

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 20.02.2018 11:00

Fertigstellung
20.02.2018 11:10

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

Veröffentlichung
20.02.2018 11:20

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
EVN	11
FACC	12
KELAG	13
KTM INDUSTRIES	14
MIBA	15
NOVOMATIC	16
OMV	17
PORR	18
S IMMO	19
STRABAG	20
SWIETELSKY	21
TELEKOM AUSTRIA	22
UNIQA	23
VERBUND	24
VIENNA INSURANCE GROUP	25
VOESTALPINE	26
WIENERBERGER	27

Quelle: Erste Group Research

Corporate Credit Monitor - Erläuterungen

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

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

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

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

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

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

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

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

Analyst

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

Sektor Anlagenbau /
Technologie

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

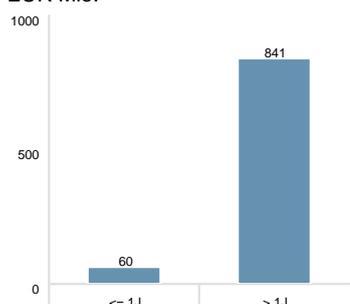
Finanzkalender

GJ 2017: 2. März 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

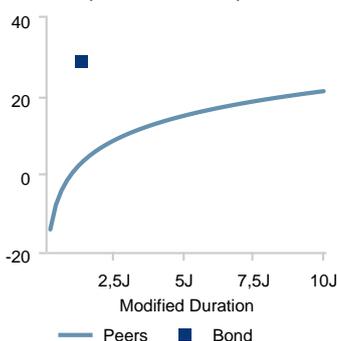
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Andritz, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ANDRITZ

Ergebnisentwicklung

Andritz berichtete für die ersten drei Quartale 2017 einen Umsatz von EUR 4,14 Mrd. (-2,3% J/J). Der Auftragseingang lag mit EUR 4,11 Mrd. (+1,9% J/J) über dem Vorjahresvergleichszeitraum, was vor allem auf den Geschäftsbereich Pulp & Paper zurückzuführen ist. Der Auftragsstand per 30. September 2017 betrug EUR 6,65 Mrd. (-2,0% vs. Ende 2016). Das EBITA erhöhte sich auf EUR 306 Mio. (+4,8% J/J), wurde aber durch einen Sondereffekt von insgesamt EUR 25 Mio., der größtenteils aus dem Verkauf des Schuler-Technikzentrums in China resultiert, positiv beeinflusst. Dadurch stieg die Profitabilität (EBITA-Marge) auf 7,4%; ohne diesen Einmaleffekt wäre sie mit 6,8% im Jahresvergleich unverändert geblieben.

Kommentar zum Kreditprofil

Andritz verfügte per Ende September 2017 über eine Netto-Cash-Position von EUR 767 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 20,6%. 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 jedoch mindestens das Level von 2016 erreichen.

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 Aufträge 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%	105,1%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

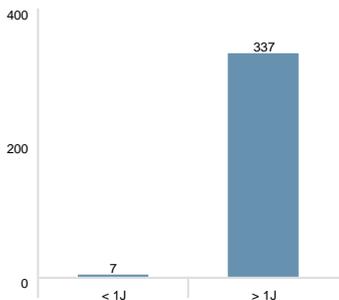
Sektor Parkgaragenbetreiber

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

Finanzkalender
2018

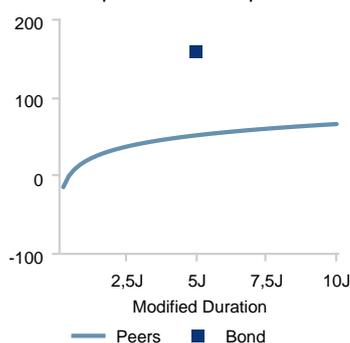
Letzter Credit-Bericht
n.v.

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 betragen 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 Anteilerwerbe 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	2,0%	105,8%	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 -/

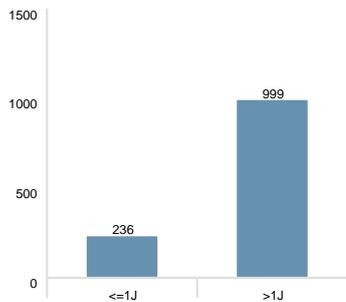
Finanzkalender

GJ 2017: Februar bzw. März 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

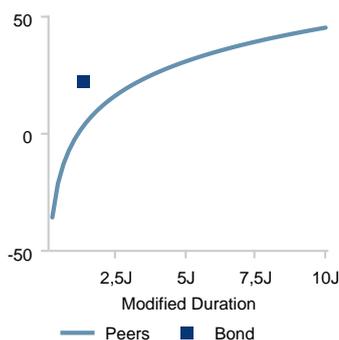
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BOREALIS

Ergebnisentwicklung

Dank rekordhoher Gewinnspannen im Polyolefingeschäft steigerte Borealis das EBITDA im Vorjahr (2016) auf EUR 1,3 Mrd. (+25,5% J/J) und erzielte mit EUR 1,1 Mrd. (+12,1% J/J) ein Rekord-Nettoergebnis. Die schrittweise Normalisierung der Polyolefinmargen führte in den ersten neun Monaten 2017 zu einem leichten Rückgang des Nettogewinns auf EUR 848 Mio. (-2,3% J/J). Der Gesamtumsatz stieg um 6,0% J/J. Das Marktumfeld im Pflanzennährstoffgeschäft blieb schwach. Die Rekordzahl an Turnarounds, die nun laut Management erfolgreich abgeschlossen sind, stellte 2017 eine Herausforderung dar. Im Pflanzennährstoffgeschäft geht Borealis von einem anhaltend schwierigem Marktumfeld aus, die Normalisierung der Polyolefinmargen - ausgehend von hohen Niveaus - sollte sich fortsetzen. Das Management erwartet insgesamt auch im vierten Quartal 2017 ein solides Ergebnis.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen des Konzerns bleiben stark. Per 30.09.2017 lag das berichtete Gearing bei 18% und damit etwas über dem Vergleichswert 2016 (13%). Die Kennzahlen erfüllen unserer Meinung nach Moody's quantitative Anforderungen für ein Investment Grade-Rating. Im dritten Quartal 2017 konnte die Nettoverschuldung gegenüber dem Vorquartal um EUR 30 Mio. reduziert werden: Wachstumsprojekte und Turnarounds erforderten laut Unternehmen hohe Investitionen, die aber durch die nach wie vor starken Cashflows, v.a. aus dem Polyolefingeschäft, mehr als ausgeglichen werden konnten. Seit Jahresbeginn stieg die Nettoverschuldung um EUR 475 Mio.. Für die bis 2019 laufende Anleihe halten wir im Peer-Vergleich niedrigere Spreads, trotz ihrem relativ kleinen Emissionsvolumen, für gerechtfertigt. Wir erachten die Anleihe als unterbewertet.

Unternehmensziele

Der Konzern strebt ein Gearing innerhalb der Zielbandbreite von 40%-60% an. Mit einem Wert von rd. 18% wurde die Zielbandbreite per 30.09.2017 mehr als 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%	105,3%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

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

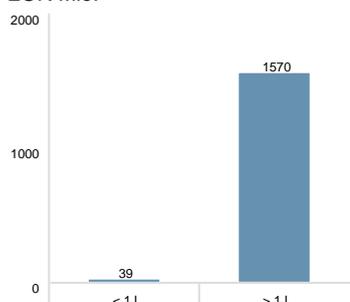
Finanzkalender

GJ 2017: 26. März 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(10.02.2017\)](#)

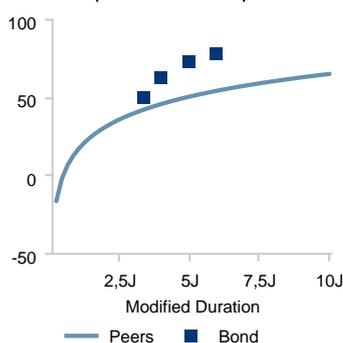
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: CA Immo, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

CA IMMO

Ergebnisentwicklung

Die CA Immo präsentierte starke Zahlen zu den ersten neun Monaten des GJ 2017. Die Mieterlöse verzeichneten einen Zuwachs von 8,9% J/J auf EUR 133,5 Mio, das operative Ergebnis (EBITDA) stieg um 11% J/J auf EUR 124,1 Mio. Das Neubewertungsergebnis lag in den 9M mit EUR 32,9 Mio. deutlich unter dem Vorjahr: Die größten Beiträge steuerten Bestandsobjekte in Berlin und München bei. Der FFO I, Kennzahl für die nachhaltige Ertragskraft aus dem Vermietungsgeschäft, erreichte EUR 84,8 Mio. (9M 2016: EUR 69,9 Mio.). Der Finanzierungsaufwand des Konzerns, wesentliche Komponente des nachhaltigen Ergebnisses, verringerte sich signifikant durch die kontinuierliche Optimierung der Finanzierungsstruktur um -17,8% gegenüber 2016 auf EUR -26,4 Mio.

Kommentar zum Kreditprofil

Ende September 2017 lag das Gearing bei 60,2%. Nach der Emission einer Unternehmensanleihe im Februar 2017 (EUR 175 Mio.) folgte im Q3 eine Wandelanleihe (EUR 200 Mio.). Der Emissionserlös beider Anleihen wurde zur Reduktion der Finanzschulden verwendet. Die Bilanz der Gruppe ist mit einer EK-Quote von 51,6% (Sept 2017) unverändert robust. Seit 2015 verfügt CA Immo 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. Angesichts des stabilen Finanzprofils würden wir geringere Spreads für alle Anleihen für gerechtfertigt halten. Daher erachten wir alle Anleihen als unterbewertet.

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. 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%	103,7%	unterbewertet
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	175	500	0,9%	106,9%	unterbewertet
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	150	1.000	1,2%	107,0%	unterbewertet
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	1,4%	102,1%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor Glücksspiel

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

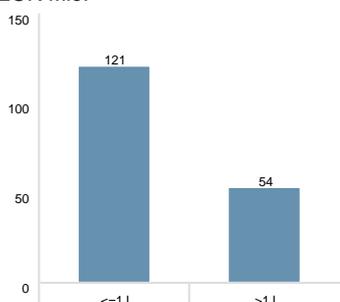
Finanzkalender

GJ 2017: März 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

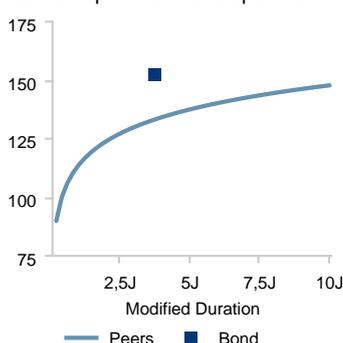
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



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	1,7%	110,5%	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 Catering

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

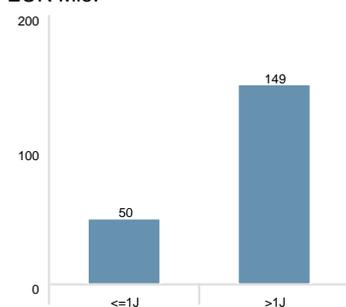
Finanzkalender

GJ 2017/18: 14. Juni 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

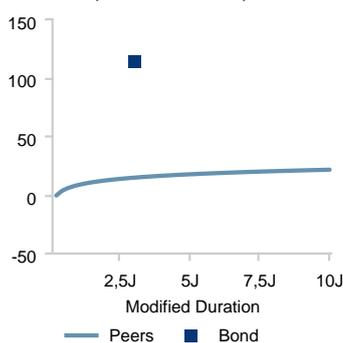
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: DO&CO, Erste Group Research
Stand 31.12.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

DO&CO

Ergebnisentwicklung

DO&CO erzielte in den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2017/18 (endete am 31. Dezember 2017) einen Umsatz von EUR 672 Mio. (-8,9% J/J); dieser Rückgang betraf alle drei Geschäftsfelder, jedoch das International Event Catering am meisten (-20,2% J/J). Zusätzlich wurde das operative Ergebnis durch negative Fremdwährungseffekte und Sparmaßnahmen im Airline Catering in der Türkei ("schwieriges Jahr in der Türkei") sowie eine wesentliche Reduktion des Geschäftsvolumens beim Airline-Kunden NIKI geschwächt. Positiv wurde das Ergebnis beeinflusst durch das Wachstum in DE, USA, UK, IT und PL, die Eröffnung der Gourmetküche in Los Angeles sowie das Gewinnen von Juventus Turin als neuen Kunden. Die Profitabilität verringerte sich nur geringfügig.

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 Dezember 2017 bei guten 41,2%. Aufgrund des breit diversifizierten Ansatzes (hinsichtlich Geschäftssegmente, Marken und Regionen) sowie der weiterhin guten Kreditkennzahlen halten wir den Spread der Anleihe für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

Unternehmensziele

DO&CO nimmt an mehreren bedeutenden Ausschreibungen in Wien, Madrid und London teil, deren Entscheidungen in den nächsten Monaten erwartet werden. Das Zugcatering für die ÖBB wird mit 31. März 2018 beendet. Nach dem "schwierigen Jahr in der Türkei" erwartet das Unternehmen nun wieder erfreuliche Entwicklungen des Geschäftsverlaufs. Es werden jedoch keine Guidance-Zahlen genannt.

Risiken

Die Zukunft der Geschäftsaktivitäten in der Türkei ist nicht klar, auch die politische Entwicklung birgt weiterhin Unsicherheiten. 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	1,2%	105,3%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor Holzindustrie

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

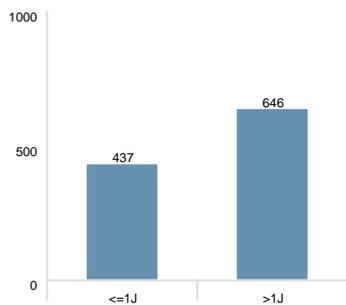
Finanzkalender

GJ 2017/18: Juli 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

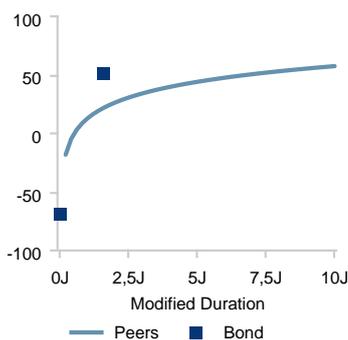
**Fristenstruktur
der Finanzverbindlichkeiten**
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research
Stand 31.10.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EGGER

Ergebnisentwicklung

Egger berichtete im HJ 2017/18 (endete am 31. Oktober 2017) ein Umsatzplus von 11,1% J/J auf EUR 1,32 Mrd., wobei das Wachstum alle Regionen und alle Segmente betraf. Das Unternehmen profitierte von der positiven Konjunktorentwicklung und steigenden Bautätigkeit in Europa sowie von den stark wachsenden Märkten in Asien und Nordamerika. Lediglich in Großbritannien mussten leichte wechselkursbedingte Verluste hingenommen werden. Das EBITDA erhöhte sich um 17,4% J/J auf EUR 222,5 Mio.; somit stieg die Profitabilität weiter.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung erhöhte sich per Ende Oktober 2017 auf EUR 886 Mio. (von EUR 726 Mio. per Ende April 2017) und ist v.a. auf einen neuen Kredit in Höhe von EUR 75 Mio. sowie eine gezogene (aber im November 2017 bereits wieder zurückbezahlte) Kreditlinie im Ausmaß von EUR 65 Mio. zurückzuführen. Dank guter operativer Ergebnisse verschlechterten sich die Kreditkennzahlen trotz höherer Verschuldung nur geringfügig. Das steht voll im Einklang mit der Expansionsstrategie des Unternehmens (siehe Ziele). 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

Egger befindet sich in einer Wachstumsphase: Im HJ 2017/18 wurde ein Spanplattenwerk in Concordia, Argentinien als erster Produktionsstandort außerhalb Europas erworben. Zwei weitere Greenfield-Projekte sind bereits in Bau (Polen) bzw. in Planung (USA). Das Unternehmen rechnet mit einem Umsatzwachstum und einem stabilen Ergebnis für das Gesamtjahr 2017/18, ohne konkrete Guidance-Zahlen zu nennen.

Risiken

Größere Unsicherheiten können von den Auswirkungen der Brexit-Verhandlungen und den anhaltenden politischen Spannungen in der Türkei ausgehen. Auch die oben genannten Wachstumsprojekte 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: EGGGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0NBF0	07.03.2018	5,625%	200	500	-0,9%	100,2%	neutral
AT0000A0WNP5	01.10.2019	4,500%	150	500	0,3%	106,4%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor **Versorger**

Moody's **-/**

S&P **A/stabil**

Fitch **-/**

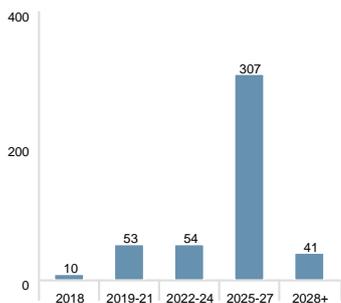
Finanzkalender

HJ 2017/18: Juni 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

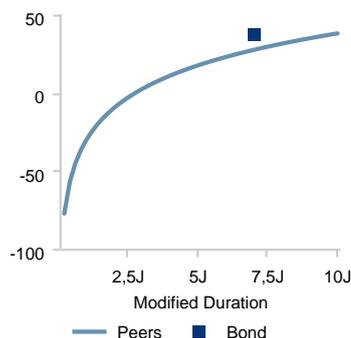
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Energie AG Oberösterreich, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

Ergebnisentwicklung

Energie AG OÖ erreichte im GJ 2016/17 (endete am 30. September 2017) das beste Ergebnis der Unternehmensgeschichte. Vor allem der kalte Winter und der damit verbundene Mehrverbrauch bei Strom, Erdgas und Wärme waren die Treiber, aber das Unternehmen profitierte auch von den positiven Effekten der hausinternen Restrukturierungs- und Effizienzsteigerungsprogrammen sowie von Wertaufholungen. Der Umsatz stieg in allen Segmenten, insgesamt um 9,9% J/J auf EUR 1,7 Mrd. Die Profitabilität konnte weiter gesteigert werden. Der freie Cashflow verringerte sich nur geringfügig im Vergleich zum Vorjahr trotz höherer Investitionen.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung geht seit sieben Jahren laufend zurück und betrug Ende September 2017 EUR 371 Mio. (-15% J/J). Dadurch verbesserten sich alle Kreditkennzahlen erneut: Das Gearing lag bei 29,0% (vs. 38,8% im Vorjahr), die Entschuldungsdauer bei 0,9x (vs. 1,2x im Vorjahr). Die Eigenkapitalquote stieg auf starke 41,6%. Die einzige ausstehende Anleihe in Höhe von EUR 300 Mio. macht den Großteil der Finanzverbindlichkeiten aus. 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 (siehe Risiken) sehen wir die einzige Anleihe des Unternehmens neutral bewertet.

Unternehmensziele

Das Management plant, das Investitionsvolumen weiter zu erhöhen, von EUR 190 Mio. im GJ 2016/17 auf EUR 240 Mio. im GJ 2017/18. Es ist für Projekte mit den Schwerpunkten Nachhaltigkeit, Versorgungssicherheit und Digitalisierung vorgesehen. Im GJ 2017/18 soll ein "sehr gutes Ergebnis auf dem Niveau der vergangenen Jahre" erzielt werden.

Risiken

Aufgrund der im Frühjahr 2017 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. Die Auswirkung auf die Strompreise wird voraussichtlich gering sein, doch die Bereitstellung der nachgefragten Energiemengen in Österreich könnte gerade in Zeiten hohen Bedarfs eine besondere Herausforderung darstellen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	15,7%	18,7%	20,8%	23,2%		
EBIT-Marge	5,9%	7,6%	8,8%	13,2%		
Eigenkapitalquote	34,7%	36,5%	37,7%	41,6%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	49,2%	45,4%	38,8%	29,0%		
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0x	1,7x	1,4x	0,9x		
EBITDA / Zinsaufwand	8,0x	10,5x	13,4x	14,8x		
EBIT / Zinsaufwand	3,0x	4,2x	5,7x	8,4x		
Operativer Cashflow	227,3	238,0	246,0	279,0		
Investitionscashflow	13,3	-142,0	-125,0	-162,0		
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	30,9%	39,9%	45,1%	62,9%	Aa	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	21,9%	31,1%	35,0%	51,3%	Aa	↑

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	1,1%	122,5%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor Versorger

Moody's A2/stabil

S&P A-/stabil

Fitch -/

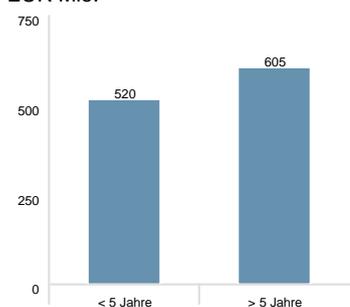
Finanzkalender

Q1 2017/18: 28. Februar 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

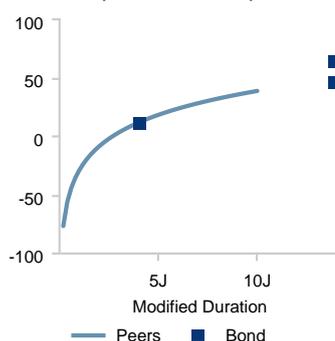
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: EVN, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EVN

Ergebnisentwicklung

Die EVN ist neu in unserer Coverage. Der Konzern, mit Sitz in Niederösterreich, erzeugt und vertreibt Strom, Gas, Wärme und Wasser in Österreich, Ost- und Südosteuropa. Zu den Tätigkeitsfeldern gehören auch Netzbetrieb, Energiehandel sowie Energiedienstleistungen für Privat- und Businesskunden. Im GJ 2016/17 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz von EUR 2.216 Mio. (+8,3% J/J). Dieser Anstieg ist auf außergewöhnliche Witterungsbedingungen zurückzuführen, die deutliche Zuwächse in Energie- und Netzabsatz mit sich brachten. Weitere positive Impulse gingen vom internationalen Projektgeschäft, der Vermarktung thermischer Kraftwerke und der erneuerbaren Erzeugung aus. Trotz gestiegener operativer Aufwendungen sowie einer bereits in Q2 erfolgten Wertberichtigung von Vorräten stieg das EBITDA auf EUR 722 Mio. (+19,4% J/J). Folglich verbesserte sich auch die Profitabilität. Der operative Cashflow (EUR 509 Mio.) und der freie Cashflow (EUR 342 Mio.) fielen stark positiv aus.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist seit mehreren Jahren rückläufig und betrug Ende September 2017 EUR 953 Mio. (vs. EUR 1.316 Mio. ein Jahr zuvor). In Folge verbesserten sich auch alle Kreditkennzahlen: Das Gearing betrug Ende September 2017 30,2% (vs. 47,5% im Vorjahr), die Eigenkapitalquote stieg auf 48,8% von 42,3% und die Entschuldungsdauer sank auf 1,6 Jahre von 2,6 Jahren. Rund 45% der Finanzverbindlichkeiten bestehen aus Anleihen, der Rest sind Bankdarlehen. Angesichts der guten operativen Ergebnisse und des verbesserten Finanzprofils wurde EVN im April 2017 von den Ratingagenturen Moody's (von A3 auf A2) und S&P (von BBB+ auf A-) hinaufgestuft; der Ausblick blieb stabil. Im Peer-Vergleich stufen wir die drei ausstehenden Anleihen des Unternehmens als neutral ein.

Unternehmensziele

Im GJ 2016/17 wurde das Konzernergebnis von mehreren einmaligen Faktoren positiv beeinflusst (siehe oben). Bei durchschnittlichen energiewirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist mit einem Rückgang des Konzernergebnisses für das GJ 2017/18 zu rechnen. Für die kommenden Geschäftsjahre soll das Investitionsvolumen EUR 400 Mio. betragen.

Risiken

EVN ist u.a. in Ländern mit höherem Länderrisiko investiert, wie z.B. Mazedonien, Bulgarien oder Russland. Der Abschluss eines Vertrag über Abwasserentsorgung in Kuwait ist noch ausständig.

Kennzahlen

EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	Proxy	3J Trend
EBITDA-Marge	9,3%	27,3%	29,5%	32,6%		
EBIT-Marge	-17,3%	12,6%	12,7%	15,7%		
Eigenkapitalquote	38,5%	39,8%	42,3%	48,8%		
Nettoverschuldung / Eigenkapital	65,5%	54,9%	47,5%	30,2%		
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	10,5x	2,9x	2,6x	1,6x		
Nettoverschuldung / EBITDA	9,4x	2,4x	2,2x	1,3x		
EBITDA / Zinsaufwand	2,4x	8,9x	10,1x	13,2x		
EBIT / Zinsaufwand	-4,4x	4,1x	4,3x	6,4x		
Operativer Cashflow	546,0	478,3	463,0	508,9		
Investitionscashflow	-243,3	-72,7	-230,6	-70,6		
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	17,4%	26,1%	34,6%	48,7%	A	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	11,9%	20,5%	28,5%	40,5%	A	→

Quelle: EVN, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0690623771	13.04.2022	4,250%	300	1.000	0,4%	115,4%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	1,8%	127,5%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	2,0%	125,8%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor Luftfahrttechnik

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

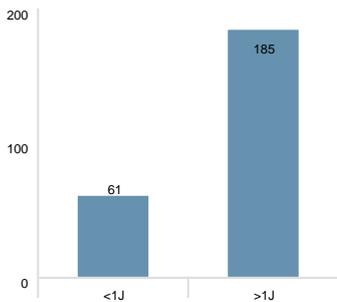
Finanzkalender

GJ 2017/18: n.v.

Letzter Credit-Bericht

n.v.

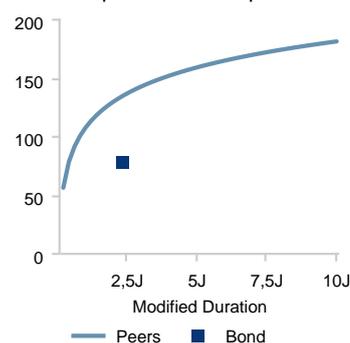
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: FACC, Erste Group Research
Stand 30.11.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

FACC

Ergebnisentwicklung

FACC profitiert vom dynamischen Wachstum der Luftfahrtindustrie. In den ersten neun Monaten 2017/18 stiegen Umsatz (564,7 Mio., +8,8% J/J) und Profitabilität (EBIT-Marge nach Einmaleffekten: 7,2%; Vorjahr: 1,1%). Material- und Personalaufwand konnten in Relation zum Umsatz gesenkt werden. Die Segmente Engines & Nacelles sowie Interiors erzielten im Unterschied zum Vorjahreszeitraum beide ein positives EBIT. Die Margenstagnation im größten und (nach Einmaleffekten) profitabelsten Segment Aerostructures (EBIT-Marge 9M 2017/18: 11,8% vs. Vorjahr 11,9%) ist nur ein kleiner Wermutstropfen. Trotz weiterer Wachstumsinvestitionen verbesserte sich der Free Cashflow dank höherem Cashflow aus dem Ergebnis deutlich auf EUR +15,0 Mio. (9M 2016/17: EUR -60,5 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Durch die gute Geschäftsentwicklung lässt der Konzern die finanziellen Folgen des Cyber-Betrugsfalls des GJ 2015/16 erfolgreich hinter sich. Entwickelte Produkte gehen vermehrt in die Serienfertigung über, die Produktumsätze steigen (+11,4% J/J). Lernkurveneffekte tragen zur Profitabilitätssteigerung bei. Wesentliche Kreditkennzahlen verbessern sich. Die Eigenkapitalquote kletterte per 30.11.2017 auf 43,8% (28.02.2017, adjustiert: 39,3%). Die Branchenperspektiven sind weiterhin gut: der Flugverkehr nimmt weltweit zu, die Nachfrage nach Flugzeugen und der Auftragsstand bei FACC bleibt hoch (er lastet die Kapazitäten für sieben Jahre aus). Aufgrund dieser Perspektiven sollte FACC das Kreditprofil aller Voraussicht nach mittelfristig weiter verbessern können. Aufgrund der guten Geschäftsentwicklung und des guten Ausblicks sehen wir die FACC-Anleihe trotz der verglichen zu High Yield-Industrieanleihen relativ engen Spreads derzeit weiterhin neutral.

Unternehmensziele

Für das GJ 2017/18 erwartet FACC aus heutiger Sicht Umsätze in Höhe von EUR 740-750 Mio. (Vorjahr: EUR 704 Mio.) sowie ein um Einmaleffekte bereinigtes EBIT von EUR 45-50 Mio.. Effizienzsteigerungsprojekte zur nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens wurden und werden forciert. Der Konzern sieht die Instandhaltung und Reparatur von Composite-Systemen - durch den steigenden Anteil von Composite-Strukturen in neuen Flugzeugen - als Geschäftsfeld mit Potential. Das im Rahmen der "Vision 2020" gesteckte Umsatzziel (EUR 1 Mrd. für GJ 2020/21) bleibt aufrecht.

Risiken

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

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	0,7%	107,1%	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 Versorger

Moody's -/

S&P A/stabil

Fitch -/

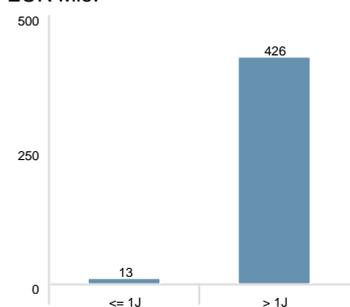
Finanzkalender

GJ 2017: Ende April 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

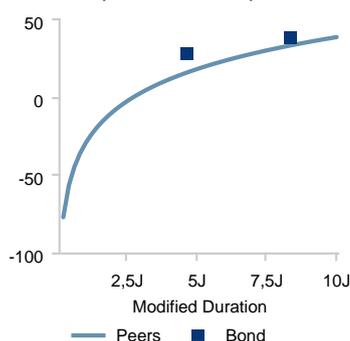
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



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	0,7%	111,4%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	1,3%	112,7%	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

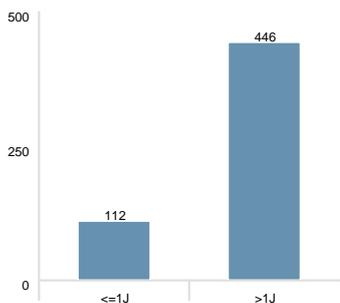
GJ 2017: 27. März 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

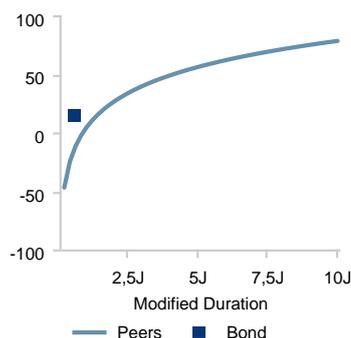
EUR Mio.



Quelle: KTM Industries, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KTM INDUSTRIES

Ergebnisentwicklung

Die KTM Industries AG ist eine im Automotive-Sektor operierende Industrieholding (Beteiligungen: KTM, WP, Pankl u.a.). Das profitable Wachstum der wichtigsten Beteiligung KTM (Anteil: 51,7%) trug in den letzten Jahren wesentlich zur Stärkung der Kreditkennzahlen des Konzerns bei. KTM erzielt mehr als 80% des Gruppenumsatzes. Das erste Halbjahr 2017 verlief erneut positiv: Rekordabsatz: 110.000 Motorräder (+10,8% J/J), Umsatz +12% J/J, EBITDA +1% J/J. Die EBIT-Marge sank zwar, lag aber im Vorjahr aufgrund von Einmaleffekten besonders hoch. Der Free Cashflow reduzierte sich primär aufgrund höherer Investitionen ins Working Capital (EUR -72,2 Mio. vs. EUR -43,4 Mio.). Das Gearing ging im Vergleich zum Vorjahr zurück (30.06.2016: 122,3%; 30.06.2017: 97,5%).

Kommentar zum Kreditprofil

Wesentliche Kreditkennzahlen sind u.E. nach mit einem Investment Grade-Rating kompatibel. Die Liquiditätsausstattung ist gut. Neben KTM erzielten auch Pankl (Beteiligung: 94,5%) und WP (88,3%) Umsatzzuwächse. Pankl entwickelt und produziert Leichtbaukomponenten für die Rennsport- u. Luftfahrtindustrie. Die WP-Gruppe ist im Motorrad-Zulieferbereich tätig. Das Management erwartet für 2017 einen konsolidierten Umsatz von mehr als EUR 1,5 Mrd. und ein operatives EBIT von mehr als EUR 130 Mio.. Die ausstehende Anleihe schätzen wir angesichts der kurzen Restlaufzeit (< 1 Jahr) als neutral ein.

Unternehmensziele

Wachstumsperspektiven sieht der Konzern vor allem in den Emerging Markets (Asien, Südamerika). Innerhalb der Konzernbereiche sollen wechselseitige Synergiepotenziale genutzt werden. Die Marke "Husqvarna Motorcycles" wird global ausgerollt.

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%	102,7%	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 2017/18: August 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

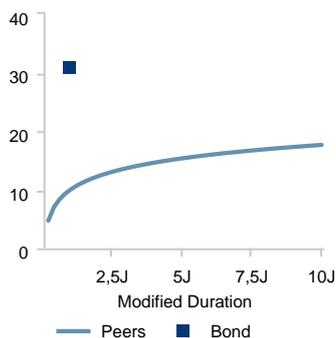
Fristenstruktur

der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

MIBA

Ergebnisentwicklung

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

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: MIBA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0T8M1	27.02.2019	4,500%	58	500	0,0%	104,3%	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-/stabil
Fitch	-/

Finanzkalender

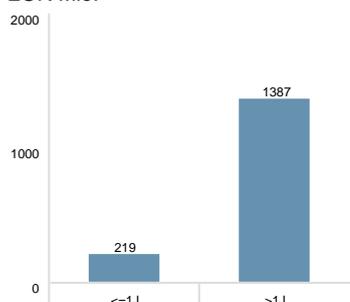
GJ 2017: April 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(09.09.2016\)](#)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

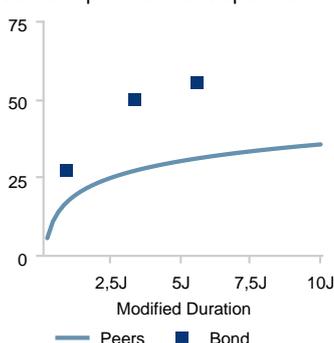
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research
Stand 30.06.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

NOVOMATIC

Ergebnisentwicklung

Novomatic steigerte den Umsatz im 1. HJ 2017 um 11,3% J/J auf EUR 1,2 Mrd.. Akquisitionen trugen dazu maßgeblich bei. Das EBITDA ging leicht zurück (-1,6% J/J). Geänderte steuerliche Rahmenbedingungen in Österreich und Italien, Vorarbeiten für ab 2018 gesetzlich vorgeschriebene Umstellungen von Glücksspielgeräten in Deutschland, negative Fremdwährungseffekte und Anlaufverluste bei Novomatic Lottery Solutions belasteten die Ertragsentwicklung. Das EBIT sank um 26,3% J/J auf EUR 104,2 Mio.. Der Free Cashflow (FCF) verbesserte sich trotz fortgesetzter Akquisitionstätigkeit leicht auf EUR -95,7 Mio. (1. HJ 2016: EUR -107,3 Mio.). Vor Akquisitionen wurde ein positiver FCF erzielt. Die Eigenkapitalquote schwächte sich seit Jahresbeginn auf 36,6% (31.12.2016: 37,4%) ab.

Kommentar zum Kreditprofil

Kreditkennzahlen wie Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächen sich tendenziell ab, liegen u. E. nach aber weiterhin im Investment Grade Bereich. In UK stieg Novomatic im Vorjahr durch eine Akquisition zum größten Spielstättenbetreiber bei "Adult Gaming Centers" auf. Im 1. HJ 2017 akquirierte der Konzern v.a. in Deutschland und Polen. 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 bis Jahresende 2017 erwartet. Sie ergänzen das Konzern-Portfolio unserer Einschätzung nach gut. Die Diversifizierung des Konzerns wird weiterhin 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 2019 laufende Anleihe sehen wir aufgrund ihrer kurzen Restlaufzeit 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 zurückgehen. S&P stuft das Rating am 29.11.2017 v.a. aufgrund schwächerer Kreditkennzahlen und gesunkener Profitabilität in Folge von Akquisitionen sowie temporär höherer Investitionen zur Anpassung an regulatorische Änderungen (v.a. in Deutschland) von BBB auf BBB- ab. Der Ausblick ist stabil.

Kennzahlen

EUR Mio.	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
AT0000A0XSN7	28.01.2019	4,000%	250	500	0,0%	103,6%	neutral
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	0,6%	107,6%	unterbewertet
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	1,1%	102,3%	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

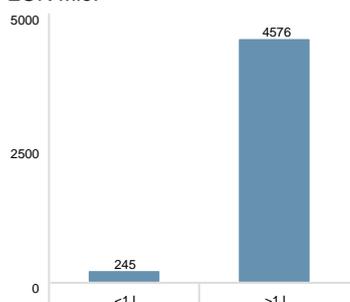
GJ 2017: 21. Februar 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

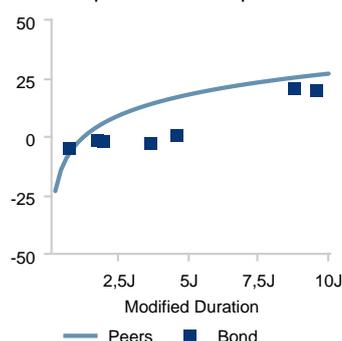
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

OMV

Ergebnisentwicklung

Der gestiegene Ölpreis sowie gute Raffinerie-Margen bescherten OMV in den ersten 9M 2017 ein starkes Ergebnis. Auch das hohe Produktionsniveau (Beiträge aus Libyen & Steigerung in Norwegen) sowie gesunkene Produktionskosten wirkten sich positiv auf Ergebnis (9M 2017 CCS Operatives Ergebnis vor Sondereffekten: EUR 2,3 Mrd. vs. 9M 2016: EUR 1,1 Mrd.) und operativen Cashflow (+19% J/J) aus. Der starke Free Cashflow nach Dividenden von rd. EUR 2,5 Mrd. (9M 2016: EUR 0,3 Mrd.) inkludierte zwar Mittelzuflüsse aus Veräußerungen (u.a. UK Upstream-Division, OMV Petrol Ofisi) iHv von insgesamt EUR 1,8 Mrd.. Doch allein der operative Cashflow (EUR 2,7 Mrd.) überstieg Investitionen und Dividende (zusammen ~EUR 1,6 Mrd.) klar um rund EUR 1 Mrd..

Kommentar zum Kreditprofil

Der Portfoliumbau in Richtung günstigerer Förderregionen schreitet voran. Devestitionen wurden durchgeführt, 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 30.9.17 im Vergleich zum 31.12.16 (21%) deutlich auf rd. 3%. Das Kreditprofil ist stark, die Liquiditätsausstattung komfortabel. Spreads einiger Senior Bonds liegen deutlich unter Peer-Niveau. Wir erachten sie daher als überbewertet. Die bis 19.11.18 laufende Anleihe (kurze Restlaufzeit) stufen wir neutral ein. Auch die im Dezember neu emittierte Anleihe (Laufzeit bis 2026) bewerten wir neutral. Für die bis 2027 laufende Anleihe lautet die Bewertung ebenfalls neutral.

Unternehmensziele

Ziel ist es, die Reserve-Ersatzrate langfristig auf 100% zu heben (3J-Schnitt: 70%). Die Produktionskosten sollen durch den Ausbau der Aktivitäten in günstigen Förderregionen (Russland, Mittlerer Osten) gesenkt werden. Ein starkes IG-Rating soll beibehalten werden. Ein Ziel der Finanzpolitik ist es, die Dividende voll aus dem FCF zahlen zu können.

Risiken

Die Beteiligungsveräußerungen machten zum Teil erhebliche Wertminderungen erforderlich. Die Sicherheitslage in Libyen bleibt ein Risikofaktor. Steigender, im Vergleich zu den Vorjahren aber weiterhin relativ niedriger Ölpreis. Schwieriges Marktumfeld im Bereich Downstream-Gas, der restrukturiert wird. US-Sanktionen gegen Rußland stellen ein potentielles Risiko für die Umsetzung des Nordstream 2-Projekts 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	-0,3%	100,6%	neutral
XS0996734868	25.11.2019	1,750%	500	1.000	-0,2%	103,3%	überbewertet
XS0485316102	10.02.2020	4,375%	500	1.000	-0,1%	108,8%	überbewertet
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	0,2%	114,6%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	0,4%	109,9%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	1,3%	97,8%	neutral
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	1,3%	119,9%	neutral
XS1294342792	1) 00.00.0000	5,250%	750	1.000	1,4%	113,8%	n.v.
XS1294343337	2) 00.00.0000	6,250%	750	1.000	2,5%	126,0%	n.v.
XS0629626663	3) 00.00.0000	6,750%	750	1.000	-0,3%	101,1%	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, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Bauwirtschaft

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

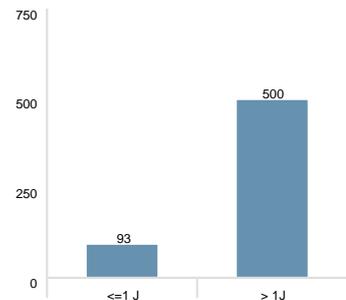
Finanzkalender

GJ 2017: 26. April 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

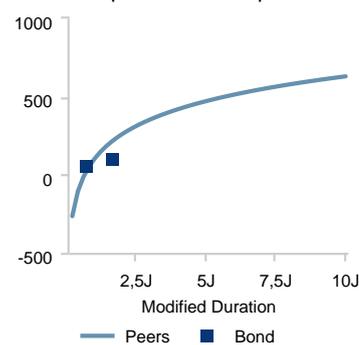
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

PORR

Ergebnisentwicklung

Nachdem die Halbjahreszahlen 2017 eine Gewinnwarnung auslösten, fielen die 9M Ergebnisse generell ohne negative Überraschung aus. Einem Anstieg der Produktionsleistung auf EUR 3,3 Mrd. (+19,9% J/J) und einem EUR 5,8 Mrd. schweren Auftragsbestand (+12,1% J/J), stehen deutlich schwächere Profitabilitätswerte gegenüber: EBITDA (-1,4% J/J), EBIT (-32,8% J/J) und EBT (-30,3% 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. Laut Management verlaufen aber alle Projekte in Katar plangemäß. Im November wurde ein neuer CFO per 1. Februar 2018 bestellt.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Verschuldungskennzahlen konnten auf Jahressicht schrittweise verbessert werden. In den 9M 2017 kam es allerdings zu einer Verschlechterung. So lag die Nettoverschuldung Ende September 2017 bei EUR 500,5 Mio. (Dez. 2016: Nettoliquidität von EUR 53,3 Mio.). Das Gearing stieg somit auf 90,3% (Dez. 2016: -12,1%). Die Nettoverschuldung soll laut Management per Ende Dezember 2017 auf ca. EUR 300 Mio. oder darunter liegen. Die Stärkung der EK-Quote auf 19,6% (Dez. 2016: 18,7%) konnte hauptsächlich durch die im Februar 2017 emittierte Hybridanleihe erreicht werden. Aufgrund der weiterhin mageren Profitabilität und des durch die höhere Verschuldung geschwächten Kreditprofils sehen wir der Spread der in 2019 fälligen Anleihe gegenüber der Peer-Anleihen zu niedrig und halten daher diese für überbewertet. Aufgrund der kurzen Laufzeit sehen wir die bis 2018 laufende Anleihe neutral.

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%. Mit dem Erreichen dieses Ziels rechnet das Management erst im GJ 2019/2020. 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	0,2%	104,3%	neutral
AT0000A19Y28	28.10.2019	3,875%	52	500	0,8%	104,8%	überbewertet
XS1555774014	1) 00.00.0000	5,500%	125	100.000	3,9%	105,1%	n.v.
AT0000A19Y36	2) 00.00.0000	6,750%	25	500	2,6%	113,3%	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, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Immobilien

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

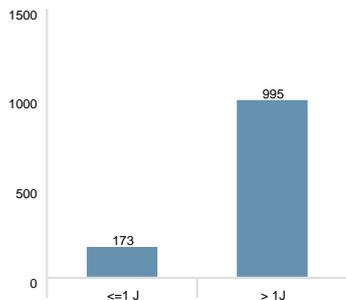
Finanzkalender

GJ 2017: 05. April 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

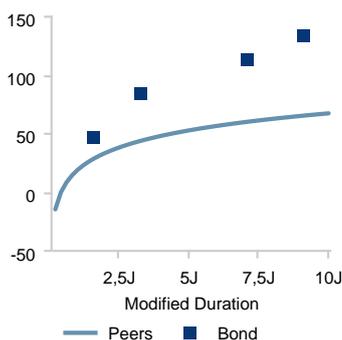
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research
Stand 30.09.2017
inkl. Genussscheinkapital

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

S IMMO

Ergebnisentwicklung

S Immo präsentierte starke Zahlen für die ersten neun Monate 2017. Die Gesamterlöse betragen EUR 144,2 Mio. und lagen damit in etwa auf dem Niveau des Vorjahres. Die darin enthaltenen Mieterlöse reduzierten sich verkaufsbedingt um 2,8% J/J auf EUR 86,0 Mio. Das EBITDA konnte in den 9M 2017 auf EUR 71,3 Mio. (Vj: EUR 68,7 Mio.) gesteigert werden. Das Bewertungsergebnis entwickelte sich sehr positiv und lag bei EUR 68,2 Mio. Dabei trug der deutsche Markt, aber auch Österreich und CEE erheblich zum positiven Bewertungsergebnis bei. Der FFO I, der eine wesentliche Kennzahl für die operative Performance eines Immobilienunternehmens darstellt und keine Verkäufe von Bestandsobjekten beinhaltet, stieg in den 9M 2017 um 17,6% J/J auf EUR 36,8 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 (Sept 2017: 112,8%). Die EK-Quote lag Ende 9M 2017 bei 39,8% (Dez 2016: 36,2%). Die Loan-to-Value-Ratio (Immobilienvermögen / Nettoverschuldung (inkl. Genussscheinkapital)) verbesserte sich auf 49,2% (Dez 2016: 55,9%). 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 für neutral: Grund ist das geringere ausstehende Volumen.

Unternehmensziele

Das attraktive Portfolio und die Projektpipeline mit einem Investitionsvolumen von aktuell 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 gesehen, wo im Berichtszeitraum über 40 Immobilien wie zum Beispiel in Leipzig oder Kiel gekauft wurden. Das Management geht davon aus, dass diese Projekte und Ankäufe in den kommenden Jahren nachhaltige Erträge sichern werden. Das Unternehmen ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Das Management erwartet ein erfolgreiches Jahresergebnis und blickt mit großem Optimismus ins 2018.

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%	104,0%	unterbewertet
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	90	500	0,9%	111,0%	unterbewertet
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,9%	108,6%	neutral
AT0000A1DVK5	21.04.2027	3,250%	65	500	2,4%	106,9%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Bauwirtschaft

Moody's -/

S&P BBB/stabil

Fitch -/

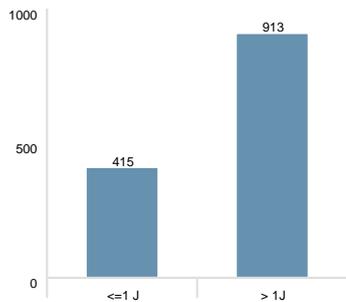
Finanzkalender

GJ 2017: 27. April 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

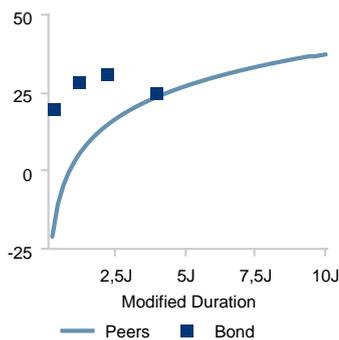
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

STRABAG

Ergebnisentwicklung

STRABAG gab am 15.2.2018 erste Zahlen für das GJ 2017 sowie einen Ausblick auf 2018 bekannt. Sowohl die Bauleistung als auch der Auftragsbestand lagen 2017 mit EUR 14,6 Mrd. (+8% J/J) bzw. EUR 16,6 Mrd. (+12% J/J) erneut auf Rekordniveaus. Bereits bei der Veröffentlichung der 9M Zahlen zeigte sich das Unternehmen für das GJ 2017 optimistisch und hob die Guidance leicht an: die Bauleistung für 2017 wurde von zumindest EUR 14,0 Mrd. auf EUR 14,5 Mrd. erhöht. Wichtige Faktoren bleiben unter anderem der Straßenbau in Deutschland sowie mehrere Ingenieurbauprojekte in Österreich. Aber auch Zentral- und Osteuropa präsentiert sich derzeit stark. Laut Management stehen die Zeichen auf eine unverändert starke Nachfrage in fast all unseren Kernmärkten.

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 September 2017 lag diese bei EUR 151,5 Mio. (Dez. 2016: Nettoliquidität von EUR 557,2 Mio.). Die Eigenkapitalquote blieb Ende September 2017 mit 30,8% zwar leicht unter dem Niveau zum Jahresende 2016 (31,5%), ist aber trotzdem weiterhin hoch. Angesichts des verbesserten Finanzprofils und der starken Kreditkennzahlen erachten wir im Peer-Vergleich geringere Anleihe-spreads für die 2019, 2020 und 2022 fälligen Anleihen für gerechtfertigt und sehen diese als unterbewertet, obwohl die Spread-Kurve der Strabag-Anleihen derzeit leicht invers ist. Die 2018-Anleihe halten wir aufgrund der kurzen Restlaufzeit (< 1J) weiterhin für neutral.

Unternehmensziele

Das Management zeigt sich für das GJ 2018 optimistisch: Rekordiauftragsbestand von 2017 lässt eine positive Entwicklung bei der Bauleistung auf rund EUR 15 Mrd. erwarten. Das EBIT Margen-Ziel für 2018 von mindestens 3% sollte laut Management aus heutiger Sicht ebenfalls erreichbar sein.

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%	101,2%	neutral
AT0000A0V7D8	10.05.2019	4,250%	100	1.000	0,0%	105,0%	unterbewertet
AT0000A109Z8	21.05.2020	3,000%	200	1.000	0,2%	106,0%	unterbewertet
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	0,5%	104,0%	unterbewertet

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

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Bauwirtschaft

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

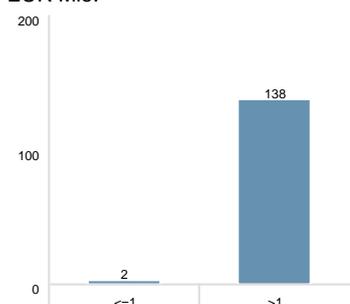
Finanzkalender

1HJ 2017/18: November/Dezember
2017

Letzter Credit-Bericht

n.v.

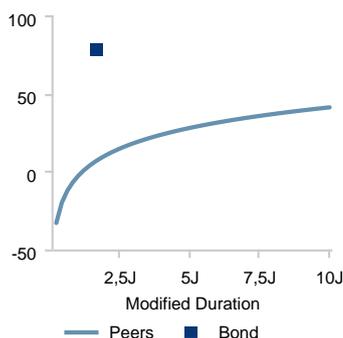
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



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	0,6%	106,1%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

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

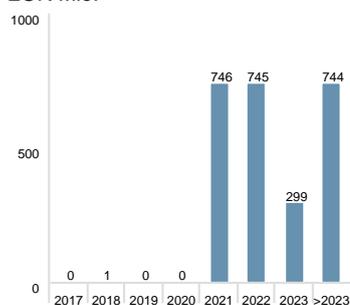
Finanzkalender

Q1 2018: 23-27 April 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(09.03.2017\)](#)

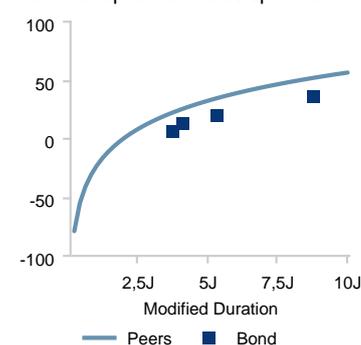
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research
Stand 31.12.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

TELEKOM AUSTRIA

Ergebnisentwicklung

Die Zahlen zum GJ 2017 entsprachen grundsätzlich den Konsensus-Schätzungen. Der Umsatz stieg um +4,1% J/J auf EUR 4,4 Mrd. und das EBITDA um +3,2% J/J auf EUR 1,4 Mrd. Der soliden operativen Entwicklung in Weißrussland sowie höheren Umsatzerlösen in Österreich, Bulgarien, Kroatien, der Republik Serbien und Slowenien stand ein niedrigerer Umsatz in der Republik Mazedonien gegenüber. Insgesamt summierten sich Einmaleffekte in den Umsatzerlösen und im EBITDA auf EUR +23,8 Mio. Zudem ergaben sich Effekte aus der Währungsumrechnung im Umsatz (EUR +11 Mio.) und im EBITDA (EUR +3,3 Mio.). Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit war leicht rückläufig (-1,7% J/J), was v.a. auf den erhöhten Working Capital Bedarf zurückzuführen war. Höhere Dividendenzahlungen (inkl. Kuponzahlungen für die Hybridanleihe) belasteten den Free Cashflow nach Dividenden (-22,1% J/J auf EUR 237,5 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung per Ende Dezember 2017 (EUR 2,3 Mrd.) lag beinahe auf Vorjahresniveau. Die Entschuldungsdauer zeigte mit 1,7 Jahren wie im GJ 2016 ebenfalls eine stabile Entwicklung. Die Verbesserung der Kreditkennzahlen seit 2013, die gute Marktposition in Österreich, sowie die starke Cashflow-Generierung führten zu einem positiven Ausblick bei S&P (Mai 2017) und Moody's (Juli 2017). Aufgrund der Reduktion der Finanzverbindlichkeiten und der Nutzung von günstigen Refinanzierungen sanken die Zinszahlungen ggn. dem Vorjahr deutlich um 39,9%. Die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen, die 2018 bzw. 2019 starten soll, könnte allerdings zu hohen Investitionen führen. Dies würde den freien Cashflow belasten und somit Druck auf die Spreads der ausstehenden Anleihen ausüben. Daher erachten wir alle TKA-Anleihen weiterhin als überbewertet.

Unternehmensziele

Das Management erwartet im GJ 2018 ein Wachstum der Konzern-Umsatzerlöse zwischen 1-2% J/J. Die Anlagenzugänge (CAPEX) werden 2018 bei rd. EUR 750 Mio. prognostiziert. 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.

Risiken

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 aktionärsfreundlich. Weitere M&A-Aktivitäten sowie die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnten das Kreditprofil belasten.

Kennzahlen

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

Quelle: TELEKOM AUSTRIA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0999667263	03.12.2021	3,125%	750	1.000	0,3%	110,5%	überbewertet
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	0,4%	114,4%	überbewertet
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	0,7%	114,4%	überbewertet
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	1,4%	100,9%	überbewertet

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

GJ 2017: 12. April 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(14.06.2017\)](#)

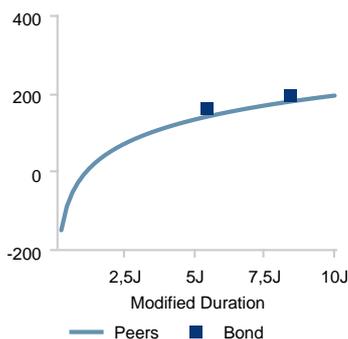
Fristenstruktur

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). In den ersten 9 Monaten 2017 stieg das Prämienvolumen (inkl. Sparanteile der fonds- und indexgebundenen Lebensversicherung) dank Zuwächsen in allen Sparten um 6,1% J/J. In CEE (+19,7% J/J) wurde besonders starkes Wachstum verzeichnet. Das Ergebnis vor Steuern konnte trotz rückläufigem Kapitalanlageergebnis (-6,2% J/J) auf EUR 181,4 Mio. (+21,8% J/J) gesteigert werden. Das gute versicherungstechnische Ergebnis (+69,4% J/J) und gesunkene Finanzierungskosten trugen dazu wesentlich bei. Die Kostenquote sank. Die Combined Ratio verbesserte sich auf 97,1% (9M 2016: 98,3%).

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 laufende Investitionsprogramm in Digitalisierungs- und IT-Projekte dürfte die Ergebnisse in den kommenden Jahren belasten, mittelfristig aber zu Kostensenkungen führen. S&P stuft die Holding mit A- ein (bestätigt am 2. Juni 2017). Der Ausblick ist stabil. Wir vergleichen UNIQAs Nachranganleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Kennzahlvereinordnungen und Trendermittlungen erfolgen bei UNIQA nicht. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir unterbewertet, auch jene mit 1. Call 2026 stufen wir gegenüber Peer-Anleihen unterbewertet ein.

Unternehmensziele

2017 erwartet der Konzern im Vorjahresvergleich eine Steigerung des Prämienvolumens um +4% J/J sowie eine leichte Steigerung des Ergebnisses vor Steuern. Bei der Combined Ratio wird 2017 eine Verbesserung gegenüber dem Wert für 2016 (98,1%) 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	2,7%	124,7%	unterbewertet
XS0808635436	2) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	1,9%	124,9%	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 **-/**

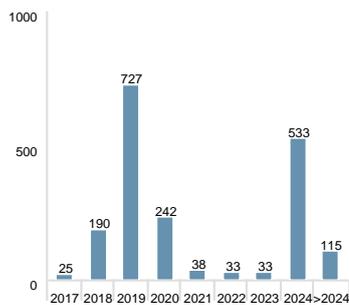
Finanzkalender

GJ 2017: 14. März 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(09.03.2017\)](#)

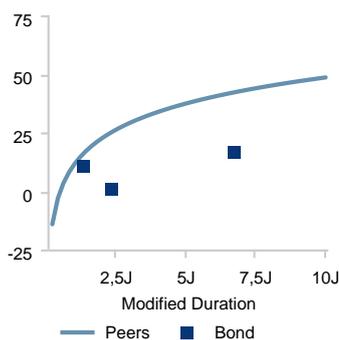
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research
Stand 30.09.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VERBUND

Ergebnisentwicklung

Verbund berichtete für die ersten drei Quartale 2017 einen Umsatz von EUR 2,2 Mrd. (+1,8% J/J). Die Ergebnisentwicklung war aufgrund einer unterdurchschnittlichen Wasserführung (6% unter dem langjährigen Durchschnitt) und des Wegfalls positiver Einmaleffekte im Vorjahr rückläufig. Positiv wirkten sich die gestiegenen Erlöse aus Flexibilitätsprodukten, insbesondere aus dem Engpassmanagement, aus. Das EBITDA sank um 18% J/J auf EUR 664 Mio. Die Profitabilität ging zurück, bewegt sich trotzdem noch auf einem hohen Niveau.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung verringert sich seit 2014 laufend und betrug Ende September 2017 EUR 3,1 Mrd. In Folge verbesserten sich die meisten Kreditkennzahlen, z.B. 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 des verbesserten Kreditprofils halten wir alle drei Anleihen für neutral.

Unternehmensziele

Das Management erwartet für das Gesamtjahr 2017 ein EBITDA von EUR 830 Mio. und einen moderat angehobenen Konzerngewinn von EUR 320 Mio. Die Dividenden-Ausschüttungsquote für 2017 soll zwischen 40% und 45% des um Einmaleffekte bereinigten Konzerngewinnes von voraussichtlich EUR 300 Mio. betragen. Der Umsatzbeitrag der Flexibilitätsprodukte soll von EUR 128 Mio. im Vorjahr auf EUR 184 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%	106,7%	neutral
XS0458119566	22.06.2020	4,875%	200	50.000	-0,0%	111,1%	neutral
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	0,9%	103,4%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor Versicherungen

Moody's -/

S&P A+/stabil

Fitch -/

Finanzkalender

GJ 2017: 18. April 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(27.03.2017\)](#)

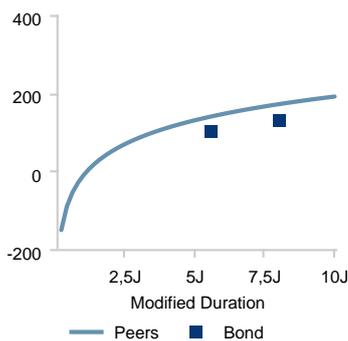
Fristenstruktur

der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VIENNA INSURANCE GROUP

Ergebnisentwicklung

Die Prämien konnten in den ersten neun Monaten 2017 um +2,7% J/J auf rd. EUR 7,2 Mrd., der Gewinn vor Steuern um 9,9% J/J auf EUR 331,2 Mio. gesteigert werden. Der positive Trend der Vorquartale setzte sich somit fort. Zum Prämienplus trugen v.a. die Kfz- und sonstige Sachversicherung bei. Bereinigt um die aufgrund des Niedrigzinsumfelds beabsichtigte Reduktion des Leben-Einmalerlagsgeschäfts stieg das Konzernprämienvolumen um 5,6% J/J. Die CEE-Märkte entwickeln sich besonders dynamisch: dort stieg das Prämienvolumen um +8,7% J/J, der Gewinn vor Steuern um 12,4% J/J. Die Combined Ratio sank im Vorjahresvergleich auf 97,3% (9M 2016: 97,9%). Das Finanzergebnis kletterte um 4,1% J/J (v.a. aufgrund der Einbeziehung der gemeinnützigen Gesellschaften sowie aufgrund höherer realisierter Gewinne aus der Veräußerung von Aktien).

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 lag per 30.09.2017 wie schon zum Halbjahr bei sehr starken 225% (2016: 195%). Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2023 stufen wir im Vergleich zu den Peers als neutral ein. Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2026 sehen wir ebenso neutral. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich bzw. gleich gerateten Peers. 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	2,2%	111,2%	neutral
AT0000A12GN0	2) 09.10.2043	5,500%	500	100.000	1,5%	121,1%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 02.03.2026 2) 09.10.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Stahl

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

Finanzkalender

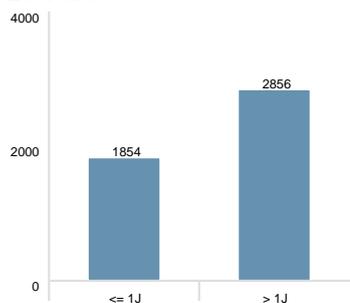
GJ 2017/18: 6. Juni 2018

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(18.09.2017\)](#)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

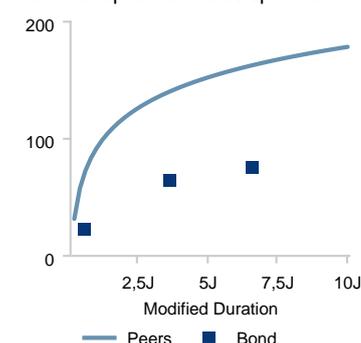
EUR Mio.



Quelle: voestalpine, Erste Group Research
Stand 31.12.2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VOESTALPINE

Ergebnisentwicklung

Die voestalpine Gruppe konnte die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres 2017/18 (1.4-31.3) erfolgreich abschließen. Der Umsatz stieg um 16,8% J/J auf EUR 9,5 Mrd. Insbesondere stach die Steel Division mit einer hervorragenden Nachfrage nach hochqualitativen Flachstahlprodukten hervor; höhere Preise und ein weiter optimierter Produktmix trugen aber auch dazu bei. Die Umsatzsteigerung in den drei anderen Divisionen ist jeweils v.a. auf eine Mengenausweitung zurückzuführen. Auf Jahressicht verbesserte sich das EBITDA um beinahe ein Drittel auf EUR 1,4 Mrd.

Kommentar zum Kreditprofil

Generell veränderten sich die Kreditkennzahlen geringfügig. Die Nettofinanzverschuldung (Finanzschulden - liquide Mittel) lag Ende Dezember 2017 bei rund EUR 4 Mrd. oder +11% gegenüber März 2017. Das Gearing erhöhte sich leicht auf 63,1% (März 2017: 59,3%). Dazu führte die Dividendenzahlung sowie eine Zunahme des Nettoumlaufvermögens. Zur Refinanzierung der im Februar 2018 auslaufenden Anleihe (ISIN: AT0000A0MS58) platzierte voestalpine eine neue Unternehmensanleihe mit einem Volumen von EUR 500 Mio. (ISIN: AT0000A1Y3P7) erfolgreich. Der positive Ausblick ist unserer Meinung nach bereits in den niedrigeren Spreads der 2021 und 2024 fälligen Anleihe gegenüber den Peer-Anleihen eingepreist. Deswegen sehen wir diese gegenüber der Vergleichsgruppe als überbewertet. Aufgrund der kürzeren Laufzeit bleibt unsere neutrale Einschätzung für die im Oktober 2018 fällige Anleihe.

Unternehmensziele

Das Management bestätigte seine Erwartung für das Gesamtjahr 2017/18 und gab mehrere Details dazu bekannt: Umsatz und EBITDA sollten sich im Q4 in etwa in der Größenordnung des 1. Quartals bewegen. Das bedeutet, dass der Umsatz in 2017/18 auf rund EUR 12,7 Mrd. und das EBITDA auf rund EUR 1,9 Mrd. liegen sollten. Die weiterhin starke Automobilnachfrage, die Erholung im Öl/Gas Sektor sowie die Anzeichen der Besserung in Brasilien unterstützen weiterhin. Die Internationalisierungsstrategie mit den Fokusbörsen China und Nordamerika sowie permanente Investitionen in Zukunftstechnologien (z. B. das neue Edelstahlwerk in Kapfenberg, Österreich) werden konsequent umgesetzt.

Risiken

Der freie Cashflow (op. CF - inv. CF - Dividenden) ist seit über drei Jahren negativ. 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
XS0838764685	05.10.2018	4,000%	500	1.000	-0,1%	102,4%	neutral
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,8%	104,8%	überbewertet
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	1,5%	98,9%	überbewertet
AT0000A0ZHF1	1) 00.00.0000	6,000%	500	1.000	0,2%	109,4%	n.v.

Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation
Hybrid Call Datum: 1) 31.10.2019

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

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

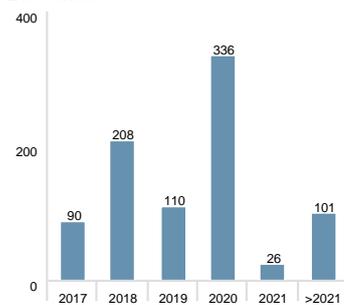
Finanzkalender

GJ 2017: 28. Februar 2018

Letzter Credit-Bericht

n.v.

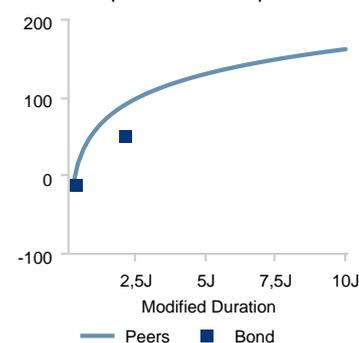
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research
Stand 30.09.2017
Lt. Unternehmenspräsentation für 9M 2017

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

WIENERBERGER

Ergebnisentwicklung

In den ersten neun Monaten 2017 konnte Wienerberger den Umsatz und das EBITDA zwar steigern, passte aber die EBITDA-Prognose für das Gesamtjahr aufgrund von temporärer Schwäche in einzelnen Regionen sowie Einmaleffekten leicht nach unten an. Generell stieg der 9M-Umsatz um 4% J/J auf EUR 2,4 Mrd. Dabei verringerten Fremdwährungseffekte den Umsatz um EUR 18 Mio., wobei die größten negativen Effekte aus dem britischen Pfund, der türkischen Lira und der schwedischen Krone resultierten. Das Konzern-EBITDA erhöhte sich um 4% J/J auf EUR 315 Mio. Die EBITDA-Marge erreichte in den 9M 2017 13,3% (Vj: 13,2%). Es wurden mehrere Wachstumsschritte gesetzt: Im Rohrbereich übernahm Wienerberger die belgische Preflex Gruppe, im Ziegelbereich wurde die geografische Präsenz in Deutschland gestärkt. Ausständig sind noch die Akquisitionen von Brenner (Österreich) und Brikston (Rumänien).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung per September 2017 erhöhte sich im Vergleich zum 31.12.2016 saisonal bedingt um rund EUR 50 Mio. auf EUR 681,6 Mio. Der Verschuldungsgrad blieb mit 36,3% gegenüber Ende 2016 (34,2%) aber weiterhin auf einem akzeptablen Niveau. Die auf Basis von 12M berechneten Kennzahlen lagen mit einer Entscheidungsdauer von 1,6 Jahren und einer EBITDA Zinsdeckung von 11,6 Jahren komfortabel innerhalb der in den Kreditverträgen vereinbarten Schwellenwerte. Die EK-Quote betrug 50,9% (2016: 50,8%). Der Ausblick bei Moody's wurde Mitte Februar 2017 auf positiv geändert. Die 2018-Anleihe halten wir aufgrund der kurzen Restlaufzeit (< 1J) für neutral. Trotz der angepassten Jahresprognose sehen wir den leicht niedrigeren ASW-Spread der 2020 fälligen Anleihe gegenüber den Peers als gerechtfertigt und wir behalten unsere neutrale Einschätzung.

Unternehmensziele

Das Management korrigierte das EBITDA-Ziel für 2017 von EUR 415 Mio. vom Jahresanfang auf EUR 405 Mio. Das Unternehmen will in den Ländern, in denen die Geschäftstätigkeit unter den Management-Erwartungen lag, bis Jahresende proaktiv Maßnahmen zur Verbesserung der Performance setzen. Dies wird sich auf das Ergebnis des vierten Quartals entsprechend auswirken.

Risiken

Trotz guter Gesamtperformance könnte die Geschäftsentwicklung in den einzelnen Märkten stagnieren bzw. zurückgehen: Neben einer nachhaltigen Steigerung der Baubeginne und der Infrastrukturausgaben in den Wienerberger-Märkten (insb. in Osteuropa) bleibt die Erholung in einigen Bereichen in Westeuropa aus (u.a. im Bereich Vormauer- und Dachziegel in Belgien und im Kunststoffrohrgeschäft in Frankreich). 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	-0,4%	101,9%	neutral
AT0000A100E2	17.04.2020	4,000%	300	1.000	0,4%	107,5%	neutral
DE000A1ZN206	1) 00.00.0000	5,000%	272	1.000	2,0%	108,2%	n.v.

Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation
Hybrid Call Datum: 1) 09.02.2021

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Glossar – Kennzahlen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rating Skala

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

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

Director of Research: Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253
 Marek Czachor (Equity) +48 22 330 6254
 Deputy Director: 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

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 Frieberthäuser +49 (0)711 810400 5540

Sven Kienzle +49 (0)711 810400 5541

Michael Schmotz +43 (0)5 0100 85542

Ulrich Inhofner +43 (0)50100 85544

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 Suric +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

Gabor Balint +36 1 2378205

Institutional Sales Romania

Head: Ciprian Mitu +43 (0)50100 85612

Stefan Racovita +40 373 516 531

Business Support

Bettina Mahoric +43 (0)50100 86441

Disclaimer

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

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

Wichtige Hinweise

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

Allgemeiner Hinweis

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

Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

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

Methodik und Bewertung

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

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

Geplante Aktualisierungshäufigkeit der Preisempfehlungen

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

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

Links

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

Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Erste Group Bank AG 2018. 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