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
24.06.2019 14:50

Fertigstellung
24.06.2019 14:55

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

Veröffentlichung
24.06.2019 15:05

Unternehmen	Seite
ANDRITZ	3
AT&S	4
ATRIUM	5
BEST IN PARKING	6
BOREALIS	7
CA IMMO	8
DO&CO	9
EGGER	10
ENERGIE AG OBERÖSTERREICH	11
EVN	12
FACC	13
KELAG	14
NOVOMATIC	15
OMV	16
PORR	17
S IMMO	18
STRABAG	19
SWIETELSKY	20
TELEKOM AUSTRIA	21
UBM	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: **B**eschäftigt sich mit der Bonität bzw. dem Kreditprofil des Unternehmens. Der Fokus liegt dabei auf der Beurteilung der Verschuldung, der Zinsdeckung, der Liquidität sowie auf dem Fälligkeitsprofil. Es wird auch eine Einschätzung hinsichtlich der Bewertung ausstehender Anleihen des Unternehmens abgegeben (siehe auch Abschnitt (7) Ausstehende Anleihen-Tabelle).

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

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

(5) Kennzahlen-Tabelle: Enthält die branchenrelevanten Kennzahlen des Unternehmens der letzten Jahre. Das Feld "3J Trend" gibt die Entwicklungsrichtung der jeweiligen Kennzahl wider, gemessen am gleitenden Durchschnitt von jeweils drei vollen Geschäftsjahren.

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

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

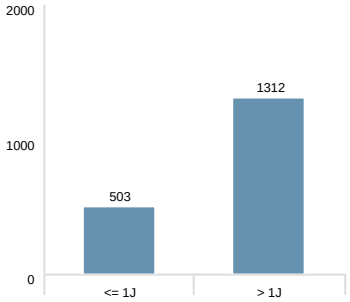
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2019: 2. August 2019

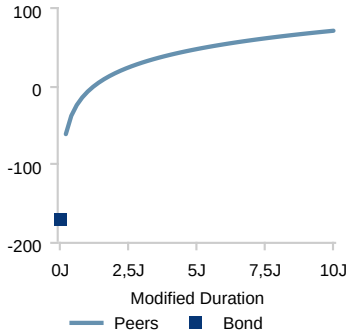
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Andritz, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ANDRITZ

Ergebnisentwicklung

Andritz berichtete für 1Q/2019 einen Umsatz von EUR 1.489 Mio. Der Anstieg von 15,4% J/J ist nicht zuletzt auf den Beitrag kürzlich konsolidierter Gesellschaften (wie Xerium Technologies) zurückzuführen. Lediglich der Geschäftsbereich Hydro generierte weniger Einkünfte als im Vergleichsquartal des Vorjahres. Der Auftragseingang stieg im 1Q/2019 auf EUR 1.658 Mio. (+8,2% J/J), vor allem dank des Geschäftsbereichs Pulp & Paper (+76,6% J/J). Der Auftragsstand betrug Ende März 2019 EUR 7.261 Mio. (Ende 2018: EUR 7.084 Mio.). Im Gleichschritt mit dem Umsatz stieg auch das EBITA (+15,5% J/J), die EBITA-Marge blieb daher gleich. Die Profitabilität des Geschäftsbereichs Metals fiel jedoch aufgrund margenschwacher Projekte sowie einer geringeren Kapazitätsauslastung relativ schwach aus. Aufgrund gestiegener Abschreibungen und Firmenwertminderungen verringerte sich die EBIT-Marge (von 5,0% 1Q/2018 auf 3,5% 1Q/2019). Der operative Cashflow betrug im 1Q/2019 starke EUR 98 Mio.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung stieg im 1Q/2019 auf EUR 435 Mio. (Ende 2018: EUR 228 Mio.). Dazu trugen in erster Linie die 2017 und 2018 emittierten Schuldscheine im Gesamtwert von EUR 900 Mio. bei, die teils für Refinanzierung der 2019 auslaufenden Anleihe (EUR 350 Mio.), teils für allgemeine Unternehmenszwecke, jedoch vor allem für Akquisitionen, verwendet wurden. Durch die angesichts dieser Expansionspolitik entstandene Nettoverschuldung verschlechterten sich alle Kreditkennzahlen: Die Eigenkapitalquote betrug Ende März 2019 nur noch 16,2%, das Gearing stieg auf 36,1%. Im April 2019 begab Andritz einen dritten Schuldschein in Höhe von EUR 150 Mio. Mit dem Auslaufen der einzigen ausstehenden Anleihe Anfang Juli 2019 wird das Unternehmen am Kapitalmarkt zur Gänze mit SSDs finanziert sein. Trotz abgeschwächter Credit Ratios steht Andritz gut da und präsentiert sich stark im operativen Geschäft. Wir schätzen die Anleihe des Unternehmens aufgrund der kurzen Restlaufzeit neutral ein.

Unternehmensziele

Für das GJ 2019 erwartet das Management einen deutlichen Anstieg des Umsatzes gegenüber dem Vorjahr, nicht zuletzt dank der kürzlich erworbenen Unternehmen. Die Profitabilität soll 2019 auf dem Vorjahresniveau liegen. Eine Herausforderung stellt nach wie vor der Geschäftsbereich Metals dar, dessen Performance aufgrund der anhaltenden Schwäche am Automobilmarkt hinter den Erwartungen zurückblieb. Daher werden Restrukturierungsmaßnahmen evaluiert und die Kapazitäten und Kostenstrukturen an die geänderten Marktbedingungen angepasst.

Risiken

Zu den Unsicherheitsfaktoren zählen nach wie vor diverse geopolitische Entwicklungen, deren Auswirkungen nicht abschätzbar sind. Der latente Handelskonflikt der USA mit China könnte bei ungünstigem Ausgang einen negativen Effekt auf die Geschäftsentwicklung haben, da Andritz in den USA über eine starke Präsenz verfügt (rund 30 Produktions- und Servicestandorte, knapp 2.900 Mitarbeiter). Ein weiteres Risiko stellt die Entwicklung des internationalen Automobilmarktes dar, da rund drei Viertel des Umsatzes der Tochtergesellschaft Schuler (Geschäftsbereich Metals) auf die Automobilindustrie entfällt.

Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITA-Marge	6,7%	7,3%	7,5%	6,5%	→
Eigenkapitalquote	21,0%	21,7%	21,2%	19,2%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-72,1%	-61,8%	-57,6%	17,1%	→
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	0,9x	1,1x	1,6x	2,8x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	-1,6x	-1,5x	-1,4x	0,5x	→
EBITDA / Zinsaufwand	16,5x	14,4x	12,3x	11,5x	↓
EBITA / Zinsaufwand	13,2x	11,7x	10,1x	8,5x	↓
EBIT / Zinsaufwand	11,4x	10,2x	9,1x	8,2x	↓
Operativer Cashflow	179,4	366,6	246,5	7,8	
Investitionscashflow	-57,2	-239,6	-544,0	-89,8	

Quelle: ANDRITZ, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0VLS5	09.07.2019	3,875%	350	500	-1,9%	100,2%	neutral

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

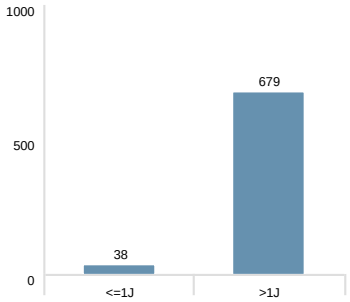
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
Q1 2019/20: 2. August 2019

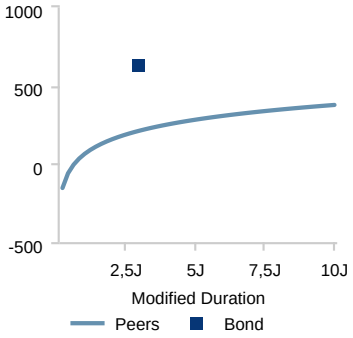
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: AT&S, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

AT&S

Ergebnisentwicklung

AT&S fertigt und vertreibt Leiterplatten und IC-Substrate in den Segmenten "Mobile Devices & Substrates" und "Automotive, Industrial, Medical". Die Produktionsstätten befinden sich in Österreich und Asien. Hauptabsatzmarkt ist Amerika (Umsatzanteil 2018/19: 66%). Im GJ 2018/19 (bis 31.03.2019) konnte wiederum ein neuer Umsatz- (EUR ~1 Mrd.; +3,6% j/j bzw. + EUR 36,1 Mio.) und EBITDA-(EUR ~250,1 Mio.; +10,7% j/j) Rekord erzielt werden. Die Umstellung auf IFRS 15 hatte einen positiven Umsatzeffekt (+ EUR 22 Mio.). Das Geschäft mit IC-Substraten und der Medizinbereich entwickelten sich sehr gut. Die Nachfrage in den Sub-Segmenten Mobile Devices, Automotive und Industrial war im 2. Halbjahr etwas schwächer. Das EBITDA profitierte zusätzlich von FX-Effekten und einem besseren Produktmix. 2018/19 konnten die Investitionen (EUR 100,8 Mio.) aus dem operativen Cashflow (EUR 170 Mio.) finanziert werden. Die endgültigen Zahlen 2018/19 werden am 6. Juni veröffentlicht.

Kommentar zum Kreditprofil

Das berichtete Gearing (inkludiert kurzfristige finanzielle Vermögenswerte) verbesserte sich 2018/19 weiter (18,7% vs. 29,4%), wobei das Eigenkapital (EUR 803 Mio.) den Emissionserlös der ausstehenden Hybridanleihe (Buchwert EUR ~173 Mio.) inkludiert. Dasselbe gilt für die berichtete Entschuldungsdauer (0,6x vs. 0,9x). Die Profitabilität, gemessen an EBITDA- (24,3% vs. 22,8%) und EBIT-Marge (11,4% vs. 9,1%), stieg an. Das Liquiditätsprofil bleibt stark. Im Vergleich zu Hybridanleihen aus dem BB-Segment sehen wir die AT&S-Hybridanleihe aufgrund des erheblichen Spreadaufschlags unterbewertet.

Unternehmensziele

2019/20 erwartet das Unternehmen in einem weiter volatilen und etwas schwächeren Marktumfeld stabile Umsätze sowie eine EBITDA-Marge in der Bandbreite 20-25%. Der Konzern plant Investitionen von bis zu EUR 280 Mio. (davon entfallen EUR 80-100 Mio. auf Erhaltungsinvestitionen). Mittelfristiges Ziel ist es, den Umsatz auf EUR 1,5 Mrd. zu steigern. Das Management legt den Fokus auf die Fortsetzung des konsistenten, profitablen Wachstumskurses und auf Technologie- und Qualitätsführerschaft. In fast allen Anwendungsgebieten von AT&S-Produkten (5G-fähige Smartphones, "Internet of Things", Automobil-Elektronik etc.) wird bis 2020 mit Marktwachstum gerechnet.

Risiken

Aus Credit-Sicht sehen wir Dividendenausschüttungen speziell bei Wachstumsunternehmen naturgemäß kritisch (geplant ist heuer eine Dividendenerhöhung um 67%, was einer Ausschüttungsquote von ~28% entspräche). Bei manchen Produkten herrscht Preisdruck. Es bestehen Wechselkursrisiken. Im Mobile Devices-Segment machte sich zuletzt die rückläufige Nachfrage nach Endgeräten bemerkbar.

Kennzahlen

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

Quelle: AT&S, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1721410725	1) 00.00.0000	4,750%	175	100.000	6,3%	94,6%	unterbewertet

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 24.11.2022
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

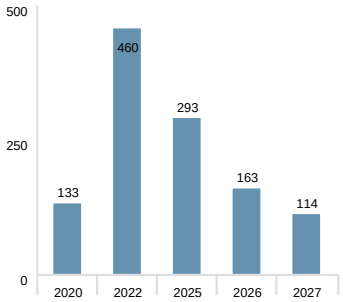
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 31. Juli 2019

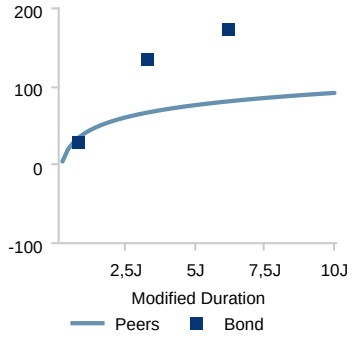
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Atrium, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ATRIUM

Ergebnisentwicklung

Laut Unternehmensaussendung über das erste Quartal 2019 stieg das EBITDA um 1,3% J/J auf EUR 40,9 Mio., die EBITDA-Marge betrug 89% (1Q 2018: 88%). Auf Jahressicht wurde das Immobilienportfolio im GJ 2018 weiter bereinigt, wobei Immobilien für insgesamt EUR 176 Mio. veräußert wurden. Per Anfang Mai 2019 umfasste das Portfolio 33 Objekte, gegenüber 46 zu Beginn 2018. Der Marktwert des Portfolios erreichte im 1Q 2019 EUR 2,9 Mrd. und der Vermietungsgrad 95% (1Q 2018: 96,6%).

Kommentar zum Kreditprofil

Auf Jahressicht stieg die Nettoverschuldung im Dezember 2018 um ca. 34% auf EUR 1,3 Mrd., was v.a. auf die getätigten Großinvestitionen zurückzuführen war. Das Gearing erhöhte sich dementsprechend auf 70% (2017: 49,3%). Die Entschuldungsdauer stieg auf 8,4 Jahre (2017: 6x). Im GJ 2018 konnte das Unternehmen einen unbesicherten revolvierenden Rahmenkredit in Höhe von EUR 225 Mio. zu günstigeren Bedingungen refinanzieren, um EUR 75 Mio. erhöhen und bis 2023 verlängern. Per Ende März 2019 waren ca. EUR 257 Mio. ungenutzt. Außerdem emittierte Atrium im 3Q 2018 eine Anleihe im Volumen von EUR 300 Mio. und kaufte EUR 242 Mio. an ausstehenden Schuldtiteln zurück. Gemeinsam mit dem Fremdwährungsrisiko und dem immer noch hohen Exposure in Russland halten wir die relativ zur ASW-Kurve höheren Spreads der 2022- und 2025-Anleihen für gerechtfertigt und schätzen diese neutral ein. Die neutrale Einschätzung für die 2020-Anleihe bleibt ebenfalls aufrecht.

Unternehmensziele

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

Risiken

Atrium ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt. Insbesondere das Exposure in Russland wird von den Ratingagenturen kritisch gesehen. Die sieben Objekte machten im GJ 2018 rund 10% vom Gesamtportfoliowert aus; diese sollen mittelfristig veräußert werden. Atrium betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Innerhalb der letzten 4 Jahre stieg die Dividende kräftig an. Der Mehrheitsaktionär Gazit-Globe hielt per Dezember 2018 mit 60,1% den Großteil der ausstehenden Atrium-Aktien. Das Einkaufszentren-Geschäft ist durch das Online-Shopping wachsendem Druck ausgesetzt.

Kennzahlen

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

Quelle: ATRIUM, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0918754895	20.04.2020	4,000%	133	100.000	-0,1%	103,1%	neutral
XS1118586244	17.10.2022	3,625%	459	100.000	1,0%	107,4%	neutral
XS1829325239	11.09.2025	3,000%	300	100.000	1,5%	107,7%	neutral

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

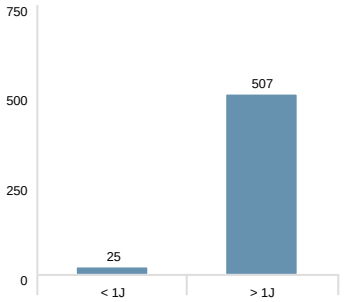
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2019: 2020

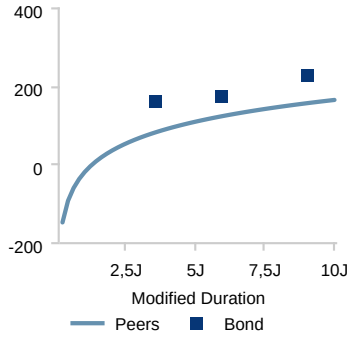
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Best in Parking, Erste Group Research
Stand 31.12.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BEST IN PARKING

Ergebnisentwicklung

Best in Parking, 1976 gegründet und mit Sitz in Wien, ist in der Planung, Errichtung, Finanzierung und dem Betrieb von Parkraum tätig. Der Konzern betrieb per 31.12.2018 ca. 68.100 Parkplätze an 153 Standorten in AT, IT, HR, CH, SK und SI. Hauptmärkte sind Städte in Österreich und Norditalien. Wien ist mit einem Konzernumsatzanteil von 32% (2017: 36%) weiterhin der bedeutendste Markt. Die Umsatzerlöse sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen und betrugen 2018 EUR 74,8 Mio. (+21,0% j/j). Die EBITDA-Marge stieg 2018 auf 60,2% (2017: 49,0%). 2016 bis 2018 waren die Free Cashflows (FCF) akquisitionsbedingt negativ. Auch 2019 könnte der FCF aufgrund geplanter Wachstumsinvestitionen negativ ausfallen.

Kommentar zum Kreditprofil

In der Parkraumbewirtschaftung wird in der Regel mit hohem Fremdkapitaleinsatz gearbeitet, da gut gelegene Parkgaragen meist stabile Cashflows erwirtschaften. Aufgrund von Akquisitionen (2016: Italien, Slowakei; 2017: Italien, Kroatien, 2018: Österreich, Kroatien, Slowenien) schwächten sich die statischen Kreditkennzahlen der Gruppe 2016 bis 2018 ab. Doch Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad verbesserten sich 2018 bereits wieder. Das Liquditätsprofil ist stark. Die gute Margenentwicklung 2018 spricht für die in den letzten Jahren getätigten Akquisitionen. Die Anleihen mit Laufzeiten 2023 und 2025 (Letztere ging aus einem Umtauschangebot an die Inhaber der 2023er-Anleihe hervor) sehen wir im Vergleich zu Benchmark-Emissionen aus dem Immobilienbereich neutral. Die Anleihe mit Laufzeit 2028 sehen wir aufgrund des höheren Spreadaufschlags unterbewertet.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: BEST IN PARKING, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1HQ07	02.02.2023	3,375%	76	1.000	1,2%	106,6%	neutral
AT0000A21LB6	27.06.2025	3,500%	44	1.000	1,5%	110,8%	neutral
AT0000A21LA8	03.07.2028	3,500%	50	1.000	2,3%	109,3%	unterbewertet

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

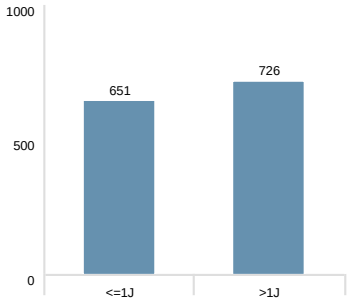
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
H1 2019: August 2019

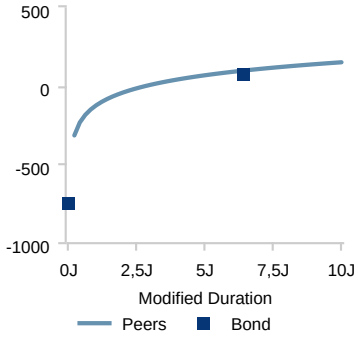
Letzter Credit-Bericht
PDF (14.11.2018)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research
Stand 31.12.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BOREALIS

Ergebnisentwicklung

Borealis ist ein global tätiger Chemiekonzern mit Hauptsitz in Wien. Während der Nettoumsatz des Konzerns 2018 um +10,2% J/J stieg, verringerte sich der Nettogewinn, ausgehend von sehr starken Niveaus, auf EUR 906 Mio. (-17,3% J/J). 2017 hatte Borealis das zweitbeste (EUR 1,095 Mrd.), 2016 das beste Nettoergebnis (EUR 1,107 Mrd.) der Unternehmensgeschichte erzielt. 2018 war geprägt von im Vergleich zu 2017 schwächeren Polyolefin-Margen und einem stärkeren Ergebnisbeitrag des JV Borouge. Bedingt durch das anhaltend schwierige Pflanzennährstoffgeschäft verzeichnete das Basischemikalien-Segment einen Ergebnisrückgang. Der Nettogewinn des 4. Quartals 2018 (EUR 94 Mio., -61,9% J/J) spiegelte ein härteres Umfeld im integrierten Polyolefin-Geschäft und eine EUR 92 Mio.-Wertberichtigung im Pflanzennährstoffgeschäft wider. Das Management zeigte sich in der Aussendung der wesentlichen Ergebniszahlen 2018 für die Geschäftsentwicklung im Jahr 2019 optimistisch.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen des Konzerns liegen weiterhin auf sehr gutem Niveau. 2018 wurde, exkludiert man Dividendenzahlungen, ein positiver Free Cashflow erzielt. Das Liquiditätsprofil war per 31.12. stark. Der Konzern verfügte über eine ungenutzte Kreditlinie in Höhe von EUR 1 Mrd.. Per 31.12.2018 berichtete Borealis ein Gearing von 20% (31.12.2017: 12%). Es lag damit weiterhin klar unter dem internen Zielwert (40%-60%). Am 9. November 2018 versah die Ratingagentur S&P Borealis mit einem BBB+ Rating. Der Ausblick ist stabil. Die bis Juli 2019 laufende Anleihe sehen wir aufgrund ihrer kurzen Restlaufzeit neutral. Der Spread der 2025 fälligen Anleihe liegt etwa auf Peer-Niveau: Wir sehen die Anleihe ebenso neutral.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

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	-7,3%	100,1%	neutral
AT0000A24UY3	10.12.2025	1,750%	300	500	0,6%	106,8%	neutral

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

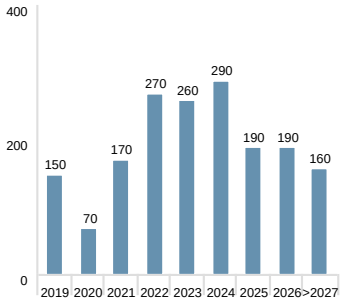
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 21. August 2019

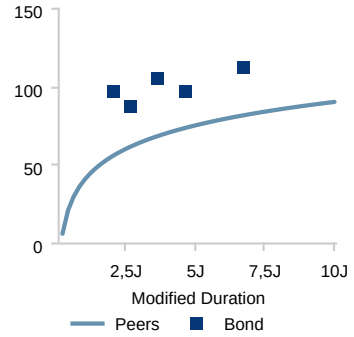
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Präsentation über das 1Q 2019, CA Immo, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

CA IMMO

Ergebnisentwicklung

Im 1Q 2019 stiegen die Mieterträge auf EUR 58,3 Mio., davon EUR 7,6 Mio. im Zusammenhang mit IFRS 16. Die Nettomiete wuchs um 9,4% auf EUR 46,7 Mio., was auf die Fertigstellung von vier Projekten und die Akquisition von drei weiteren Projekten zurückzuführen war. FFO I kletterte auf EUR 29,6 Mio. (+6,6% J/J). Die Immofinanz-Dividende wird im 2Q EUR 4,5 Mio. bringen. Auf Jahressicht konnte CA Immo 2018 mit einem FFO 1 von EUR 118,5 Mio. die Guidance von EUR 115 Mio. übertreffen. Die Nettomieterlöse stiegen um 7,2% auf EUR 175,2 Mio., was auf den Ankauf von drei Objekten in Osteuropa und vier Projektfertigstellungen hauptsächlich in Deutschland zurückzuführen war. Das EBIT erreichte EUR 344,4 Mio. (+28,4% J/J). Der Portfoliowert stieg im GJ 2018 auf EUR 4,5 Mrd. (+17% J/J) dank drei Akquisitionen in CEE sowie der Übernahme eigener Projektfertigstellungen in den Bestand. Das Portfolio wurde per 30.12.2018 zu 94,4% vermietet (31.12.2017: 95,2%).

Kommentar zum Kreditprofil

Seit 2015 verfügt CA Immo über ein Investment Grade Rating von Baa2 bei Moody's. Der Ausblick ist stabil. Ende Dezember 2018 war die Bilanz mit einer EK-Quote von 49,3% und einem Loan-to-Value-Verhältnis (Nettoverschuldung zu Immobilienvermögen) von 35,6% weiterhin robust. Das Gearing lag bei 59,4% und somit leicht über dem Niveau von 2017. Ende März 2019 betrug dieser 61,2%. Die Entschuldungsdauer erhöhte sich 2018 auf 10,8 Jahre (2017: 7,9x). Die Spreads der CA Immo-Anleihen weiteten sich seit Ende März etwas aus und befinden sich derzeit in der Nähe der Spread-Kurve der Peers. Insgesamt haben sich die Kreditkennzahlen leicht verschlechtert. Unsere neutrale Bewertung für alle ausstehenden Anleihen bleibt aufrecht.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: CA IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1LJH1	12.07.2021	1,875%	140	1.000	0,6%	102,4%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	175	500	0,5%	105,6%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	150	1.000	0,7%	107,1%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	0,7%	104,8%	neutral
AT0000A22H40	26.03.2026	1,875%	150	1.000	1,0%	104,8%	neutral

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

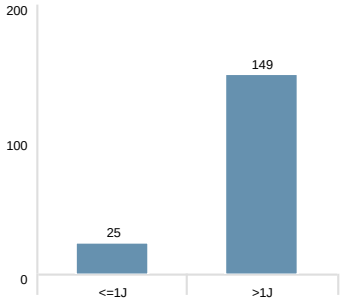
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1Q 2019/20: 14. August 2019

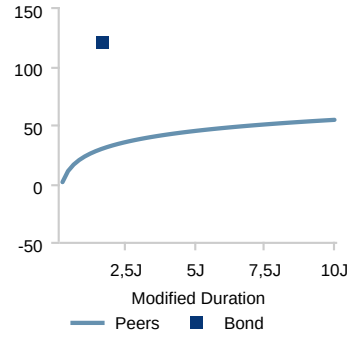
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: DO&CO, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

DO&CO

Ergebnisentwicklung
DO&CO erzielte im Geschäftsjahr 2018/19 (endete am 31. März 2019) einen Umsatz von EUR 848 Mio. (-1,6% J/J). Dank eines starken organischen Wachstums konnten negative Währungseffekte (v.a. der Türkischen Lira) sowie der Wegfall des Zugcaterings von insgesamt EUR 145 Mio. beinahe zur Gänze kompensiert werden. Bereinigt um diese Einmaleffekte wäre der Konzernumsatz um 15% J/J gestiegen. Die Profitabilität ist in etwa gleich geblieben (EBITDA-Marge: 9,5%). Positiv auf das Ergebnis wirkten sich Umsatzsteigerungen in fast allen Standorten, der Gewinn neuer Kunden sowie die Vertragsverlängerungen zahlreicher Engagements aus. Der operative Cashflow fiel mit EUR 55 Mio. stark aus.

Kommentar zum Kreditprofil
DO&COs Nettoverschuldung ist geringfügig angestiegen und betrug Ende März 2019 EUR 103,5 Mio. (März 2018: EUR 100,2 Mio.). Die Kreditkennzahlen blieben gleich bzw. fielen leicht schwächer aus, sie befinden sich aber nach wie vor auf einem guten Niveau. Das Finanzprofil des Konzerns ist solide. Den größten Teil der Finanzverbindlichkeiten stellt die einzige ausstehende Anleihe (fällig 03/2021) mit einem Volumen von EUR 150 Mio. dar. Aufgrund des breit diversifizierten Ansatzes (hinsichtlich Geschäftssegmente, Marken und Regionen), der voraussichtlich positiven Geschäftsentwicklung (siehe Unternehmensziele) sowie der weiterhin guten Kreditkennzahlen halten wir den Spread der Anleihe für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

Unternehmensziele
Das Management nennt keine Guidance-Zahlen für das Geschäftsjahr 2019/20, ist jedoch positiv gestimmt hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung: Nach dem Zuschlag der Ausschreibungen für Britisch Airways und Iberia bzw. Iberia Express (Dauer: 10 Jahre) gilt es nun, diese Großaufträge erfolgreich umzusetzen. Ein weiterer Fokus wird auf das Retail-Geschäft gelegt, insbesondere auf die Marken Hédiard und Henry. Gleichzeitig nimmt das Unternehmen laufend an diversen Ausschreibungen teil, insbesondere für das Catering bei internationalen Sport-Events (Tennis, Fußball, Formel 1) oder in Flughafen-Lounges, und evaluiert mögliche Akquisitionsziele.

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

Kennzahlen

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

Quelle: DO&CO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A15HF7	04.03.2021	3,125%	150	500	0,8%	103,6%	unterbewertet

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

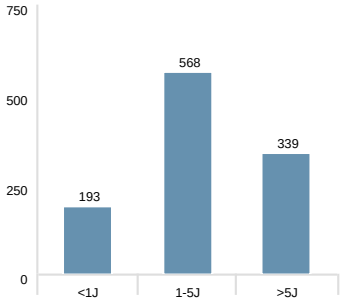
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2018/19: Ende Juli 2019

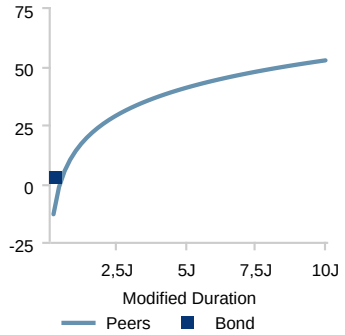
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research
Stand 31.10.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EGGER

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

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

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

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

Kennzahlen

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

Quelle: EGGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WNP5	01.10.2019	4,500%	150	500	-0,2%	101,1%	neutral
AT0000A208R5	1) 00.00.0000	4,875%	150	100.000	4,9%	99,1%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 12.12.2022
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

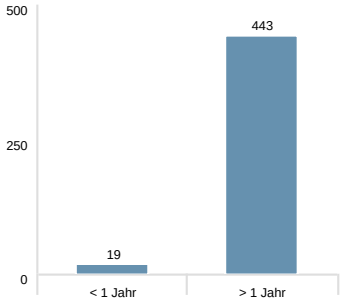
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2018/19: Dezember 2019

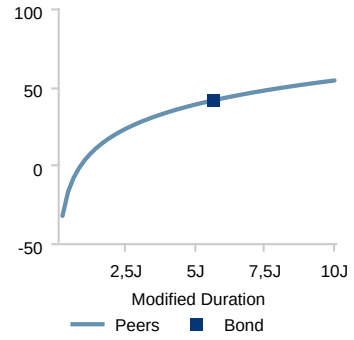
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Energie AG Oberösterreich, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

Ergebnisentwicklung

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

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: ENERGIE AG OBERÖSTERREICH, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0213737702	04.03.2025	4,500%	300	1.000	0,2%	123,9%	neutral

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

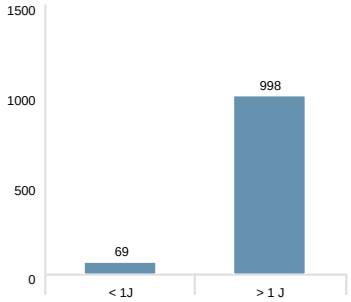
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2018/19: 22. August 2019

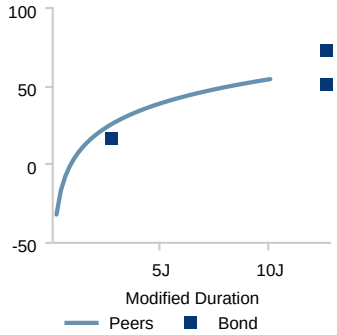
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: EVN, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EVN

Ergebnisentwicklung

Die Umsatzerlöse der EVN blieben im 1HJ 2018/19 (endete am 31. März 2019) mit EUR 1.246,1 Mio. nahezu stabil. Dem lagen gegenläufige Entwicklungen zugrunde: Positive Impulse gingen von Zuwächsen in der erneuerbaren Erzeugung und der Wärmeversorgung aus. Negativ wirkten sich geringere Erlöse aus der thermischen Erzeugung sowie ein preis- und mengenbedingter Rückgang im Segment Netze aus. Höhere Beschaffungskosten und stichtagsbedingt negative Bewertungseffekte aus Absicherungsgeschäften belasteten zudem das EBITDA. Folglich ging die Profitabilität zurück, liegt aber mit 26,5% immer noch auf einem sehr hohen Niveau. Auch die Cashflows reduzierten sich, lagen aber gut im positiven Bereich.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist seit Jahren rückläufig. Per Ende März 2019 betrug diese EUR 897,8 Mio. (Ende 2017/18: EUR 915,1 Mio.). Folglich verbesserten sich einige Kreditkennzahlen, andere (v.a. die EBITDA-abhängigen) fielen etwas schwächer aus. Rund die Hälfte der langfristigen Finanzverbindlichkeiten bestehen aus Anleihen, die andere Hälfte sind Bankdarlehen sowie ein Schuldschein. Insgesamt verfügt das Unternehmen nach wie vor über eine starke Finanzstruktur und sehr gute Kennzahlen. Im Frühjahr 2019 stuften S&P und Moody's EVN jeweils um einen Notch hinauf. Die Begründung enthält folgende Punkte: Ein Großteil der operativen Ergebnisse werden aus Tätigkeiten mit geringem Businessrisiko generiert; die EVN verfügt über eine starke Wettbewerbs- und Marktposition; starke positive Cashflows unterstützend den Entschuldungsprozess und stärken die Kreditkennzahlen. Im Peer-Vergleich stufen wir die drei ausstehenden EUR-Anleihen des Unternehmens als neutral ein.

Unternehmensziele

Unter der Annahme von durchschnittlichen energiewirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird für das Geschäftsjahr 2018/19 ein Konzernergebnis in der Bandbreite von EUR 160-180 Mio. erwartet. Im Bereich Windkraftausbau soll bis Ende GJ 2019/20 eine Leistung von 370 MW sowie mittelfristig von 500 MW erreicht werden (derzeit: ~300 MW). In den nächsten Jahren sind bis zu EUR 400 Mio. an jährlichen Investitionen vorgesehen, davon jeweils rund EUR 300 Mio. für Netzinfrastruktur, erneuerbare Erzeugung und Trinkwasserversorgung in Niederösterreich.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: EVN, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0690623771	13.04.2022	4,250%	300	1.000	-0,2%	112,1%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	0,8%	139,2%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	0,9%	137,1%	neutral

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

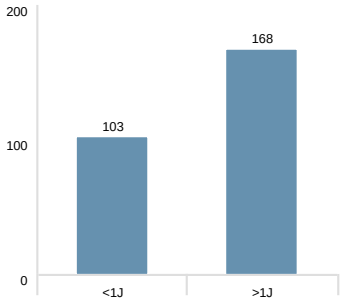
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
Q1 2019/20: 11. Juli 2019

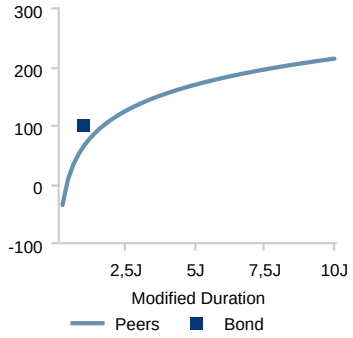
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: FACC, Erste Group Research
Stand 28.02.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

FACC

Ergebnisentwicklung

FACC profitiert vom Wachstum der Luftfahrtindustrie. Im GJ 2018/19 konnte der Umsatz (+4,5% j/j) erneut gesteigert werden. Neuaufträge gehen vermehrt in Serie, das Wartungs- und Reparaturgeschäft wächst. Alle Segmente trugen dazu bei (Aerostructures +0,9% j/j, Engines & Nacelles +4,4% j/j, Cabin Interiors +9,5% j/j). Die Umsätze aus Entwicklungsleistungen stiegen. Das EBIT (-27,5% j/j) war durch die Wertminderung von Entwicklungsleistungen (EUR 11,4 Mio.) aufgrund der Airbus-Entscheidung, die Auslieferung des A380 ab 2021 vorzeitig einzustellen, belastet. Vor Einmaleffekten kletterte das EBIT um 22,5% j/j auf EUR 55,0 Mio.. Wesentlicher Treiber war das umsatzstärkste Segment Aerostructures, in dem EBIT und EBIT-Marge gesteigert werden konnten. Die EBIT-Marge exkl. Einmaleffekte erhöhte sich von 6% auf 7% u.a. dank Automatisierung und Lernkurveneffekten. Der Free Cashflow lag trotz leicht höherer Investitionen fast unverändert bei rd. EUR 28 Mio..

Kommentar zum Kreditprofil

Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächten sich - berechnet auf Basis des berichteten EBITDA - im letzten Geschäftsjahr leicht ab, liegen aber nach wie vor auf absolut starkem Niveau. Die Eigenkapitalquote lag per 28.02.2019 bei weiterhin soliden 41,2% (28.02.2018: 45,9%). Die Branchenperspektiven bleiben gut: der Flugverkehr nimmt global zu, die Nachfrage nach Flugzeugen und FACCs Auftragsstand sind hoch (USD 6,5 Mrd.). FACC hat eine diversifizierte Produkt- und Kundenstruktur (u.a. Airbus, Boeing, Bombardier, Embraer). Im Wachstumsmarkt China ist der Konzern gut positioniert. Die Perspektiven sollten es FACC ermöglichen, das Kreditprofil stark zu halten. Wir sehen die FACC-Anleihe verglichen zu High Yield-Industrieanleihen neutral.

Unternehmensziele

Für das GJ 2019/20 erwartet FACC aus heutiger Sicht ein Umsatzwachstum im Einklang mit der Gesamtmarktentwicklung. Das EBIT erwartet das Management trotz Belastungen durch die Einführung von Neuprojekten etwa auf gleichbleibendem Niveau. Die EBIT-Marge wird im 1. Halbjahr 2019/20 unter dem Niveau des Vorjahres erwartet. Ziele sind u.a. der weitere Ausbau der Marktanteile, die weitere Erhöhung des Automatisierungsgrads, die Forcierung vertikaler Integration und der Fokus auf Innovation. Der Konzern sieht die Instandhaltung und Reparatur von Composite-Systemen - durch den steigenden Anteil von Composite-Strukturen in neuen Flugzeugen - als Geschäftsfeld mit hohem Potential. Das im Rahmen der "Vision 2020" gesteckte Umsatzziel (EUR 1 Mrd. für das GJ 2020/21) wurde aufgrund der erwarteten Abflachung des Ratenanstiegs bei vorhandenen Projekten auf das GJ 2021/22 verschoben.

Risiken

Produktionsraten der Großraumflugzeuge (A380, B787) sind unter Druck. Bei FACC wird das durch Steigerungen bei anderen Flugzeugfamilien bzw. Neuprojekte überkompensiert. Die Dividendenerhöhung ist aus Credit-Sicht kritisch zu sehen.

Kennzahlen

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

Quelle: FACC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A10J83	24.06.2020	4,000%	90	500	0,6%	103,2%	neutral

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

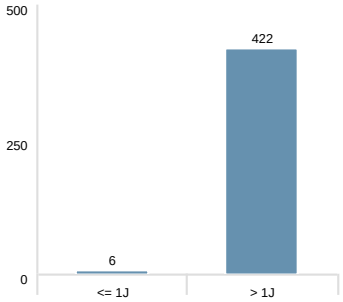
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2019: August 2019

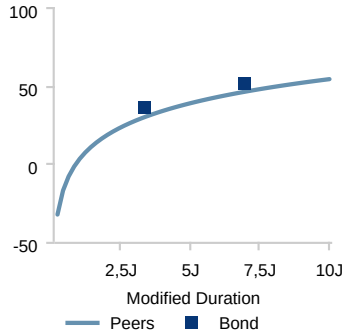
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Kelag, Erste Group Research
Stand 31.12.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KELAG

Ergebnisentwicklung

Kelag berichtete für das Geschäftsjahr 2018 einen Umsatz von EUR 1.285 Mio. (+9,6% J/J). Wesentlich zu diesem Anstieg beigetragen haben eine positive Kundenbilanz sowie die um rund 20% höhere Erzeugung der Wasserkraftwerke aufgrund einer deutlich höheren Wasserführung. Zudem verbesserten höhere Preise auf den Energiemärkten die Handelserlöse der Kelag. Der operative Cashflow ging auf EUR 148 Mio. (von EUR 154 Mio. 2017) zurück, der freie Cashflow rutschte aufgrund hoher Investitionen (EUR 147 Mio.) trotz gleichbleibender Gewinnausschüttung in den leicht negativen Bereich (EUR -9 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Das Finanzprofil von Kelag ist nach wie vor solide. Trotz höherer Nettoverschuldung verbesserten sich beinahe alle Kreditkennzahlen, lediglich das Gearing erhöhte sich leicht und betrug Ende 2018 32,8%. Die Eigenkapitalquote lag bei starken 43,6%. 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 November 2018 bestätigte S&P sein langjähriges Rating A mit stabilem Ausblick. Begründet wurde dies mit dem stabilen operativen Geschäft dank eines ausgewogenen Geschäftsfeldportfolios, den guten Kreditkennzahlen sowie einem geringen Finanzrisiko. Aufgrund dieser Faktoren, allerdings in Anbetracht eines herausfordernden Marktumfeldes, sehen wir die zwei ausstehenden Anleihen als neutral bewertet.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: KELAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	0,0%	110,5%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	0,4%	117,3%	neutral

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

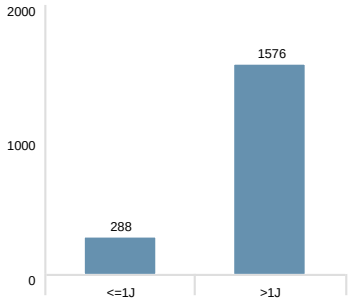
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2019: August 2019

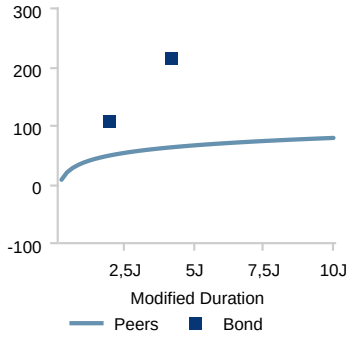
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research
Stand 31.12.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

NOVOMATIC

Ergebnisentwicklung

Novomatic steigerte den Umsatz 2018 auf EUR 2,6 Mrd. (+10,5% j/j), wozu die im Jänner 2018 erfolgreich abgeschlossene Akquisition von rd. 52% der Anteile an der australischen Ainsworth maßgeblich beitrug. Auch in Spanien und in Osteuropa lief das Geschäft sehr gut. Die EBITDA-Marge ging leicht zurück. Treiber waren Margenrückgänge im Online-Bereich. Wertminderungen, die v.a. auf Ainsworth und regulatorische Änderungen in Deutschland zurückzuführen waren, ließen das Konzern-EBIT 2018 in den negativen Bereich drehen (EUR -132 Mio.). Die Zahl der im wichtigen deutschen Markt vermieteten Glücksspielgeräte entwickelte sich aufgrund geänderter rechtlicher Rahmenbedingungen wie erwartet rückläufig. Der Free Cashflow (FCF; 2018: EUR -232 Mio.) lag aufgrund höherer Investitionen (v.a. Ainsworth-Anteilserwerbe) schwächer als im Vorjahr (2017: EUR - 98 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Kreditkennzahlen wie Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächen sich ab, liegen u. E. nach aber weiterhin auf starken Niveaus. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich per 31.12. auf 33,1% (31.12.2017: 32,4%). Die geografische Diversifikation des Konzerns begrenzt den Effekt regulatorischer Änderungen in einzelnen Märkten. Der Erwerb von 52% der Anteile an der australischen Ainsworth Gruppe (führender Anbieter von Gaming-Lösungen in Australasien, Nord- und Südamerika) war auch in dieser Hinsicht ein wichtiger Schritt. Das Liquiditätsprofil der Gruppe ist sehr stark. Die bis 2021 und 2023 laufenden Anleihen halten wir verglichen zu Anleihen des Travel & Leisure-Sektors für unterbewertet.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	0,7%	104,3%	unterbewertet
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	1,9%	98,2%	unterbewertet

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

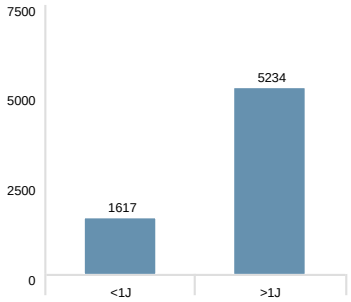
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
H1 2019: 31. Juli 2019

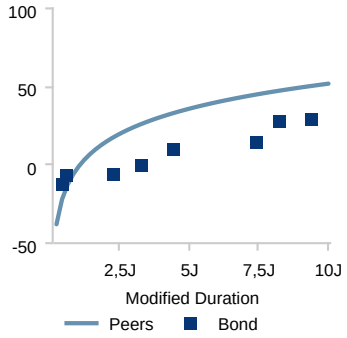
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

OMV

Ergebnisentwicklung

Höhere Öl- und Gaspreise führten im 1Q zu einem Umsatzplus. Fehlende Verkaufsmengen in Libyen und höhere Abschreibungen (v.a. wegen Akquisitionen in 2018 in Neuseeland, Abu Dhabi) belasteten aber das operative Ergebnis vor Sondereffekten (EUR 759 Mio.; -7% j/j). Das Downstream-Ergebnis blieb trotz rückläufiger Raffinerie-Margen auch dank hoher Raffinerieauslastung nahezu unverändert. Der FCF sank im 1Q (EUR -124 Mio. vs. EUR 538 Mio.), v.a. bedingt durch den Erwerb eines 50%-Anteils an der neugegründeten SapuraOMV (ca. EUR 460 Mio.). Für 2019 erwartet OMV einen Ø-Ölpreis von USD 65/bbl (Ø 2018: USD 71/bbl) und eine Produktion von 500 kboe/Tag (2018: 427 kboe/Tag).

Kommentar zum Kreditprofil

Mit dem im Jänner vereinbarten Erwerb eines 15% Anteils an ADNOC Refinery in Abu Dhabi um ca. USD 2,5 Mrd., dem JV mit Sapura und der bis Sommerende angestrebten Einigung mit Gazprom über Anteilserwerbe an sibirischen Gasfeldern schließt OMV seinen Umbau vorerst ab. Das Gearing lag per 31.03.19 bei 20% (31.12.18: 13%). 4-5%-punkte des Anstiegs sind auf IFRS 16 zurückzuführen. Kredit- und Liquiditätsprofil bleiben sehr stark. Das Rating ist durch die Akquisitionen nicht gefährdet: Moody's sieht das Geschäftsprofil gestärkt. Die 2019er, 2020er, 2027er, 2028er-Anleihen sehen wir neutral. Übrige Senior-Bonds stufen wir als überbewertet ein.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: OMV, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0996734868	25.11.2019	1,750%	500	1.000	-0,4%	100,8%	neutral
XS0485316102	10.02.2020	4,375%	500	1.000	-0,4%	102,9%	neutral
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	-0,4%	110,7%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	-0,3%	109,5%	überbewertet
XS1917590876	04.12.2023	0,750%	500	1.000	-0,1%	103,9%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	0,1%	106,2%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	0,3%	125,8%	neutral
XS1917590959	04.12.2028	1,875%	500	1.000	0,4%	113,1%	neutral
XS1294342792	1) 00.00.0000	5,250%	750	1.000	0,6%	111,1%	n.v.
XS1294343337	2) 00.00.0000	6,250%	750	1.000	1,9%	125,5%	n.v.
XS1713462403	3) 00.00.0000	2,875%	500	100.000	1,6%	105,7%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 09.12.2021 2) 09.12.2025 3) 19.03.2024
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

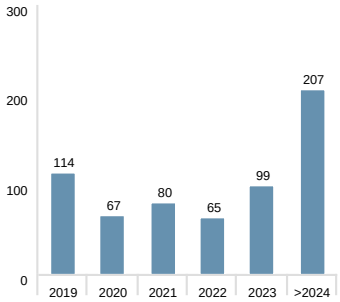
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 29. August 2019

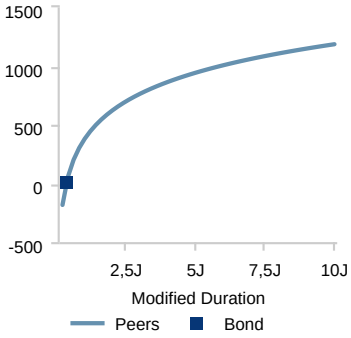
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

PORR

Ergebnisentwicklung

Die PORR erzielte im 1Q 2019 eine Produktionsleistung von EUR 1,1 Mrd. (+3% J/J) und einen leichten Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf EUR -11,8 Mio. (+9,2% J/J). Der negative Ergebnisbeitrag ist branchentypisch für den Bausektor und die 1Q-Zahlen auch wenig aussagekräftig für das Gesamtjahr. Auf Jahressicht war das GJ 2018 für Porr erfolgreich, aber zugleich operativ anspruchsvoll. Das Unternehmen konnte seine Produktionsleistung um 18% J/J auf EUR 5,6 Mrd. steigern. Mit EUR 7,1 Mrd. (+11,5% J/J) erreichte der Auftragsbestand einen neuen Rekordstand. Das EBITDA verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr um 9,4% und erreichte EUR 219,5 Mio. Die EBITDA-Marge betrug somit 4,4% (2017: 4,7%). Das EBT stieg um 3,3% J/J auf EUR 88,1 Mio. Die EBT-Marge ist mit 1,6% die niedrigste Marge seit fünf Jahren. Das Ziel einer EBT-Marge von 3% für das Geschäftsjahr 2020 wurde aber bestätigt.

Kommentar zum Kreditprofil

Nach drei Jahren Nettoliquidität (2014-2016) stieg die Nettoverschuldung in den letzten zwei Jahren durch die getätigten Akquisitionen und Investitionen. Laut Management wird die Bilanzierungsänderung von IFRS 16 zu einem Plus von EUR 200 Mio. führen. Ende 2018 betrug die Nettoverschuldung EUR 150,2 Mio. (2017: EUR 147,4 Mio.). Das Gearing blieb aber mit 24,3% auf einem akzeptablen Niveau. Die Eigenkapitalquote erreichte zum 31. Dezember 2018 19,8% und lag damit um 0,8 PP unter dem Vorjahr. Insgesamt bleibt die Profitabilität weiterhin niedrig und die höhere Verschuldung belastet das Kreditprofil. Aufgrund der kurzen Laufzeit der im Oktober 2019 auslaufenden Anleihe bleibt unsere neutrale Bewertung aufrecht.

Unternehmensziele

In den letzten Jahren konnte Porr in den Heimmärkten (AT, CH, CZ, DE, PL) wachsen und die Marktposition ausbauen. Nach wie vor erwirtschaftet das Unternehmen hier rund 88% der Produktionsleistung. Aktuell will das Management weitere Marktanteile gewinnen und Bereiche, in denen das Unternehmen bereits tätig ist, noch besser durchdringen. Porr zeigt sich überzeugt, dass die mittel- und langfristigen Vorteile der Akquisitionen die Kosten rechtfertigen werden. Trotz der unveränderten Herausforderungen peilt das Management für 2019 eine weitere moderate (rund +5%) Steigerung des Leistungsniveaus an. Konkrete Ziele, insbesondere in Bezug auf die Profitabilität, wurden nicht kommuniziert.

Risiken

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. Die EBT-Marge von Porr befand sich 2018 weit unter dem angestrebten Zielwert von 3%. Innerhalb der letzten 5 Jahre stieg die Dividende kräftig an. Das Syndikat (Strauss-Gruppe, IGO-Ortner-Gruppe) hielt Ende 2018 mit 53,7% den Großteil der ausstehenden Porr-Aktien.

Kennzahlen

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

Quelle: PORR, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19Y28	28.10.2019	3,875%	52	500	-0,1%	101,2%	neutral
XS1555774014	1) 00.00.0000	5,500%	125	100.000	4,7%	100,6%	n.v.
AT0000A19Y36	2) 00.00.0000	6,750%	25	500	2,3%	109,3%	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

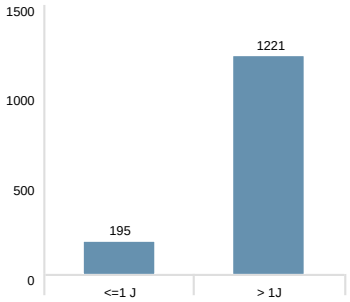
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 27. August 2019

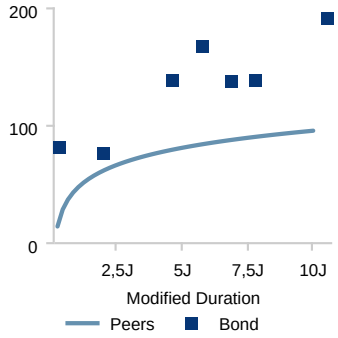
Letzter Credit-Bericht
PDF (07.05.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research
Stand 31.12.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

S IMMO

Ergebnisentwicklung

Im 1Q 2019 stiegen die Gesamterlöse auf EUR 47,8 Mio. (+9,9% J/J). Diese Entwicklung ist auf einen Anstieg der Mieterlöse (+15,4% J/J) und der Erlöse aus der Hotelbewirtschaftung (+11% J/J) zurückzuführen. Das EBITDA stieg auf EUR 19,5 Mio. (+13% J/J) und das EBIT auf EUR 27,4 Mio. (+10% J/J). Auf Jahressicht war das GJ 2018 ein Übergangsjahr, in dem S Immo wieder mehr Zu- als Verkäufe tätigte. Nichtsdestotrotz gelang es dem Unternehmen, ein Rekord-EBT-Ergebnis von rund EUR 236 Mio. zu erzielen. Deutlich höhere Dividendenerträge aus den Aktienbeteiligungen an Immofinanz und CA Immo sowie das sehr positive Bewertungsergebnis trugen dazu bei.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Gearing-Ratio lag im März 2019 bei 118,5%, die EK-Quote bei 41,4% und die LTV Ratio bei 50,2%. Im Mai 2019 platzierte S IMMO eine weitere Unternehmensanleihe in Höhe von EUR 150 Mio. Neben der Refinanzierung der Anleihe 2014-2019 sollen die Emissionserlöse zur Finanzierung von Akquisitionen verwendet werden. Obwohl manche Kreditkennzahlen noch verbesserungsfähig sind, konnten diese in den letzten fünf Jahren signifikant verbessert werden. Aus diesem Grund stufen wir die neue 2026-Anleihe als unterbewertet ein. Für die 2024-Anleihe passen wir unsere Bewertung von neutral (25.3.2019) auf unterbewertet an. Bei allen restlichen Anleihen bleiben die Bewertungen aufrecht.

Unternehmensziele

Das Unternehmen ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Das Management blickt mit Optimismus ins Jahr 2019. Investitionsseitig wird das größte Potenzial vor allem in deutschen Städten wie zum Beispiel in Leipzig, Rostock oder Kiel gesehen. Aber auch Immobilienwerte in CEE bieten laut Management weiterhin großes Aufholpotenzial. S Immo profitiert weiter von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung in allen ihren Märkten, vom niedrigen Zinsumfeld und dem hohen Preisniveau auf vielen Immobilienmärkten. Die S Immo strebt ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Kreditbetrag und Verkehrswert der Objekte (Loan-to-Value-Ratio) an: Generell füllt sich das Management mit einer LTV-Ratio von über 50% wohl.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: S IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19SB5	03.10.2019	3,000%	67	500	0,6%	100,6%	neutral
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	90	500	0,4%	107,7%	neutral
AT0000A1Z9D9	06.02.2024	1,750%	100	500	1,1%	102,6%	unterbewertet
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,5%	109,6%	neutral
AT0000A285H4	22.05.2026	1,875%	150	500	1,3%	103,3%	unterbewertet
AT0000A1DWK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,3%	113,7%	neutral
AT0000A1Z9C1	06.02.2030	2,875%	50	500	2,1%	106,8%	unterbewertet

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

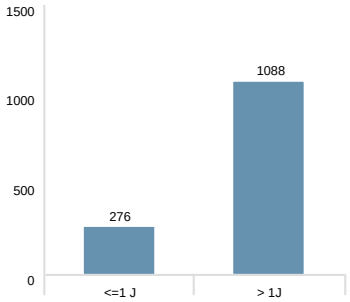
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 30. August 2019

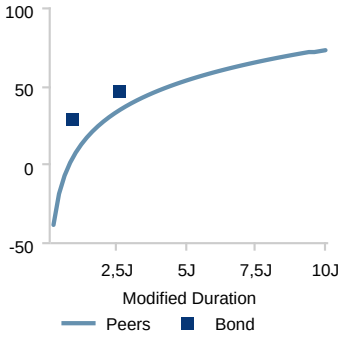
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research
Stand 31.12.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

STRABAG

Ergebnisentwicklung

Strabag veröffentlichte zum 1. Quartal 2019 nur Kennziffern zu Leistung und Auftragsbestand. Dank eines erneut sehr guten Bauwetters konnte die Leistung um 19% J/J auf EUR 3,1 Mrd. und der Auftragsbestand um 2% J/J auf EUR 17,9 Mrd. gesteigert werden. Auf Jahresbasis konnte Strabag das GJ 2018 mit starken Ergebnissen abschließen. 2018 war durch ein dynamisches Geschäft v.a. in Deutschland (mit Abstand der größte Markt für Strabag), Österreich und Polen sowie durch ein günstiges Bauwetter gekennzeichnet. Der Auftragsbestand kletterte erneut auf einen Rekordwert von EUR 16,9 Mrd. Die Leistung konnte insbesondere wetterbedingt ebenfalls ein neues historisches Hoch von EUR 16,3 Mrd. (+11,6% J/J) erreichen. Das EBITDA verbesserte sich auf EUR 952,6 Mio. (+ 14% J/J).

Kommentar zum Kreditprofil

Strabag konnte sein Finanzprofil in den letzten Jahren stetig verbessern. S&P bestätigte im Juli 2018 das Konzern-Rating (BBB; Ausblick stabil). Die starken Kreditkennzahlen auf Jahresbasis werden durch die weitere Verbesserung der Zinsdeckung sowie durch die Nettoliquidität des Konzerns untermauert. Letzteres blieb Ende 2018 mit rund EUR 1 Mrd. (Dez. 2017: Nettoliquidität von EUR 1,5 Mrd.) weiterhin sehr hoch. Die EK-Quote betrug Ende Dezember 31,4% (2017: 30,7%). Die Margen sind weiterhin gut und reflektieren die konjunkturell gute Lage der Bauwirtschaft in den Märkten der Strabag. Die in 2020 und 2022 auslaufenden Anleihen erachten wir weiterhin als neutral.

Unternehmensziele

Das Management erhöhte seinen Ausblick 2019 für die erwartete Leistung von rund EUR 16 Mrd. auf ein Überschreiten dieser Marke. Die Prognose für eine EBIT-Marge von mind. 3,3% bleibt aufrecht. Die Zielsetzung bei der EK-Quote bleibt mit mindestens 25% in Kraft.

Risiken

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin wettbewerbsintensiv. Das Investitionsklima in Russland könnte aufgrund des volatilen Ölpreises und des langfristig gesehen schwachen Rubels beeinträchtigt werden. STRABAG legt Wert auf eine kontinuierliche Dividendenpolitik. Trotz starker Ergebnisse wurde aber die Dividende für 2018 auf dem gleichen Niveau wie 2017 belassen.

Kennzahlen

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

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A109Z8	21.05.2020	3,000%	200	1.000	-0,0%	102,6%	neutral
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	0,1%	103,7%	neutral

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

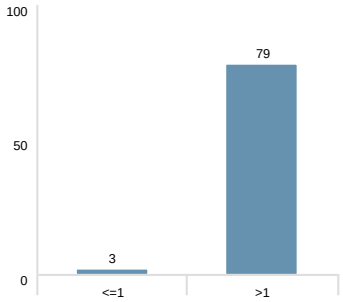
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2018/19: Ende November 2018

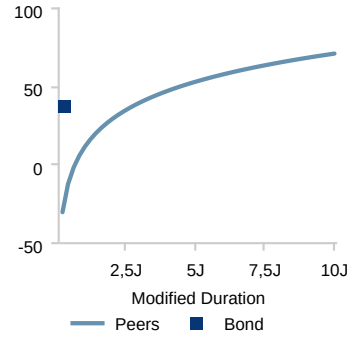
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Swietelsky, Erste Group Research
Stand 31.03.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

SWIETELSKY

Ergebnisentwicklung

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

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: SWIETELSKY, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WR40	12.10.2019	4,625%	74	500	0,1%	101,2%	neutral

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

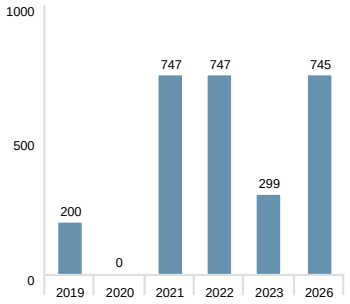
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 16. Juli 2019

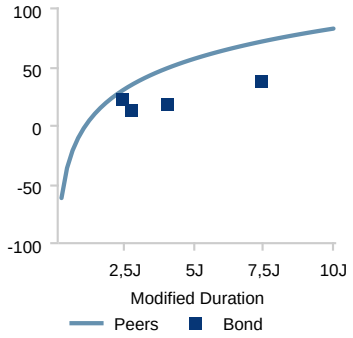
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

TELEKOM AUSTRIA

Ergebnisentwicklung

TKA konnte im 1Q 2019 den Konzernumsatz um 1,5% J/J auf EUR 1,1 Mrd. steigern. Dazu führte insbesondere das Wachstum in den osteuropäischen Märkten. In Österreich hingegen sanken die Erlöse marginal aufgrund geringerer Verkaufserlöse aus dem Verkauf von Endgeräten. Im 1Q fand die erstmalige Anwendung von IFRS 16 (Leasingverhältnisse) statt. Das EBITDA nach Leasingaufwendungen fiel um 5,3% J/J auf EUR 330,5 Mio. Grund dafür war eine schlechtere Entwicklung in Österreich, die mit Restrukturierungsaufwendungen, aber auch mit niedrigeren Margen aus dem Verkauf von Endgeräten und höheren Personalkosten in Verbindung standen. Nichtsdestotrotz erhöhte sich der Quartalsüberschuss auf EUR 85,9 Mio. (1Q 2017: EUR 28,4 Mio.), da im Vorjahresquartal eine Markenabschreibung von rund EUR 101 Mio. infolge des konzernweiten Rebrandings verbucht wurde.

Kommentar zum Kreditprofil

Durch die Rückzahlung der Hybridanleihe am 1.2.2018 (Volumen EUR 600 Mio.), die gemäß IFRS als Eigenkapital klassifiziert war, und durch die erstmalige Anwendung von IFRS 16 erhöhte sich die Nettoverschuldung. Ende Dezember 2018 lag diese bei EUR 3,7 Mrd. (exkl. Leasing: EUR 2,7 Mrd.) und Ende März bei EUR 3,6 Mrd. (exkl. Leasing: EUR 2,7 Mrd.). Das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA stieg aus dem oben genannten Grund von 2,0x auf 2,4x. Die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnte zu höheren Investitionen führen, den freien Cashflow belasten und somit Druck auf die Spreads der ausstehenden Anleihen ausüben. Daher erachten wir alle TKA-Anleihen weiterhin als überbewertet.

Unternehmensziele

Für das GJ 2019 erwartet TKA ein Umsatzwachstum von rund 2% J/J (auf berichteter Basis) und CAPEX von rd. EUR 770 Mio. Dieses Ziel wurde auch im 1Q 2019 bestätigt. Telekom Austria strebt an, möglichst allen Kunden Produktbündel (Festnetz/Internet/Mobil/(IP)TV) aus einer Hand anbieten zu können und so langfristig zu wachsen. Dazu könnten wie bisher auch Akquisitionen beitragen. TKA will die Marke A1 schrittweise in allen Ländern einführen und ihre Marken gruppenweit harmonisieren. Ein stabiles BBB-Rating soll jedenfalls beibehalten werden.

Risiken

Mobilfunkmärkte in Österreich und in den CEE-Ländern sind weiterhin von hoher Wettbewerbsintensität und Preisdruck gekennzeichnet. Außerdem herrscht in manchen Ländern ein schwaches makroökonomisches Umfeld und regulatorische Gegenwinde sowie Volatilität bei den Wechselkursen. 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.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	33,2%	32,2%	31,9%	30,9%	↓
Eigenkapitalquote	29,2%	34,9%	38,9%	33,1%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	102,4%	84,7%	78,2%	111,0%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,5x	2,1x	1,8x	2,0x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8x	1,7x	1,7x	2,0x	→
EBITDA / Zinsaufwand	8,4x	9,5x	14,7x	16,0x	↑
EBIT / Zinsaufwand	3,5x	3,4x	4,7x	5,0x	↑
Operativer Cashflow	1.228,4	1.195,5	1.175,0	1.232,3	
Investitionscashflow	-866,2	-823,5	-770,4	-765,1	

Quelle: TELEKOM AUSTRIA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0999667263	03.12.2021	3,125%	750	1.000	-0,1%	107,9%	überbewertet
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	-0,2%	111,7%	überbewertet
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	-0,1%	114,4%	überbewertet
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	0,3%	108,0%	überbewertet

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

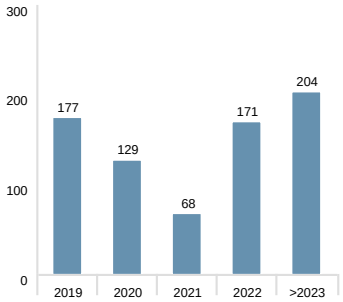
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019: 28. August 2019

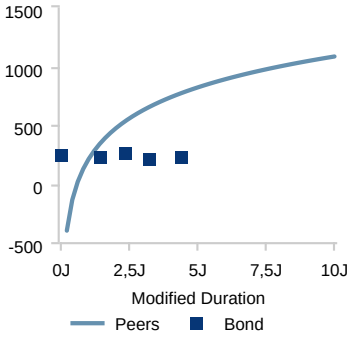
Letzter Credit-Bericht
PDF (22.10.2018)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: UBM, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UBM

Ergebnisentwicklung

Die Ergebnisse des 1Q 2019 waren nicht spektakulär und bewiesen den angekündigten langsamen Start ins Jahr 2019. Grund dafür waren wesentliche Projektfertigstellungen, die erst im Jahresverlauf erfolgen werden. Sowohl die Gesamtleistung als auch der Umsatz gingen deutlich um 67,4% J/J bzw. um 79,5% J/J zurück. Dennoch blieb das Ergebnis mehr oder weniger stabil: Das EBT lag mit EUR 7,9 Mio. nur leicht unter dem Vorjahreswert von EUR 8,2 Mio. Auf Jahressicht war 2018 für UBM ein Rekordjahr mit einer Gesamtleistung von EUR 898 Mio. (+21% J/J), wobei die erstmalige Anwendung von IFRS 15 (v.a. Wohnimmobilien werden nach Höhe des Fertigstellungsgrads in den Umsätzen erfasst) mit EUR 105,6 Mio. ebenfalls dazu beitrug. Das Ergebnis vor Steuern kletterte auf EUR 55 Mio. (+10% J/J) und das Nettoergebnis verbesserte sich auf EUR 40 Mio. (+7% J/J).

Kommentar zum Kreditprofil

Wesentliche Kreditkennzahlen konnten sich im GJ 2018 verbessern. Die Nettoverschuldung sank weiter und betrug per Ende 2018 EUR 421,9 Mio. (2017: EUR 477,9 Mio.). Ende März 2019 lag diese mit EUR 462 Mio. leicht über dem Dezember-Niveau. Durch die im Februar 2018 platzierte Hybridanleihe im Wert von EUR 100 Mio. konnte die EK-Quote gestärkt werden (Dez 18: 35,3%; März 19: 35%). Die angepeilte EK-Quote-Bandbreite definiert das Unternehmen zwischen 30-35%. Der Zinsdeckungsgrad auf EBIT-Basis ging auf Jahressicht auf 1,7x (2017: 2,5x) zurück. Im Peer Group-Vergleich stufen wir die in 2019, 2020 und in 2021 fälligen Anleihen als neutral ein: Grund dafür ist die kurze Restlaufzeit der ersten zwei und das geringe ausstehende Volumen der dritten Anleihe. Die anderen zwei Anleihen (Fälligkeiten 2022 und 2023) halten wir für überbewertet.

Unternehmensziele

Der Fokus von UBM liegt auf Immobilien-Projektentwicklungen in den Kernmärkten Deutschland, Österreich und Polen sowie auf den Assetklassen Büro, Hotel und Wohnen. Laut Management verfügt das Unternehmen über eine führende Position als Hotel-Developer in Europa: Diese will UBM weiter ausbauen. Unternehmensziele bleiben eine Erhöhung des Eigenkapitals, die Kontrolle der Nettoverschuldung sowie die Glättung des Rückzahlungsprofils. Obwohl im laufenden Geschäftsjahr keine spektakulären Fertigstellungen geplant sind, blickt das Management zuversichtlich ins GJ 2019 und will die Rekordergebnisse vom GJ 2018 wiederholen. Ende März 2019 war der Pipeline mit einem Verkaufsvolumen von EUR 1,8 Mrd. bis 2022 gut gefüllt.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: UBM, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A185Y1	09.07.2019	4,875%	91	500	2,0%	100,1%	neutral
DE000A18UQM6	09.12.2020	4,250%	75	1.000	1,8%	103,0%	neutral
AT0000A1PDD4	21.11.2021	3,876%	19	500.000	2,2%	103,8%	neutral
AT0000A1XBU6	11.10.2022	3,250%	150	500	1,7%	104,0%	überbewertet
AT0000A23ST9	16.11.2023	3,125%	120	500	2,0%	104,1%	überbewertet
XS1785474294	1) 00.00.0000	5,500%	100	100.000	5,9%	97,5%	n.v.

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 01.03.2023
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

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

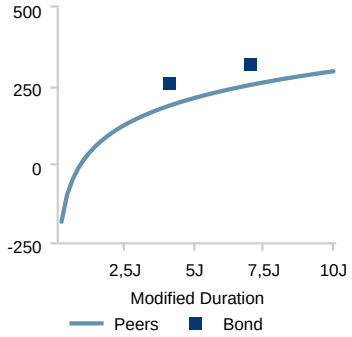
Sektor	**Versicherungen**
Moody's	**-/**
S&P	**A-/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
Q2 2019: 28. August 2019

Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
n.v.

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UNIQA

Ergebnisentwicklung

UNIQA ist mit 21,4% Marktanteil (2018) Österreichs zweitgrößte Versicherungsgruppe und Marktführer am Krankenversicherungsmarkt (Marktanteil: rd. 45%). UNIQA erzielt ca. 30% der Prämien im Ausland (d.h. v.a. in CEE). Im 1Q 2019 sank das verrechnete Prämienvolumen gegenüber 1Q 2018 leicht (-0,4% j/j). Zuwächse in der Schaden/Unfall- (+1,4% j/j) und Krankenversicherung (+3,1% j/j) kompensierten die zum Teil beabsichtigten Rückgänge (Einmalerläge) im Leben-Geschäft (-6,8% j/j). Die Betriebsaufwendungen stiegen um 8,4% j/j (z.T. bedingt durch das (IT-)Investitionsprogramm). Das Veranlagungsergebnis lag aufgrund des Wegfalls eines Einmaleffekts im 1Q 2018 (Gewinn aus dem Verkauf der Casinos Austria-Beteiligung: EUR 47,4 Mio.) um 28% unter dem Vorjahreswert. Das schlug auf das Ergebnis vor Steuern durch (EUR 42,3 Mio.; -40,5% j/j). Die Combined Ratio profitierte von der rückläufigen Schadenquote und sank auf 96,3% (-1,1%-punkte).

Kommentar zum Kreditprofil

Der Konzern verfügte per 31.12.2018 mit 248% (31.12.2017: 250%) über eine sehr starke Solvenzkapitalquote. S&P stuft die Holding mit A- ein und bestätigte das Rating zuletzt am 21.12.2018. Besonders positiv hob S&P die Kapitaladäquanz hervor. Der Ausblick ist stabil. Wir vergleichen UNIQAs Nachranganleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir unterbewertet, auch jene mit 1. Call 2026 stufen wir gegenüber Peer-Anleihen unterbewertet ein.

Unternehmensziele

Während das Management 2019 im Schaden/Unfall- und Kranken-Segment Prämienwachstum von ~2% bzw. ~3% erwartet, prognostiziert es im Segment Leben v.a. aufgrund schwächerer Nachfrage in Österreich einen Rückgang. Insgesamt rechnet UNIQA 2019 mit einem leichten Prämienanstieg (rd. +1% j/j). Bei der Combined Ratio (CoR) strebt der Konzern 2019 eine weitere Verbesserung an. Beim Veranlagungsergebnis erwartet das Management heuer einen Rückgang, beim Ergebnis vor Steuern einen Anstieg (bereinigt um den Einmaleffekt aus dem Casinos Austria-Anteil-Verkauf iHv EUR 47,4 Mio.). UNIQA strebt bis 2020 an, die CoR u.a. durch Maßnahmen wie z.B. treffsichereres Pricing, Optimierung der Regulierungspartner-Landschaft im Bereich Kfz-Auslandsschaden, Produktinnovationen, Vermeidung von Versicherungsbetrug usw. auf 95% zu senken. Das laufende Investitionsprogramm in Digitalisierungs- und IT-Projekte dürfte die Ergebnisse in den kommenden Jahren belasten, mittelfristig aber zu Kostensenkungen führen.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: UNIQA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1117293107	1) 27.07.2046	6,000%	500	100.000	2,8%	119,6%	unterbewertet
XS0808635436	2) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	2,1%	118,4%	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

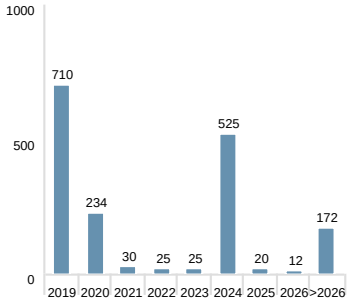
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2019: 1. August 2019

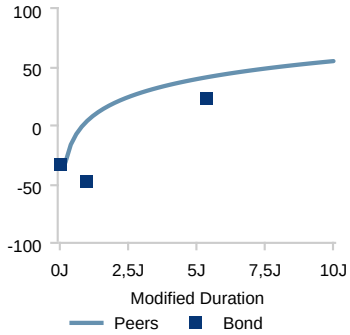
Letzter Credit-Bericht
PDF (20.03.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VERBUND

Ergebnisentwicklung

Verbund berichtete für das 1Q/2019 einen Konzernumsatz von EUR 963 Mio. Das entspricht einem Anstieg von 28,7% J/J und ist vor allem auf höhere durchschnittliche Absatzpreise am Terminmarkt sowie eine sehr günstige Wasserführung (21 Prozentpunkte über dem langjährigen Durchschnitt) zurückzuführen. Ebenfalls positiv auf die Ergebnisentwicklung wirkten sich die Effekte aus den Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungprogrammen der letzten Jahre aus. Das EBITDA stieg im 1Q/2019 um 28,9% J/J auf EUR 348 Mio., die Profitabilität blieb auf hohem Niveau (EBITDA-Marge: 36,1%). Auch der operative Cashflow fiel deutlich höher aus als im Vergleichsquartal des Vorjahres (+27,2% J/J), der freie Cashflow (EUR 100 Mio.) blieb aufgrund höherer Investitionen etwas unter dem Vorjahreslevel.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist seit 2014 kontinuierlich rückläufig und konnte auch im 1Q/2019 weiter reduziert werden. Ende März 2019 betrug sie EUR 2.400 Mio. (-6,3% ggü. Ende 2018). Folglich verbesserten sich alle Kreditkennzahlen erneut. Die zwei Spitzen in der Fristenstruktur (2019 und 2024) stellen die zwei Benchmark-Anleihen dar. 98% der zur Gänze EUR-denominierten Finanzverbindlichkeiten sind fix verzinst. Aufgrund der seit Jahren anhaltend positiven Entwicklung der Kreditkennzahlen und des stabilen Finanzprofils wurde Verbund von den Ratingagenturen Moody's und S&P im September 2018 um jeweils einen Notch (von Baa2 auf Baa1 bzw. von BBB+ auf A-) hinaufgestuft. Vor diesem Hintergrund sowie aufgrund des operativ sehr starken 1Q/2019 halten wir die relativ zur ASW-Kurve niedrigen Spreads der 2024 auslaufenden Anleihe für gerechtfertigt und schätzen sie neutral ein. Die zwei anderen Anleihen werden aufgrund der kurzen Restlaufzeit neutral eingestuft.

Unternehmensziele

Durchschnittliche Rahmenbedingungen vorausgesetzt, jedoch auf Basis eines starken ersten Quartals 2019, erwartet das Management für das GJ 2019 ein EBITDA zwischen 1.100 Mio. und EUR 1.200 Mio. sowie ein Konzernergebnis zwischen EUR 470 Mio. und EUR 540 Mio. Die Ausschüttungsquote soll, wie schon im Vorjahr, zwischen 40% und 45% bezogen auf das um Einmaleffekte bereinigte Konzernergebnis betragen. Die Investitionen für den Zeitraum 2019-2021 sollen EUR 1.834 Mio. betragen und etwa je zur Hälfte auf Wachstums- bzw. Instandhaltungsinvestitionen entfallen.

Risiken

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

Kennzahlen

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

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	-0,6%	100,3%	neutral
XS0458119566	22.06.2020	4,875%	200	50.000	-0,8%	105,3%	neutral
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	0,0%	107,6%	neutral

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

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

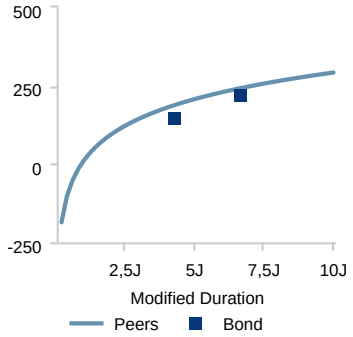
Sektor	**Versicherungen**
Moody's	**-/**
S&P	**A+/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
H1 2019: 27. August 2019

Letzter Credit-Bericht
PDF (06.05.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
n.v.

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VIENNA INSURANCE GROUP

Ergebnisentwicklung

Im 1Q 2019 steigerte VIG die Prämien um +2,9% (j/j) auf rd. EUR 2,9 Mrd.. Der Gewinn vor Steuern kletterte um 8,7% (j/j) auf EUR 127,5 Mio., obwohl das Finanzergebnis (-21,7% j/j) v.a. aufgrund geringerer Gewinnrealisierungen aus dem Verkauf von Investmentfonds sank. Das stärkste Prämienwachstum wurde in der Krankenversicherung (+9,6% j/j) verzeichnet. Die positive Gewinnentwicklung in den Segmenten Leben und Kranken überkompensierte den Rückgang im Segment Schaden/Unfall (Haftpflicht -4,2% j/j)). Ein starkes Gewinnplus gab es u.a. in Österreich, Polen und der Slowakei. Die Combined Ratio (CoR) schwächte sich aufgrund des leichten Anstiegs der Schadenquote auf 96,8% (+0,6%-punkte) ab. Die Kostenquote verbesserte sich leicht. CEE trug im ersten Quartal 61% zum Gewinn vor Steuern bei.

Kommentar zum Kreditprofil

VIG ist mit ca. 18% Marktanteil in ihren zehn Kernmärkten der führende Versicherungskonzern in CEE (inkl. Österreich). S&P bestätigte das "A+"-Rating der VIG zuletzt am 30. August 2018. Der Ausblick ist stabil. Die Solvenzquote lag per 31.12.2018 bei starken 239%. Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2023 stufen wir im Vergleich zu den Peers als neutral ein. Die nachrangige Anleihe mit erstem Call-Termin 2026 sehen wir ebenso neutral. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich bzw. gleich gerateten Peers.

Unternehmensziele

2019 strebt der Konzern Prämien in Höhe von EUR 9,9 Mrd. und ein Ergebnis vor Steuern von EUR 500-520 Mio. an. 2020 liegen die Zielwerte bei EUR 10,2 Mrd. bzw. EUR 530-550 Mio.. Ziel ist es, die Combined Ratio nachhaltig auf 95% zu senken. Der Ausblick wurde bei der Präsentation des 1Q-Ergebnisses am 22. Mai bekräftigt. Wachstumspotenzial ergibt sich in CEE aufgrund der im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Das Kranken-, das Bank- und Rückversicherungsgeschäft sowie Digitalisierungsprojekte werden forciert. Regional will die VIG Marktanteile v.a. in Kroatien, Ungarn, Polen auf 10% ausbauen. Die Marktführerschaft in Österreich, Tschechien und der Slowakei soll verteidigt werden. Das erfolgreich laufende Strategie-Programm "Agenda 2020" hat u.a. die Steigerung der Kosteneffizienz (z.B. durch "Shared Services", optimiertes Schadenmanagement) zum Ziel.

Risiken

Hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck in der Kfz-Versicherung in CEE. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld belastet das Finanzergebnis. Im GJ 2018 wurde in Rumänien ein Verlust verbucht (Firmenwertabschreibung; Rückstellungsbildung für ein laufendes marktweites Wettbewerbsverfahren). Geänderte Stornobedingungen beim Rückkauf bestimmter Lebensversicherungsprodukte erforderten im Q3 2018 Rückstellungsbildungen in Polen. Die Dividendenerhöhung (1 EUR statt 90 Cent je Aktie) ist aus Credit-Sicht naturgemäß kritisch zu sehen.

Kennzahlen

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

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1D5E1	1) 02.03.2046	3,750%	400	1.000	2,0%	110,5%	neutral
AT0000A12GN0	2) 09.10.2043	5,500%	500	100.000	1,1%	118,2%	neutral

*Definitionen: * Ausstehendes Volumen in EUR Mio., ** Mindeststückelung in EUR, *** Preisindikation*
Hybrid Call Datum: 1) 02.03.2026 2) 09.10.2023
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

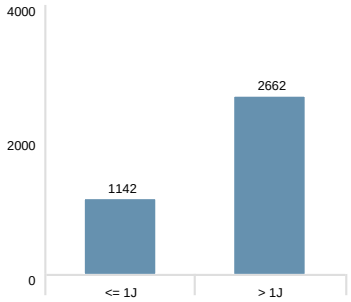
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1Q 2019/20: 7. August 2019

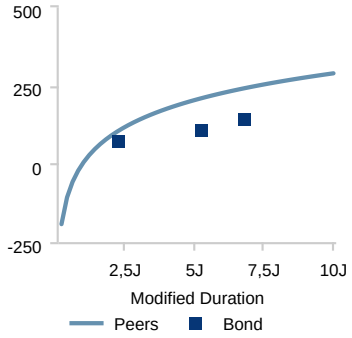
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: voestalpine, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VOESTALPINE

Ergebnisentwicklung
Die Ergebnisse im GJ 2018/19 fielen nach den zwei Gewinnwarnungen im Oktober 2018 und Jänner 2019 nicht überraschend aus. Während der Umsatz um 5,1% J/J auf ca. EUR 13,6 Mrd. stieg, ging das Ergebnis deutlich zurück. Der Grund dafür war nicht nur eine konjunkturelle Eintrübung sondern auch eine Reihe interner Einmaleffekte in den Divisionen Steel und Metal Forming - u.a. höhere Anlaufaufwendungen am Automotive-Standort Cartersville (USA) sowie Rückstellungen in Zusammenhang mit einem laufenden Ermittlungsverfahren des deutschen Bundeskartellamts gegen Stahlproduzenten wegen des Verdachts kartellrechtswidriger Absprachen im Bereich Grobblech. Das EBITDA sank um 20% J/J auf ca. EUR EUR 2 Mrd. und die EBITDA-Marge verringerte sich auf 11,5% (Vj: 15,3%). Das EBIT fiel im gleichen Zeitraum um 34% von EUR 1,2 Mrd. (Marge 9,1%) auf EUR 779,4 Mio. (Marge 5,7%).

Kommentar zum Kreditprofil
voestalpine weist derzeit gute Kreditkennzahlen auf. Per Ende März 2019 sank die Nettoverschuldung (Finanzschulden - liquide Mittel) leicht auf EUR 3,3 Mrd. (-2% J/J). Die Gearing Ratio zeigte in den letzten fünf Jahren keine großen Schwankungen (März 2019: 49,5%). Die Entschuldungsdauer (Nettoverschuldung/EBITDA) der Gruppe lag in der gleichen Periode immer unter der intern festgelegten Obergrenze von drei Jahren. Die Zinsdeckung sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis lag im GJ 2018/19 zwar leicht unter dem Vorjahresniveau, ist aber mit 9,2x bzw. 4,6x weiterhin gut. Unserer Meinung nach spiegelt das Spread-Niveau der 2021 und 2024 fälligen Anleihen das schwieriger gewordene Marktumfeld für den Konzern derzeit nicht richtig wider. Die Spreads liegen immer noch unter der Vergleichsgruppe und repräsentieren unserer Meinung nach die aktuellen Unsicherheitsfaktoren nicht. Aus diesem Grund sehen wir die 2021, 2024 und 2026 fälligen Anleihen weiterhin als überbewertet.

Unternehmensziele
Trotz weiter wachsender wirtschaftlicher Unwägbarkeiten ist das Management bestrebt, 2019/20 eine, gemessen am abgelaufenen Geschäftsjahr, stabile Entwicklung des operativen Ergebnisses (EBITDA) zu erreichen.

Risiken
voestalpine tätigt seit Jahren kontinuierlich steigende Dividendenzahlungen. Außerdem belastet eine Reihe von Unsicherheitsfaktoren (steigende Rohstoff- und Energiepreise, schwächere Automobilnachfrage, die Unsicherheit über angedrohte Einfuhrzölle in den USA in Höhe von 25%) derzeit das Marktsentiment im Sektor.

Kennzahlen

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

Quelle: VOESTALPINE, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,4%	104,0%	überbewertet
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	0,9%	102,2%	überbewertet
AT0000A27LQ1	10.04.2026	1,750%	500	500	1,4%	102,2%	überbewertet
AT0000A0ZHF1	1) 00.00.0000	6,000%	500	1.000	-0,0%	101,6%	n.v.

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

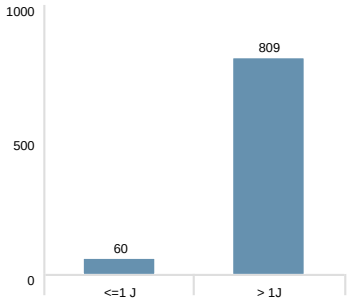
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor	**Baustoffe**
Moody's	**Ba1/stabil**
S&P	**-/**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
1HJ 2019: 13. August 2019

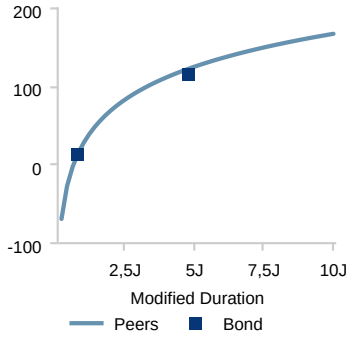
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

WIENERBERGER

Ergebnisentwicklung

Wienerberger startete stark ins GJ 2019. Der Umsatz stieg um 15% J/J und das EBITDA um mehr als 50%. Das Unternehmen profitierte von guten Marktbedingungen, günstigem Wetter und der Umsetzung der Wachstumsstrategie. Auf Jahressicht erreichte der Umsatz 2018 einen Rekordwert von EUR 3,3 Mrd. (Vorjahr: EUR 3,1 Mrd.). Das EBITDA stieg um 7% J/J auf EUR 442,6 Mio. Bereinigt um Einmalkosten und Einmalerträge konnte das EBITDA um rund 15% J/J gesteigert werden. Das EBIT erhöhte sich infolge der stark verbesserten operativen Entwicklung um 34% J/J auf EUR 239,8 Mio. Alle Segmente trugen zum Ergebnis positiv bei.

Kommentar zum Kreditprofil

Der IFRS 16 Effekt wird aus heutiger Sicht laut Management zu einer Erhöhung der Nettoverschuldung im GJ 2019 um insgesamt EUR 200 Mio. führen. Ende 2018 lag die Nettoverschuldung bei EUR 674,4 Mio. Der Verschuldungsgrad stieg zu diesem Zeitpunkt marginal auf 34,8% (2017: 33,8%) an, trotz erhöhter M&A-Aktivität und starkem Anstieg der Ausschüttung an Aktionäre. Die EK-Quote blieb mit 52% auf Vorjahresniveau. Die Entschuldungsdauer und der Zinsdeckungsgrad zeigten 2018 eine stabile Entwicklung und bieten weiterhin ausreichend Spielraum zu den extern vorgegebenen Schwellenwerten für die Bankkreditverträge und das Rating. Im April 2018 wurde das Rating durch Moody`s um eine Stufe auf Ba1 angehoben. Der Ausblick ist stabil. Wir sehen den leicht niedrigeren ASW-Spread der 2024 fälligen Anleihe gegenüber den Peers als gerechtfertigt und behalten unsere neutrale Einschätzung bei. Bei der 2020 laufenden Anleihe bleibt die Bewertung ebenfalls auf neutral.

Unternehmensziele

Nach der starken Entwicklung im 1Q 2019 ist Wienerberger zuversichtlich, die EBITDA-Prognose von EUR 560 bis 580 Mio. für das GJ 2019 zu erreichen. Dazu sollen eine Steigerung des Absatzes, eine Verbesserung der Durchschnittspreise und positive Effekte aus Optimierungsmaßnahmen führen. Die Instandhaltungsinvestitionen werden 2019 bei rund EUR 200 Mio. erwartet. Im Hinblick auf Wachstumsinvestitionen evaluiert Wienerberger derzeit eine große Anzahl attraktiver Projekte und prüft mögliche Übernahmeziele. Eine konkrete Höhe der Wachstumsinvestitionen wurde derzeit nicht kommuniziert.

Risiken

Wienerberger verfolgt eine Wachstumsstrategie. Neben einer nachhaltigen Steigerung der Baubeginne und der Infrastrukturausgaben in den Wienerberger-Märkten (insb. in den USA und Osteuropa) bleibt die Erholung in einigen Bereichen aus (u.a. im Bereich Vormauer- und Dachziegel in Belgien und im Kunststoffrohrgeschäft in FR). Auch der Brexit könnte sich im Kernmarkt GB negativ auswirken: UK ist für rund 16% der Umsätze des größten Segments Building Solutions verantwortlich.

Kennzahlen

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

Quelle: WIENERBERGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A100E2	17.04.2020	4,000%	300	1.000	-0,2%	103,3%	neutral
AT0000A20F93	02.05.2024	2,000%	250	1.000	0,9%	104,8%	neutral
DE000A1ZN206	1) 00.00.0000	5,000%	272	1.000	0,8%	106,2%	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 Long Term	MOODY'S Short Term	STANDARD & POOR'S Long Term	STANDARD & POOR'S Short Term	FITCH Long Term	FITCH Short Term
Aaa		AAA		AAA	
Aa1		AA+	A-1 +	AA+	F1 +
Aa2		AA		AA	
Aa3	Prime-1	AA-		AA-	
A1		A+	A-1	A+	F1
A2		A		A	
A3		A-		A-	
			A-2		F2
Baa1	Prime-2	BBB+		BBB+	
Baa2		BBB		BBB	
Baa3	Prime-3	BBB-	A-3	BBB-	F3

SPECULATIVE GRADE RATINGS

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

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

Kontakte

Group Research

Head of Group Research
Friedrich Mostböck, CEFA +43 (0)5 0100 11902
Major Markets & Credit Research
Head: Gudrun Egger, CEFA +43 (0)5 0100 11909
Ralf Burchert, CEFA (Agency Analyst) +43 (0)5 0100 16314
Hans Engel (Senior Analyst Global Equities) +43 (0)5 0100 19835
Margarita Grushanina (Economist AT, Quant Analyst) +43 (0)5 0100 11957
Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 11183
Stephan Lingnau (Global Equities) +43 (0)5 0100 16574
Heiko Langer (Covered Bonds, Financials) +43 (0)5 0100 85509
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 17203
Carmen Riefler-Kowarsch (Covered Bonds, Financials) +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
Malgorzata Krzywicka (Fixed Income) +43 (0)5 0100 17338
CEE Equity Research
Head: Henning Eßkuchen +43 (0)5 0100 19634
Daniel Lion, CIIA (Technology/Industrial Goods&Services) +43 (0)5 0100 17420
Michael Marschallinger, CFA +43 (0)5 0100 17906
Thomas Unger, CFA (Banks, Insurance) +43 (0)5 0100 16314
Christoph Schultes, MBA, CIIA (Real Estate) +43 (0)5 0100 11523
Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 17343
Martina Valenta, MBA +43 (0)5 0100 11913
Editor Research CEE
Brett Aarons +420 956 711 014
Research Croatia/Serbia
Head: Mladen Dodig (Equity) +381 11 22 09 178
Head: Alen Kovac (Fixed income) +385 62 37 1383
Anto Augustinovic (Equity) +385 62 37 2833
Magdalena Dolenec (Equity) +385 72 37 1407
Mate Jelic (Fixed income) +385 72 37 1443
Ivana Rogic (Fixed income) +385 62 37 2419
Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 62 37 2825
Research Czech Republic
Head: David Navratil (Fixed income) +420 956 765 439
Head: Petr Bartek (Equity) +420 956 765 227
Marek Dongres (Equity) +420 956 765 218
Jan Safranek (Equity) +420 956 765 218
Jiri Polansky (Fixed Income) +420 956 765 192
Roman Sedmera (Fixed Income) +420 956 765 391
Michal Skorepa (Fixed income) +420 956 765 456
Research Hungary
Head: Jozsef Miro +361 235 5131
Andras Nagy (Equity) +361 235-5132
Orsolya Nyeste (Fixed Income) +36 1 268 4428
Tamas Pletser (Equity) +361 235-5135
Zsombor Varga (Fixed income) +361 373 2830
Research Poland
Director of Research: Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253
Konrad Grygo (Equity) +48 22 330 6254
Michal Pilch (Equity) +48 22 330 6255
Cezary Bernatek (Equity) +48 22 330 6256
Mateusz Krupa, CFA (Equity) +48 22 330 6251
Emil Poplawski (Equity) +48 22 330 6252
Research Romania
Head: Horia Braun-Erdei +40 3735 10424
Caius Rapanu (Equity) +40 3735 10441
Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435
Dorina Ilasco (Fixed Income) +40 3735 10436
Research Slovakia
Head: Maria Valachyova, (Fixed income) +421 2 4862 4185
Katarina Muchova (Fixed income) +421 2 4862 4762
Research Turkey
Lina Barokas (Equity) +90 2129120445
Umut Cebir (Equity) +90 2129120445

Treasury - Erste Bank Vienna

Group Markets Retail Sales
Fixed Income a. Certificate Sales
Head: Christian Reiss +43 (0)5 0100 84012
Group Markets Execution
Head: Kurt Gerhold +43 (0)5 0100 84232
Retail & Sparkassen Sales
Head: Uwe Kolar +43 (0)5 0100 83214
Markets Retail Sales AT
Head: Markus Kaller +43 (0)5 0100 84239
Corporate Treasury Product Distribution AT
Head: Christian Skopek +43 (0)5 0100 84146
Fixed Income Institutional Sales
Bank and Institutional Sales
Institutional Distribution non CEE
Head: Jaromir Malak +43 (0)5 0100 84254
Bernd Bollhof +49 (0)30 8105800 5525
Charles-Henry de Fontenilles +43 (0)5 0100 84115
Rene Klasen +49 (0)30 8105800 5521
Christopher Lampe-Traupe +49 (0)30 8105800-5507
Christian Kienesberger +43 (0) 5 0100 84323
Karin Rattay +43 (0) 5 0100 84118
Bernd Thaler +43 (0) 5 0100 84119
Bank Distribution
Head: Marc Friebertshäuser +49 (0)711 810400 5540
Sven Kienzle +49 (0)711 810400 5541
Michael Schmotz +43 (0)5 0100 85542
Ulrich Inhofner +43 (0)50100 85544
Klaus Vosseler +49 (0)711 810400 5560
Andreas Goll +49 (0)711 810400 5561
Mathias Gindele +49 (0)711 810400 5562
Institutional Distribution CEE
Head: Jaromir Malak +43 (0)50100 84254
Institutional Distribution PL and CIS
Pawel Kielek +48 22 538 6223
Michal Jarmakowicz +43 50100 85611
Institutional Distribution Slovakia
Head: Sarlota Sipulova +421 2 4862 5619
Monika Smelikova +421 2 4862 5629
Institutional Distribution Czech Republic
Head: Ondrej Cech +420 2 2499 5577
Milan Bartos +420 2 2499 5562
Barbara Suvadova +420 2 2499 5590
Institutional Asset Management Sales
Head: Petr Holecek +420 956 765 453
Martin Perina +420 956 765 106
Petr Valenta +420 956 765 140
Blanca Weinerova +420 956 765 317
David Petracek +420 956 765 809
Institutional Distribution Croatia
Head: Antun Buric +385 (0)72 37 2439
Natalija Zujic +385 (0)72 37 1638
Zvonimir Tukac +385 (0)72 37 17 87
Institutional Sales Hungary
Head: Peter Csizmadia +361 237 8211
Attila Hollo +36 1 2378209
Gabor Balint +36 1 2378205
Institutional Distribution Romania and Bulgaria
Head: Ciprian Mitu +43 (0)50100 85612
Crisitan Adascalita +40 373 516 531
Business Support
Bettina Mahoric +43 (0)50100 86441

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern

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

© Erste Group Bank AG 2019. All rights reserved.

Veröffentlicht durch:

Erste Group Bank AG, Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Hauptsitz: Wien

Firmenbuchnummer: FN 33209m

Handelsgericht Wien
Erste Group Homepage: www.erstegroup.com