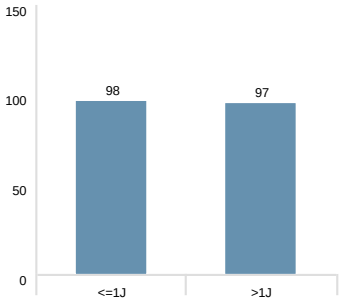
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2017/18: 29. November 2017

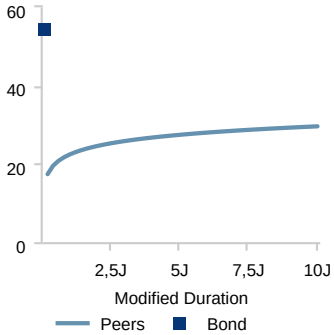
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Kapsch, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KAPSCH

Ergebnisentwicklung
Das erste Quartal 2017/18 (1. April - 30. Juni) verlief für KTC gemischt. Auf der einen Seite konnte das Unternehmen seinen Wachstumskurs fortsetzen und den Umsatz um 7,9% J/J auf EUR 164,3 Mio. steigern. Auf der anderen Seite machten sich eine schwächere Marge aus der Verlängerung des Tschechischen Mautvertrags sowie Währungsschwankungen profitabilitätsseitig bemerkbar: Das EBIT verzeichnete einen Rückgang um EUR 5,9 Mio. (-33,4% J/J) auf EUR 11,7 Mio.

Kommentar zum Kreditprofil
Generell verfügt KTC über solide Verschuldungskennzahlen. Trotz Akquisitionen und Dividendenzahlung ist das Unternehmen seit zwei Jahren praktisch schuldenfrei: Die Nettoliquidität lag Ende Juni bei EUR 10,3 Mio. Die EK-Quote konnte per Ende Juni leicht auf 36,2% (Ende März 2017: 35%) verbessert werden. Das Geschäftspotenzial, bestehend aus laufenden und zu erwartenden Ausschreibungen, ist laut dem Management attraktiv. In Tschechien und Polen besteht für KTC das Risiko, das ein signifikantes Geschäftsvolumen wegfällt, sollte KTC nicht als Sieger der jeweiligen Neu-Ausschreibung des Mautbetriebs hervorgehen. Aufgrund der geringen Liquidität der Anleihe (ausstehendes Volumen EUR 71 Mio.) und der kurzen Restlaufzeit erachten wir die Anleihe als neutral bewertet.

Unternehmensziele
Ein wesentlicher Schwerpunkt für die nächsten Jahre wird die Weiterentwicklung der Strategie 2020 sein. Die Synergien aus der KTT-Akquisition sollen sich laut Management ab dem GJ 2017/18 positiv auswirken. Landesweite Mautausschreibungen laufen derzeit in Deutschland (3), Bulgarien, Tschechien und Polen. In Nordamerika stehen ebenfalls einige Ausschreibungen an. Aber auch Afrika und Asien bieten Wachstumsperspektiven.

Risiken
KTC verfolgt eine aktionärsfreundliche Politik. Es besteht das branchenspezifische Risiko, dass einzelne Mautverträge nach Ablauf nicht verlängert werden. Wenn das Unternehmen vertraglich zugesicherte Leistungen nicht termingerecht erfüllt, kann es zu Vertragsstrafen bzw. Schadenersatzzahlungen kommen. Das angepeilte Jahresziel beim EBIT (auf Vorjahresniveau) könnte aufgrund der schwächeren Marge aus der Verlängerung des Tschechischender Mautvertrags sowie Währungsschwankungen nicht erreicht werden.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBIT-Marge	4,2%	7,2%	11,9%	9,3%		
Eigenkapitalquote	37,6%	40,8%	44,9%	35,0%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	43,8%	16,4%	-14,7%	-8,6%		
Nettoverschuldung / EBITDA	2,5x	0,6x	-0,4x	-0,3x		
EBITDA / Zinsaufwand	6,7x	10,3x	14,7x	13,8x		
EBIT / Zinsaufwand	3,7x	5,5x	11,9x	10,6x		
Cash / Zinsaufwand	11,4x	17,1x	27,0x	38,0x	Aaa	➡
Operativer Cashflow	-10,9	75,2	97,9	55,0		
Investitionscashflow	-27,3	-7,4	0,6	-37,9		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	-33,7%	73,7%	67,7%	38,6%	Aaa	⬆

Quelle: KAPSCH, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0KQ52	03.11.2017	4,250%	71	1.000	0,3%	100,4%	neutral

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

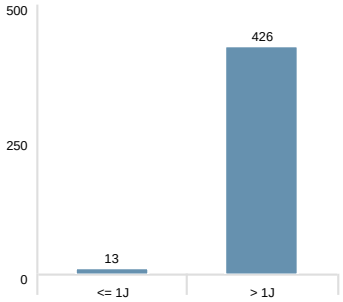
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2017: Ende April 2018

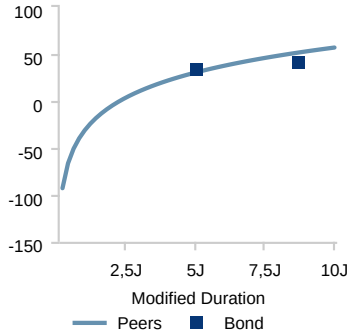
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Kelag, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KELAG

Ergebnisentwicklung

Kelag berichtete für das 1HJ 2017 eine Umsatzsteigerung von 53,6% J/J auf EUR 935,2 Mio. Das ist auf einen erhöhten Stromabsatz kombiniert mit der aktiven Nutzung der Preisvolatilitäten im Energiehandel zurückzuführen. Dazu gab es im 1HJ 2017 reichlich Möglichkeit, da sich die Wasserführung aufgrund eines schneearmen Winters 2016/17 und trockener Witterungsverhältnisse im Frühjahr 2017 mit 76,3% des langjährigen Durchschnitts auf einem historischen Tiefststand seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1965 befand (2016: 99,9%). Aus demselben Grund wurde die Ausgabenseite durch erhöhten Fremdbezug belastet. In Summe fielen die Margen sowie der operative Cashflow niedriger aus.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Finanzprofil von Kelag ist aber nach wie vor solide, die Eigenkapitalquote liegt bei 43%. Die Nettoverschuldung stieg leicht an. In Folge waren Zinsdeckung und Verschuldungsgrad etwas schwächer, während die Entschuldungsdauer in etwa gleich blieb. Den Großteil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten machen die zwei ausstehenden Anleihen in Höhe von je EUR 150 Mio. (fällig 2022 und 2026) sowie der EIB-Kredit in Gesamthöhe von EUR 90 Mio. (fällig 2036, zu tilgen ab 2020) aus. Im Juni 2017 bestätigte S&P sein langjähriges Rating A mit stabilem Ausblick. Begründet wurde dies mit dem stabilen operativen Geschäft, den guten Kreditkennzahlen sowie dem bequemen Finanzprofil. Aufgrund dieser Faktoren, allerdings in Anbetracht eines schwierigen Marktumfeldes, sehen wir die zwei ausstehenden Anleihen neutral bewertet.

Unternehmensziele

Kelag verfolgt weiterhin eine wertorientierte und organische Wachstums- und Innovationsstrategie auf Basis regenerativer Energien und mit Fokus auf Energieeffizienz. Das 2014 begonnene Entwicklungsprogramm "kelag 2020 - Wir gestalten Zukunft" bündelt Maßnahmen u.a. in den Bereichen Performancekultur, Produktdiversität, Kostenmanagement und Prozessoptimierung. Für das GJ 2017 erwartet das Management eine "rückläufige, aber dennoch gute" Ergebnisentwicklung, ohne konkrete Guidance-Zahlen zu nennen.

Risiken

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

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	16,6%	13,3%	15,1%	15,4%		
Eigenkapitalquote	37,5%	40,0%	40,8%	41,4%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	32,6%	39,3%	36,9%	33,6%		
Nettoverschuldung / EBITDA	0,9x	1,5x	1,4x	1,4x		
EBITDA / Zinsaufwand	10,6x	11,1x	18,6x	14,5x		
EBIT / Zinsaufwand	4,8x	4,0x	8,7x	7,4x		
Operativer Cashflow	204,9	214,8	178,4	174,0		
Investitionscashflow	-164,0	-167,2	-121,7	-112,0		
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	49,6%	57,6%	46,0%	43,8%	Aa	➡
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	40,7%	46,3%	36,3%	34,7%	Aa	➡

Quelle: KELAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	0,5%	113,1%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	1,1%	115,2%	neutral

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

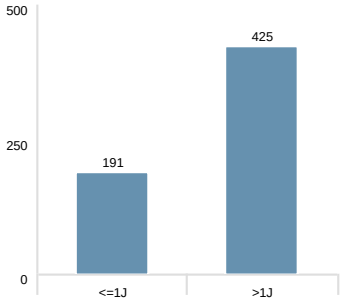
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor	**Kfz-Industrie / Holding**
Moody's	**-/**
S&P	**-/**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
H1 2017: 29. August 2017

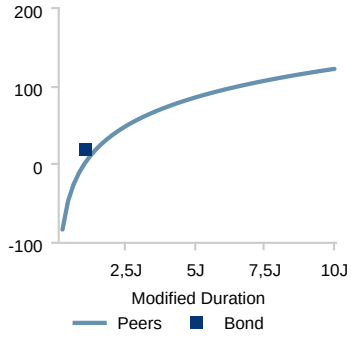
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: KTM Industries, Erste Group Research
Stand 31.12.2016

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KTM INDUSTRIES

Ergebnisentwicklung

Die KTM Industries AG ist eine im Automotive-Sektor engagierte Industrieholding (mit Beteiligungen u.a. an KTM, Pankl, WP). Die positive Entwicklung der wichtigsten Beteiligung KTM (Anteil: 51,7%) trug in den letzten Jahren wesentlich zur Stärkung der Kreditkennzahlen des Konzerns bei (KTM steht für mehr als 3/4 des Gruppenumsatzes). Die positive operative Entwicklung setzte sich 2016 fort: Umsatz (+10% J/J), EBITDA (+11% J/J). Die Margen blieben im Vorjahresvergleich konstant. Trotz höherer Investitionen wurde 2016 ein positiver Free Cashflow vor Dividenden (EUR 9 Mio.) erzielt (2015: EUR -3,2 Mio.). Das Gearing reduzierte sich von rd. 100% (2015) auf rd. 80% (2016).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Entschuldungsdauer ging 2016 zurück. Der Zinsdeckungsgrad blieb konstant. Die Kennzahlen sind u.E. nach mit einem Investment Grade-Rating kompatibel. Die Liquiditätsausstattung ist gut. Neben KTM erzielten auch Pankl (Beteiligung: 94,5%) und WP (75,9%) Zuwächse bei Umsatz und EBITDA. Pankl entwickelt und produziert Leichtbaukomponenten für die Rennsport- u. Luftfahrtindustrie. Die WP-Gruppe ist im Motorrad-Zulieferbereich tätig. Das Management geht auch für 2017 von einer positiven Geschäftsentwicklung aus. Die ausstehende Anleihe erachten wir angesichts des guten Ausblicks, trotz im Peer-Vergleich geringer Liquidität, als unterbewertet.

Unternehmensziele

Wachstumsperspektiven sieht der Konzern vor allem in den Emerging Markets. Innerhalb der Konzernbereiche sollen wechselseitige Synergiepotenziale genutzt werden.

Risiken

Die Beteiligungen der Gruppe operieren in einer zyklischen Branche.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	12,5%	13,8%	14,6%	14,8%		
Eigenkapitalquote	35,4%	36,0%	32,8%	32,7%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	98,9%	85,0%	100,2%	80,1%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,4x	2,7x	2,9x	3,1x	Baa	→
Nettoverschuldung / EBITDA	3,1x	2,1x	2,2x	1,8x		
EBITDA / Zinsaufwand	5,7x	8,2x	10,0x	10,2x		
EBIT / Zinsaufwand	3,0x	5,1x	6,4x	6,3x	Baa	→
Operativer Cashflow	64,1	81,7	106,9	167,8		
Investitionscashflow	-41,0	-66,9	-110,1	-158,8		

Quelle: KTM INDUSTRIES, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WQ66	05.10.2018	4,625%	58	500	-0,1%	104,4%	unterbewertet

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

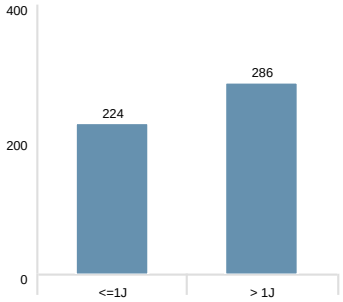
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2017: 15. November 2017

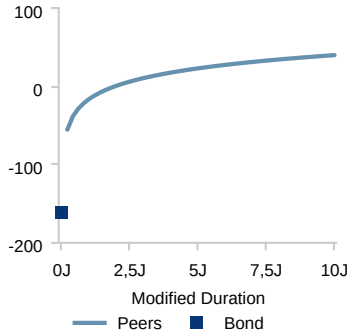
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Lenzing, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

LENZING

Ergebnisentwicklung

Lenzing verzeichnete im HJ 2017 bei Umsatz und Gewinn neue Rekordstände. Ausschlaggebend dafür waren eine gute Kapazitätsauslastung, höhere Preise und ein attraktiver Produktmix (Anteil Spezialfasern: 42%). Der Umsatz stieg um 11% J/J auf EUR 1,15 Mrd., das EBITDA um 39% auf EUR 271 Mio. Die ohnehin schon hohe Profitabilität stieg weiter an: Die EBITDA-Marge lag bei 23,6%, die EBIT-Marge bei 17,8%. Die operativen und freien Cashflows fielen aufgrund eines positiven Einmaleffektes in der Vorjahresperiode im HJ 2017 geringer, aber stark aus. Das Unternehmen profitiert von einem derzeit sehr günstigen Marktumfeld mit hohen Preisniveaus, hoher Nachfrage und hohen Markteintrittsbarrieren.

Kommentar zum Kreditprofil

Lenzing reduziert seine Nettoverschuldung seit 2013 kontinuierlich. Aufgrund des außergewöhnlich guten HJ 2017 wurde per Ende Juni 2017 eine Netto-Cash-Position in Höhe von EUR 2,4 Mio. erreicht. Als Konsequenz verbesserten sich alle Kreditkennzahlen. Die einzige ausstehende Anleihe mit einem Volumen von EUR 120 Mio. läuft am 27.9.2017 aus. Aus heutiger Sicht ist Lenzing fundamental nicht auf Fremdkapital angewiesen, jedoch könnten Wachstumbestrebungen (Akquisitionen, Investitionen) in der Zukunft sowie der Wunsch, die Verbindung zum Kapitalmarkt nicht zu verlieren, eine neue Emission auslösen. Trotz des starken Kreditprofils sowie der guten operativen Performance sehen wir die Anleihe aufgrund der kurzen Restlaufzeit als neutral bewertet. Mit dem Auslaufen der Anleihe stellen wir unser Coverage ein.

Unternehmensziele

Laut Management wird die Konzernstrategie sCore weiterhin konsequent umgesetzt. Ziel ist es, mehr Kundennähe und mehr Angebot an Spezialfasern zu ermöglichen. In diesem Sinne wurden in Q1 2017 neue Vertriebsniederlassungen in der Türkei und in Südkorea eröffnet, eine neue Spezialfaser vorgestellt (eine weitere soll noch im Laufe des Jahres folgen) sowie kürzlich die Errichtung eines neuen Produktionswerkes in Thailand beschlossen. Aufgrund des guten HJ 2017, erwartet das Management für das GJ 2017 bei gleichbleibenden Rahmenbedingungen eine deutliche Verbesserung gegenüber 2016, nennt aber keine konkreten Guidance-Zahlen.

Risiken

Das Unternehmen ist abhängig von der derzeit günstigen, aber generell volatilen Preisentwicklung am globalen Fasermarkt. Diese kann u.a. von Chinas Vorhaben, die Lagerbestände weiter zu reduzieren, ungünstig beeinflusst werden. Auch die (potentiellen) geopolitischen Unsicherheiten könnten negative Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung haben.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	11,8%	12,9%	14,7%	20,1%	A	↑
Eigenkapitalquote	44,7%	43,9%	49,7%	52,1%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	47,1%	44,3%	28,0%	1,3%		
Nettoverschuldung / EBITDA	2,3x	1,9x	1,2x	0,0x	Aa	↑
EBITDA / Zinsaufwand	8,6x	9,3x	12,4x	22,8x	A	→
EBIT / Zinsaufwand	3,3x	0,8x	6,5x	15,8x		
Operativer Cashflow	82,3	218,8	215,6	473,4		
Investitionscashflow	-152,2	-102,8	-56,5	-103,6		

Quelle: LENZING, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0K2K7	27.09.2017	3,875%	120	1.000	-1,8%	100,1%	neutral

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

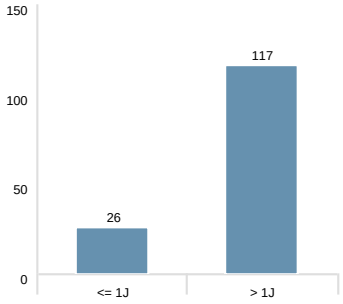
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

Sektor	**Motoren- & Fahrzeugindustrie**
Moody's	**-/**
S&P	**-/**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
GJ 2016/17: k.A.

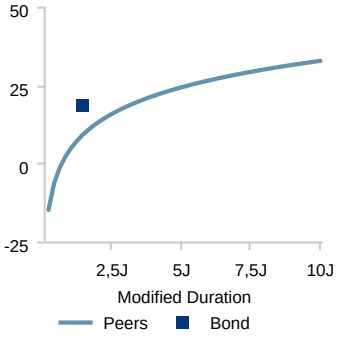
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Miba, Erste Group Research
Stand 31.07.2016

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

MIBA

Ergebnisentwicklung

Miba erwirtschaftete für das 1HJ 2016/17 (endete am 31. Juli 2016) einen Umsatz von EUR 377 Mio. Das ist nur minimal höher als in der Vergleichsperiode des Vorjahres und vor allem starken Umsätzen in der Automobilindustrie zu verdanken. In den meisten anderen Absatzmärkten von Miba war und ist nach wie vor ein zurückhaltendes Investitionsklima zu vernehmen. Der Auftragsstand per 31. Juli betrug EUR 187 Mio. und lag nur knapp unter dem Level per Ende GJ 2015/16. Als Folge einer rigiden Kostenkontrolle in allen Bereichen konnte das EBIT leicht auf EUR 52 Mio. (GJ 2015/16: EUR 50 Mio.) gesteigert werden. Die EBIT-Marge stieg auf 13,7% (vs. 13,3% im Vorjahr).

Kommentar zum Kreditprofil

Durch ein striktes Working Capital-Management betrug der operative Cashflow EUR 58 Mio. (vs. EUR 53 Mio. im Vorjahr). Somit konnten die Investitionen in Höhe von EUR 32 Mio. erneut zur Gänze aus eigener Kraft abgedeckt werden. Mit einer Netto-Cash-Position von EUR 6 Mio. ist Miba unverschuldet. Die Eigenkapitalquote beträgt gesunde 55%. Wir sehen Mibas Kreditprofil unverändert im Investment Grade-Bereich aufgrund eines soliden Finanzprofils sowie einer stabilen operativen Entwicklung. Die einzige Anleihe des Unternehmens (fällig 2019) wurde aus dem Geregelten Freiverkehr der Wiener Börse per 19.12.2016 zurückgezogen und wird ab 20.12.2016 im "Dritten Markt" gehandelt. Gleichzeitig wurde den Anleihegläubigern der Rückkauf der Anleihe angeboten. Aufgrund des Rückkaufangebots und der Illiquidität des "Dritten Marktes" halten wir die Anleihe trotz sehr guter Kennzahlen für neutral.

Unternehmensziele

Um trotz Herausforderungen erfolgrelch zu sein, hält Miba an der breiten regionalen und branchenbezogenen Positionierung fest und beschäftigt sich intensiv mit den Entwicklungen in den Bereichen E-Mobilität und Digitalisierung. Konkrete Guidance-Zahlen für GJ 2016/17 wurden nicht genannt, doch die langfristige Strategie sieht vor, bis 2020 mittels profitablem Wachstum einen Jahresumsatz von EUR 1 Mrd. zu erreichen.

Risiken

Die Automobilindustrie soll sich weiterhin stabil entwickeln, aber bei den Investitionsgütermärkten wird 2016 und 2017 von einer Stagnation oder gar von einem leichten Rückgang ausgegangen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	17,7%	17,8%	18,5%	18,5%		
EBIT-Marge	11,5%	11,5%	12,2%	11,5%	Aa	➡
Eigenkapitalquote	52,6%	54,6%	56,9%	57,2%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	4,2%	3,6%	1,5%	-3,4%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	Aa	➡
Nettoverschuldung / EBITDA	0,1x	0,1x	0,1x	-0,1x		
EBITDA / Zinsaufwand	20,0x	22,8x	24,7x	26,9x		
EBIT / Zinsaufwand	13,0x	14,7x	16,4x	16,7x	Aaa	➡
Operativer Cashflow	116,6	103,2	109,8	120,4		
Investitionscashflow	-93,1	-70,6	-84,8	-79,0		

Quelle: MIBA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0T8M1	27.02.2019	4,500%	58	500	-0,1%	106,0%	neutral

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

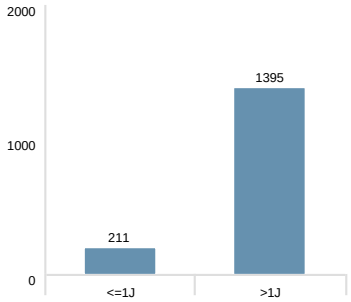
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor	**Glücksspiel**
Moody's	**-/**
S&P	**BBB/negativ**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
HJ 2017: August 2017

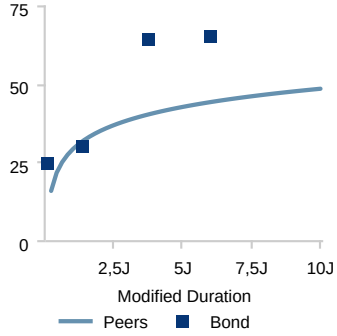
Letzter Credit-Bericht
PDF (09.09.2016)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research
Stand 31.12.2016

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

NOVOMATIC

Ergebnisentwicklung

Novomatic steigerte den Umsatz 2016 v.a. dank Akquisitionen und einer starken Entwicklung der Automatenerlöse um 10,0% J/J auf EUR 2,3 Mrd.. Das EBITDA ging leicht zurück (-4,6% J/J). Der Free Cashflow nach Dividenden verbesserte sich trotz höherer Investitionen v.a. wegen einer geringeren Dividendenzahlung auf EUR -141 Mio. (2015: EUR -184 Mio.). Die Eigenkapitalquote schwächte sich seit Jahresbeginn geringfügig auf 37,4% (2015: 40,7%) ab.

Kommentar zum Kreditprofil

Kreditkennzahlen wie Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächten sich 2016 leicht ab, liegen u. E. nach aber weiterhin im Investment Grade Bereich. In UK stieg Novomatic durch eine Akquisition zum größten Spielstättenbetreiber bei "Adult Gaming Centers" auf. Hinzu kamen kleinere Akquistionen in IT, ES und DE. Anteilserwerbe wie z.B. an der australischen Ainsworth Gruppe (führender Anbieter von Gaming Lösungen in Australasien, Nord- und Südamerika) könnten zu einem weiteren moderaten Verschuldungsanstieg führen - das Closing der Transaktion wird frühestens im 3. Quartal 2017 erwartet. Sie ergänzen das Konzern-Portfolio unserer Einschätzung nach jedoch gut. Die Diversifizierung des Konzerns wurde 2016 klar vorangetrieben. Das Liquiditätsprofil der Gruppe ist stark. Die bis 2021 und 2023 laufenden Anleihen halten wir verglichen zu Anleihen des Travel & Leisure-Sektors für unterbewertet. Die bis 2017 bzw. 2019 laufenden Anleihen sehen wir weiterhin neutral.

Unternehmensziele

Weitere geografische Diversifizierung der Konzernaktivitäten; der Konzern strebt kontinuierliches Wachstum in regulierten Glücksspielmärkten an.

Risiken

Regulatorische Risiken sind branchenimmanent. In Deutschland dürfte die Gesamtzahl der betriebenen Glücksspielgeräte aufgrund des 2012 in Kraft getretenen Glücksspieländerungsstaatsvertrages ab heuer deutlich zurückgehen. S&P setzte den Ratingausblick am 21.6.2017 u.a. aufgrund dieser erwarteten, regulatorisch getriebenen Entwicklung in Deutschland sowie schwächerer Kreditkennzahlen in Folge von Akquisitionen auf negativ.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	28,5%	32,7%	29,6%	25,7%		
Eigenkapitalquote	40,3%	44,5%	40,7%	37,4%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	45,7%	23,8%	40,7%	53,1%		
Nettoverschuldung / EBITDA	0,9x	0,4x	0,8x	1,2x	A	➡
EBITDA / Zinsaufwand	12,2x	16,9x	19,2x	15,9x		
EBIT / Zinsaufwand	4,4x	9,5x	10,1x	7,1x	A	➡
Operativer Cashflow	432,7	444,5	417,4	429,2		
Investitionscashflow	-283,8	-195,7	-439,9	-519,8		

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0KSM6	27.10.2017	5,000%	150	500	-0,0%	100,5%	neutral
AT0000A0XSN7	28.01.2019	4,000%	250	500	0,1%	105,2%	neutral
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	0,7%	108,4%	unterbewertet
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	1,0%	103,3%	unterbewertet

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

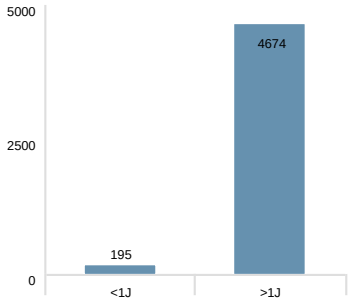
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor	**Öl & Gas**
Moody's	**Baa1/stabil**
S&P	**-/**
Fitch	**A-/stabil**

Finanzkalender
Q3 2017: 9. November 2017

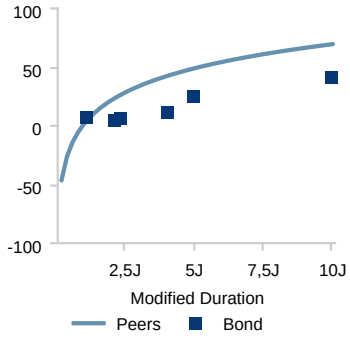
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

OMV

Ergebnisentwicklung

Der zuletzt schwächere, jedoch im Vorjahresvergleich höhere Ölpreis sowie gute Raffinerie- und Petrochemie-Margen bescherten OMV ein starkes erstes Halbjahr 2017. Ein historisch hohes Produktionsniveau (steigende Beiträge aus Libyen & Norwegen) und gesunkene Produktionskosten wirkten sich ebenso positiv auf Ergebnis (H1 2017 CCS Operatives Ergebnis vor Sondereffekten: EUR 1,5 Mrd. vs. H1 2016: EUR 0,6 Mrd.) und operativen Cashflow (+19% J/J) aus. Der starke Free Cashflow von rd. EUR 2,6 Mrd. (H1 2016: EUR 0,4 Mrd.) inkludierte Mittelzuflüsse aus Veräußerungen (UK Upstream-Division, OMV Petrol Ofisi) iHv von insgesamt EUR 1,7 Mrd.. Doch allein der operative Cashflow (EUR 1,9 Mrd.) überstieg Investitionen und Dividendenzahlungen (EUR 1,6 Mrd.) im ersten Halbjahr klar.

Kommentar zum Kreditprofil

Der Portfolioumbau in Richtung günstigerer Förderregionen schreitet voran. Devestitionen wurden durchgeführt (z.B. 49%-Anteil an Gas Connect Austria, Upstream-Tocher in UK, 30%-Anteil am Feld Rosebank in UK, Petrol Ofisi in der Türkei), Investitionsentscheidungen getroffen (z.B. Akquisition von 24,99% am Yuzhno Russkoye-Gasfeld; vereinbarter Asset-Tausch mit Gazprom). Die Kosten wurden gesenkt. Das Gearing sank per 30.6. im Vergleich zum 31.12.2016 (21%) deutlich auf rd. 7%. Das Kreditprofil ist insgesamt stark, die Liquditätsausstattung sehr komfortabel. Spreads der OMV-Senior Bonds liegen deutlich unter jenen der Peer-Anleihen. Dementsprechend erachten wir sie als überbewertet.

Unternehmensziele

Ziel ist es, die Reserve-Ersatzrate langfristig auf 100% zu heben (3-Jahresschnitt: 70%; 1-Jahresschnitt 2016: 101%). Die Produktionskosten sollen durch den Ausbau der Aktivitäten in günstigen Förderregionen (Russland, Mittlerer Osten) gesenkt werden. Ein starkes Investment Grade (IG)-Rating soll beibehalten werden. Ein Ziel der Finanzpolitik ist es, die Dividende voll aus dem FCF zahlen zu können. Fitch setzte den Ratingausblick am 8. Mai von negativ auf stabil und verweist auf die konservative Finanzpolitik über den vollen Zyklus.

Risiken

Weiterhin relativ niedrige Öl- und Gaspreise. Raffinerie-Überkapazitäten in Europa. Schwieriges Marktumfeld im Bereich Downstream-Gas, der restrukturiert wird. Die erfolgten Beteiligungsveräußerungen machten zum Teil erhebliche Wertminderungen erforderlich. Die Sicherheitslage in Libyen bleibt ein Risikofaktor für die dortige Produktion. US-Sanktionen gegen Rußland stellen ein potentielles Risiko für das Nordstream 2-Projekt dar.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	11,7%	11,4%	13,9%	17,3%		
Eigenkapitalquote	45,8%	43,0%	43,8%	43,7%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	30,1%	33,6%	28,2%	22,8%		
Nettoverschuldung / EBITDA	0,9x	1,2x	1,3x	1,0x		
EBITDA / Zinsaufwand	16,5x	11,3x	10,3x	12,7x		
EBIT / Zinsaufwand	9,1x	2,9x	-6,6x	-1,0x	C	↓
Operativer Cashflow	4.110,3	3.666,2	2.834,0	2.878,0		
Investitionscashflow	-3.968,1	-3.393,7	-2.874,0	-1.797,0		
Einbehaltener CF / Nettoverschuldung	64,3%	53,3%	67,0%	79,7%	Aaa	→

Quelle: OMV, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1138423774	19.11.2018	0,600%	750	1.000	-0,2%	100,9%	überbewertet
XS0996734868	25.11.2019	1,750%	500	1.000	-0,1%	104,0%	überbewertet
XS0485316102	10.02.2020	4,375%	500	1.000	-0,1%	110,6%	überbewertet
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	0,2%	116,3%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	0,4%	110,6%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	1,2%	121,2%	überbewertet
XS1294342792	1) 00.00.0000	5,250%	750	1.000	2,0%	112,6%	n.v.
XS1294343337	2) 00.00.0000	6,250%	750	1.000	3,3%	120,5%	n.v.
XS0629626663	3) 00.00.0000	6,750%	750	1.000	-0,1%	103,9%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 09.12.2021 2) 09.12.2025 3) 26.04.2018
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

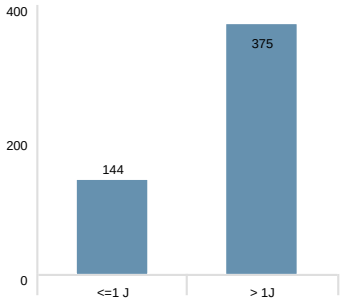
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2017: 29. November 2017

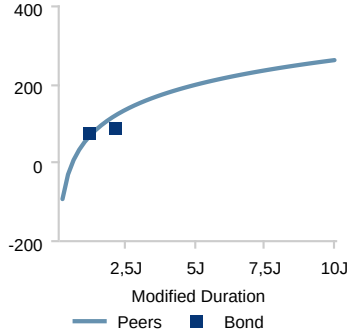
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

PORR

Ergebnisentwicklung

Die Zahlen für 1HJ 2017 lösten eine Gewinnwarnung aus. Einem Anstieg der Produktionsleistung auf EUR 2,0 Mrd. (+21,2% J/J) und einem EUR 5,7 Mrd. schweren Rekord-Auftragsbestand (+4% J/J), stehen deutlich schwächere Profitabilitätswerte gegenüber: EBITDA (-16,1% J/J) und EBIT (-70,1% J/J). Die Hauptgründe für die magere Profitabilität sind vor allem die deutlich gestiegenen Expansionskosten in Deutschland sowie die durch die politischen Turbulenzen in Katar erhöhten Kosten durch komplexere Logistik- und Beschaffungsprozesse.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Verschuldungskennzahlen konnten auf Jahressicht schrittweise verbessert werden. Im 1HJ 2017 kam es allerdings zu einer Verschlechterung. So lag die Nettoverschuldung Ende Juni 2017 bei EUR 374,7 Mio. (Dez. 2016: Nettoliquidität von EUR 53,3 Mio.). Die EK-Quote konnte durch die im Februar 2017 emittierte Hybridanleihe auf 20,7% (Dez. 2016: 18,7%) gestärkt werden. Die kontinuierliche Verbesserung des Kreditprofils seit GJ 2012 ist unserer Meinung nach bereits in den Spreads der PORR-Anleihen eingepreist. Außerdem sehen wir die immer noch niedrige Profitabilität als Schwäche an. Aus diesem Grund erachten wir die 2018 und 2019 fälligen Anleihen als neutral bewertet.

Unternehmensziele

PORR verfolgt derzeit eine Akquisitionsstrategie, die kleinere und mittlere Unternehmenskäufe vorsieht. Der Fokus soll weiterhin auf den Heimmärkten (d.h. AT, CH, CZ, DE, PL) beibehalten werden. Durch Akquisition neuer Projekte fand der Einstieg in Norwegen und Großbritannien statt. Das Management zeigt sich überzeugt, dass die mittel- und langfristigen Vorteile der Akquisitionen die Kosten rechtfertigen werden.

Risiken

Die EBT-Marge befindet sich immer noch unter dem angestrebten Zielwert von 3%. PORR betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Schrittweise Erhöhung der Dividende seit GJ 2012. Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. In Katar wirkt sich die aktuelle, politische Instabilität negativ auf die Wertschöpfungsprozesse aus, was das Risiko von Wertberichtigungen im Zuge der Fertigstellung der drei Großprojekte in Katar im Laufe des GJ 2018 nicht gänzlich ausschließt.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	4,5%	4,5%	4,7%	4,8%		
Eigenkapitalquote	15,1%	17,9%	17,9%	18,5%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	102,8%	-16,8%	-38,7%	-12,2%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	4,7x	2,6x	2,9x	2,3x	Baa	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	2,4x	-0,4x	-1,0x	-0,3x		
EBITDA / Zinsaufwand	4,4x	3,9x	6,5x	7,7x		
EBIT / Zinsaufwand	2,4x	2,0x	3,4x	4,1x	Ba	→
Operativer Cashflow	181,7	153,7	193,5	56,1		
Investitionscashflow	36,8	91,0	-21,4	-108,6		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	17,1%	34,5%	24,0%	25,5%	Ba	→

Quelle: PORR, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
DE000A1HSNV2	26.11.2018	6,250%	50	1.000	0,4%	106,5%	neutral
AT0000A19Y28	28.10.2019	3,875%	52	500	0,7%	105,9%	neutral
XS1555774014	1) 00.00.0000	5,500%	125	100.000	4,2%	104,3%	n.v.
AT0000A19Y36	2) 00.00.0000	6,750%	25	500	2,6%	114,0%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 06.02.2022 2) 28.10.2021
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

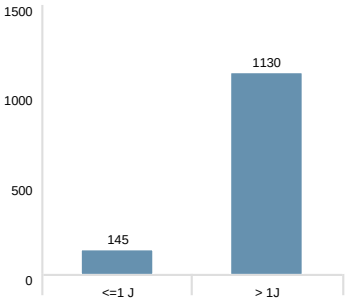
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2017: 28. November 2017

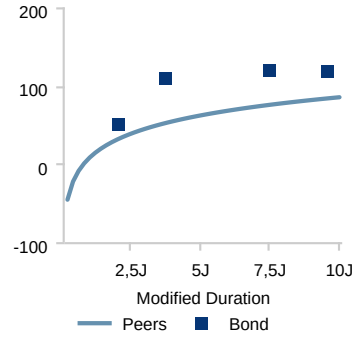
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research
Stand 30.06.2017
inkl. Genussscheinkapital

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

S IMMO

Ergebnisentwicklung

S Immo präsentierte starke Zahlen zum ersten Halbjahr 2017. Die Gesamterlöse betrugen EUR 97,5 Mio. und übertrafen damit den Wert des Vorjahres um 2,3%. Die darin enthaltenen Mieterlöse machten EUR 58,5 Mio. aus und lagen exakt auf dem Vorjahresniveau. Das EBITDA konnte im ersten Halbjahr 2017 auf EUR 43,8 Mio. (Vj: EUR 43,0 Mio.) gesteigert werden. Das Bewertungsergebnis lag bei EUR 69,3 Mio. und führte in weiterer Folge zu einem Periodenüberschuss von EUR 72,4 Mio. Der FFO I, der eine wesentliche Kennzahl für die operative Performance eines Immobilienunternehmens darstellt und keine Verkäufe von Bestandsobjekten beinhaltet, betrug im 1HJ 2017 EUR 26,7 Mio. (1HJ 2016: EUR 19,0 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Das Ziel, die Kennzahl FFO I bis Ende 2018 von über EUR 40 Mio. zu verbessern, wurde bereits im GJ 2016 mit EUR 40,1 Mio. erreicht. Die Gearing-Ratio wurde zwar während der letzten fünf Jahre kontinuierlich verbessert, diese sollte allerdings noch optimiert werden (Juni 2017: 139,5%). Die EK-Quote lag Ende 1HJ 2017 bei 36,7%. Die Loan-to-Value-Ratio (Immobilienvermögen / Nettoverschuldung (inkl. Genussscheinkapital)) blieb mit 56,9% auf dem Niveau vom Ende 2016. Aufgrund der Verbesserung der Verschuldungskennzahlen seit 2010 halten wir im Peer-Vergleich niedrigere Spreads für die 2019 und 2021 fälligen Anleihen als gerechtfertigt. Daher erachten wir diese Anleihen weiterhin als unterbewertet. Die restlichen Anleihen mit Fälligkeiten 2025 und 2027 halten wir diese für neutral: Grund ist das geringere ausstehende Volumen.

Unternehmensziele

Das attraktive Portfolio und aktuell 22 Projekte mit einem Investitionsvolumen von rund EUR 600 Mio. sprechen weiterhin dafür, dass sich der positive Trend auch in Zukunft fortsetzen wird. Investitionsseitig wird das größte Potenzial vor allem in deutschen Städten wie zum Beispiel Leipzig oder Dresden gesehen. Das Unternehmen ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Für die nächsten sechs Monate erwartet das Management eine weitere positive Entwicklung der Märkte, deutliche Fortschritte bei den laufenden Projektentwicklungen und ein erfolgreiches Jahresergebnis.

Risiken

S Immo betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Seit dem GJ 2011 schüttet S Immo Dividenden aus und laut Management soll dies weiter fortgesetzt werden. Die Dividende wurde in den letzten sechs Jahren auf Basis der guten Jahresergebnisse mehrmals erhöht. Das Gearing befindet sich noch auf einem hohen Niveau.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	52,1%	47,7%	46,5%	46,5%	B	↓
Eigenkapitalquote	29,2%	30,7%	31,3%	36,2%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	202,3%	191,7%	188,2%	149,7%		
Nettoverschuldung / EBITDA	11,0x	12,4x	13,7x	13,3x	C	↓
EBITDA / Zinsaufwand	1,6x	1,1x	1,6x	1,5x		
EBIT / Zinsaufwand	1,5x	1,7x	3,1x	4,6x		
Operativer Cashflow	88,1	83,6	87,0	90,3		
Investitionscashflow	91,1	47,9	-141,1	-39,2		

Quelle: S IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19SB5	03.10.2019	3,000%	100	500	0,3%	104,9%	unterbewertet
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	90	500	1,1%	111,8%	unterbewertet
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,7%	110,1%	neutral
AT0000A1DWK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,9%	109,7%	neutral

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

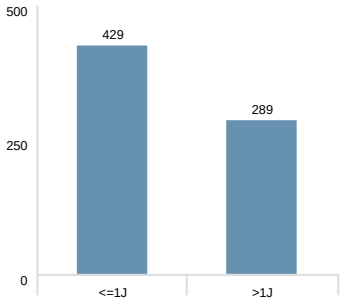
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2017: November 2017

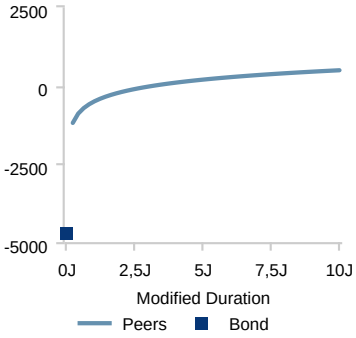
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Spar, Erste Group Research
Stand 31.12.2016

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

SPAR

Ergebnisentwicklung

Das GJ 2016 ist für die SPAR Gruppe positiv verlaufen. Das Unternehmen verzeichnete in den beiden Geschäftsbereichen - Lebensmittelhandel (+5% J/J) und Sportfachhandel (+5,8% J/J) - eine dynamische Entwicklung. Generell stieg der Konzernumsatz auf EUR 5,8 Mrd. (+ 5,1% J/J), was insbesondere auf die Umsetzung der Wachstumsstrategie zurückzuführen war. Der Lebensmittelhandel in Österreich (+5,2% J/J) trug besonders zur positiven Entwicklung im Kerngeschäft bei. Das EBITDA stieg 2016 um +15% J/J auf EUR 347 Mio. Die EBITDA-Marge verbesserte sich weiter und betrug 2016 6% (2015: 5,4%).

Kommentar zum Kreditprofil

Die SPAR Gruppe konnte im GJ 2016 ihr Finanz- und Liquiditätsprofil verbessern. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich auf 30,4% (Dezember 2015: 28,7%). Die Nettoverschuldung lag im Dezember 2016 bei EUR 409,9 Mio. (- 22% gegenüber Dezember 2015). Das Gearing konnte in den letzten Jahren kontinuierlich reduziert werden und betrug Ende Dezember 2016 44,7%. Die kurzfristigen Finanzschulden überstiegen Ende 2016 die langfristigen, was auf die im September 2017 auslaufende Anleihe (Volumen EUR 200 Mio.) zurückzuführen ist. Obwohl der Spread der 2017-Anleihe über jenem der Peer-Group liegt, erachten wir diese Anleihe derzeit als neutral bewertet. Grund dafür ist die kurze Restlaufzeit. Mit dem Auslaufen der Anleihe am 21. September 2017 stellen wir unser Coverage ein.

Unternehmensziele

SPAR führte in 2016 seine großangelegte Expansionsstrategie in Kroatien weiter - Übernahme der Billa-Filialen. Generell sieht die Unternehmensstrategie des SPAR Konzerns vor, in allen Ländern, in denen die Gruppe präsent ist, eine nachhaltig verteidigungsfähige Marktposition aufzubauen. In Österreich wurden aus der Insolvenz von Zielpunkt 28 Standorte übernommen. Das Kerngeschäft von SPAR ist und bleibt der Lebensmittelhandel in Österreich.

Risiken

1) Intensiver Wettbewerb; 2) Markt in Österreich gesättigt; 3) Hohe Investitionsausgaben durch die Übernahme der Zielpunkt-Standorte in Österreich sowie die Billa-Filialen in Kroatien; 4) Starke Wettbewerbssituation und erheblicher Preisdruck am kroatischen Markt für Lebensmittelhandel. Im Jahr 2016 wurden insgesamt rund EUR 40 Mio. an Geldstrafen bezahlt (wegen Preisabsprachen in Österreich).

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	5,9%	5,6%	5,4%	6,0%		
Eigenkapitalquote	23,3%	26,9%	28,7%	30,4%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	110,7%	81,6%	59,1%	44,7%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,9x	3,4x	2,8x	2,1x	A	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	2,8x	2,3x	1,7x	1,2x		
EBITDA / Zinsaufwand	4,9x	5,7x	8,3x	14,8x		
EBIT / Zinsaufwand	2,0x	2,0x	2,8x	4,8x	Baa	↑
Operativer Cashflow	296,1	238,5	371,3	340,3		
Investitionscashflow	-94,4	-95,1	-48,8	-124,2		
Einbehaltener CF / Nettoverschuldung	32,8%	27,5%	54,9%	77,3%	Aaa	→

Quelle: SPAR, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0W6B3	21.09.2017	3,500%	200	1.000	-46,6%	100,0%	neutral

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

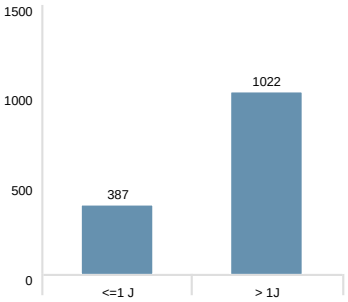
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor	**Bauwirtschaft**
Moody's	**-/**
S&P	**BBB/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
9M 2017: 30. November 2017

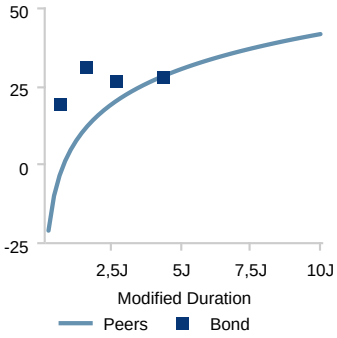
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

STRABAG

Ergebnisentwicklung

STRABAG sieht sich nach den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahrs weiterhin auf einem guten Weg, seine Ziele im Gesamtjahr 2017 zu erreichen. Die 1HJ-Zahlen zeigen, dass zusätzlich zu Deutschland nun auch CEE verstärkt zum Wachstum beiträgt. Der Auftragsbestand ist auf einem Rekordhoch (EUR 16,5 Mrd.), die Leistung legte im 1HJ um 10% auf EUR 6,3 Mrd. zu. Ein nicht-operativer Einmaleffekt (Q2 2016: Verkauf einer Minderheitsbeteiligung) hatte die Vergleichskennzahlen beim EBITDA verzerrt. Bereinigt um diesen Effekt erhöhte sich das EBITDA um 17% J/J auf EUR 151,2 Mio. Ohne Bereinigung des Vorjahresergebnisses sank das EBITDA leicht um 4% J/J.

Kommentar zum Kreditprofil

STRABAG konnte sein Finanzprofil in den letzten Jahren stetig verbessern. S&P stuft den Konzern mit einem BBB Rating ein. Der Ausblick ist stabil. Die starken Kreditkennzahlen werden durch die Nettoliquidität des Konzerns untermauert. Ende Juni 2017 lag diese bei EUR 237 Mio. (Dez. 2016: EUR 557,2 Mio.). Die Eigenkapitalquote blieb Ende Juni 2017 mit 29,9% zwar leicht unter dem Niveau zum Jahresende 2016 (31,5%), aber gegenüber Juni 2016 fast unverändert (29,6%). Angesichts des verbesserten Finanzprofils und der starken Kreditkennzahlen erachten wir im Peer-Vergleich geringere Anleihespreads für die 2019, 2020 (vorher "unterbewertet") und 2022 fälligen Anleihen für gerechtfertigt und sehen diese als unterbewertet. Die 2018-Anleihen halten wir aufgrund der kurzen Restlaufzeit (< 1J) für neutral.

Unternehmensziele

STRABAG bekräftigte seine Prognose für 2017. Das Management rechnet für das GJ 2017 weiterhin mit einer Steigerung der Bauleistung auf zumindest EUR 14 Mrd. und einer EBIT-Marge von mind. 3%.

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 (Ausschüttungsquote von 30%-50% des Konzernergebnisses).

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	5,6%	5,8%	6,2%	6,9%		
EBIT-Marge	2,1%	2,3%	2,6%	3,4%		
Eigenkapitalquote	30,7%	30,6%	31,0%	31,5%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	0,3%	-10,0%	-36,8%	-17,7%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,5x	2,2x	1,9x	1,7x	Baa	→
Nettoverschuldung / EBITDA	0,0x	-0,4x	-1,5x	-0,7x		
EBITDA / Zinsaufwand	7,1x	6,6x	7,7x	11,0x		
EBIT / Zinsaufwand	2,7x	2,6x	3,2x	5,5x	Ba	→
Operativer Cashflow	693,7	805,3	1.240,4	264,2		
Investitionscashflow	-332,4	-435,3	-320,2	-434,4		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	28,0%	35,0%	38,1%	43,5%	A	↑

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0PHV9	25.05.2018	4,750%	175	1.000	-0,1%	103,2%	neutral
AT0000A0V7D8	10.05.2019	4,250%	100	1.000	0,1%	106,6%	unterbewertet
AT0000A109Z8	21.05.2020	3,000%	200	1.000	0,2%	107,3%	unterbewertet
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	0,4%	104,9%	unterbewertet

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

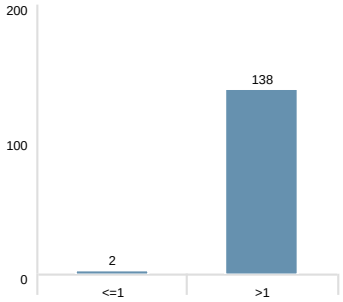
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2017/18: November/Dezember 2017

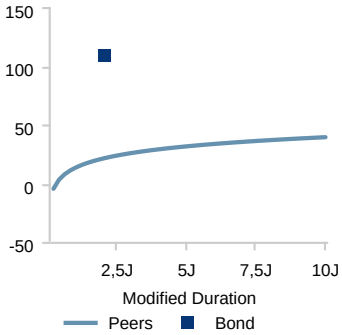
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Swietelsky, Erste Group Research
Stand 31.03.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

SWIETELSKY

Ergebnisentwicklung

Das Management zeigte sich mit den Ergebnissen des abgelaufenen Geschäftsjahres 2016/17 (1.4.-31.03) zufrieden. Die Bauleistung ging um rund 5% J/J auf rund EUR 2,02 Mrd. zurück und lag knapp über dem angestrebten und prognostizierten Wert von EUR 2 Mrd. In erster Linie war das Auslaufen von Großprojekten in Ungarn dafür verantwortlich. Der Auftragsbestand erreichte rund EUR 2 Mrd. und lag um 7,8% über dem Vorjahr, obwohl eine Reihe von langfristigen Großprojekten abgearbeitet wurde. Der Konzern erzielte im GJ 2016/17 einen Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit von EUR 151,4 Mio. (-3,5% J/J).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen und das Liquiditätsprofil waren im GJ 2016/17 weiterhin stabil. Das Profitabilitätsniveau konnte im oberen Bereich des relevanten Branchenumfeldes mit einer Umsatzrendite von rund 3,8% (EBIT-Marge) gehalten werden. Die EBITDA-Marge erreichte 6% (März 2016: 5,8%). Die Entschuldungsdauer (Finanzverbindlichkeiten / EBITDA) blieb mit 1,2 Jahren weiterhin kurz. Laut Management wird ein großes Augenmerk auf die Kapitalstruktur und den sparsamen Einsatz der finanziellen Mittel gelenkt. Per Ende März 2017 wurde die Nettoliquidität erneut um 22,3% J/J auf EUR 177,2 Mio. ausgebaut. Die Eigenkapitalquote blieb mit 31,5% (März 2016: 31,6%) auf Vorjahresniveau. Die 2019 fällige Anleihe sehen wir aufgrund der guten Kreditkennzahlen, der guten Profitabilität sowie der stark verbesserten Zinsdeckung als unterbewertet.

Unternehmensziele

Für das GJ 2017/2018 strebt Swietelsky eine moderate Ausweitung der Bauleistung an, wobei das Hauptaugenmerk wie bisher auf den Rentabilitäts- und Profitabilitätszahlen liegt.

Risiken

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

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	4,1%	4,5%	5,8%	6,0%		
Eigenkapitalquote	24,0%	27,3%	31,6%	31,5%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-16,0%	-20,2%	-47,3%	-54,7%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,7x	1,9x	1,2x	1,2x	A	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,5x	-0,6x	-1,2x	-1,5x		
EBITDA / Zinsaufwand	6,6x	9,1x	11,2x	16,0x		
EBIT / Zinsaufwand	4,0x	5,6x	7,8x	10,1x	Baa	→
Operativer Cashflow	216,3	68,2	175,1	151,5		
Investitionscashflow	-45,9	-48,0	-49,8	-71,6		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	33,3%	25,8%	53,6%	46,1%	Baa	→

Quelle: SWIETELSKY, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WR40	12.10.2019	4,625%	74	500	0,9%	107,0%	unterbewertet

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

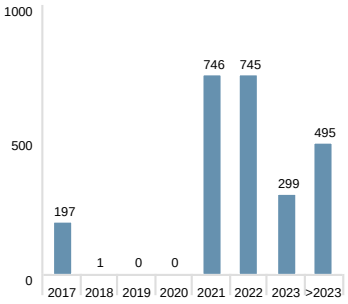
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor	**Telekom**
Moody's	**Baa2/positiv**
S&P	**BBB/positiv**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
9M 2017: 23-27 Oktober 2017

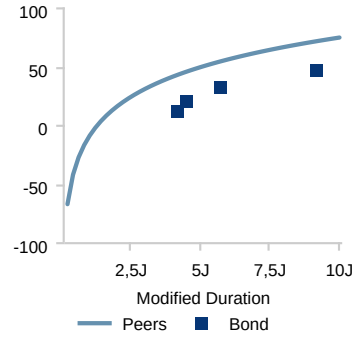
Letzter Credit-Bericht
PDF (09.03.2017)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

TELEKOM AUSTRIA

Ergebnisentwicklung
Der Fokus im 1HJ 2017 lag auf hochwertigen Kunden und attraktiven Angeboten im Festnetzbereich. Der Umsatz stieg um 5% J/J auf EUR 2,1 Mrd. Dabei fanden Anstiege der Erlöse aus Dienstleistungen in allen Märkten mit Ausnahme der Republik Serbien und der Republik Mazedonien statt. Die negativen Effekte aus der schrittweisen Abschaffung des Endkunden-Roamings in der EU fielen etwas geringer aus als erwartet. Bedingt durch das Wachstum in Weißrussland, Österreich, Bulgarien, Kroatien und der Republik Mazedonien stieg das Gruppen-EBITDA um 9,1% J/J auf EUR 698,9 Mio. Das EBIT wuchs um 17,8% J/J und erreichte EUR 272,9 Mio. Die EBITDA-Marge stieg leicht von 32,5% in der Vorjahresperiode auf aktuell 32,6%.

Kommentar zum Kreditprofil
Seit Anfang 2016 gleicht die TKA ihre Struktur an ihren Mehrheitseigentümer, América Móvil, an. Die wesentlichen Änderungen in der Berichtsstruktur betreffen die Umsatzerlöse und die aktivierten Eigenleistungen.Gegenüber Dezember 2016 stieg die Nettoverschuldung Ende Juni 2017 um 3,8% auf EUR 2.427,6 Mio. Dafür waren die Dividendenzahlungen und die Zahlungsmittelabflüsse im Zuge der Übernahme von Metronet verantwortlich. Die Entschuldungsdauer blieb bei 1,7 Jahren stabil. Nach S&P änderte auch Moody´s im Juli den TKA-Ausblick auf positiv. Als Gründe wurden die Verbesserung der Kreditkennzahlen seit 2013, die gute Marktposition in Österreich, die geografische Diversifikation in den CEE-Ländern sowie die starke Cashflow-Generierung genannt. Wir sehen alle ausstehenden TKA-Anleihen als neutral.

Unternehmensziele
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. Ein stabiles BBB-Rating soll jedenfalls beibehalten werden. Im GJ 2017 geht das Unternehmen von einem negativen EBITDA-Effekt in der Telekom Austria Group in Höhe von rund EUR 35 Mio. aus. Grund dafür sind die negativen Auswirkungen der neuen Roaming-Bestimmungen in der EU per 30. April 2016 und 15. Juni 2017. Das Umsatzwachstum soll erwartungsgemäß 1% betragen. Die CAPEX (vor Investitionen in Spektrum und Akquisitionen) sollen laut Management ca. EUR 725 Mio. betragen.

Risiken
Neue Berichtsstruktur erschwert einen langfristigen Vergleich der Finanzzahlen. Hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck, ein schwaches makroökonomisches Umfeld in manchen Ländern, Volatilität bei den Wechselkursen sowie Regulierung spielen bei der Umsatzentwicklung weiterhin eine wichtige Rolle. TKA verfolgt eine Wachstumsstrategie und zeigt sich durch die höher angekündigte Dividende aktionärsfreundlich. Weitere M&A-Aktivitäten könnten das Kreditprofil belasten.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	28,3%	21,2%	33,2%	32,2%		
Eigenkapitalquote	19,2%	26,7%	29,2%	34,9%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	248,4%	117,2%	102,3%	84,4%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,4x	4,3x	2,5x	2,1x	Baa	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	3,2x	3,1x	1,8x	1,7x		
EBITDA / Zinsaufwand	5,9x	4,4x	8,4x	9,5x		
EBIT / Zinsaufwand	1,6x	-0,0x	3,5x	3,4x		
Operativer Cashflow	1.051,6	901,4	1.228,4	1.195,5		
Investitionscashflow	-2.021,4	-781,6	-866,2	-823,5		

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	0,2%	112,0%	neutral
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	0,3%	116,3%	neutral
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	0,6%	116,2%	neutral
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	1,2%	102,1%	neutral
XS0877720986	1) 00.00.0000	5,625%	600	1.000	-0,0%	101,9%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 01.02.2018
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

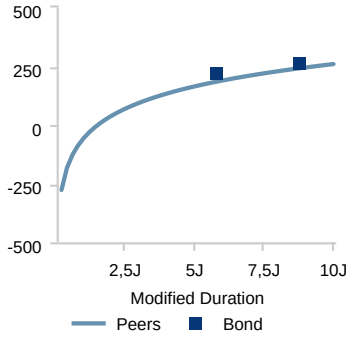
Sektor	**Versicherungen**
Moody's	**-/**
S&P	**A-/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
Q3 2017: 16. November 2017

Letzter Credit-Bericht
PDF (14.06.2017)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
n.v.

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UNIQA

Ergebnisentwicklung

UNIQA ist mit ca. 21% Marktanteil Österreichs zweitgrößte Versicherungsgruppe und Marktführer am Krankenversicherungsmarkt. 27,7% der Prämien erzielte UNIQA 2016 im Ausland (d.h. v.a. in CEE). Im 1. HJ 2017 stieg das Prämienvolumen (inkl. Sparanteile der fonds- und indexgebundenen Lebensversicherung) dank Zuwächsen in allen Sparten um 6,6% J/J. Besonders CEE entwickelte sich stark. Das Ergebnis vor Steuern konnte trotz rückläufigem Kapitalanlageergebnis (-7,5% J/J) auf EUR 95,5 Mio. (+10,2% J/J) gesteigert werden. Das gute versicherungstechnische Ergebnis (+57,2% J/J; reduzierte Abschlusskosten) und gesunkene Finanzierungskosten trugen dazu wesentlich bei. Die Combined Ratio verbesserte sich auf 96,8% (H1 2016: 97,1%), v.a. getrieben durch eine niedrigere Kostenquote. Eine einmalige Belastung (Bildung einer EUR 40 Mio.-Rückstellung im Zusammenhang mit Verkauf der Italien-Töchter) reduzierte das Konzernergebnis im 1. HJ auf EUR 41,3 Mio. (H1 2016: EUR 91,3 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Der Konzern verfügte per 31.12.2016 mit 202% über eine starke Solvency II-Quote. Im Vertrieb profitiert UNIQA von der Kooperation mit Raiffeisen. Aus Credit-Sicht ist die angestrebte schrittweise Steigerung der Dividende kritisch zu beurteilen. Das derzeit laufende Investitonsprogramm in Digitalisierungs- und IT-Infrastrukturprojekte dürfte die Ergebnisse in den kommenden Jahren belasten, mittelfristig aber zu Kostensenkungen führen. S&P stuft die Holding mit A- ein (zuletzt bestätigt am 2. Juni 2017). Der Ausblick ist stabil. Wir vergleichen UNIQAs Nachranganleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Kennzahleneinordungen und Trendermittlungen erfolgen bei UNIQA nicht. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir unterbewertet, jene mit 1. Call 2026 neutral. Letztere bietet trotz längerer Duration nur einen relativ geringen Spreadaufschlag.

Unternehmensziele

2017 erwartet der Konzern im Vorjahresvergleich eine Steigerung des Prämienvolumens um +3% J/J sowie eine leichte Steigerung des Ergebnisses vor Steuern. Bei der Combined Ratio wird 2017 eine Verbesserung auf 97,5% angestrebt. Bis 2020 soll sie u.a. durch Maßnahmen wie z.B. treffsichereres Pricing, Optimierung der Regulierungspartner-Landschaft im Bereich Kfz-Auslandsschaden, Produktinnovationen, Vermeidung von Versicherungsbetrug usw. auf 95% sinken.

Risiken

Das Niedrigzinsumfeld drückt das Finanzergebnis. Die Lebensversicherung entwickelt sich eher rückläufig (v.a. das Einmalerlagsgeschäft). Der Ergebnisbeitrag aus CEE ist (zumindest noch) relativ gering.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
Eigenkapitalquote	9,0%	9,4%	9,5%	9,6%		
Verrechnete Prämien	5.885,5	6.064,4	5.211,0	5.048,2		
Selbstbehaltsquote	95,9%	96,2%	96,6%	96,3%		
Gewinn vor Steuern	307,6	377,9	397,8	225,5		
ROE vor Steuern	12,8%	12,8%	12,7%	7,1%		
Combined Ratio	99,8%	99,6%	97,9%	98,1%		
Financial Leverage	18,4%	17,3%	26,3%	21,7%		
Kapitalanlagen / Vers.techn. R	96,9%	98,1%	100,4%	102,6%		

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	3,0%	122,3%	neutral
XS0808635436	2)	31.07.2043	6,875%	350	100.000	2,3%	124,6%	unterbewertet

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 27.07.2026 2) 31.07.2023
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

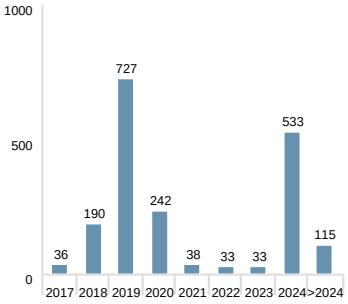
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

Sektor	**Versorger**
Moody's	**Baa2/stabil**
S&P	**BBB/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
9M 2017: 11. November 2017

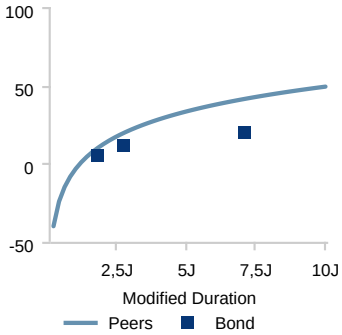
Letzter Credit-Bericht
PDF (09.03.2017)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VERBUND

Ergebnisentwicklung

Verbund berichtete für das erste HJ 2017 einen Umsatz von EUR 1,5 Mrd. (+1,1% J/J). Die Ergebnisentwicklung litt v.a. unter einer unterdurchschnittlichen Wasserführung (11% unter dem langjährigen Durchschnitt), profitierte aber von den gestiegenen Erlösen aus Flexibilitätsprodukten, insbesondere aus dem Engpassmanagement. Das EBITDA ging um 7,6% J/J auf EUR 416 Mio. zurück. Das EBIT stieg dank Wegfall von Wertberichtigungen um 27,5% auf EUR 243 Mio. an. Der operative Cashflow blieb um 19,2% unter dem Vergleichswert des Vorjahres, der allerdings von einem Einmaleffekt profitiert hatte, und betrug im HJ 2017 starke EUR 385 Mio.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung verringert sich seit 2014 laufend und betrug Ende Juni 2017 EUR 3,1 Mrd. In Folge verringerte sich der Verschuldungsgrad auf 55% (von 58% per Ende 2016). Die zwei Spitzen in der Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten stellen die zwei ausstehenden Benchmark-Anleihen, fällig 2019 und 2024, dar. Aufgrund der Unsicherheiten, insbesondere die Zukunft des gemeinsamen deutsch-österreichischen Strommarktes betreffend (siehe Risiken), hielten wir höhere Spreads für die 2019er Anleihe trotz positiver Entwicklung des Kreditprofils für gerechtfertigt. Wir sehen daher diese als überbewertet. Die zwei anderen ausstehenden Anleihen halten wir für neutral.

Unternehmensziele

Das Management bestätigt seine Ergebnisprognose für das Gesamtjahr 2017: Das EBITDA soll EUR 830 Mio., der Konzerngewinn EUR 300 Mio. betragen. Die Dividenden-Ausschüttungsquote soll zwischen 40% und 45% des Konzerngewinns betragen. Der Umsatzbeitrag der Flexibilitätsprodukte soll von EUR 128 Mio. auf EUR 166 Mio. im GJ 2017 steigen.

Risiken

Das Marktumfeld bleibt aus mehreren Gründen herausfordernd: Volatile Strom-Großhandelspreise; Nicht-Beeinflussbarkeit der Wasserführung sowie der Windverhältnisse; Ausstehende Entscheidung seitens EuG bzw. ENTSO-E hinsichtlich des umstrittenen Vorhabens der europäischen Energieagentur ACER, den gemeinsamen Strommarkt von Deutschland und Österreich aufzuheben (Entscheidung wird für Q1 2018 erwartet). Zwischenzeitlich wurde eine rechtlich nicht bindende Vereinbarung zwischen BNetzA (DE) und E-Control (AT) getroffen, den uneingeschränkten Stromhandel per 10/2018 zu beenden und die Menge des handelbaren Stroms auf die Hälfte des österreichischen Verbrauchs zu Spitzenzeiten festzulegen. Das würde den sonst drohenden und v.a. die österreichische Wirtschaft belastenden Strompreisanstieg etwas dämpfen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	40,9%	28,2%	29,9%	37,3%		
Eigenkapitalquote	43,3%	43,1%	46,2%	47,9%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	66,7%	76,9%	67,8%	58,3%		
Nettoverschuldung / EBITDA	2,8x	5,0x	4,1x	3,1x		
EBITDA / Zinsaufwand	7,5x	4,1x	4,8x	7,7x		
EBIT / Zinsaufwand	2,9x	2,1x	2,2x	4,6x		
Operativer Cashflow	841,4	717,6	674,0	804,3		
Investitionscashflow	-424,3	18,2	78,7	-219,2		
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	19,6%	13,6%	24,6%	30,2%	Baa	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	12,0%	2,4%	19,5%	24,1%	Ba	→

Quelle: VERBUND, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0439828269	16.07.2019	4,750%	683	50.000	-0,1%	108,8%	überbewertet
XS0458119566	22.06.2020	4,875%	200	50.000	0,0%	112,9%	neutral
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	0,7%	105,2%	neutral

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

Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

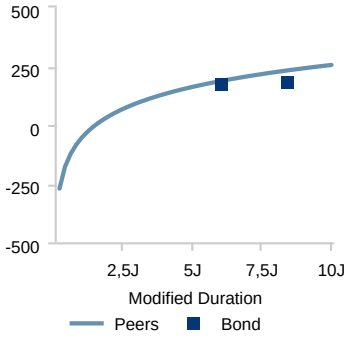
Sektor	**Versicherungen**
Moody's	**-/**
S&P	**A+/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
Q3 2017: 29. November 2017

Letzter Credit-Bericht
PDF (27.03.2017)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
n.v.

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VIENNA INSURANCE GROUP

Ergebnisentwicklung
Das Prämienvolumen konnte im 1. Halbjahr 2017 um +0,9% J/J auf knapp EUR 5 Mrd., der Gewinn vor Steuern um 9,6% J/J auf EUR 220,5 Mio. gesteigert werden. Bereinigt um die aufgrund des Niedrigzinsumfelds beabsichtigte Reduktion des Leben-Einmalerlagsgeschäfts stieg das Konzernprämienvolumen um 5,2% J/J. Hohe Zuwächse gab es v.a. in der Kasko- und Krankenversicherung. Die Combined Ratio des Konzerns konnte auf 96,9% gesenkt werden (1. HJ 2016: 97,9%). Das Finanzergebnis kletterte um 8,7% J/J (v.a. aufgrund der Einbeziehung der gemeinnützigen Gesellschaften) auf EUR 488,4 Mio..

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 17. August 2017. Der Ausblick ist stabil. Die Solvency II-Quote stieg im 1. HJ 2017 auf 225% (2016: 195%) und liegt damit auf sehr komfortablem Niveau. Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2023 stufen wir im Vergleich zu den Peers als neutral ein, während wir die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2026 im Peer-Vergleich derzeit weiterhin überbewertet sehen. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich bzw. gleich gerateten Peers. Kennzahleneinordnungen und Trendermittlungen erfolgen bei VIG nicht.

Unternehmensziele
Das Prämienvolumen soll bis 2019 kontinuierlich auf EUR 9,5 Mrd., der Gewinn vor Steuern auf EUR 450 Mio. bis EUR 470 Mio. gesteigert werden. Mittelfristiges Ziel ist es, die Combined Ratio auf 95% zu senken. Langfristiges Wachstumspotenzial ergibt sich speziell in CEE aufgrund der dort im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Die Krankenversicherung, das Bankversicherungsgeschäft, das Rückversicherungsgeschäft und Digitalisierungsprojekte sollen forciert werden. Regional will die VIG Marktanteile v.a. in Kroatien, Ungarn, Polen und Serbien auf 10% ausbauen. In Serbien ist das Ziel bereits erreicht. Die Marktführerschaft in Österreich, Tschechien und der Slowakei soll verteidigt werden. Im Rahmen des Programms "Agenda 2020" soll u.a. die Kosteneffizienz gesteigert werden.

Risiken
Hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck in der Kfz-Versicherung in CEE. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld belastet das Finanzergebnis.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
Eigenkapitalquote	11,8%	11,9%	9,9%	11,4%		
Verrechnete Prämien	9.218,6	9.145,7	9.019,8	9.051,0		
Selbstbehaltsquote	91,6%	91,2%	91,1%	91,0%		
Gewinn vor Steuern	355,1	518,4	47,1	406,7		
ROE vor Steuern	7,1%	11,1%	1,1%	8,9%		
Combined Ratio	100,6%	96,7%	97,3%	97,3%		
Financial Leverage	26,5%	20,2%	26,2%	31,0%		
Kapitalanlagen / Vers.techn. R	112,0%	108,9%	107,1%	118,6%		

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1D5E1 [1)]	02.03.2046	3,750%	400	1.000	2,4%	109,7%	überbewertet
AT0000A12GN0 [2)]	09.10.2043	5,500%	500	100.000	1,9%	120,0%	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

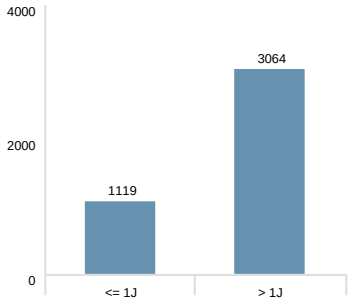
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2017/18: 8. November 2017

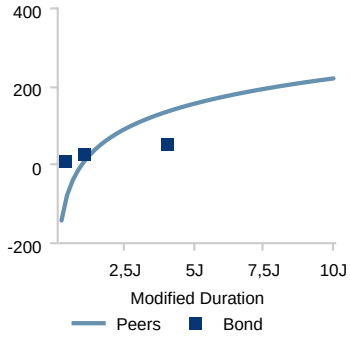
Letzter Credit-Bericht
PDF (18.09.2017)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: voestalpine, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VOESTALPINE

Ergebnisentwicklung

Die voestalpine Gruppe konnte das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2017/18 sehr erfolgreich abschließen. Beim Umsatz (+17,3% J/J auf EUR 3,3 Mrd.) und EBITDA (+53,4% J/J auf EUR 513,8 Mio.) kam es zu außergewöhnlichen Zuwächsen. Damit konnte erstmals wieder das Ertragsniveau von vor der Finanzkrise 2008 erzielt werden. Dazu führten die anhaltend starke Nachfrage aus den wichtigsten Kundenbranchen (v.a. Mobilitätssektor: Automobilindustrie, Bahnsysteme und Luftfahrt) sowie der breite konjunkturelle Aufwärtstrend (v.a. in Europa).

Kommentar zum Kreditprofil

Generell veränderten sich die Kreditkennzahlen geringfügig. Die Nettofinanzverschuldung lag Ende Juni 2017 bei EUR 3,3 Mrd. (+ 3,1% gegenüber März 2016). Die Zunahme war primär auf die erhöhte Kapitalbindung beim Umlaufvermögen zurückzuführen. Das Gearing blieb gegenüber dem GJ 2016/17 weitgehend unverändert. Die 2021 ausstehende Anleihe stufen wir im Vergleich zu den Peers als überbewertet ein. Die Verbesserung des Ausblicks ist unserer Meinung nach bereits in den niedrigen Spreads der 2021 fälligen Anleihe eingepreist. Deswegen sehen wir diese gegenüber der Vergleichtsgruppe als überbewertet. Für die restlichen zwei Anleihen (beide fällig 2018) bleibt unsere neutrale Einschätzung aufgrund der kürzerer Laufzeit aufrecht.

Unternehmensziele

Das Management erwartet aus aktueller Sicht für das Geschäftsjahr 2017/18 eine deutlich positive Entwicklung von Umsatz und Ergebnis ggn. dem VJ. Dazu soll insb. das 1HJ beitragen, da eine Reihe jüngster Großinvestitionen erstmals voll umsatz- und ergebniswirksam werden. Die hohe Nachfrage aus der Automobilindustrie, aber auch der Aufwärtstrend der Branchen wie Flugzeugbau, Konsumgüter-, Hausgeräte und Elektroindustrie sowie Teile des Maschinenbaus sollten für die Geschäftsentwicklung der voestalpine unterstützend wirken.

Risiken

Das wirtschaftliche Umfeld für voestalpine bleibt noch volatil (u.a. Ölpreis). Die noch hohen Investitionen (CAPEX) belasten den freien Cashflow. voestalpine tätigt seit fünf Jahren kontinuierlich steigende Dividendenzahlungen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	12,4%	13,7%	14,3%	13,6%		
EBIT-Marge	7,1%	7,9%	8,0%	7,3%	Ba	➡
Eigenkapitalquote	41,6%	38,4%	40,3%	41,2%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	46,4%	59,0%	55,0%	53,6%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,5x	2,5x	2,7x	2,7x	Baa	➡
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8x	2,0x	2,0x	2,1x		
EBITDA / Zinsaufwand	7,3x	8,0x	9,3x	8,8x		
EBIT / Zinsaufwand	4,2x	4,6x	5,2x	4,7x	Baa	➡
Operativer Cashflow	934,6	1.119,9	1.282,2	1.150,4		
Investitionscashflow	-782,7	-928,0	1.230,0	1.049,8		
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	27,5%	23,9%	21,6%	24,9%	Ba	➡

Quelle: VOESTALPINE, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0MS58	05.02.2018	4,750%	500	1.000	-0,2%	101,7%	neutral
XS0838764685	05.10.2018	4,000%	500	1.000	-0,0%	104,0%	neutral
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,6%	106,3%	überbewertet
AT0000A0ZHF1	1) 00.00.0000	6,000%	500	1.000	1,2%	109,6%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 31.10.2019
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

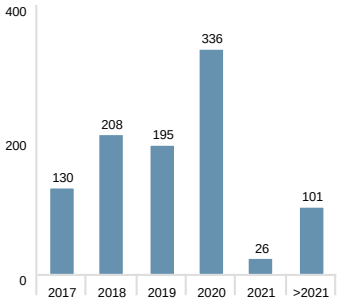
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor	**Baustoffe**
Moody's	**Ba2/positiv**
S&P	**-/**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
9M 2017: 08. November 2017

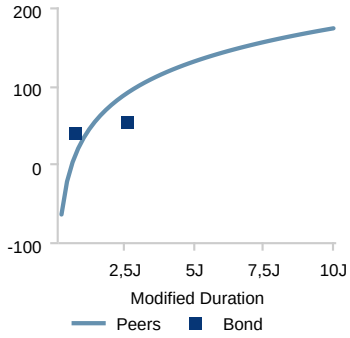
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research
Stand 30.06.2017
Lt. Unternehmenspräsentation für 1HJ 2017

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

WIENERBERGER

Ergebnisentwicklung

Die Entwicklung der Märkte lag im 1HJ 2017 im Rahmen der Management-Erwartungen. Der Umsatz stieg um 4% J/J auf EUR 1,5 Mrd. Der Treiber dieser Entwicklung war das Wachstum des europäischen Ziegelgeschäfts, das sich sowohl in West- als auch in Osteuropa durchgehend stark zeigte. Demgegenüber verringerten Fremdwährungseffekte den Umsatz um EUR 10,1 Mio., wobei die größten negativen Effekte aus dem britischen Pfund und der türkischen Lira resultierten. Generell erhöhte sich das Konzern-EBITDA um 7% J/J auf EUR 190 Mio. Die EBITDA-Marge erreichte im 1HJ 2017 12,4% (Vj: 12,1%). Die Refinanzierung der Hybridanleihe 2007 (Nominale: EUR 221,8 Mio.) wurde aus dem Free Cashflow sowie aus der Aufnahme neuer langfristiger Finanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 210,3 Mio. bestritten.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung per Juni 2017 erhöhte sich im Vergleich zum 31.12.2016 saisonal bedingt um rund EUR 158,1 Mio. auf EUR 789,7 Mio. Der Verschuldungsgrad blieb mit 43% gegenüber Ende 2016 (34%) aber weiterhin auf einem akzeptablen Niveau. Die auf Basis von 12M berechneten Kennzahlen lagen mit einer Entschuldungsdauer von 1,9 Jahren und einer EBITDA Zinsdeckung von 11,9 Jahren komfortabel innerhalb der in den Kreditverträgen vereinbarten Schwellenwerte. Die EK-Quote lag bei 49,3% (2016: 50,8%). Der Ausblick bei Moody's wurde Mitte Februar 2017 auf positiv geändert. Wir sehen derzeit die 2018 und 2020 fälligen Anleihen als neutral.

Unternehmensziele

Das Management geht für 2017 weiterhin von einer Steigerung des operativen EBITDA auf EUR 415 Mio. (+9% J/J) aus. Das mittelfristige Ziel für 2020 bleibt ein Umsatz von EUR 4 Mrd. (2016: EUR 3 Mrd.).

Risiken

Trotz guter Gesamtperformance könnte die Geschäftsentwicklung in den einzelnen Märkten stagnieren bzw. zurückgehen. Gleichzeitig ist mit einer anhaltenden Schwäche bei der Renovierung im Dachziegelbereich in einigen Ländern zu rechnen, v.a. aufgrund fehlender Förderprogramme und knapper öffentlicher Budgets. Auch der Brexit könnte sich im Kernmarkt GB (zumindest vorübergehend) negativ auswirken.

Kennzahlen

EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	10,0%	11,2%	12,4%	13,6%		
EBIT-Marge	2,1%	3,5%	5,9%	6,8%	B	➡
Eigenkapitalquote	53,5%	51,9%	55,6%	50,8%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	23,9%	31,3%	26,0%	34,2%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	4,2x	3,0x	2,0x	2,2x	Baa	➡
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0x	2,0x	1,4x	1,6x		
EBITDA / Zinsaufwand	4,2x	5,2x	7,5x	10,1x		
EBIT / Zinsaufwand	0,9x	1,6x	3,6x	5,1x	Baa	⬆
Operativer Cashflow	190,9	215,5	260,3	333,8		
Investitionscashflow	-98,7	-99,6	-135,3	-131,1		
Einbehaltener CF / Nettoverschuldung	22,0%	27,2%	47,9%	41,5%	Baa	➡

Quelle: WIENERBERGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0PQY4	04.07.2018	5,250%	100	1.000	0,1%	103,8%	neutral
AT0000A100E2	17.04.2020	4,000%	300	1.000	0,4%	109,0%	neutral
DE000A1ZN206 [1)]	00.00.0000	5,000%	272	1.000	2,7%	107,1%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 09.02.2021
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Glossar – Kennzahlen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rating Skala

INVESTMENT GRADE RATINGS

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

SPECULATIVE GRADE RATINGS

MOODY'S		STANDARD & POOR'S		FITCH	
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term
Ba1		BB+	B	BB+	
Ba2	Not Prime	BB		BB	B
Ba3		BB-		BB-	
B1		B+	B-1	B+	
B2		B	B-2	B	
B3		B-	B-3	B-	
Caa1		CCC+	C	CCC+	C
Caa2		CCC		CCC	
Caa3		CCC-		CCC-	
Ca		CC		CC	
C		C		C	
		D	D	DDD	D
				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 (Agency Analyst)	+43 (0)5 0100 16314
Hans Engel (Senior Analyst Global Equities)	+43 (0)5 0100 19835
Christian Enger, CFA (Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 84052
Margarita Grushanina (Economist AT, Quant Analyst)	+43 (0)5 0100 11957
Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 11183
Stephan Lingnau (Global Equities)	+43 (0)5 0100 16574
Bernadett Povazsai-Römhild (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 17203
Carmen Riefler-Kowarsch (Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 19632
Elena Statelov, CIIA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 19641
Gerald Walek, CFA (Economist Euro, CHF)	+43 (0)5 0100 16360
Rainer Singer (Senior Economist Euro, US)	+43 (0)5 0100 17331

Macro/Fixed Income Research CEE

Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI)	+43 (0)5 0100 17357
Zoltan Arokszallasi, CFA (Fixed income)	+43 (0)5 0100 18781
Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17356

CEE Equity Research

Head: Henning Eßkuchen	+43 (0)5 0100 19634
Daniel Lion, CIIA (Technology/Industrial Goods&Services)	+43 (0)5 0100 17420
Thomas Unger, CFA (Banks, Insurance)	+43 (0)5 0100 16314
Christoph Schultes, MBA, CIIA (Real Estate)	+43 (0)5 0100 11523
Vera Sutedja, CFA, MBA (Telecom, Steel)	+43 (0)5 0100 11905
Vladimira Urbankova, MBA (Pharma)	+43 (0)5 0100 17343
Martina Valenta, MBA	+43 (0)5 0100 11913

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 Dolenec (Equity)	+385 72 37 1407
Milan Deskar-Skrbic (Fixed income)	+385 62 37 1349
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
Pavel Smolik (Equity)	+420 956 765 434
Jan Sumbera (Equity)	+420 956 765 218
Vit Machacek (Fixed income)	+420 956 765 456
Roman Sedmera (Fixed Income)	+420 956 765 391
Jiri Polansky (Fixed Income)	+420 956 765 192
Michal Skorepa (Fixed income)	+420 956 765 456

Research Hungary

Head: Jozsef Miro	+361 235 5131
Gergely Ürmössy	+361 373-2830
Andras Nagy	+361 235-5132
Orsolya Nyeste (Fixed Income)	+36 1 268 4428
Tamas Pletser	+361 235-5135

Research Poland

Head: Tomasz Duda (Equity)	+48 22 330 6253
Marek Czachor (Equity)	+48 22 330 6254
Magdalena Komaracka, CFA (Equity)	+48 22 330 6256
Mateusz Krupa (Equity)	+48 22 330 6251
Karol Brodzinski (Equity)	+48 22 330 6252

Research Romania

Head: Horia Braun-Erdei	+40 3735 10424
Mihai Caruntu (Equity)	+40 3735 10436
Dumitru Dulgheru (Fixed income)	+40 3735 10433
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

Ender Kanyar (Equity)	+90 212 371 25 30
Efe Kalkandelen (Equity)	+90 212 371 25 37

Treasury - Erste Bank Vienna

Group Markets Retail Sales

Fixed Income a. Certificate Sales

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

Equity a. Fund Retail Sales

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

Fixed Income a. Certificate Sales

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

Markets Retail a. Sparkassen Sales AT

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

Markets Corporate Sales AT

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

Fixed Income Institutional Sales

Group Markets Financial Institutions

Head: Manfred Neuwirth	+43 (0)5 0100 84250

Bank and Institutional Sales

Head: Jürgen Niemeier	+49 (0)30 8105800 5503

Institutional Sales Western Europe AT, GER, FRA, BENELUX

Head: Thomas Almen	+43 (0)5 0100 84323
Charles-Henry de Fontenilles	+43 (0)5 0100 84115
Marc Pichler	+43 (0)5 0100 84118
Rene Klasen	+49 (0)30 8105800 5521
Dirk Seefeld	+49 (0)30 8105800 5523
Bernd Bollhof	+49 (0)30 8105800 5525

Bank and Savingsbanks Sales

Head: Marc Friebertsh	+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
Martina Fux	+43 (0)50100 84113
Michael Konczer	+43 (0)50100 84121
Klaus Vosseler	+49 (0)711 810400 5560
Andreas Goll	+49 (0)711 810400 5561
Mathias Gindele	+49 (0)711 810400 5562

Institutional Sales CEE and International

Head: Jaromir Malak	+43 (0)50100 84254
Central Bank and International Sales	
Head: Margit Hraschek	+43 (0)5 0100 84117
Christian Kössler	+43 (0) 5 0100 84116
Bernd Thaler	+43 (0) 5 0100 84119

Institutional Sales PL and CIS

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

Institutional Sales Slovakia

Head: Peter Kniz	+421 2 4862 5624
Sarlota Sipulova	+421 2 4862 5619
Monika Smelikova	+421 2 4862 5629

Institutional Sales 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 Sales Croatia

Head: Antun Buric	+385 (0)72 37 2439
Zeljko Pavicic	+385 (0)72 37 14 94
Natalija Zujic	+385 (0)72 37 1638

Institutional Sales Hungary

Attila Hollo	+36 1 2378209
Borbala Csizmadia	+36 1 2378205

Institutional Sales Romania

Head: Ciprian Mitu	+43 (0)50100 85612
Stefan Racovita	+40 373 516 531

Business Support

Tamara Fodera	+43 (0)50100 12614
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 Risikoaufklärung 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 2007 Kundeninformation zu beachten. Finanzanalysen werden von der Abteilung für Finanzanalyse der Erste Group unter Einhaltung sämtlicher gesetzlicher Anforderungen erstellt. Die Meinungen der Analysten zum selben Emittenten kann in Equity und Credit Research Analysen unterschiedlich sein. Investoren in Aktien können andere Interessen verfolgen als jene in Anleihen desselben Emittenten. Die Autoren dieses Dokuments sind nicht berechtigt, Zusicherungen und Garantien im Namen der Gesellschaft, der Erste Group oder eines Dritten abzugeben. Obwohl die Erste Group die von ihr beanspruchten Quellen als verlässlich einstuft, übernimmt die Erste Group (einschließlich ihrer Vertreter und Arbeitnehmer) weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Garantie oder Haftung für die Aktualität, Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit des Inhalts dieses Dokuments. Weder ein Unternehmen der Erste Group, noch ein Vorstandsmitglied, Aufsichtsratsmitglied, Verwaltungsratsmitglied, Geschäftsführer, leitender Angestellter oder sonstiger Angestellter eines Unternehmens der Erste Group haften für etwaige Kosten, Verluste oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekter Schäden oder entgangenem Gewinn), die im Vertrauen auf den Inhalt dieses Dokuments entstehen. Die Erste Group, mit ihr verbundene Unternehmen sowie ihre Vertreter und Arbeitnehmer können Positionen an den hierin genannten Finanzprodukten und/oder Optionen, Optionsscheine oder Rechte in Bezug auf diese und andere Finanzprodukte halten und dürfen handelsunterstützend oder in anderer Weise in Geschäften mit diesen Finanzprodukten tätig sein. Darüber hinaus können die Erste Group, die mit ihr verbundenen Unternehmen sowie ihre Vertreter und Arbeitnehmer Dienstleistungen im Investment Banking oder Beratung an ein hierin genanntes Unternehmen anbieten bzw. in dessen Management tätig sein. Dieses Dokument wurde auf der Grundlage der österreichischen Rechtsordnung und für das Gebiet der Republik Österreich erstellt. Die Weitergabe dieses Dokuments und der Vertrieb des hierin genannten Finanzproduktes sind in einigen Ländern beschränkt bzw. verboten. Dies gilt insbesondere in Australien, Schweiz, Kanada, Korea, Japan und den Vereinigten Staaten von Amerika. Die Weitergabe dieses Dokuments sowie das Anbieten und der Verkauf des Finanzproduktes innerhalb der USA oder an U.S. Persons (im Sinne der Definition in Regulation S des U.S. Securities Act of 1933 in der jeweils geltenden Fassung) ist verboten, sofern das Recht der USA oder deren einzelner Bundesstaaten nicht eine Ausnahme festlegt. Personen, die in Besitz dieses Dokuments gelangen, sind verpflichtet, sich über diese Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Durch die Entgegennahme dieses Dokuments versichert der Empfänger, sich an die vorgenannten und sonstige anwendbare Regelungen zu halten. Weitere Informationen können von der Erste Group auf Anfrage erhalten werden. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Angaben, Analysen, Meinungen und Schlussfolgerungen sind urheberrechtlich geschützt. **Die Erste Group behält sich das Recht vor, die hierin geäußerten Meinungen und Stellungnahmen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die Erste Group behält sich des Weiteren das Recht vor Aktualisierungen dieser Informationen nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die Angaben dieses Dokuments sind unverbindlich. Druckfehler vorbehalten.

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

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

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

Interessenkonflikte
Die Offenlegung der potentiellen Interessenkonflikte in Bezug auf die Erste Group Bank AG, die mit ihr verbundenen Unternehmen, Filialen sowie der relevanten Organe und Arbeitnehmer mit Hinblick auf den Emittenten, das jeweilige Finanzinstrument und/oder Wertpapiere die Gegenstand dieses Dokuments sind werden täglich aktualisiert.
Zur Übersicht der Interessenkonflikte für alle von der Erste Group analysierten Unternehmen im Credit Research folgen Sie bitte diesem Link: https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml.
Erste Group Bank AG stellt mit internen Richtlinien sicher, dass Interessenkonflikte auf faire Weise gehandhabt werden müssen. Die Richtlinie „Umgang mit Interessenkonflikten in Verbindung mit Finanzanalysen“ finden Sie unter folgendem Link: https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml.
Eine Historie über alle Empfehlungen der letzten 12 Monate finden Sie unter folgendem Link: https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml.

Methodik und Bewertung
Eine detaillierte Beschreibung der Methodik und Bewertung von Finanzanalysen der Erste Group Bank AG finden Sie unter folgendem Link: https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml.
Alle genannten Marktkurse in dieser Publikation sind Schlusskurse des vorgehenden Handelstages (solange nicht anderweitig in der Publikation bestimmt).

Geplante Aktualisierungshäufigkeit der Preisempfehlungen
Unsere Kursziele oder Empfehlungen für einzelne Titel sind als 12-Monats Kursziel oder äquivalente Empfehlung zu verstehen (außer bei expliziter Nennung eines anderen Gültigkeitszeitraums), ausgehend vom Veröffentlichungsdatum. Kursziele und Empfehlungen werden normalerweise nach der Veröffentlichung von Quartalsberichten oder wann immer es die Umstände gebieten, geprüft und gegebenenfalls revidiert (z.B. Unternehmensnachrichten, Ad-hoc Mitteilungen, etc.).
Periodische Publikationen sind in der Regel an ihrem jeweiligen Produktnamen erkennbar und weisen auf die Aktualisierungshäufigkeit hin (z.B. Quartal). Empfehlungen, die in diesen Publikationen genannt werden, werden in der jeweiligen Frequenz aktualisiert, solange es nicht anderweit vermerkt ist (z.B. ein Kursziel oder eine Empfehlung wird nicht monatlich aktualisiert, auch wenn es in einem Monats/Quartals-Produkt erwähnt wird).

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

Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern

Österreich: Die Erste Group Bank AG ist im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 33209m registriert. Die Erste Group Bank AG wird von der Europäischen Zentralbank (EZB) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt am Main, Deutschland) sowie von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wien, Österreich) beaufsichtigt und reguliert.
Deutschland: Die Erste Group Bank AG ist für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Deutschland durch die österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA) autorisiert und wird teilweise durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.
Vereinigtes Königreich: Die Erste Group Bank AG wird im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Dieses Dokument darf ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden verteilt werden. Es darf nicht an Privatkunden ausgeteilt werden. Keine anderen Personen als geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden sollten dieses Dokument lesen und sich auf die enthaltenen Informationen verlassen. Die Erste Group Bank AG übt keine Investment-Dienstleistungen für Privatkunden aus.
Tschechien: Die Ceská sporitelna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Tschechien von der Tschechischen Nationalbank (CNB) beaufsichtigt und reguliert.
Kroatien: Die Erste Bank Croatia wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Kroatien von der kroatischen Finanzdienstleistungsaufsicht (HANFA) beaufsichtigt und reguliert.
Ungarn: Die Erste Bank Hungary ZRT. sowie die Erste Investment Hungary Ltd. werden im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Ungarn von der Ungarischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (PSZAF) beaufsichtigt und reguliert.
Serbien: Die Erste Group Bank AG wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Serbien von der serbischen Wertpapierkommission (SCRS) beaufsichtigt und reguliert.
Rumänien: Die Banka Comerciala Romana wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Rumänien von der Rumänischen Nationalen Wertpapieraufsicht (CNVM) beaufsichtigt und reguliert.
Polen: Die Erste Securities Polska S.A. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Polen von der Polnischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (PFSA) beaufsichtigt und reguliert.
Slowakei: Die Slovenská sporitelna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in der Slowakei von der Slowakischen Nationalbank (NBS) beaufsichtigt und reguliert.
Türkei: Die Erste Securities Istanbul Menkul Deerler A. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in der Türkei von der türkischen Finanzmarktaufsicht (Capital Markets Board) beaufsichtigt und reguliert. Wie von der türkischen Finanzmarktaufsicht (Capital Markets Board) vorgeschrieben, stellen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Kommentare und Empfehlungen keine Anlageberatung dar. Eine Anlageberatung erfolgt ausschließlich in Verbindung mit einer vertraglichen Vereinbarung zwischen einem Brokerunternehmen, einem Portfolioverwaltungsunternehmen sowie Banken ohne Einlagensicherungsgeschäft und Kunden. Kommentare und Empfehlungen in diesem Dokument basieren auf subjektiven Meinungen der Analysten. Diese Meinungen entsprechen nicht zwangsläufig ihren Vermögensverhältnissen sowie Risiko- und Ertragserwartungen. Aus diesem Grund kann eine alleinig auf der Grundlage dieser Informationen getroffene Anlageentscheidung dazu führen, dass ihre Erwartungen von den eintretenden Ergebnissen nicht erfüllt werden.
Schweiz: Diese Finanzanalyse stellt weder einen Prospekt noch irgendeine Form des Angebots oder der Listung von Wertpapieren wie unter Artikel 652a, 752 and 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts sowie den Vorschriften der Schweizerischen Börse SWX beschrieben dar.
Hong Kong: Dieses Dokument darf in Hongkong nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

© Erste Group Bank AG 2017. All rights reserved.

Veröffentlicht durch:

Erste Group Bank AG, Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Hauptsitz: Wien

Firmenbuchnummer: FN 33209m

Handelsgericht Wien
Erste Group Homepage: www.erstegroup.com