

Corporate Credit Monitor Austria

Analysten

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
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 16.11.2020 15:15

Fertigstellung
16.11.2020 15:45

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

Veröffentlichung
16.11.2020 16:00

Unternehmen	Seite
ams	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
KELAG	13
NOVOMATIC	14
OMV	15
PORR	16
S IMMO	17
STRABAG	18
SWIETELSKY	19
TELEKOM AUSTRIA	20
UBM	21
UNIQA	22
VERBUND	23
VIENNA INSURANCE GROUP	24
VOESTALPINE	25
WIENERBERGER	26

Quelle: Erste Group Research

Corporate Credit Monitor - Erläuterungen

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

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

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

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

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

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

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

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

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Technologie

Moody's Ba3/negativ

S&P BB-/negativ

Fitch BB-/stabil

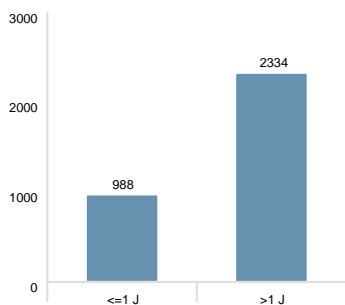
Finanzkalender

GJ 2020: 9. Februar 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

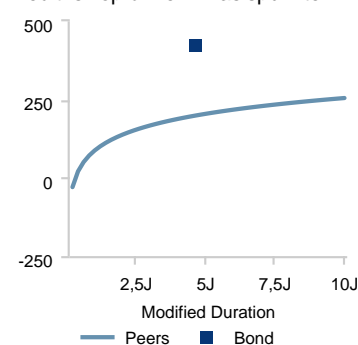
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: ams, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ams

Ergebnisentwicklung

Am 9. Juli 2020 wurde die Übernahme von OSRAM um rd. EUR 2,7 Mrd. erfolgreich abgeschlossen. ams hält derzeit rd. 71% aller OSRAM-Aktien. Durch die Übernahme von OSRAM will ams einen weltweit führenden Anbieter von Sensorlösungen und Photonik schaffen. Ab Beginn des dritten Quartals 2020 wurde OSRAM vollständig konsolidiert. Auf Gruppenebene (inkl. OSRAM) erhöhte sich der Umsatz in den 9M 2020 um 62% J/J auf EUR 2,1 Mrd. (3Q: +110% J/J), während das bereinigte Konzern-EBIT wie im Vorjahr bei EUR 225 Mio. blieb. Der 3Q-Umsatz und die 3Q-EBIT-Marge auf Stand-Alone-Basis lagen, wie bereits Ende Oktober kommuniziert, am oberen Ende der Erwartungsspanne. Trotz der Corona-Pandemie blieb das ams Consumer-Geschäft robust und kompensierte die noch langsame Erholung der ams Automobil- und Industrienachfrage.

Kommentar zum Kreditprofil

Die drei Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch rateten ams erstmals seit Juni bzw. November 2020. Als Stärken werden u.a. die führende Marktposition, hohe Innovationskraft, guter Produktmix, hohe EBITDA-Marge sowie solider freier CF genannt. Die Hauptrisiken stehen derzeit klar mit der OSRAM-Übernahme in Verbindung: steigende Verschuldung, Integrationsrisiko sowie hohe Abhängigkeit von der Automobilindustrie. Wichtige Kreditkennzahlen schwächten sich in den letzten fünf Jahren ab, was das Unternehmenswachstum widerspiegelt. 2019 betrug das Gearing 93,6% und die EK-Quote 38,1%. Der Zinsdeckungsgrad auf EBITDA-Basis (10,1x) war gut. Zur Finanzierung der OSRAM-Übernahme wurde eine Kapitalerhöhung (Bruttoerlös: EUR 1,65 Mrd.) durchgeführt, die Dividende für 2019 und 2020 wurde ausgesetzt sowie Senior-Anleihen in USD und EUR emittiert. Die EUR-Anleihe läuft im Juli 2025 aus. Wir erachten diese gegenüber der Peer-Group als neutral.

Unternehmensziele

Das Management zeigt sich für 4Q optimistisch und rechnet auf Stand-Allone-Basis mit einem Umsatzwachstum von +19% Q/Q und einer deutlich höheren Profitabilität mit einer bereinigten EBIT-Marge von 24-27% (VJ: 28%). Dabei soll das Consumer-Geschäft robust bleiben und die anhaltende Nachfrageschwäche des Non-Consumer-Segments zum Großteil kompensieren. OSRAM wird als separates Berichtssegment geführt. Die Integrationskosten wurden vom Management bei rd. EUR 400 Mio. kommuniziert. Darüber hinaus plant ams, künftig die OSRAM-Beteiligung auf 100% zu erhöhen. Die CAPEX soll künftig unter 10% des Umsatzes betragen. Außerdem will ams die Entschuldungsdauer (Nettoverschuldung / EBITDA) bis 2022 kontinuierlich auf 2,0 Jahre reduzieren.

Risiken

ams ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt, da die finanziellen Transaktionen in der Halbleiterindustrie überwiegend in USD abgewickelt werden. Die Aquisition von OSRAM ist mit einem deutlichen Anstieg der Nettoverschuldung sowie mit Integrationsrisiken verbunden. Einerseits wird OSRAM das Geschäftsprofil von ams ergänzen und die Diversifizierung erhöhen. Andererseits würde aber die Abhängigkeit von der Automobilbranche steigen: rd. 50% vom OSRAM-Umsatz.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	28,3%	21,1%	15,8%	33,0%	↑
Eigenkapitalquote	46,9%	25,4%	36,1%	38,1%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	43,8%	117,0%	92,3%	93,6%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,0x	5,6x	8,1x	3,3x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	1,9x	4,3x	5,3x	2,5x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	31,7x	4,3x	4,3x	10,1x	↑
Operativer Cashflow	82,3	-3,6	315,4	645,7	
Investitionscashflow	-71,0	-514,8	-414,7	-914,4	

Quelle: ams, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS2195511006	31.07.2025	6,000%	850	100.000	3,6%	107,1%	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 Technologie

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

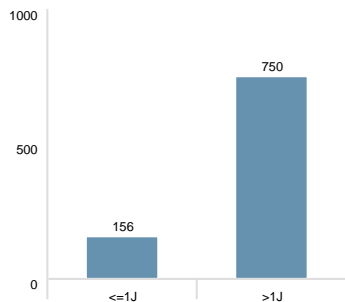
Finanzkalender

9M 2020/21: 2. Februar 2021

Letzter Credit-Bericht

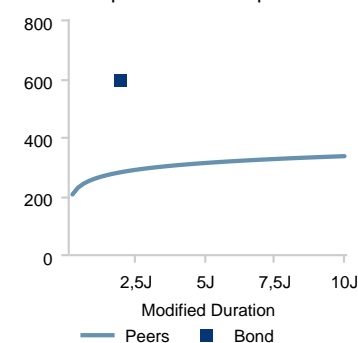
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: AT&S, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

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" (Umsatzanteil 1H 2020/21: 75%) und "Automotive, Industrial, Medical". Hauptabsatzmarkt ist Amerika (Umsatzanteil: 72%). Die Produktion erfolgt in Österreich und Asien. Im 1H 2020/21 (bis 30.9.) steigerte AT&S trotz Pandemie Umsatz (EUR 537,8 Mio.; +10% J/J) und EBITDA (EUR 111,2 Mio.; +10% J/J); Die EBITDA-Marge war stabil 20,7% (VJ: 20,6%). Die Substratnachfrage ist hoch. Bei "Mobile Devices" kompensiert die Diversifikation nach Kunden und Anwendungen die verzögerte Markteinführung neuer Smartphones (EBITDA 101,2 Mio.; +28% J/J). Im kleineren Segment "Automotive, Industrial, Medical" sanken Umsatz (-18% J/J) und EBITDA (-50% J/J). Das Automotive-Geschäft stabilisiert sich langsam. Industrie- und Medizingeschäft entwickelten sich relativ solide. Aufgrund hoher Investitionen (EUR 195,7 Mio.; +113% J/J) sank der operative FCF auf EUR -112,1 Mio. (VJ: EUR -29,8 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Die EK-Quote schwächte sich zum 30.9.2020 auf 36% ab (vs. 41% per 31.3.2020), blieb damit aber auf solidem Niveau. Das Eigenkapital (EUR 730 Mio.) sank aufgrund negativer FX-Effekte sowie der gezahlten Dividende. Es enthält den Erlös der 2017 begebenen Hybridanleihe (Buchwert EUR ~173 Mio.). Das berichtete Gearing stieg auf 52% (per 31.3.: 32%). Die Liquiditätsausstattung bleibt stark: per 30.9.2020 deckten liquide Mittel, finanzielle Vermögenswerte und ungenutzte freie Kreditlinien von rd. EUR 1 Mrd. die kurzfristigen Rückzahlungserfordernisse (EUR 80 Mio.) komfortabel ab. Der Wachstumsausblick bleibt langfristig gut. Im Vergleich zu Hybridanleihen aus dem BB-Segment sehen wir die AT&S-Hybridanleihe unterbewertet.

Unternehmensziele

Im Automotive-Segment zeichnet sich eine Stabilisierung ab. Im Mobile Devices-Segment verbessert sich die Visibilität aufgrund neuer 5G-Modelle. Im Industrie-Geschäft bleibt die Entwicklung verhalten, sollte aber auf Vorjahresniveau bleiben. Das Medizin-Geschäft besserte sich im 2Q, es wird leichtes Wachstum erwartet. Die Nachfrage nach IC-Substraten bleibt stark und profitiert von steigenden Datenvolumina. In fast allen Anwendungsgebieten von AT&S-Produkten (5G-fähige Smartphones, "Internet of Things" etc.) wird langfristig mit Marktwachstum gerechnet. Die CAPEX könnten heuer bis zu EUR 520 Mio. (VJ: EUR 219 Mio.) betragen. Im GJ 2020/21 wird ein Umsatzplus von 15% und die EBITDA-Marge zwischen 20 und 22% erwartet. Mittelfristige Ziele bleiben aufrecht: Der Umsatz soll auf EUR 2 Mrd., die EBITDA-Marge auf 25-30% steigen.

Risiken

Bei einigen Kunden geht heuer die Nachfrage aufgrund der Effekte der COVID-19-Pandemie zurück.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	16,1%	22,8%	24,3%	19,4%	↑
Eigenkapitalquote	37,6%	46,5%	45,0%	41,0%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	72,1%	37,8%	48,6%	50,4%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	4,5x	2,4x	2,9x	4,1x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	3,0x	1,2x	1,6x	2,0x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	9,5x	16,5x	20,5x	17,0x	↑
EBIT / Zinsaufwand	0,5x	6,6x	9,6x	4,2x	↑
Operativer Cashflow	136,4	143,2	170,5	185,1	
Investitionscashflow	-161,1	-193,4	-276,6	-116,6	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	12,9%	34,9%	26,8%	17,7%	→

Quelle: AT&S, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1721410725	1) 24.11.2167	4,750%	175	100.000	5,5%	96,8%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Immobilien
Moody's Baa3/Negativ
S&P -/
Fitch BBB/Stabil

Finanzkalender

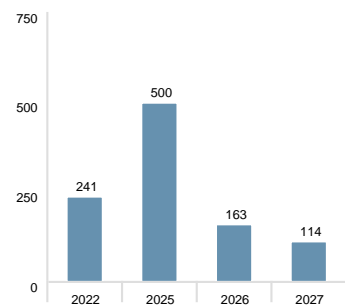
GJ 2020: 24. Februar 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

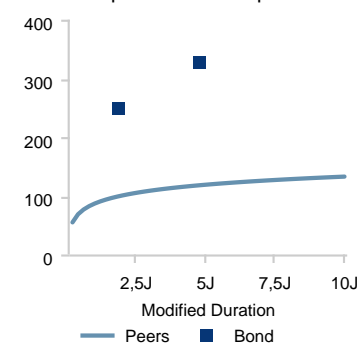
EUR Mio.



Quelle: Atrium (Präsentation zu 9M 2020), Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ATRIUM

Ergebnisentwicklung

Atrium veröffentlichte Eckzahlen für die ersten neun Monate 2020. Generell stand das Einkaufszentren-Geschäft im Zeichen der COVID-19-Pandemie. Insgesamt verlor der eingesetzte Aufschwung der Besucherzahlen und der Umsätze der Mieter im September aufgrund der erneuten Beschränkungen der Regierungen (u.a. Tschechien, Slowakei, Polen) infolge der stark gestiegenen Neueinfektionen wieder an Schwung. Die Nettomieterlöse verringerten sich in den 9M um 20,1% J/J auf EUR 106,5 Mio., wobei die Auswirkungen von der Corona-Krise bei rd. EUR -35 Mio. lagen. Das EBITDA sank um 21,3% J/J auf EUR 91,9 Mio. Die Gruppe setzte ihre Strategie der Portfolio-Rotation und Neupositionierung im Jahr 2020 mit Transaktionen in Höhe von EUR 75 Mio. fort (u.a. Verkauf vom Einkaufszentrum Atrium Duben in der Slowakei, Verkauf von fünf Vermögenswerten in Polen sowie Verkauf von einem Grundstück in Lublin).

Kommentar zum Kreditprofil

Seit 2015 steigt das Gearing. 2019 sank dieses allerdings leicht auf 63%. Laut Management verfügte Atrium Ende September 2020 über einen Netto-LTV von über 37,5% (Dez. 2019: 35,1%). Die ungenutzten Kreditlinien beliefen sich per Stichtag auf EUR 214 Mio. und die liquiden Mittel auf EUR 50 Mio. Um das Fälligkeitsprofil der Verbindlichkeiten zu verlängern, wurde im 1HJ 2020 rund die Hälfte der 2022-Anleihe zurückgekauft und die Anleihe mit LZ 2025 um EUR 200 Mio. aufgestockt. Als Betreiber von Einkaufszentren in Zentraleuropa ist Atrium durch die Corona-Krise klar beeinträchtigt. Die weitere Entwicklung der Pandemie bleibt derzeit mit hohem Risiko behaftet. Außerdem verfügt das Unternehmen über immer noch hohes Exposure in Russland. Wir halten die relativ zur ASW-Kurve höheren Spreads der 2022-Anleihe und der 2025-Anleihe für gerechtfertigt und schätzen diese neutral ein.

Unternehmensziele

Die Strategie der Neupositionierung des Portfolios auf qualitativ hochwertige Vermögenswerte in starken städtischen Lagen und Hauptstädten mit Schwerpunkt Warschau und Prag wird fortgesetzt. Die Kernmärkte Polen und Tschechien machen derzeit rd. 84% des Marktwerts des Immobilienportfolios aus. Das Unternehmen verfügt über ein Investment Grade-Rating. Ein Schlüsselement der Vermögensverwaltungsstrategie ist es, dass die Zentren einen Mix aus Mietern - Lebensmittel, Mode sowie Freizeit und Unterhaltung - aufweisen. Das langfristige Ziel beim Netto-LTV soll laut Management bei 40% liegen.

Risiken

Das Portfolio der Gruppe ist Konzentrationsrisiken ausgesetzt (v.a. Einzelhandelsimmobilien in Warschau und Prag). Atrium bleibt ein Übernahmekandidat. Ende Oktober 2019 scheiterte das geplante Übernahmeoffert des Mehrheitseigentümers von Atrium Gazit-Globe Limited (israelischer Immobilienfond). Per Dezember 2019 hielt Gazit rund 60% der ausstehenden Atrium-Aktien. Atrium ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt. Insbesondere das Exposure in Russland wird von den Ratingagenturen kritisch gesehen. Dazu kommt die Ausbreitung der Pandemie, die für Atrium einen erheblichen negativen Einfluss hat (u.a. Rückgang der Besucherfrequenz, finanzielle Schwierigkeiten für die Mieter, ihren Verpflichtungen gegenüber der Gruppe nachzukommen).

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	44,2%	61,3%	61,7%	64,5%	↑
Eigenkapitalquote	61,6%	60,7%	54,4%	55,1%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	45,1%	49,3%	70,0%	62,6%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	8,6x	6,3x	8,3x	8,0x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	7,7x	5,8x	8,0x	7,2x	→
EBITDA / Zinsaufwand	2,9x	4,1x	4,9x	4,8x	↑
Operativer Cashflow	93,6	101,8	57,8	95,3	
Investitionscashflow	10,0	-1,3	-197,2	159,8	

Quelle: ATRIUM, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1118586244	17.10.2022	3,625%	241	100.000	1,9%	102,1%	neutral
XS1829325239	11.09.2025	3,000%	500	100.000	2,8%	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 Parkgaragenbetreiber

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

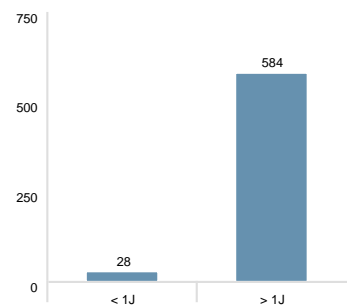
Finanzkalender

GJ 2020: 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

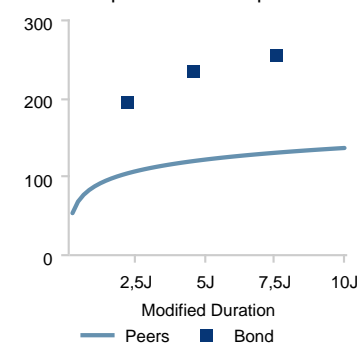
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Best in Parking, Erste Group Research
Stand 31.12.2019

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BEST IN PARKING

Ergebnisentwicklung

Die Best in Parking-Gruppe, 1976 gegründet und mit Sitz in Wien, ist in der Planung, Errichtung, Finanzierung und dem Betrieb von Parkraum tätig. Der Konzern betrieb per 31.12.2019 69.200 Parkplätze an 156 (2018: 153) Standorten in AT (88), IT (53), HR (9), CH (1), SK (1) und SI (4). Hauptmärkte sind Österreich und Norditalien (Umsatzanteil 2019: 88,3%). Wien ist mit einem Umsatzanteil von 31% (2018: 32%) der bedeutendste Standort. Umsatz und EBITDA sind in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen und betragen 2019 EUR 86,1 Mio. (+15,1% J/J) bzw. EUR 47,8 Mio. (+6,0% J/J). Die EBITDA-Marge sank 2019 auf 55,5% (2018: 60,2%). 2016 bis 2018 waren die Free Cashflows akquisitionsbedingt negativ. 2019 konnte ein positiver FCF erzielt werden. Nach einem starken Start 2020 belastete COVID-19 v.a. das Geschäft mit Kurzparkern ab März wesentlich. Die Lage normalisiert sich derzeit wieder.

Kommentar zum Kreditprofil

In der Parkraumbewirtschaftung wird in der Regel mit hohem Fremdkapitaleinsatz gearbeitet, da gut gelegene Parkgaragen meist stabile Cashflows erwirtschaften. Wesentliche Kreditkennzahlen schwächten sich 2019 leicht ab. Die Gruppe übertrug per Kaufvertrag vom 3.7. - vorbehaltlich der kartellrechtlichen Genehmigung - einen 40%-Anteil an der ital. Tochter Parcheggi Italia an einen Investor (durch Anteilsverkauf und Kapitalerhöhung). Kurzarbeit und Steuerstundungen werden, wo sinnvoll und argumentierbar, genutzt. Diese Maßnahmen stärken das Liquiditätsprofil zusätzlich. Ein hoher Dauerparkeranteil stabilisiert die Cashflows. Die Anleihen mit Laufzeiten bis 2023, 2025 bzw. 2028 sehen wir im Vergleich zu Benchmark-Emissionen aus dem Immobilienbereich auf Basis des Ausblicks unterbewertet.

Unternehmensziele

Das Management geht derzeit dank der sich erholenden Umsätze in allen Märkten davon aus, dass das Umsatz- und Ergebnisniveau 2019 in 2021 wieder erreicht werden kann. Das Unternehmen strebt langfristig (und vorbehaltlich attraktiver Akquisitions- und Expansionsmöglichkeiten) eine EK-Quote zwischen 30% und 35% an (2019: 24,5%).

Risiken

Statische und dynamische Kreditkennzahlen verschlechterten sich 2019 leicht. Die Margen gingen etwas zurück, allerdings von hohen Niveaus. Durch die Pandemie ausgelöste Ausgangsbeschränkungen werden die Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2020 temporär belasten.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	52,7%	49,0%	60,2%	55,5%	↑
EBIT-Marge	36,6%	30,3%	38,5%	29,5%	→
Eigenkapitalquote	29,3%	28,0%	26,4%	24,5%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	131,0%	157,5%	208,9%	234,0%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	11,5x	14,8x	11,6x	12,6x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	7,6x	10,6x	10,0x	10,8x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	1,9x	1,7x	2,2x	2,2x	↑
EBIT / Zinsaufwand	1,3x	1,0x	1,4x	1,2x	→
Operativer Cashflow	25,9	27,7	32,1	52,4	
Investitionscashflow	-35,5	-83,0	-127,0	-45,1	

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	1,4%	103,9%	unterbewertet
AT0000A21LB6	27.06.2025	3,500%	44	1.000	1,8%	106,8%	unterbewertet
AT0000A21LA8	03.07.2028	3,500%	50	1.000	2,1%	108,9%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor Spezialchemie

Moody's -/

S&P BBB+/stabil

Fitch -/

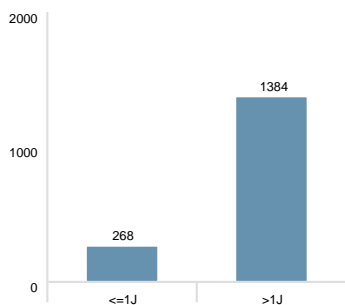
Finanzkalender

GJ 2020: Februar/März 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

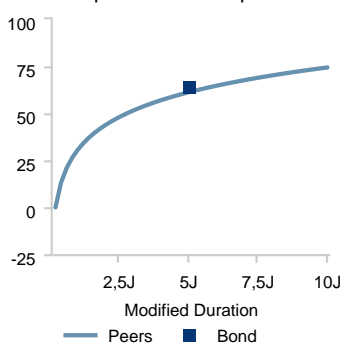
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research
Stand 31.12.2019

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BOREALIS

Ergebnisentwicklung

Borealis ist ein globaler Chemiekonzern mit Hauptsitz in Wien. Im 3Q 2020 sank der Umsatz auf EUR 1,6 Mrd. (-17% J/J), der Nettogewinn auf EUR 163 Mio. (-21% J/J; +155% Q/Q). In den ersten 9M 2020 ging der Umsatz auf EUR 5,1 Mrd. (-18% J/J), der Nettogewinn auf EUR 378 Mio. (-49% J/J) zurück. Die COVID-19-Pandemie drückte Produktpreise und Nachfrage in einigen Sektoren. Die Polyolefinmargen sanken ggü. 2019, der Polyolefinabsatz stieg J/J trotz Pandemie an: Die Bereiche Gesundheit und Konsumverpackungen entwickelten sich gut, das Automotive-Geschäft schwächer. Das Marktumfeld im Pflanzennährstoffbereich war schwieriger. S&P erwartet, dass der Umsatz 2020 um 15% J/J und das berichtete EBITDA aufgrund niedrigerer Preise und Margen um 30% J/J auf EUR 700-800 Mio. sinken wird. Am 29.10.2020 schloss OMV die Aufstockung seines Borealis-Anteils von 36% auf 75% erfolgreich ab. OMV übernahm 39% der Anteile von Mubadala, einer Beteiligungsholding Abu Dhabi.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen des Konzerns sind trotz anhaltend hoher Wachstumsinvestitionen auf sehr gutem Niveau. Per 30.9.2020 berichtete Borealis ein Gearing von 30% (30.9.2019: 20%). Damit bleibt es klar unter dem internen Zielwert (40%-60%). Das Liquiditätsprofil ist stark. Der Konzern verfügte per 30.6.2020 über eine ungenutzte EUR 1 Mrd.-Kreditlinie. S&P nahm das BBB+ Rating am 2.10.2020 von der "Credit Watch Negative"-Liste. Der Ratingausblick ist nun stabil. Der Spread der 2025 fälligen Anleihe liegt derzeit auf Peer-Niveau: Wir bewerten sie aufgrund der starken Kennzahlen und der langfristig soliden Geschäftsaussichten weiter neutral.

Unternehmensziele

Ziel des Konzerns ist eine durchschnittliche Kapitalrendite nach Steuern von 11%. 2019 lag sie exakt bei 11% (2018: 13%). Im Rahmen eines Joint Ventures verfolgt der Konzern ein Wachstumsprojekt in Texas, USA. Auch andere strategische Wachstumsprojekte (z.B. neue Produktionsanlage in Belgien) werden trotz Pandemie weiter verfolgt. Im Q1 2020 erfolgte die Ausrollung einer neuen Wachstumsstrategie, die den Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft umfasst. Zur Sicherstellung starker Cashflows läuft ein sogenanntes Resilienzprogramm. Kostendisziplin ist im Fokus. Im 2H 2020 erwartet das Management einen Anstieg des Nettogewinns.

Risiken

Das Pflanzennährstoffgeschäft litt lange unter globalem Überangebot und niedrigen Preisen. 2019, vor Ausbruch der Pandemie, zeigte es Erholungstendenzen. Die Polyolefinmargen sind derzeit niedrig. Die Polyolefinpreise könnten aufgrund global steigender Kapazitäten (etwa in China und Nordamerika) länger niedrig bleiben, unabhängig von der Entwicklung der Pandemie.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	18,5%	15,6%	11,4%	12,7%	↓
Eigenkapitalquote	65,6%	67,9%	64,7%	63,8%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	10,0%	12,4%	20,3%	23,9%	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	0,5x	0,7x	1,4x	1,5x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	15,5x	15,8x	23,3x	25,5x	↑
EBIT / Zinsaufwand	10,9x	10,6x	12,1x	15,0x	↑
Operativer Cashflow	1.145,5	725,1	517,0	873,2	
Investitionscashflow	-263,2	-140,7	-26,0	-41,3	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	51,0%	-2,5%	-35,0%	2,9%	↓

Quelle: BOREALIS, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A24UY3	10.12.2025	1,750%	300	500	0,2%	107,7%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Immobilien

Moody's Baa2/stabil

S&P -/

Fitch -/

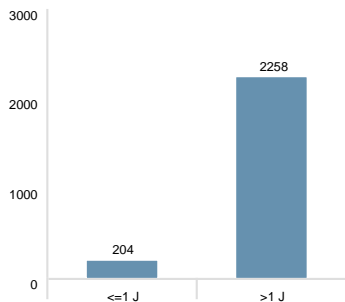
Finanzkalender

9M 2020: 25. November 2020

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(16.01.2020\)](#)

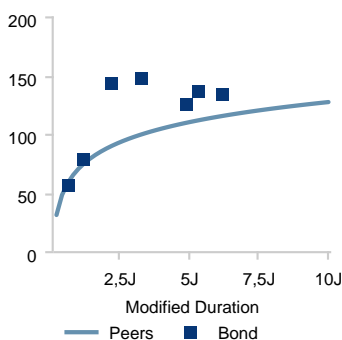
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: CA Immo, Erste Group Research
Stand 30.6.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

CA IMMO

Ergebnisentwicklung

CA Immo meldete starke Zahlen für 1H 2020. Die Mieterlöse stiegen aufgrund des organischen Portfoliowachstums durch eigene Projektfertigstellungen in den vergangenen Monaten um 6% J/J auf EUR 118,1 Mio. Die Vermietungsquote war Ende 1H mit 95,1% konstant hoch. Das EBITDA und das FFO I konnten gegenüber dem Vorjahr um 9,1% J/J bzw. um 5,7% J/J gesteigert werden. Die Corona-Krise betraf v.a. das Neubewertungsergebnis, was von negativen Wertanpassungen bei den Hauptnutzungsarten Hotel und Einzelhandel sowie bei Bestandsgebäuden in CEE geprägt war. Dies führte zu einem Rückgang des EBIT um rd. 70% J/J.

Kommentar zum Kreditprofil

Im März 2020 bestätigte Moody's das Rating. Die EK-Quote stieg 2019 auf 50,4% (6/2020: 48,1%) und das LTV-Verhältnis sank auf 32,4% (6/2020: 32,7%). Die Nettoverschuldung befindet sich seit 2014 in einem leichten Aufwärtstrend, was das Unternehmenswachstum widerspiegelt. Das Gearing blieb Ende Juni 2020 mit 55,9% stabil (12/2019: 55,9%). Die Auswirkungen der Corona-Krise bleiben derzeit gering, was die 1H-Zahlen bestätigen. Denn das Portfolio besteht aus rd. 90% Büroimmobilien, der Großteil davon in Hauptstädten in bester Lage. Laut Management gingen bis Ende Juli 2020 94,5% der verrechneten Mietbeträge ein. Mit einer Cashposition von rd. EUR 778 Mio. und kurzfr. Finanzverbindlichkeiten iHv EUR 204 Mio. verfügte CA Immo Ende Juni 2020 über ein stabiles Liquiditätsprofil. Unsere neutrale Bewertung für alle ausstehenden Anleihen bleibt aufrecht.

Unternehmensziele

Die Development-Aktivitäten des Unternehmens konzentrieren sich schwerpunktmäßig auf den deutschen Markt, wo CA Immo über vorhandene Grundstücksreserven und Entwicklungskompetenz verfügt. In Deutschland liegt derzeit der strategische Fokus auf München, Frankfurt und Berlin und in den übrigen Ländern auf den jeweiligen Hauptstädten (Wien, Warschau, Prag, Budapest, Bukarest). Aus heutiger Sicht ist es wahrscheinlich, dass sich die Entwicklungstätigkeit in den kommenden Quartalen verlangsamen wird. Als Betreiber von Class-A-Büroflächen in gut angebundenen innerstädtischen Lagen erwartet CA Immo weiterhin nur geringfügige bzw. kurzfristige Einbußen durch die Pandemie. Die Prognose für FFO I liegt bei mindestens EUR 126 Mio. (2019: mind. EUR 125 Mio.).

Risiken

Das Management strebt generell eine sukzessive Steigerung der Dividende an und legt eine Ausschüttungsquote von rd. 70% des FFO I fest. Seit 2018 ist Starwood der größte Einzelaktionär.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	69,4%	75,0%	58,4%	63,0%	↑
EBIT-Marge	n.v.	n.v.	178,1%	232,6%	↑
Eigenkapitalquote	51,2%	50,3%	49,3%	50,4%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	53,1%	56,5%	59,4%	55,9%	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	7,9x	7,9x	10,8x	9,7x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	3,5x	4,2x	3,9x	4,0x	↑
EBIT / Zinsaufwand	7,1x	8,3x	12,0x	14,7x	↑
Operativer Cashflow	125,4	132,5	109,3	117,4	
Investitionscashflow	39,5	-193,8	-200,0	-39,2	

Quelle: CA IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1LJH1	12.07.2021	1,875%	107	1.000	0,1%	100,9%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	142	500	0,3%	102,6%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	117	1.000	0,9%	103,7%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	1,0%	102,6%	neutral
XS2248827771	27.10.2025	1,000%	350	100.000	0,8%	100,7%	neutral
AT0000A22H40	26.03.2026	1,875%	150	1.000	0,9%	104,4%	neutral
XS2099128055	05.02.2027	0,875%	500	100.000	1,0%	99,2%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor Catering

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

Finanzkalender

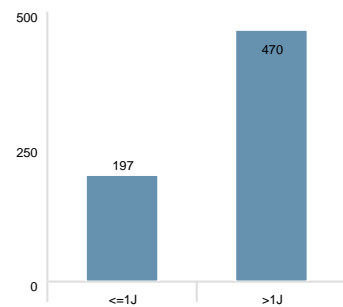
1H 2020/21: 19. November 2020

Letzter Credit-Bericht

n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

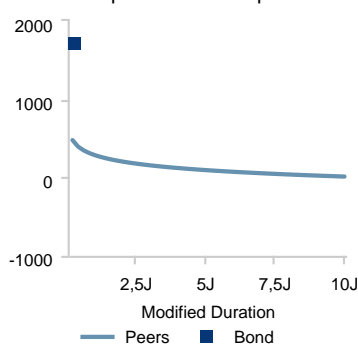
EUR Mio.



Quelle: DO&CO, Erste Group Research
Stand 30.06.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

DO&CO

Ergebnisentwicklung

DO&CO erzielte im 1Q 2020/21 (endete am 30.6.2020) einen Umsatz von EUR 32,5 Mio. Das entspricht einem Umsatzeinbruch von 86,9% J/J und ist lt. Management ausschließlich auf die COVID-19 Pandemie zurückzuführen. Das EBITDA lag erstmals in der Unternehmensgeschichte im negativen Bereich. In Folge fielen alle Performance-Kennzahlen schwach aus. Obwohl DO&CO ein stark diversifiziertes Geschäftsmodell hat, waren alle Aktivitäten schlagartig und gleichzeitig betroffen: Passagierflüge wurden weitgehend reduziert, Veranstaltungen größtenteils abgesagt sowie Restaurants und Hotels geschlossen. Das Management reagierte mit einem umfassenden Paket: Reduktion der Fixkosten (Anteil nun auf unter 10%), Sicherung zusätzlicher Liquidität (Kredit von EUR 300 Mio.) und Anpassung des Geschäftsmodells an die neuen Marktbedingungen (siehe Ziele). Lt. Hauptversammlungsbeschluss ist der Vorstand ermächtigt, jederzeit eine Kapitalerhöhung um bis zu 10% des Grundkapitals zu beschließen.

Kommentar zum Kreditprofil

Die gesetzten Maßnahmen sollen DO&CO bei Bedarf mehr Handlungsspielraum geben. Sie wurden noch im März 2020 initiiert und schlugen sich mehrheitlich schon in den Zahlen zum GJ 2019/20 nieder. Zudem wurde im GJ 2019/20 das IFRS 16 (Leasingverhältnisse) erstmals angewendet, was zu Verschiebungen in der Bilanz und GuV geführt hat. Insgesamt fielen die Kreditkennzahlen im 1Q 2020/21 deutlich schwächer als in den Jahren zuvor aus: Die Nettoverschuldung betrug Ende Juni 2020 EUR 389,4 Mio. Die Eigenkapitalquote lag bei 17,4%, das Gearing bei 222%, die Entschuldungsdauer bei 11,3 Jahren. Die im März 2021 auslaufende Anleihe in Höhe von EUR 150 Mio. soll zeitgerecht und in voller Höhe getilgt werden. Aufgrund der kurzen Restlaufzeit bewerten wir diese neutral.

Unternehmensziele

Das Management gibt keine Guidance für das GJ 2020/21 bekannt, rechnet aber damit, dass auch in den kommenden Quartalen das Konzernergebnis grundsätzlich von der COVID-19 Situation stark belastet sein wird. Die Geschäftsentwicklung ist schwer abzusehen und hängt von den Infektionszahlen und in der Folge von den Entscheidungen der Regierungen ab. Die Geschäftsmodell-Anpassung hatte zum Ziel, die bestehende Infrastruktur (Großküchen, Personal, Know-How) zu nutzen und die dafür nötige CAPEX möglichst niedrig zu halten. Zu den neuen Konzepten gehören "The Lazy Chef" (Belieferung des B2C-Segments mit Gerichten in Restaurantqualität zu adäquaten Preisen) sowie das "Premium Box" für Flüge (Servieren des ganzen Menüs auf einmal, um die Interaktion zwischen Crew und Passagieren zu reduzieren; qualitativ hochwertige Zutaten in biologisch abbaubarer Verpackung). Weiters werden im neuen FC Bayern Fanshop in München zwei Restaurants und ein Hotel eröffnet.

Risiken

Die Aktivitäten von DO&CO sind generell von den Entwicklungen in der Reise-, Sport- und Freizeitbranche abhängig. Die schrittweise Lockerungen der COVID-19 Maßnahmen (Öffnung der Restaurants, Abhaltung größerer Sportevents mit reduzierter Gästezahl ab Sommer, weniger Reisebeschränkungen) sollten das Geschäft zwar wieder beleben, das Vorkrisenniveau wird aber voraussichtlich erst in ein paar Jahren wieder erreicht werden.

Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	10,1%	9,7%	9,5%	7,5%	→
Eigenkapitalquote	41,2%	43,3%	43,8%	18,9%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	21,5%	40,3%	40,2%	185,3%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,0x	2,1x	2,2x	9,7x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	0,6x	1,2x	1,3x	5,5x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	13,9x	13,1x	12,4x	4,3x	→
EBIT / Zinsaufwand	8,5x	8,0x	8,0x	-0,1x	→
Operativer Cashflow	56,4	42,4	54,9	102,7	
Investitionscashflow	-65,2	-86,2	-45,2	-115,0	

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	18,3%	95,1%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor Holzindustrie

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

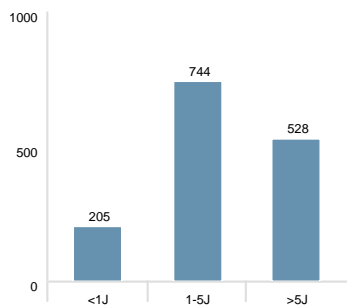
Finanzkalender

1H 2020/21: Ende Dezember 2020

Letzter Credit-Bericht

n.v.

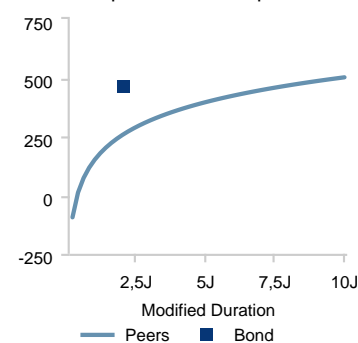
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research
Stand 30.04.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EGGER

Ergebnisentwicklung

Egger berichtete für das GJ 2019/20 (endete am 30. April 2020; enthält einen Monat COVID-19-Effekte) einen Konzernumsatz von EUR 2.831 Mio. (-0,4% J/J). EBITDA sowie Profitabilität gingen geringfügig zurück. Starken Einfluss auf das Ergebnis nahmen die massiven Investitionen, die jedoch dem strategischen Internationalisierungsvorhaben des Unternehmens entsprechen (zwei neue Produktionsstandorte in Polen und den USA). Darüber hinaus werden die bestehenden Werke laufend modernisiert. Im GJ 2019/20 wurden Rekord-Investitionen in Höhe von EUR 531 Mio. getätigt. Der freie Cashflow fiel in Folge stark negativ aus (EUR -195 Mio.), der operative Cashflow blieb in etwa auf dem Vorjahresniveau (EUR 370 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung stieg im GJ 2019/20 um 25,4% J/J auf EUR 1.194 Mio.; einerseits durch einen neuen syndizierten Kreditvertrag in Höhe von EUR 150 Mio., andererseits durch geringere liquide Mittel. In Folge schwächten sich alle Kreditkennzahlen ab. 86% der Finanzverbindlichkeiten sind langfristig. Kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 205 Mio. standen Ende April 2020 liquide Mittel von EUR 283 Mio. und ungenutzte Kreditlinien von EUR 150 Mio. gegenüber. Weiteren Liquiditätspuffer könnten die Verschiebung von Investitionen oder das Zurückfahren der Produktion schaffen. Egger ist von der Corona-Krise klar betroffen, Produktvielfalt und Marktdifferenzierung kommen dem Konzern jedoch zugute. Den höheren Spread der ausstehende Hybridanleihe im Vergleich zu anderen Hybrids aus dem BB-Segment halten wir für gerechtfertigt; wir bewerten die Anleihe daher neutral.

Unternehmensziele

Das Management gibt keine Guidance für das GJ 2020/21 an, zeigt sich jedoch trotz Corona-Pandemie optimistisch und geht von einer stabilen Geschäftsentwicklung bei guter Produktionsauslastung aus. Dazu wesentlich beitragen sollen v.a. die im Februar 2020 eingeführte Egger Kollektion Dekorativ, die von Kunden bis dato sehr gut aufgenommen wurde, zusätzliche Veredelungskapazitäten sowie die zwei neuen Produktionsstandorte Biskupiec / Polen (bereits in Betrieb genommen) und Lexington / USA (geplante Inbetriebnahme noch im Laufe von 2020).

Risiken

Mit der Corona-Pandemie ist eine abschwächende Dynamik der Bauaktivitäten zu beobachten, die (zumindest regional und temporär beschränkt) mit einem Nachfragerückgang einhergeht. Produktionsanpassungen (bis hin zu Stilllegungen einzelner Werke) und Restrukturierungsmaßnahmen könnten weiterhin notwendig sein. Egger setzt hier auf Flexibilität und rasche Reaktion auf geänderte Umstände. Zudem stellen volatile Rohstoffpreise, eine intensive Wettbewerbssituation sowie Inflation bzw. Währungsverfall in den Märkten Argentinien und Türkei besondere Herausforderungen dar. Zu den politischen Risiken zählen nach wie vor der Brexit sowie der Handelsstreit zwischen den USA und China.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	15,3%	15,2%	15,9%	15,0%	→
Eigenkapitalquote	36,9%	40,4%	36,5%	37,6%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	84,5%	72,8%	83,0%	98,0%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,6x	2,4x	3,1x	3,5x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0x	1,9x	2,1x	2,8x	→
EBITDA / Zinsaufwand	11,8x	15,7x	44,2x	45,5x	↑
EBIT / Zinsaufwand	5,1x	8,0x	16,6x	22,8x	↑
Operativer Cashflow	348,7	289,0	338,0	329,5	
Investitionscashflow	-261,0	-439,3	-472,8	-505,0	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	36,1%	37,3%	25,1%	23,7%	↑

Quelle: EGGGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A208R5	1) 12.03.2168	4,875%	150	100.000	4,1%	99,4%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor **Versorger**

Moody's **-/**

S&P **A/stabil**

Fitch **-/**

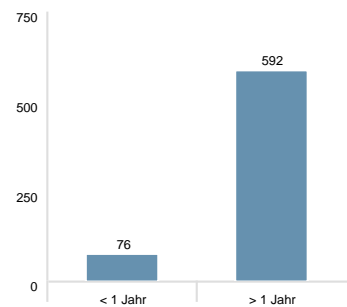
Finanzkalender

GJ 2019/20: Dezember 2020

Letzter Credit-Bericht

n.v.

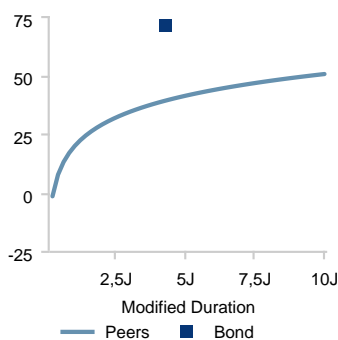
**Fristenstruktur
der Finanzverbindlichkeiten**
EUR Mio.



Quelle: Energie AG OÖ, Erste Group Research
Stand 31.03.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

Ergebnisentwicklung

Energie AG OÖ berichtete für das erste Halbjahr 2019/20 (endete am 31. März 2020) einen Konzernumsatz von EUR 1.107 Mio. Das entspricht einem Anstieg von 12,7% J/J, der vorwiegend auf Synergieeffekte aus der konsolidierten und optimierten Vertriebsstruktur zurückzuführen ist. Gegen Ende des Halbjahres zeigten sich ergebnisseitig bereits die ersten Auswirkungen der Corona-Krise. Das EBIT fiel mit EUR 77,1 Mio. deutlich niedriger als im Vorjahr aus (-28,2% J/J). Dies begründet sich durch Wertminderungen im Segment Energie (vs. Zuschreibungen im Vorjahr) sowie durch volatile (im März eher niedrigere) Großhandelspreise für Strom. Die Profitabilität liegt weiterhin auf hohem Niveau. Der operative Cashflow fiel ergebnisbedingt schwächer aus. Aufgrund höherer Investitionen und der Dividendenausüttung ist der freie Cashflow negativ.

Kommentar zum Kreditprofil

Die seit einem Jahrzehnt rückläufige Nettoverschuldung stieg im 1H 2019/20 an. Das ist einerseits auf die Emission eines Schuldscheindarlehens in Höhe von EUR 100 Mio. (auf 20 Jahre) und andererseits auf die erstmalige Berücksichtigung der Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 zurückzuführen. Die Finanzverbindlichkeiten sind zu über 90% langfristig; etwas mehr als die Hälfte entfällt auf die 2025 fällige Anleihe in Höhe von EUR 300 Mio. Den kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 76,3 Mio. standen Ende März 2020 liquide Mittel von EUR 19,3 Mio. sowie Festgelder von EUR 109,5 Mio. gegenüber. Im März 2020 bestätigte S&P das Rating A mit stabilem Ausblick und hob dabei die robuste finanzielle Position des Konzern sowie die bei Bedarf starke staatliche Unterstützung hervor (mehrheitlich im Besitz der OÖ Landesholding GmbH). Wir halten die erhöhten Spreads für ungerechtfertigt und ändern (16.11.2020) die Bewertung der ausstehenden Anleihe von "neutral" auf "unterbewertet".

Unternehmensziele

Die strategischen Schwerpunkte für das GJ 2019/20 umfassen die weitere Hebung von Synergien aufgrund der organisatorischen Veränderungen im Vertrieb. Darüber hinaus soll die Umsetzung der seit 2017 vorliegenden Digitalisierungsstrategie sowie eines konsequenten Kostenmanagements fortgeführt werden. Das Management sieht die teils noch nicht abschätzbaren Auswirkungen von COVID-19 maßgeblich für die Ergebnisentwicklung für das GJ 2019/20 und nennt keine Guidance.

Risiken

Das Management versichert, dass der Konzern trotz aktueller Corona-Krise in allen Bereichen für die Weiterführung des Betriebes vorbereitet ist und die Versorgungssicherheit höchste Priorität hat. Lage und eventuelle Maßnahmen werden laufend evaluiert. Zudem bleibt das Marktumfeld herausfordernd: Erfordernisse zur Erfüllung der Klimaziele 2030, 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.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	20,8%	23,2%	19,7%	18,2%	→
EBIT-Marge	8,8%	13,2%	10,6%	4,0%	→
Eigenkapitalquote	37,7%	41,6%	42,9%	44,0%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	38,8%	29,0%	25,6%	32,5%	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	1,4x	0,9x	1,1x	1,3x	→
EBITDA / Zinsaufwand	13,4x	14,8x	17,4x	20,4x	↑
EBIT / Zinsaufwand	5,7x	8,4x	9,4x	4,5x	↑
Operativer Cashflow	245,8	278,8	258,0	198,6	
Investitionscashflow	-125,4	-161,7	-185,4	-183,4	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	45,1%	62,9%	51,6%	47,9%	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	35,0%	51,3%	39,7%	30,6%	→

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%	118,2%	unterbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor Versorger

Moody's A1/stabil

S&P A/negativ

Fitch -/

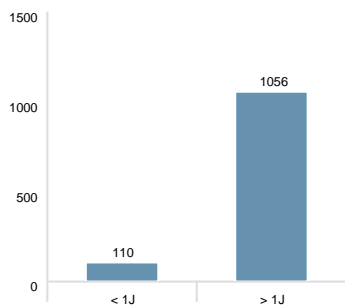
Finanzkalender

GJ 2019/20: 16. Dezember 2020

Letzter Credit-Bericht

n.v.

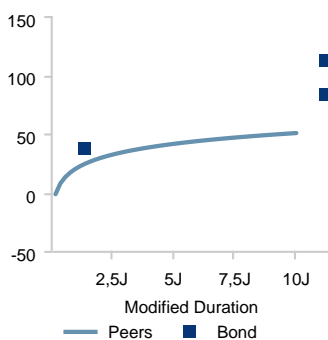
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: EVN, Erste Group Research
Stand 30.06.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EVN

Ergebnisentwicklung

EVN berichtete in den 9M 2019/20 (endete am 30. Juni 2020) einen Konzernumsatz von EUR 1.597 Mio. (-6,8% J/J). Dieses Minus war auf einen temperaturbedingt sowie COVID-19-bedingt geringeren Energiebedarf zurückzuführen. Gegenläufig dazu legte der Umsatz im internationalen Projektgeschäft zu. Die Produktivität ist primär durch den Beitrag von at-Equity einbezogenen Unternehmen gestiegen; die EBITDA-Marge betrug in den 9M 2019/20 32,2%. Der operative Cashflow war stark (EUR 206 Mio.), der freie Cashflow fiel aufgrund (geplanter) höherer Investitionen negativ aus (EUR -102 Mio.). Die Dividendenpolitik mit einem konstanten Nominalwert von EUR 0,47 pro Aktie wurde bestätigt. Der Anteil der erneuerbaren Stromerzeugung stieg auf 59,7% (Vorjahr: 42,6%).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung stieg in den 9M 2019/20 auf EUR 921 Mio.; v.a. aufgrund der erstmaligen Anwendung von IFRS 16. Kreditkennzahlen fielen leicht schwächer aus. Das Liquiditätsprofil ist sehr gut: Ende Juni 2020 standen liquide Mitteln von EUR 245 Mio. und ungenutzte Kreditlinien von EUR 557 Mio. (ab Juli 2020: EUR 595 Mio.) kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 110 Mio. gegenüber. Dank EVNs starker Marktposition, diversifizierten Geschäftsmodells und guter Finanzstruktur ist der Konzern nur "punktuell" (lt. Management) von der Corona-Krise betroffen. Im Mai 2020 bestätigte Moody's sein Rating, S&P änderte den Ausblick auf negativ (analog zum Land Niederösterreich, das 51% an EVN hält). Die Refinanzierung der 2022 fälligen Anleihe erfolgte durch mehrere Instrumente unterschiedlicher Laufzeiten zwecks Verlängerung des Fälligkeitsprofils (u.a. ein grünes SSD: EUR 100 Mio./10 J). Im Peer-Vergleich stufen wir die drei ausstehenden EUR-Anleihen des Unternehmens neutral ein.

Unternehmensziele

Für das GJ 2019/20 bestätigte das Management seine zuletzt genannte Guidance: Es wird ein Konzernergebnis von EUR 180-200 Mio. erwartet (vs. GJ 2018/19: EUR 327 Mio.). Die Gründe sind ein aufgrund der Corona-Krise beobachteter Nachfragerückgang (insbesondere bei Industriekunden), der verzögerte Beginn des Großprojektes in Kuwait sowie Wertminderungen aufgrund erhöhter Länderrisiken. In den nächsten Jahren sind weiterhin rund EUR 400 Mio. an jährlichen Investitionen geplant; davon rund EUR 300 Mio. in Niederösterreich. Im Bereich der erneuerbaren Erzeugung soll der Windkraftausbau bis Ende 2023 auf 500 MW (derzeit ~370 MW) erhöht werden. Zudem wird die Realisierbarkeit von großflächigen Photovoltaik-Anlagen in den Versorgungsgebieten geprüft.

Risiken

Lt. Unternehmen hat EVN alle Maßnahmen für einen reibungslosen Betrieb in Corona-Zeiten getroffen, die Versorgung ist sichergestellt. EVN ist u.a. in Ländern mit höherem Länderrisiko investiert, wie z.B. Albanien, Mazedonien, Bulgarien oder Russland.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	29,5%	32,6%	32,3%	28,7%	→
EBIT-Marge	12,7%	15,7%	18,9%	18,3%	↑
Eigenkapitalquote	42,3%	48,8%	52,3%	55,6%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	47,5%	30,2%	22,4%	17,8%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,6x	1,6x	1,7x	1,7x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	2,2x	1,3x	1,4x	1,3x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	10,1x	13,2x	15,3x	15,3x	↑
EBIT / Zinsaufwand	4,3x	6,4x	9,0x	9,8x	↑
Operativer Cashflow	463,0	508,9	603,5	429,7	
Investitionscashflow	-230,6	-70,6	-457,1	-207,1	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	34,6%	48,7%	49,6%	52,0%	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	28,5%	40,5%	40,1%	42,0%	↑

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%	106,1%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	0,5%	138,4%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	0,8%	135,6%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor **Versorger**

Moody's **-/**

S&P **A/stabil**

Fitch **-/**

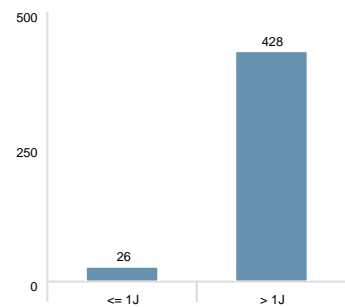
Finanzkalender

GJ 2020: April 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

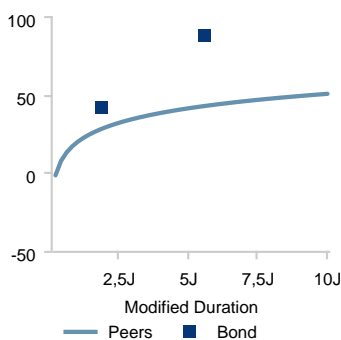
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten EUR Mio.



Quelle: Kelag, Erste Group Research
Stand 30.06.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KELAG

Ergebnisentwicklung

KELAG berichtete für das 1H 2020 einen Umsatz von EUR 528,4 Mio. (-12,5% J/J). Dieser Rückgang ist v.a. auf einen geringeren Absatz bei Geschäfts- und Gewerbetunden während des COVID-19-bedingten Lockdowns zurückzuführen. Die Ergebnisentwicklung wurde durch höhere Beschaffungskosten als im Vorjahr negativ beeinflusst. Dies konnte durch eine bessere Wasserführung und ein konsequentes Kostenmanagement teilweise kompensiert werden. Die Profitabilität und der operative Cashflow blieben auf hohem Niveau. Die Hauptversammlung beschloss für das Jahr 2019 eine Dividende in Höhe von EUR 50 Mio. (Vorjahre: EUR 40 Mio.). Die Ausschüttung erfolgt aufgrund der verzögert stattgefundenen Hauptversammlung erst im Spätherbst 2020.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung betrug zum 1H 2020 EUR 284,1 Mio. (2019: EUR 350,3 Mio.). Dieser Rückgang resultiert v.a. aus dem Anstieg der liquiden Mittel durch die Ausschüttungsverschiebung sowie Verzögerungen bei Investitionen, beides COVID-19 bedingt. Die Kreditkennzahlen fielen in Folge besser oder zumindest gleich aus als im Vorjahr. Das Fälligkeitsprofil der Finanzverbindlichkeiten ist gut: Per Ende Juni 2020 hielt KELAG EUR 169,4 Mio. an liquiden Mitteln und verfügte über ungenutzte Kreditlinien von EUR 250 Mio. Dem standen kurzfristige Finanzverbindlichkeiten von EUR 25,8 Mio. gegenüber. Den Großteil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten stellen die zwei Anleihen mit je EUR 150 Mio. sowie ein EIB-Kredit von EUR 90 Mio. dar. Aufgrund des stabilen Geschäftsmodells mit gut diversifiziertem Portfolio und als Versorger zur den nicht-zyklischen Sektoren gehörend, dürfte die Corona-Krise mittel- bis langfristig nur geringe Auswirkungen auf KELAG haben. Wir bewerten die Anleihen neutral.

Unternehmensziele

Im 1H 2020 setzte der Konzern trotz Einschränkungen aufgrund der Corona-Krise seine Wachstums- und Innovationsstrategie im Bereich erneuerbarer Energien fort. Für das Gesamtjahr 2020 sind rund EUR 190 Mio. (2019: EUR 172 Mio.) für Investitionen und Instandhaltungen vorgesehen. Aufgrund der COVID-19-bedingten Einschnitte in das gesellschaftliche und wirtschaftliche Leben erwartet KELAG für 2020 ein rückläufiges Ergebnis gegenüber dem Vorjahr, nennt aber keine Guidance-Zahlen.

Risiken

KELAG ist nach eigenen Angaben gut gerüstet und hat die notwendigen Maßnahmen gesetzt, um die Versorgungssicherheit trotz Corona-Krise sicherzustellen. Herausforderungen für den Konzern könnten die Volatilität der Großhandelspreise, die Nicht-Beeinflussbarkeit der Wasserführung sowie die hohe Wettbewerbsintensität darstellen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	19,1%	16,6%	17,7%	20,2%	↑
Eigenkapitalquote	41,4%	43,0%	43,6%	43,1%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	33,6%	31,3%	32,8%	38,2%	→
Nettoverschuldung / EBITDA	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x	→
EBITDA / Zinsaufwand	14,5x	12,6x	14,7x	15,5x	→
EBIT / Zinsaufwand	7,4x	6,6x	8,6x	9,1x	↑
Operativer Cashflow	173,7	154,1	147,6	177,5	
Investitionscashflow	-111,5	-93,4	-116,0	-145,2	
Op CF vor WC / Finanzverbndl.	43,8%	40,7%	47,7%	44,5%	→
Einbehaltener CF / Finanzverbndl.	34,7%	31,3%	38,2%	35,6%	→

Quelle: KELAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	-0,1%	106,3%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	0,4%	114,1%	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	Glücksspiel
Moody's	-/
S&P	BB+/negativ
Fitch	-/

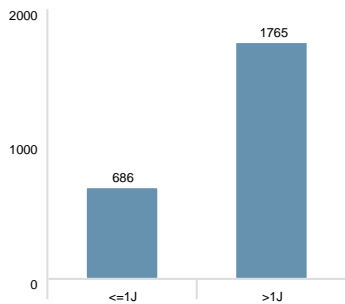
Finanzkalender

GJ 2020: April 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

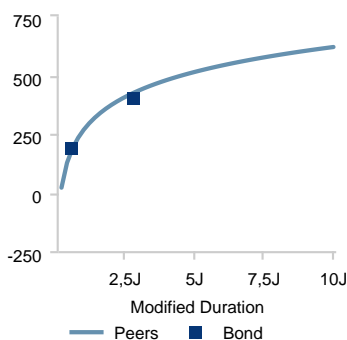
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research
Stand 30.06.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

NOVOMATIC

Ergebnisentwicklung

Aufgrund der COVID-19-Pandemie sank der Umsatz im 1H 2020 auf EUR 805,4 Mio. (-36,1% J/J). Beide Segmente ("Gaming Operations", "Gaming Technology") waren von der temporären Schließung der Spielstätten bzw. der Reduktion der Geräteproduktion (und -nachfrage) und geringen Erlösen aus Gerätevermietung betroffen. E-Business-Zuwächse konnten diese Rückgänge nicht ausgleichen. EBITDA (1H '20: EUR 131,2 Mio.; -56,2% J/J) und EBIT (1H '20: EUR -98,6 Mio.; 1H '19: EUR 51,0 Mio.) sanken deutlich. Die EBITDA-Marge reduzierte sich auf 16,3% (VJ: 23,8%). Der Free Cashflow fiel zwar (EUR 138,9 Mio.; -25,4% J/J), blieb aber auch dank der Veräußerung des Casinos Austria-Anteils (17,19%) und geringerer Investitionen trotz der belastenden Effekte der Pandemie positiv. Ende Juni 2020 waren bereits über 80% aller Standorte wiedereröffnet. Die übrigen sollten im 3Q-Verlauf eröffnen.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen verschlechterten sich pandemiebedingt. Die EK-Quote lag per 30.06.2020 mit 27,5% (31.12.2019: 32,2%) weiter auf solidem Niveau. Per 30.06. standen liquide Mittel iHv EUR 816,4 Mio. kurzfristigen Finanz- und Leasingverbindlichkeiten iHv EUR 686,3 Mio. gegenüber. Nur EUR 440 Mio. der EUR 1 Mrd.-Kreditlinie waren ausgenutzt. Zum Schutz der guten Liquiditätsausstattung hatte der Konzern viele Maßnahmen (u.a. Nutzung von Kurzarbeit) gesetzt. S&P bestätigte das BB+ Rating am 28.7., der Ausblick blieb negativ (v.a. wegen der Unsicherheit über die Entwicklung der Konsumausgaben). S&P erwartet bei Novomatic heuer einen Umsatzrückgang von bis zu 20%, bewertet die Liquiditätssituation (Cash, freie Kreditlinien) gut und geht ab 2021 von einer rückläufigen Entschuldungsdauer aus (berichteter Wert per 30.06.: 3,0x). Die bis 2023 laufende Anleihe sehen wir verglichen zur Peer-Group neutral. Die 2021er Anleihe bewerten wir aufgrund der kurzen Restlaufzeit neutral.

Unternehmensziele

Der Fokus liegt auf der Konsolidierung der bestehenden Beteiligungen. Akquisitionen erfolgen im Rahmen dieses Kurses in geringerem Ausmaß. Innerhalb des Konzerns werden verstärkt Synergie- und Effizienzsteigerungspotentiale genutzt. Prinzipiell strebt der Konzern kontinuierliches Wachstum in regulierten Glücksspielmärkten an. Die geografische Diversifikation des Konzerns soll den Effekt regulatorischer Änderungen in einzelnen Märkten begrenzen.

Risiken

Regulatorische Risiken sind branchenimmanent. Der weitere Verlauf der COVID-19-Pandemie stellt weiterhin einen wesentlichen Risikofaktor dar.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	25,8%	23,2%	21,3%	26,3%	↑
Eigenkapitalquote	37,3%	32,4%	33,1%	32,2%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	52,9%	75,3%	97,5%	121,2%	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	1,2x	1,7x	2,4x	2,5x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	15,8x	14,4x	15,1x	14,1x	↓
EBIT / Zinsaufwand	7,2x	5,1x	-3,6x	3,4x	↓
Operativer Cashflow	429,1	419,2	483,3	606,7	
Investitionscashflow	-519,5	-516,7	-714,5	-74,0	

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	1,4%	100,5%	neutral
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	3,7%	93,4%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

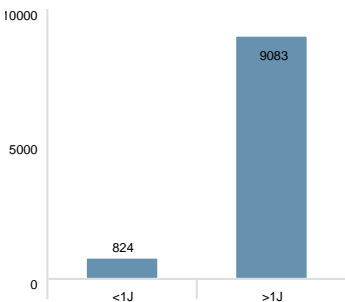
Finanzkalender

GJ 2020: 4. Februar 2021

Letzter Credit-Bericht

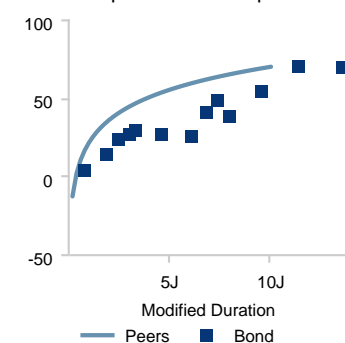
[PDF \(10.06.2020\)](#)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

OMV

Ergebnisentwicklung

Das operative, bereinigte 3Q-Ergebnis (EUR 317 Mio.; -67% J/J) verbesserte sich Q/Q (+119%), war aber J/J weiter von relativ niedrigen Öl- und Gaspreisen, geringerer Nachfrage und niedrigen Raffineriemargen belastet. Das Upstream-Segment erzielte auch im 3Q einen Verlust. Der FCF nach Div. (9M 2020 EUR 740 Mio.) übertraf den Vorjahreswert (EUR -1,7 Mrd.) klar.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Borealis-Anteilsaufstockung auf 75% stärkt das Petrochemie-Geschäft. Die profitable Borealis passt strategisch gut zu OMV. Das Gearing (30.9.20: 11% ex Leasing; 31.12.19: 22%) sank dank Emission von Hybrids. Die Borealis-Konsolidierung wird per 31.12.20 zu einem Gearing-Anstieg über den internen Zielwert (30%) führen. Es soll 2021 wieder sinken. Die Dividendenreduktion für 2019 (EUR 1,75 statt EUR 2) ist positiv. Beim EUR 2 Mrd.-Devestitionsprogramm gibt es Fortschritte. Das Liquiditätsprofil ist stark. Überbewertet sehen wir im Peer-Vergleich die 2021er, 22er, 12/23er, 4/24er, 25er, 26er-, 27er, 4/28er, 12/28er- und die 6/23er-Anleihen. Neutral sehen wir die 34er- und die neue 30er, unterbewertet die 32er-Anleihe. Die Hybrids sehen wir, bis auf jene mit 1. Call 2021 (neutral), unterbewertet.

Unternehmensziele

OMV verlängert mit Borealis die Wertschöpfungskette in Richtung Kunststoffe und bereitet sich so auf eine Zeit mit geringerer Ölnachfrage vor. OMV erwartet für 2020 einen Ø-Brent-Preis von USD 40/bbl (2019: USD 64), geringere Produktion (450-470kboe/d) als 2019 (487kboe/d) und niedrigere Raffineriemargen.

Risiken

Anhaltend niedriger Ölpreis; niedrige Raffineriemargen; Produktionsunterbrechungen in Libyen; Trend zu E-Mobilität; US-Sanktionen: Risiko für Nordstream 2-Projekt; langfristig mehr Wettbewerb im Petrochemie-Bereich.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	17,3%	18,2%	23,1%	25,2%	↑
Eigenkapitalquote	43,7%	45,4%	41,5%	41,8%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	22,8%	14,0%	13,1%	27,8%	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	1,0x	0,5x	0,4x	0,8x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	12,7x	13,9x	18,3x	19,5x	↑
EBIT / Zinsaufwand	-1,0x	6,5x	12,2x	11,8x	↑
Operativer Cashflow	2.878,0	3.448,0	4.396,0	4.056,0	
Investitionscashflow	-1.797,0	-1.766,0	-3.353,0	-4.638,0	
Einbehaltener CF / Nettoverschuldung	79,7%	159,1%	174,5%	72,6%	↓

Quelle: OMV, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	-0,5%	104,2%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	-0,4%	105,5%	überbewertet
XS2189614014	16.06.2023	0,000%	750	1.000	-0,3%	100,6%	überbewertet
XS1917590876	04.12.2023	0,750%	500	1.000	-0,2%	102,9%	überbewertet
XS2154347293	09.04.2024	1,500%	500	1.000	-0,2%	105,7%	überbewertet
XS2022093434	03.07.2025	0,000%	500	1.000	-0,2%	100,7%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	-0,2%	106,8%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	-0,0%	123,8%	überbewertet
XS2154347707	09.04.2028	2,000%	500	1.000	0,1%	113,8%	überbewertet
XS1917590959	04.12.2028	1,875%	500	1.000	0,0%	114,5%	überbewertet
XS2189613982	16.06.2030	0,750%	750	1.000	0,3%	104,2%	neutral
XS2154348424	09.04.2032	2,375%	750	1.000	0,5%	120,9%	unterbewertet
XS2022093517	03.07.2034	1,000%	500	1.000	0,6%	104,7%	neutral
XS2224439385	1) 11.12.2165	2,500%	750	100.000	2,1%	101,9%	unterbewertet
XS2224439971	2) 10.12.2165	2,875%	500	100.000	2,6%	101,4%	unterbewertet
XS1294342792	3) 09.12.2165	5,250%	750	1.000	0,1%	105,0%	neutral
XS1294343337	4) 09.12.2167	6,250%	750	1.000	1,8%	120,9%	unterbewertet
XS1713462403	5) 19.06.2168	2,875%	500	100.000	1,8%	103,4%	unterbewertet

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

Hybrid Call Datum: 1) 01.06.2026 2) 01.06.2029 3) 09.12.2021 4) 09.12.2025 5) 19.03.2024

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Bauwirtschaft

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

Finanzkalender

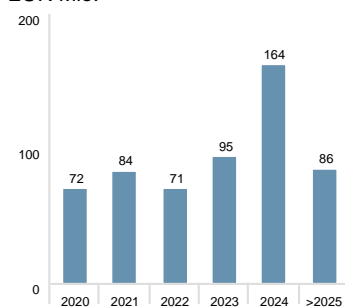
9M 2020: 26. November 2020

Letzter Credit-Bericht

n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

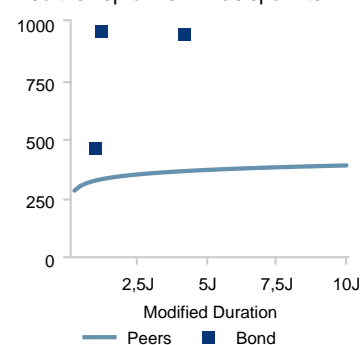
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research
Stand 30.06.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

PORR

Ergebnisentwicklung

Das 1H 2020 stand im Zeichen der COVID-19-Pandemie. Der Shutdown in Österreich sowie Zusatzkosten und Auflagen in vielen Ländern belasteten das Ergebnis. Die Produktionsleistung reduzierte sich um 9% J/J auf EUR 2,3 Mrd. Das EBT sank auf EUR -26,6 Mio. (1H 2019: EUR 8,2 Mio.). Der Auftragseingang ging um 6,2% J/J auf EUR 2,8 Mrd. zurück. Der Auftragsbestand lag hingegen nur ganz leicht über dem Vorjahresniveau (+0,1%) und erreichte damit ein neues Allzeit-Hoch von EUR 7,6 Mrd. Auf Jahressicht erzielte Porr 2019 eine Produktionsleistung von EUR 5,6 Mrd. (-0,4% J/J). Der Auftragsbestand erreichte rd. EUR 7 Mrd. (-0,5% J/J). Wertberichtigungen (Brückenprojekt in Norwegen, Projekte von der in Polen übernommenen Bilfinger-Tochter) belasteten allerdings die Ergebnisse von 2019.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Gearing stieg seit 2017 deutlich. Nach 58% im GJ 2019 erhöhte sich dieses Ende 1H 2020 auf 69%. Die Erstanwendung von IFRS 16 seit 2019 sowie die Emission weiterer Schuldscheindarlehen führten dazu. Die EK-Quote konnte Ende Juni auf 18,4% verbessert werden (2019: 16,3%). Die Profitabilität bleibt weiterhin sehr niedrig. Infolge der Corona-Krise wurden im März v.a. in Österreich und in der Schweiz für mehrere Tage viele Baustellen geschlossen. Um die Liquidität aufrechtzuerhalten, greift Porr zu Kurzarbeit, Investitionsstops, Streichung der Dividende für 2019 sowie zu freiwilligen Management-Gehaltskürzungen (20-50%). Ende Juni 2020 hielt das Unternehmen EUR 582 Mio. an liquiden Mitteln. Denen standen rd. EUR 140 Mio. kurzfr. Finanzverbindlichkeiten gegenüber. Die Höhe der ungezogenen Kreditlinien ist uns nicht bekannt. Porr verfügt derzeit über drei Hybridanleihen, die wir neutral bewerten.

Unternehmensziele

Vom langfristigen Potenzial der sieben europäischen Heimmärkte - AT, CH, CZ, DE, PL, RO und Norwegen ist Porr weiterhin überzeugt. Der strategische Fokus liegt unverändert auf Ausbau der Marktposition in diesen Ländern sowie auf Technologie. In Katar soll das Projektvolumen weiter reduziert werden. Die Finanzziele 2025 beinhalten eine Erhöhung der Profitabilität um 0,5%-0,8%. Außerdem will Porr bis 2022 die Nettoverschuldung kontinuierlich abbauen, die EK-Quote in einem Korridor von 20-25% verbessern und die WC-Intensität reduzieren. Der Vorstand rechnet für das GJ 2020 mit einer Produktionsleistung von rd. EUR 5 Mrd. (2019: EUR 5,6 Mrd.). Der Dividendenverzicht für 2019 infolge der Corona-Krise stellt keine Abkehr von der kontinuierlichen Dividendenpolitik (Ausschüttungsquote bleibt unverändert bei 30-50%) dar.

Risiken

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. Insgesamt bleibt die Porr-Profitabilität niedrig und die höhere Verschuldung belastet das Kreditprofil, das durch die Corona-Krise zusätzlich leidet. Es sind weitere Auswirkungen von COVID-19 in 2H20 zu erwarten. Das GJ 2020 sollte für das Unternehmen herausfordernd bleiben.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	4,8%	4,2%	3,9%	4,0%	↓
EBIT-Marge	2,5%	1,9%	1,7%	1,0%	↓
Eigenkapitalquote	18,5%	20,7%	19,8%	16,3%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-12,2%	24,7%	24,3%	57,7%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,3x	2,5x	2,1x	4,2x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,3x	0,7x	0,7x	1,6x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	7,7x	9,6x	9,7x	6,8x	↓
EBIT / Zinsaufwand	4,1x	4,3x	4,1x	1,7x	↓
Operativer Cashflow	56,1	-15,9	186,3	249,9	
Investitionscashflow	-108,6	-209,9	-68,7	-110,7	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	25,5%	26,1%	26,5%	13,1%	↓

Quelle: PORR, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1555774014	1) 06.02.2168	5,500%	99	100.000	9,5%	93,8%	neutral
XS2113662063	2) 07.02.2168	5,375%	150	100.000	10,2%	81,7%	neutral
AT0000A19Y36	3) 28.10.2168	6,750%	25	500	4,0%	101,1%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 06.02.2022 2) 06.02.2025 3) 28.10.2021

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Immobilien

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

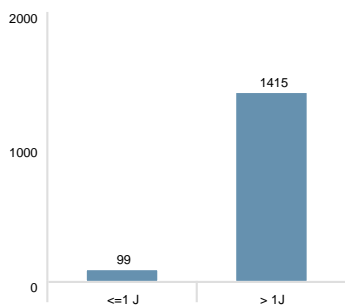
Finanzkalender

9M 2020: 24. November 2020

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(17.09.2019\)](#)

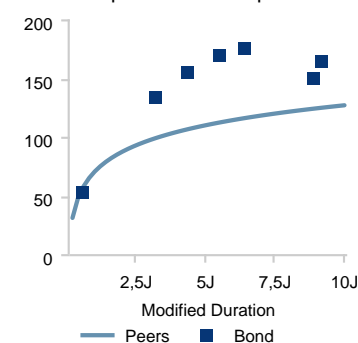
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research
Stand 30.06.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

S IMMO

Ergebnisentwicklung

Das 1H 2020 stand im Zeichen der COVID-19-Pandemie, die die Sektoren Hotel und Einzelhandel spürbar belastete. Während die Erlöse aus der Hotelbewirtschaftung um ca. 60% auf EUR 11,2 Mio. einbrachen, stiegen die Mieterlöse auf Grund von Zukäufen um 4,2% J/J auf EUR 60,6 Mio. Generell sanken die Gesamterlöse um 13,1% J/J auf EUR 87,8 Mio. Das EBIT ging um ca. 76% J/J auf EUR 41,8 Mio. zurück, was u.a. auf ein deutlich niedrigeres Bewertungsergebnis ggü. 1H 2019 zurückzuführen war. Der FFO 1 betrug EUR 17,4 Mio. (1H 2019: EUR 39 Mio.). Dazu führten geringere Einnahmen sowie nicht gezahlte Dividenden von CA Immo (Zahltag im August) und Immofinanz (Dividende 2019 gestrichen) im 1H. Auf Jahresbasis erreichte der FFO I 2019 mit EUR 64,7 Mio. einen Rekordwert.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Kreditprofil konnte seit 2015 zwar gestärkt werden, wesentliche Kreditkennzahlen sind aber noch verbesserungsfähig. Ende 1H 2020 wurde das Gearing auf 94% (12/2020: 105%) weiter reduziert. Während die Wohn- und Büroimmobilien (70% vom PF) weniger von der Pandemie betroffen sind, leiden das Retail- (20% vom PF) und Hotelsegment (8% vom PF) deutlich darunter. S Immo verfügte Ende 1H 2020 weiterhin über eine starke Bilanz (u.a. LTV: 44,6%, EK-Quote: 44,2%). Die Liquiditätssituation ist gut: Ende 1H 2020 wurden die liquiden Mittel deutlich auf EUR 224 Mio. (12/2019: EUR 112 Mio.) erhöht. Dazu trug v.a. die im Januar 2020 abgeschlossene Kapitalerhöhung (EUR 140 Mio.) bei. Außerdem verfügte S Immo Ende 1H 2020 über ungenutzte Kreditlinien iHv EUR 63,3 Mio. Das deckt kurzfristige Fälligkeiten (06/2020: EUR 99,4 Mio.) mehr als komfortabel ab. Alle ausstehenden Anleihen sehen wir neutral bewertet.

Unternehmensziele

Die S Immo wird ihre Akquisitionsstrategie fortsetzen und ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Der strategische Fokus liegt weiterhin auf mittelgroßen deutschen Städten (B-Städte) mit demographischem und wirtschaftlichem Potenzial. Die S Immo strebt ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Kreditbetrag und Verkehrswert der Objekte (LTV-Ratio) an: Generell fühlt sich das Management mit einer LTV-Ratio von über 50% wohl.

Risiken

Das Umfeld dürfte für S Immo noch herausfordernd bleiben. Aufgeschobene bzw. geringere Mieteinnahmen in Österreich und in einigen CEE-Ländern sind weiterhin möglich; die Visibilität bleibt immer noch insb. im Hotelsegment gering. Ein konkreter Ausblick für 2020 wurde nicht gegeben. S Immo betreibt eine freundliche Aktionärspolitik. Seit 2011 schüttet das Unternehmen Dividenden aus. Infolge der Corona-Pandemie bleibt allerdings noch offen, ob der HV am 12. Oktober 2020 eine Dividende vorgeschlagen werden wird. Die Eigentümerstruktur der S Immo AG änderte sich in den letzten zwei Jahren mehrfach. S Immo hält Aktien der Immofinanz AG (12%) und CA Immo (6%), die ähnlichen Risiken wie die S Immo unterliegen.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	46,5%	46,8%	43,2%	41,4%	↓
Eigenkapitalquote	36,2%	41,6%	40,9%	42,9%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	149,7%	113,4%	118,6%	104,7%	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	13,3x	12,0x	15,9x	16,2x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	1,4x	1,6x	2,2x	1,7x	↑
EBIT / Zinsaufwand	4,3x	3,7x	6,5x	5,4x	↑
Operativer Cashflow	90,3	72,7	n.v.	n.v.	
Investitionscashflow	-39,2	85,1	-261,3	-54,7	

Quelle: S IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	29	500	0,0%	102,3%	neutral
AT0000A1Z9D9	06.02.2024	1,750%	100	500	0,8%	102,7%	neutral
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,0%	109,3%	neutral
AT0000A285H4	22.05.2026	1,875%	150	500	1,3%	103,0%	neutral
AT0000A1DVK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,3%	111,5%	neutral
AT0000A2AEA8	15.10.2029	2,000%	100	500	1,2%	106,6%	neutral
AT0000A1Z9C1	06.02.2030	2,875%	50	500	1,3%	113,5%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Bauwirtschaft

Moody's -/

S&P BBB/stabil

Fitch -/

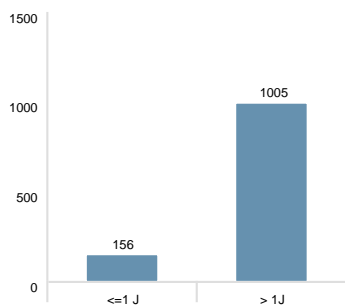
Finanzkalender

GJ 2020: 30. April 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

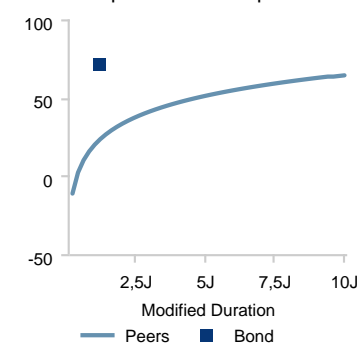
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research
Stand 30.06. 2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

STRABAG

Ergebnisentwicklung

Strabag veröffentlichte Zahlen über die Leistung und den Auftragsbestand für die 9M 2020: Die Leistung lag bei EUR 11,1 Mrd. oder um 9% J/J unter dem Vorjahr und der Auftragsbestand per 30.9.2020 lag bei EUR 19 Mrd. oder um 7% J/J über jenem des Vergleichszeitpunkts des Vorjahres. Auf 6M-Basis konnte der Konzern besser als erwartet durch die Corona-Krise kommen. Die Leistung sank in diesem Zeitraum um 10% J/J auf EUR 6,7 Mrd. Für diesen Rückgang waren ein ausgelaufener Vertrag im Bereich Property & Facility Services, die vorübergehende Baueinstellung im Zuge der Corona-Krise in Österreich und die Abarbeitung bzw. Fertigstellung von Tunnelbauprojekten in Chile verantwortlich. Der Auftragsbestand war Ende Juni 2020 mit EUR 19,4 Mrd. weiterhin hoch (+6% J/J) und damit auf Rekordniveau. Das EBITDA erhöhte sich leicht um 2% J/J auf EUR 300,1 Mio.

Kommentar zum Kreditprofil

Strabag konnte sein Finanzprofil in den letzten Jahren stetig verbessern. Daher sehen wir den Konzern derzeit gut aufgestellt, um die Auswirkungen aus COVID-19 zu überbrücken, was auch die 1H 2020-Zahlen bestätigen. Innerhalb der Ländern war Österreich von den Pandemie-Einschränkungen besonders stark betroffen (die Baustellen waren für etwa zehn Tage komplett stillgelegt). Hier erbringt Strabag aber lediglich rd. 15% der Konzernleistung. Vor dem Hintergrund der Corona-Krise halbiert das Unternehmen die Dividende für 2019 auf EUR 0,9 pro Aktie, um die Liquidität der Gesellschaft nicht zu belasten. Die Liquiditätssituation des Konzerns ist weiterhin solide. Strabag verfügt kontinuierlich seit fünf Jahren über eine Nettoliquidität. Diese lag Ende 2019 bei rd. EUR 1 Mrd. und Ende Juni 2020 bei rd. EUR 860 Mio. Die in 2022 auslaufenden Anleihen erachten wir weiterhin als neutral.

Unternehmensziele

Das Management bestätigte die Prognose für das GJ 2020: Die Leistung wird bei EUR 15 Mrd. (-10% J/J) prognostiziert. Das Ziel für die EBIT-Marge bleibt bei (mindestens) 3,5% aufrecht. Die Netto-Investitionen (Cashflow aus der Investitionstätigkeit) sollten laut Management EUR 450 Mio. nicht überschreiten. 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. Die Investitionen der öffentlichen Hand dürften 2020 etwas zurückgehen, was auf die gestiegenen Kosten im Zusammenhang mit COVID-19 zurückzuführen ist.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	6,9%	6,2%	6,3%	7,1%	↑
EBIT-Marge	3,4%	3,3%	3,7%	3,8%	↑
Eigenkapitalquote	31,5%	30,7%	31,6%	31,5%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-17,7%	-44,0%	-28,0%	-26,9%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,7x	1,6x	1,4x	1,3x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,7x	-1,8x	-1,1x	-0,9x	→
EBITDA / Zinsaufwand	11,0x	11,3x	14,4x	19,8x	↑
EBIT / Zinsaufwand	5,5x	6,1x	8,5x	10,7x	↑
Operativer Cashflow	264,2	1.345,0	789,0	1.075,9	
Investitionscashflow	-434,4	-333,3	-640,7	-593,3	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	43,5%	41,2%	39,9%	52,1%	↑

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	0,2%	101,5%	neutral

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

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Bauwirtschaft

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

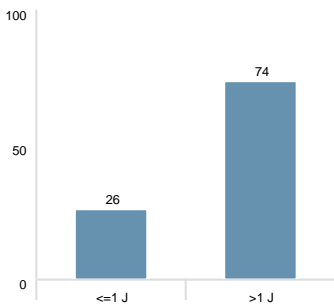
Finanzkalender

1H 2020/21: Ab Dezember 2020 erwartet

Letzter Credit-Bericht

n.v.

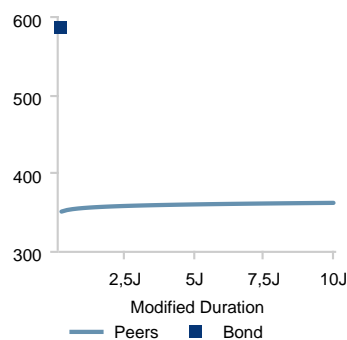
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Swietelsky, Erste Group Research
Stand 31.03.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

SWIETELSKY

Ergebnisentwicklung

Im GJ 2019/20 (endet am 31.3.2020) konnte die schon sehr gute Bauleistung vom Vorjahr um +8% J/J auf über EUR 3 Mrd. weiter ausgebaut werden. Dabei wurde dieses Wachstum insbesondere von Österreich (+10,3% J/J) getragen, während in allen weiteren wichtigen Märkten die hohen Zuwächse der vergangenen Jahre konsolidiert wurden. Das EBIT auf Konzernebene lag ebenfalls über dem Vorjahr und erreichte EUR 117,8 Mio. (+7,3% J/J). Die Margen verharren weiterhin auf guten Niveaus. So verweist Swietelsky beispielsweise mit einer EBT-Marge iHv 4,1% im GJ 2019/20 auf einen im Branchenvergleich sehr guten Wert.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Kreditprofil konnte in den letzten Jahren kontinuierlich gestärkt werden. Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie hat bisher laut Management keine Auswirkung auf die Liquiditätssituation. Swietelsky verfügt seit sieben Jahren über eine Nettoliquidität, die deutlich ausgebaut werden konnte. Per Ende März 2020 lag diese auf EUR 382,3 Mio. Die Eigenkapitalquote konnte der Konzern auf 30% verbessern (Ende März 2019: 29%). Der Zinsdeckungsgrad ist sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis mit 43,1x bzw. 25,0x stark. Swietelsky ist derzeit nur noch mit einer Hybridanleihe am Kapitalmarkt (ausstehendes Volumen von rd. EUR 33 Mio.) präsent. Das nächste Call-Datum ist im Februar 2021. Derzeit gibt es keine Anzeichen, dass die Hybridanleihe bald getilgt wird.

Unternehmensziele

Das Management legt weiterhin Wert auf eine solide Kapitalstruktur sowie auf den sparsamen Einsatz der finanziellen Mittel. Obwohl Prognosen für das Wirtschaftsjahr 2020/21 unter den gegebenen Corona-Umständen risikobehaftet sind, zeigt sich das Management zuversichtlich, die COVID-19-Pandemie und ihre Folgen gut überstehen zu können.

Risiken

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. Die Auswirkungen aus der Corona-Krise können derzeit noch nicht vollständig prognostiziert werden.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	6,0%	5,7%	6,0%	7,2%	↑
EBIT-Marge	3,8%	3,6%	4,1%	4,2%	↑
Eigenkapitalquote	31,5%	27,1%	29,0%	30,0%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-54,7%	-116,9%	-102,4%	-78,6%	→
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,2x	0,6x	0,5x	0,5x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	-1,5x	-3,4x	-2,8x	-1,9x	→
EBITDA / Zinsaufwand	16,0x	27,6x	40,6x	43,1x	↑
EBIT / Zinsaufwand	10,1x	17,5x	27,6x	25,0x	↑
Operativer Cashflow	151,5	337,9	123,7	237,1	
Investitionscashflow	-71,6	-76,4	-96,8	-136,9	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	46,1%	117,6%	149,7%	139,1%	↑

Quelle: SWIETELSKY, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A07LU5	¹⁾ 16.11.2167	5,337%	33	1.000	5,3%	100,0%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 16.02.2021

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

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

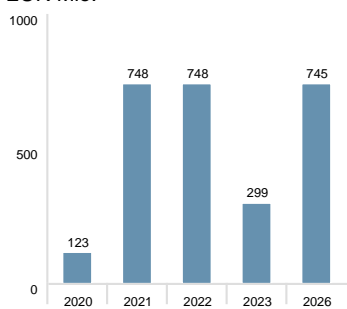
Finanzkalender

GJ 2020: Februar/März 2021

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(13.10.2020\)](#)

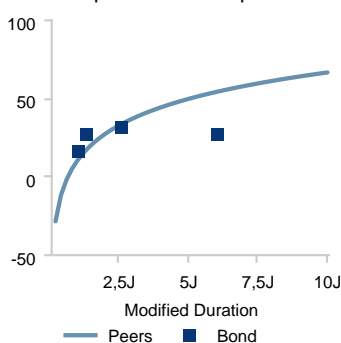
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

TELEKOM AUSTRIA

Ergebnisentwicklung

TKA meldete solide Zahlen für das dritte Quartal 2020. Der Umsatz sank um 0,9% J/J auf EUR 1,1 Mrd., was auf Verluste beim Roaming und negative Währungseffekte (v.a. in Belarus) zurückzuführen war. Diese konnten allerdings teilweise durch höhere Erlöse aus dem Verkauf von Endgeräten ausgeglichen werden. Ohne die Währungseffekte erhöhte sich der Umsatz um 1,7% J/J. Auf Neunmonatsbasis blieb der Umsatz stabil auf Vorjahresniveau. Das 9M-EBITDA stieg um 0,6% J/J auf EUR 1,2 Mrd. Das Nettoergebnis erhöhte sich um 18,3% J/J auf EUR 345,6 Mio. Die negativen Effekte aus der Währungsumrechnung beliefen sich in den ersten neun Monaten 2020 auf EUR 48,6 Mio. in den Umsatzerlösen und auf EUR 21,2 Mio. im EBITDA, wobei die große Mehrheit aus Belarus stammt und in geringerem Maße aus Kroatien.

Kommentar zum Kreditprofil

In den letzten Jahren konzentrierte sich TKA auf den Schuldenabbau, was zu einer soliden Bilanzstruktur mit einer Nettoverschuldung zum EBITDA von 1,6x zum 30. September 2020 führte (Dez. 2019: 1,8x). Inkl. Leasing betrug dieses Verhältnis 2,0x (Dez. 2019: 2,2x). Die Nettoverschuldung (inkl. Leasing) ging um 12,6% zurück, was im Wesentlichen durch die Rückzahlung von Commercial Papers und höhere liquide Mittel bedingt war. Insgesamt verfügte TKA Ende September über ungenützte Kreditlinien iHv von EUR 1,1 Mrd. Generell sollten sich die Auswirkungen der Corona-Krise weiterhin in Grenzen halten und insb. auf den Effekt der Reisebeschränkungen auf die Roaming-Umsätze zurückgehen. Unsere neutrale Bewertung für die ausstehenden Anleihen in 2021, 2022 und 2023 bleibt aufrecht. Der Risikoaufschlag von TKA präsentiert sich derzeit insbesondere bei der 2026-Anleihe sehr niedrig. Aus diesem Grund ändern wir die Bewertung dieser Anleihe von neutral (5.10.2020) auf überbewertet.

Unternehmensziele

Der Ausblick für 2020 wurde bestätigt. Das Management erwartet aus heutiger Sicht für das GJ 2020 weiterhin einen moderaten Rückgang des Umsatzes von rd. 2% J/J. Die Anlagenzugänge vor Spektrumsinvestitionen und Akquisitionen sollen gegenüber dem ursprünglichen Ausblick von EUR 770 Mio. um rund 25% reduziert werden, um den freien Cashflow zu stärken. TKA strebt an, möglichst allen Kunden Produktbündel (Festnetz/Internet/Mobil/(IP)TV) aus einer Hand anbieten zu können und so langfristig zu wachsen. Ein stabiles BBB-Rating soll jedenfalls beibehalten werden.

Risiken

Die Mobilfunkmärkte in Österreich und in den CEE-Ländern sind weiterhin von hoher Wettbewerbsintensität und Preisdruck gekennzeichnet. Außerdem herrscht in manchen Ländern ein schwaches makroökonomisches Umfeld und regulatorische Gegenwinde sowie Volatilität bei den Wechselkursen. TKA verfolgt eine Wachstumsstrategie und zeigt sich aktionärsfreundlich.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	32,2%	31,9%	34,9%	34,2%	↑
Eigenkapitalquote	34,9%	38,9%	33,1%	31,2%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	84,7%	78,2%	111,0%	130,9%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,1x	1,8x	1,8x	2,3x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	1,7x	1,7x	1,8x	2,2x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	9,5x	14,7x	15,7x	15,2x	↑
EBIT / Zinsaufwand	3,4x	4,7x	4,5x	6,0x	↑
Operativer Cashflow	1.195,5	1.175,0	1.232,3	1.458,0	
Investitionscashflow	-823,5	-770,4	-765,1	-861,3	

Quelle: TELEKOM AUSTRIA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0999667263	03.12.2021	3,125%	750	1.000	-0,3%	103,6%	neutral
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	-0,3%	105,8%	neutral
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	-0,2%	109,7%	neutral
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	-0,2%	109,4%	überbewertet

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Immobilien

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

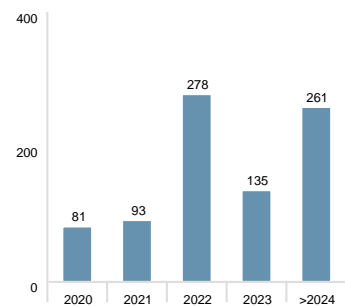
Finanzkalender

9M 2020: 26. November 2020

Letzter Credit-Bericht

n.v.

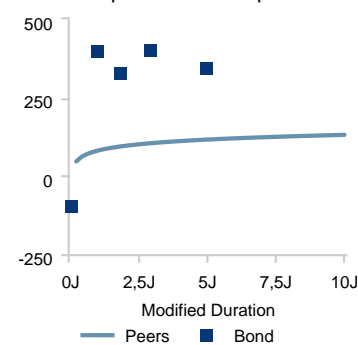
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: UBM, Erste Group Research
Stand 30.6.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UBM

Ergebnisentwicklung

Das 1H 2020 war für UBM trotz der Auswirkungen der Corona-Krise erfolgreich. Die Gesamtleistung blieb mit EUR 181,3 Mio. stabil (-0,7% J/J), wobei das Büroprojekt "QBC 1+2" in Wien und die beiden deutschen Wohnprojekte "Gmunder Höfe" in München und "immergrün" in Berlin wesentliche Beiträge leisteten. Der Vorsteuer-Gewinn stieg ggü. 2019 um knapp die Hälfte auf EUR 43,8 Mio. und der Nettogewinn um rd. 25% auf EUR 26,6 Mio. Aufgrund der COVID-19-Pandemie musste UBM bei der Hotelbetriebsgesellschaft Wertberichtigungen vornehmen, wobei die Wertansätze (rd. EUR 15 Mio.) fast zur Gänze abgeschrieben wurden. Mittlerweile sind die Hotels zwar wieder im Betrieb, aber die Auslastung befindet sich noch in einer Anlaufphase. Auf Jahresbasis erwirtschaftete UBM 2019 eine Gesamtleistung von EUR 678 Mio., nach dem Rekordwert von EUR 897,7 Mio. im Vorjahr.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Gearing konnte von 243% in 2016 deutlich auf 108,5% Ende 1H 2020 gesenkt werden. Die Projekt-Pipeline wurde gegenüber 1Q 2020 um 60% auf EUR 2 Mrd. ausgebaut und besteht nun zu 43% aus Wohnen und 25% aus Büro (keine neuen Hotelprojekte mehr). Die Forward-Verkaufsstrategie machte sich bezahlt: Hier werden mit Käufern frühzeitig die Preise für noch nicht fertiggestellte Projekte fixiert, was die Projektsicherheit erhöht. Die Auswirkungen der Corona-Krise dürften sich für UBM in Grenzen halten. Nichtsdestotrotz ist die weitere Entwicklung der Nachfragesituation in den UBM-Assetklassen aktuell mit großen Unsicherheiten behaftet. Ende 1H 2020 blieb die Bilanz weiterhin stark (u.a. LTV: 35,2%, EK-Quote: 34,2%). Die Liquiditätssituation war Ende Juni 2020 mit EUR 234,5 Mio. an liquiden Mitteln und EUR 105,3 Mio. an kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten komfortabel. Für alle ausstehenden Anleihen bleibt unsere neutrale Bewertung aufrecht.

Unternehmensziele

In der Zeit der Corona-Krise hat die Sicherung der Liquidität laut Management absolute Priorität. Der neue strategische Fokus von UBM liegt auf Immobilien-Projektentwicklungen in den Kernmärkten Deutschland, Österreich und Polen sowie auf den Assetklassen Büro und Wohnen (vorher Büro, Hotel und Wohnen). Außerdem will sich UBM künftig verstärkt auf Green Building und Smart Office konzentrieren. Unternehmensziele bleiben die Kontrolle der Nettoverschuldung sowie die Glättung des Rückzahlungsprofils. UBM peilt eine EK-Quote zwischen 30-35% an.

Risiken

Das Management gibt aufgrund der noch hohen Unsicherheit in Verbindung mit der Corona-Krise weiterhin keine konkrete Prognose für 2020. Das Hotel-Pachtgeschäfts (13 Hotels) dürfte sich aus heutiger Sicht langsam erholen. Die Kreditkennzahlen sollen weiter optimiert werden. UBM betreibt eine freundliche Aktionärspolitik: Für 2019 ist eine Dividende von EUR 2,20 pro Aktie geplant. Ein Syndikat der Industriellen Ortner und Strauss hält als Kernaktionär rund 39% am Unternehmen. UBM ist Fremdwährung-Kursschwankungen (v.a. PLN und CZK) ausgesetzt.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	11,9%	14,4%	11,5%	31,0%	↑
Eigenkapitalquote	27,7%	31,4%	35,3%	35,1%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	202,4%	134,4%	96,7%	106,4%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	14,8x	10,5x	10,6x	9,4x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	13,9x	9,1x	7,2x	6,6x	↑
Operativer Cashflow	42,3	2,4	113,8	-39,9	
Investitionscashflow	-114,6	117,5	-93,2	-41,2	

Quelle: UBM, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
DE000A18UQM6	09.12.2020	4,250%	50	1.000	-1,2%	100,1%	neutral
AT0000A1PDD4	21.11.2021	3,876%	19	500.000	3,5%	99,9%	neutral
AT0000A1XBU6	11.10.2022	3,250%	150	500	2,8%	99,9%	neutral
AT0000A23ST9	16.11.2023	3,125%	120	500	3,6%	97,7%	neutral
AT0000A2AX04	13.11.2025	2,750%	120	500	3,0%	97,8%	neutral
XS1785474294	1) 01.03.2168	5,500%	100	100.000	8,5%	91,4%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 01.03.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

Sektor Versicherungen

Moody's -/

S&P A-/stabil

Fitch -/

Finanzkalender

9M 2020: 19. November 2020

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(23.06.2020\)](#)

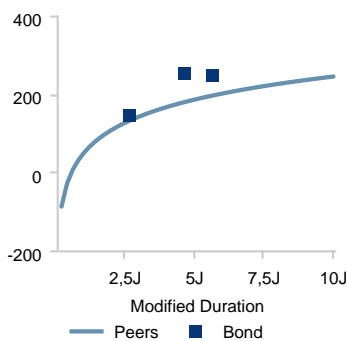
Fristenstruktur

der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UNIQA

Ergebnisentwicklung

UNIQA ist Österreichs zweitgrößter Versicherer (MA 2019: 21,2%) und Marktführer bei Krankenvers. (MA: rd. 45%). Bisher erzielt UNIQA rd. 30% der Prämien in CEE. Die Akquisition der AXA-Töchter in PL, CZ und SK erhöht UNIQAs CEE-Prämienanteil auf 40% (Closing erw.: 4Q 2020). Im 1H 2020 stiegen die Prämien trotz negativer COVID-19-Effekte um 0,5% J/J. Stark war das Kranken- (+3,1% J/J), solide das Schaden/Unfall-Geschäft (+2,0% J/J). Im Leben-Segment sanken die Prämien v.a. wegen der (strategiekonformen) Reduktion der Einmalerläge um 4,9% J/J. Das Verhältnis von Kosten zu Prämien (Combined Ratio) verbesserte sich dank einer geringeren Schadenquote auf 96,7% (6M 2019: 97,3%). Für die AXA-CEE Integration fielen Einmalkosten an. Das Kapitalanlageergebnis sank um 29% J/J, v.a. aufgrund von Wertminderungen. V.a. dank des guten versicherungstechnischen Ergebnisses konnte im 1H ein Gewinn vor Steuern (EUR 55,4 Mio.; -59,2% J/J) erzielt werden (1Q 2020: EUR -14 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Der Konzern verfügte per 30.6.2020 mit 204% (31.3.2020: 204%; 31.19.2019: 221%) weiter über eine starke Solvenzkapitalquote. Nach Bekanntwerden der Finanzierungsstruktur für die Übernahme der AXA-CEE-Gesellschaften (v.a. via Senior- und Nachrangianleihen) bestätigte S&P das "A-" Rating der Holding am 29.6.2020 und setzte den Ausblick auf "stabil". Die Dividende für 2019 wurde von 54 auf 18 Cent/Aktie (Ausschüttungsquote: ~24%) gekürzt, für 2020 gestrichen. Das ist aus Credit-Sicht positiv zu sehen. Wir vergleichen UNIQAs Nachrangianleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir wie auch jene mit 1. Call 2026 gegenüber Peer-Anleihen unterbewertet. Auch die neue Nachrangianleihe mit 1. Call 2025, ein Green Bond, sehen wir unterbewertet.

Unternehmensziele

Das Management erwartet für das GJ 2020 ein rückläufiges Schaden/Unfall- und ein stabiles Krankenversicherungsgeschäft. In der Lebensversicherung geht UNIQA in Österreich von verhaltener Nachfrage aus. Bei der Combined Ratio wird mit einem Anstieg ggü. 2019 (96,4%) gerechnet. COVID-19-Kapitalmarkt-Effekte belasten das Veranlagungsergebnis. Insgesamt wird im GJ 2020 aufgrund des unsicheren Umfelds ein möglicherweise negatives Ergebnis vor Steuern erwartet. Infolge der Akquisition der AXA-CEE-Töchter sieht das Management Einsparungspotenzial bei administrativen Kosten. Eine geplante Änderung der Berechnung des Kapitalerfordernisses nach der Integration der AXA-Töchter sollte die Kapitalposition verbessern.

Risiken

Das Niedrigzinsumfeld belastet das Anlageergebnis mittel- bis langfristig. Die Kapitalmarktentwicklung infolge der Corona-Krise könnte (zumindest temporär) zu einem Absinken der SII-Quote führen und das Anlageergebnis zusätzlich drücken. Die Akquisition der AXA-Töchter in CEE birgt Ausführungsrisiken.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
Eigenkapitalquote	9,6%	11,1%	10,4%	11,9%	↑
Verrechnete Prämien	5.048,2	5.293,3	5.309,5	5.372,6	
Selbstbehaltsquote	96,3%	96,2%	96,4%	96,6%	
Gewinn vor Steuern	225,5	264,6	294,6	295,7	
ROE vor Steuern	7,1%	7,6%	9,5%	9,2%	↑
Combined Ratio	98,1%	97,5%	96,8%	96,4%	↑
Financial Leverage	21,7%	21,7%	35,8%	21,7%	↑
Kapitalanlagen / Vers.techn. R.	102,6%	103,4%	102,0%	104,8%	↑

Quelle: UNIQA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS2199567970	1) 09.10.2035	3,250%	200	100.000	2,0%	105,0%	unterbewertet
XS1117293107	2) 27.07.2046	6,000%	500	100.000	1,8%	122,1%	unterbewertet
XS0808635436	3) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	0,8%	115,6%	unterbewertet

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

Hybrid Call Datum: 1) 09.07.2025 2) 27.07.2026 3) 31.07.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

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

Sektor Versorger

Moody's A3/stabil

S&P A/stabil

Fitch -/

Finanzkalender

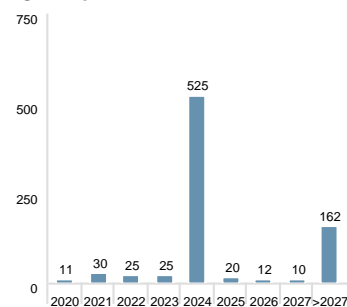
GJ 2020: 17. März 2021

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(23.03.2020\)](#)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

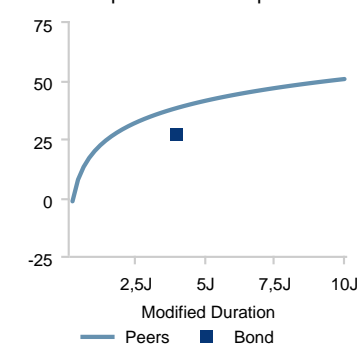
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VERBUND

Ergebnisentwicklung

VERBUND berichtete für die 9M 2020 einen Konzernumsatz von EUR 2.523 Mio. (-10,8% J/J). Dieser Rückgang ist v.a. auf einen abrupten Strom-Nachfragerückgang in der Industrie infolge des COVID-19-Lockdowns im Frühjahr zurückzuführen. Positiv auf das Ergebnis wirkten einerseits die für 2020 gestiegenen Terminmarktpreise auf dem Strom-Großhandelsmarkt und andererseits die geringeren Aufwendungen für Fremdstrombezug aufgrund niedrigerer Spotmarktpreise. Insgesamt konnten EBITDA (+4,6% J/J, EUR 990 Mio.) und Profitabilität (39,2%) gesteigert werden. Der operative Cashflow war mit EUR 852 Mio. stark positiv und etwas unter dem Vorjahresniveau. Der freie Cashflow fiel aufgrund höherer Dividendenzahlungen und Investitionen niedriger als im Vorjahr aus, lag aber mit EUR 138 Mio. gut im positiven Bereich.

Kommentar zum Kreditprofil

VERBUNDs Nettoverschuldung konnte in den 9M 2020 (dank der Tilgung einer EUR 200 Mio.-Anleihe im Juni 2020 aus eigenen Mitteln) erneut reduziert werden und lag Ende September 2020 bei EUR 2.017 Mio. (-10,6% ggü. Ende 2019). Die Kreditkennzahlen verbesserten sich mehrheitlich. Die Liquiditätsausstattung ist sehr gut: VERBUND hielt Ende September 2020 EUR 52 Mio. an liquiden Mitteln und verfügte über ungenutzte Kreditlinien in Höhe von EUR 920 Mio. Dem standen kaum kurzfristige Finanzverbindlichkeiten gegenüber. Die zwei Spitzen in der Fristenstruktur stellen eine Anleihe (2024: EUR 500 Mio.) und ein Schuldscheindarlehen (2028; EUR 100 Mio.), beide grün, dar. VERBUND gehört als Österreichs größter Stromerzeuger zur kritischen Infrastruktur und dürfte daher und aufgrund des guten Finanzprofils nur geringfügig unter den Auswirkungen der Corona-Krise leiden. Wir halten den relativ niedrigeren Spread der ausstehenden Anleihe für gerechtfertigt und bewerten diese daher neutral.

Unternehmensziele

Aufgrund der guten Ergebnisentwicklung in den 9M 2020 trotz COVID-19 wurde die Guidance für 2020 nach oben revidiert: Es wird nun ein EBITDA von EUR 1.240-1.300 Mio. (zuvor EUR 1.150-1.250 Mio.) und ein Konzernergebnis von EUR 570-610 Mio. (zuvor EUR 510-570 Mio.) erwartet. Für den Zeitraum 2020-22 ist unverändert ein CAPEX von EUR 2.077 Mio. geplant, etwas über 60% davon ist für Wachstumsinvestitionen vorgesehen. Die Ausschüttungsquote für 2020 soll 40%-50% betragen. VERBUND unterschrieb den Kaufvertrag zum Erwerb des 51%-Anteils von OMV an Gas Connect Austria, das Closing soll im 2Q 2021 erfolgen.

Risiken

Über 90% von VERBUNDs Stromerzeugung basiert auf Wasserkraft, die von (nicht beeinflussbaren) hydrologischen Bedingungen abhängig ist. In trockeneren Perioden muss die Eigenerzeugung durch (ggf. teurere) Zukäufe ergänzt werden. Weitere Risiken können volatile Strom-Großhandelspreise, strengere Regulierungen und die Entwicklung des Strommarktes hin zu mehr erneuerbaren Energien bedeuten. Bei Letzterem könnte die Speichertechnologie (derzeit noch teuer und nur für kleinere Mengen möglich) eine Herausforderung darstellen. VERBUND sieht hier Gas als Übergangslösung auf dem Weg zur Dekarbonisierung.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	37,3%	31,7%	32,4%	30,4%	→
EBIT-Marge	22,0%	13,7%	24,5%	22,2%	↑
Eigenkapitalquote	47,9%	50,4%	50,8%	55,5%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	58,3%	50,0%	43,1%	34,3%	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	3,1x	3,1x	3,0x	1,9x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	7,7x	7,1x	6,8x	10,7x	↑
EBIT / Zinsaufwand	4,6x	3,1x	5,1x	7,8x	↑
Operativer Cashflow	804,3	640,6	664,1	1.204,3	
Investitionscashflow	-219,2	-219,3	-333,8	-321,7	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	30,2%	29,8%	32,0%	59,3%	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	24,1%	24,6%	24,0%	47,9%	↑

Quelle: VERBUND, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	-0,2%	106,7%	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 Versicherungen

Moody's -/

S&P A+/stabil

Fitch -/

Finanzkalender

9M 2020: 26. November 2020

Letzter Credit-Bericht

[PDF \(02.06.2020\)](#)

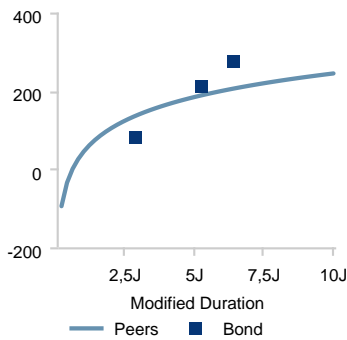
Fristenstruktur

der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VIENNA INSURANCE GROUP

Ergebnisentwicklung

Aufgrund des starken 1Q stieg das Prämienvolumen im 1H 2020 auf EUR 5,6 Mrd. (+2,4% J/J). Lockdowns belasteten das Neugeschäft im 2Q erwartungsgemäß (Prämien -3,1% J/J). Hohe Zuwächse über 6M gab es in Österreich (+4,5% J/J) und Polen (+8,5% J/J) sowie - aus Spartensicht - in der sonstigen Sach- (+7,0% J/J) und Krankenversicherung (+2,6% J/J). Die Kfz-Haftpflicht- und Leben-Sparten stagnierten. Das Verhältnis von Schäden und Kosten zu Prämien (Combined Ratio, CoR) verbesserte sich dank einer geringeren Schadenquote auf 95,5% (1H 2019: 96,4%). Bemerkenswert ist, dass die CoR in allen Märkten fiel und unter 100% lag. Der Konzern erwartet im 2H eine Normalisierung bei den Schadensfällen. Der Gewinn vor Steuern sank v.a. aufgrund COVID-19-bedingter Firmenwertminderungen in Bulgarien, Kroatien und Georgien (Treiber: höherer Länderrisikoprämien) iHv EUR 118,1 Mio. auf EUR 201,2 Mio. (-21,8% J/J). Das Nettoergebnis fiel auf EUR 126,3 Mio. (-16,3% J/J).

Kommentar zum Kreditprofil

VIG ist mit ca. 18% Marktanteil in ihren 10 Kernmärkten der führende Versicherer in CEE (inkl. AT). S&P bestätigte das "A+"-Rating zuletzt am 29.11.2019 (Ausblick: stabil). Die SII-Quote lag per 30.6.2020 bei weiterhin soliden 183% (31.12.2019: 210%). Am Dividendenvorschlag für 2019 hält VIG fest - die SII-Quote berücksichtigt bereits die geplante Ausschüttung. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich gerateten Peers. Der Spread der nachrangigen Anleihe mit 1. Call in 2023 liegt nahe dem Peer-Schnitt: Wir sehen sie neutral. Die nachrangige Anleihe mit 1. Call 2026 stufen wir auch weiter neutral ein. Die nachrangige Anleihe (ungeratet) der Wr. Städt. Vers. (2019 SII-Quote: 200%; CoR: 92,5%), einer 97,75%-Tochter der VIG, bewerten wir auch relativ zu VIG-Peer-Bonds. Wir sehen sie neutral.

Unternehmensziele

Aufgrund der Unsicherheit durch COVID-19 verzichtet VIG auf einen Ausblick. Langfristiges Wachstumspotenzial ergibt sich in CEE aufgrund der im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Das erfolgreich laufende Strategie-Programm "Agenda 2020" hatte u.a. die Steigerung der Kosteneffizienz (z.B. durch "Shared Services", optimiertes Schadenmanagement) zum Ziel. Das Kranken-, das Bank- und Rückversicherungsgeschäft sowie Assistance und Digitalisierungsprojekte werden weiterhin forciert. Ziel ist es, die CoR nachhaltig auf 95% zu senken.

Risiken

Hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck in der Kfz-Versicherung in CEE. Das Niedrigzinsumfeld belastet die Ergebnisentwicklung. Die CoR verbesserte sich im 1H 2020 auch am schwierigen Markt Rumänien und liegt dort derzeit unter 100% (96,4%). COVID-19-bedingte Kapitalmarkt-Turbulenzen führten zu einer Abschwächung der SII-Quote. Sie liegt aber weiter klar in der vom Konzern definierten Komfortzone über 170%.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
Eigenkapitalquote	11,4%	11,7%	11,4%	10,3%	→
Verrechnete Prämien	9.051,0	9.386,0	9.657,3	10.399,4	
Selbstbehaltsquote	91,0%	91,5%	91,2%	90,6%	
Gewinn vor Steuern	406,7	442,5	485,4	521,6	
ROE vor Steuern	8,9%	8,3%	8,9%	10,5%	↑
Combined Ratio	97,3%	96,7%	96,0%	95,4%	↑
Financial Leverage	31,0%	30,6%	31,5%	24,5%	↑
Kapitalanlagen / Vers.techn. R.	118,6%	119,1%	119,0%	108,1%	↓

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1VKJ4	11.05.2027	3,500%	250	1.000	2,3%	106,6%	neutral
AT0000A1D5E1	1) 02.03.2046	3,750%	400	1.000	1,6%	110,5%	neutral
AT0000A12GN0	2) 09.10.2043	5,500%	500	100.000	0,2%	114,7%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 02.03.2026 2) 09.10.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor Stahl

Moody's -/

S&P -/

Fitch -/

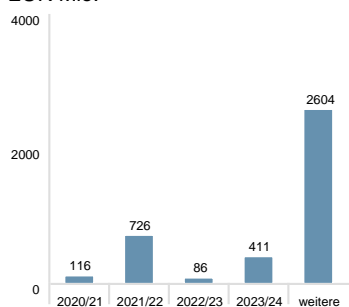
Finanzkalender

9M 2020/21: 9. Februar 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

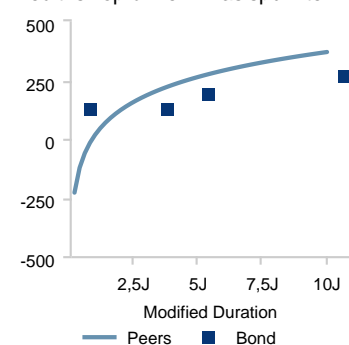
Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: voest, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VOESTALPINE

Ergebnisentwicklung

Das 1H 2020/21 (1.4-30.9) war weiterhin von der COVID-19-Pandemie beeinflusst. Während im 1Q in nahezu allen Abnehmerbranchen die Nachfrage drastisch einbrach, kam es im 2Q zu einer spürbaren Erholung. Insbesondere gewannen die europäische und amerikanische Automobil-, aber auch die Konsumgüter- und Bauindustrie nach den Lockdown-Maßnahmen im Frühjahr rasch wieder an Dynamik. Unverändert schwierig blieb aber die Situation in den Segmenten Luftfahrt sowie Öl und Gas, die besonders hart von den Folgen der Pandemie betroffen sind. Trotz einer spürbare Verbesserung der Nachfrage im 2Q reduzierte sich der Umsatz im 1H 2020/21 um 21,9% J/J. Das EBITDA lag um 40,6% J/J unter dem Vorjahr, blieb aber mit EUR 395 Mio. im positiven Bereich. Das EBIT fiel mit EUR -215 Mio. deutlich negativ aus (Vj: EUR 230 Mio.), was v.a. auf Sonderabschreibungen in Texas und Tubulars (rd. EUR 200 Mio.) in Verbindung mit der Corona-Pandemie zurückzuführen war.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Umfeld bleibt für voest weiterhin herausfordernd. Obwohl sich die Nachfrage wichtiger Branchen seit dem Sommer 2020 erhöhte bzw. stabilisierte, bleibt derzeit die Unsicherheit aufgrund erneuter Lockdown-Maßnahmen in vielen EU-Ländern hoch, was erneut die voest-Geschäftstätigkeit belasten könnte. Ende 1H 2020/21 lagen die liquiden Mittel bei rd. EUR 1 Mrd. (März 2020: EUR 795 Mio.) und die kurzfristigen Verbindlichkeiten bei EUR 824,2 Mio. Die Höhe der nicht gezogenen Kreditlinien betrug EUR 780 Mio. Das Gearing konnte Ende September 2020 auf 66,2% (Sept. 2019: 75,1%; März 2020: 68,6%) reduziert werden, was u.a. auf die gute Cashflow-Entwicklung zurückzuführen war. Positiv wirkte sich die konsequente Umsetzung von Kostensenkungsprogrammen sowie die Verschiebung nicht unbedingt notwendiger Investitionen aus. Die erste ausstehende Anleihe läuft erst im Nov. 2021 aus. Alle anderen Anleihen erachten wir als überbewertet.

Unternehmensziele

Im GJ 2020/21 bleibt der Fokus auf Kostenmanagement und Ergebnisstabilisierung (u.a. Kosten- und WC-Management und CF-Generierung) gerichtet. Nicht unbedingt notwendige Investitionen sollen weiter reduziert bzw. verschoben werden. Das Management erwartet für das GJ 2020/21 ein EBITDA in einer Bandbreite von EUR 800 Mio. bis EUR 1 Mrd.

Risiken

Steigende Rohstoffpreise, schwache Automobilnachfrage und die Corona-Krise belasten derzeit das voest-Kreditprofil. Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie sind in vielen Geschäftsbereichen spürbar. Der für die voest wichtigste Automobilsektor erholte sich zuletzt zwar leicht, es ist aber noch zu früh, von einer Trendwende zu sprechen. Trotz Kurzarbeit in Österreich und in anderen Ländern wurde für das GJ 2019/20 eine Dividende gezahlt.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	13,6%	15,2%	11,5%	12,3%	↓
EBIT-Marge	7,3%	9,1%	5,7%	-0,7%	↓
Eigenkapitalquote	41,2%	42,4%	42,9%	37,5%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	59,3%	51,8%	49,5%	68,6%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,7x	2,1x	2,4x	3,0x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	2,3x	1,7x	2,1x	2,5x	→
EBITDA / Zinsaufwand	8,8x	10,7x	9,2x	8,8x	→
EBIT / Zinsaufwand	4,7x	6,5x	4,6x	-0,5x	↓
Operativer Cashflow	1.150,4	1.195,1	1.166,6	1.304,0	
Investitionscashflow	-1.049,8	-847,7	-810,0	-606,8	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	24,9%	33,8%	26,5%	13,5%	↓

Quelle: VOESTALPINE, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,7%	101,1%	neutral
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	0,7%	101,5%	überbewertet
AT0000A27LQ1	10.04.2026	1,750%	500	500	1,5%	100,8%	überbewertet
XS2042382270	19.08.2031	1,810%	50	100.000	2,6%	92,2%	überbewertet

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

Analyst

Elena Statelov, CIAA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender

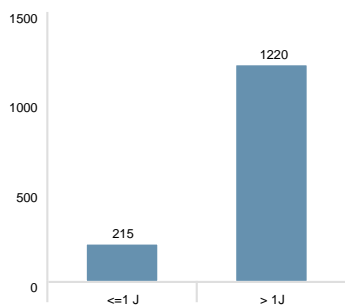
GJ 2020: 24. Februar 2021

Letzter Credit-Bericht

n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

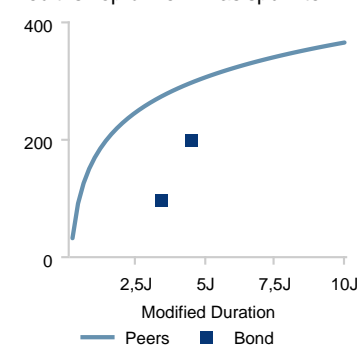
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research
Stand 30.09.2020

Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

WIENERBERGER

Ergebnisentwicklung

Trotz der negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie erzielte Wienerberger in den 9M 2020 gute Ergebnisse. So lag der Umsatz mit EUR 2,5 Mrd. nur rund 4% unter dem Rekordwert des Vorjahres. Ein verbesserter Produktmix durch Konzentration auf hochwertige Lösungen, eine erfolgreiche proaktive Preispolitik sowie eine insgesamt bessere Nachfrage infolge von Aufholeffekten nach den Lockdowns trugen dazu bei. Das bereinigte EBITDA lag bei EUR 431,7 Mio. (-7% J/J), wobei das Fast Forward Programm einen positiven Beitrag von EUR 24 Mio. leistete. Die COVID-19-Pandemie führte zu Wertberichtigungen iHv rd. EUR 114 Mio., die bereits größtenteils im 1Q 2020 verbucht wurden. Das Nettoergebnis sank in den 9M 2020 auf EUR 43,3 Mio (9M 2019: EUR 205,7 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Das Kreditprofil konnte in den letzten Jahren verbessert werden. Wienerberger bleibt aber von der Corona-Krise und dem dadurch herausfordernden Marktumfeld nicht verschont. Wegen des hohen Beitrags des zyklischen Neubaus (ca. 60% vom Umsatz) sowie der aggressiven Dividendenpolitik senkte Moody's am 8. Mai 2020 den Ausblick auf negativ. CAPEX-Kürzungen, M&A-Projektstopp sowie Kapazitätsanpassungen stärkten in den 9M 2020 die Liquiditätsausstattung hingegen deutlich. Ende September 2020 lagen die liquiden Mittel bei EUR 584,3 Mio. (Dez. 2019: EUR 128,8 Mio.). Die verfügbare Liquidität betrug laut Management EUR 955 Mio. Dank der starker Cashflow-Generierung, verbessertem WC und der Verschiebung der Dividendenauszahlung (auf Ende Oktober 2020) sank die Nettoverschuldung um 22% ggü. Dez. 2019 und das Verhältnis Nettoverschuldung / EBITDA konnte auf 1,2x weiter verbessert werden (Dez. 2019: 1,4x). Für alle ausstehenden Anleihen bleibt unsere neutrale Bewertung aufrecht.

Unternehmensziele

Der Fokus auf Innovation, Nachhaltigkeit und Digitalisierung bleibt bestehen. Wienerberger reagiert auf die Corona-Krise mit einer Verlagerung von Wachstumsstrategie hin zur Liquiditätssicherung und rechnet mit zahlreichen Infrastrukturprogrammen von den Regierungen. Das Unternehmen erwirtschaftet bereits heute rd. 25% der Umsätze im Infrastrukturbereich und rd. 20% von Renovierungen. Unter der Annahme, dass die Preiserhöhungen wie geplant umgesetzt werden und das Fast Forward Programm einen Beitrag von rund EUR 30 Mio. leistet, bestätigte Wienerberger seine Guidance für das bereinigte EBITDA für 2020 auf EUR 480-500 Mio. und zeigt sich zuversichtlich, das obere Ende der Erwartungsspanne erreichen zu können. Das Management erwartet einen Marktrückgang im GJ 2020 von -10% J/J.

Risiken

Das Marktumfeld bleibt infolge der Corona-Krise herausfordernd. Durch die erneuten Unsicherheiten in den Märkten wird eine schwächere Entwicklung für 4Q erwartet. Trotz Kurzarbeit in Verbindung mit COVID-19 erhöhte Wienerberger die Dividende für 2019 um 20%.

Kennzahlen

EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	3J Trend
EBITDA-Marge	13,6%	13,3%	13,4%	17,6%	↑
EBIT-Marge	6,6%	6,2%	7,5%	10,5%	↑
Eigenkapitalquote	50,8%	52,2%	51,8%	50,3%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	37,0%	33,8%	34,8%	43,7%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,2x	2,0x	1,9x	1,7x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	10,1x	9,9x	10,1x	14,5x	↑
EBIT / Zinsaufwand	5,0x	4,6x	5,7x	8,6x	↑
Operativer Cashflow	333,8	272,3	319,4	476,7	
Investitionscashflow	-131,1	-178,7	-211,7	-264,1	
Einbehaltener CF / Nettoverschuldung	38,3%	37,3%	41,2%	44,6%	↑

Quelle: WIENERBERGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A20F93	02.05.2024	2,000%	250	1.000	0,4%	104,7%	neutral
AT0000A2GLA0	04.06.2025	2,750%	400	100.000	1,5%	104,8%	neutral
DE000A1ZN206	1) 09.02.2168	5,000%	222	1.000	-2,1%	100,9%	neutral

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

Hybrid Call Datum: 1) 09.02.2021

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Glossar – Kennzahlen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rating Skala

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

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

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

Kontakte

Group Research

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

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

Croatia/Serbia
 Head: Alen Kovac (Fixed income) +385 62 37 1383
 Mate Jelic (Fixed income) +385 72 37 1443
 Ivana Rogic (Fixed income) +385 62 37 2419

Czech Republic
 Head: David Navratil (Fixed income) +420 956 765 439
 Jiri Polansky (Fixed Income) +420 956 765 192
 Michal Skorepa (Fixed income) +420 956 765 456
 Nicole Gawlasova (Fixed Income) +420 956 765 456

Hungary
 Orsolya Nyeste (Fixed Income) +36 1 268 4428

Romania
 Head: Ciprian Dascalu +40 3735 10108
 Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435
 Dorina Ilasco (Fixed Income) +40 3735 10436

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

Major Markets & Credit Research
 Head: Gudrun Egger, CEFA +43 (0)5 0100 11909
 Ralf Burchert, CEFA (Sub-Sovereigns & Agencies) +43 (0)5 0100 16314
 Hans Engel (Senior Analyst Global Equities) +43 (0)5 0100 19835
 Margarita Grushanina (Economist AT, Quant Analyst) +43 (0)5 0100 11957
 Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 11183
 Stephan Lingnau (Global Equities) +43 (0)5 0100 16574
 Heiko Langer (Financials & Covered Bonds) +43 (0)5 0100 85509
 Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 17203
 Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds) +43 (0)5 0100 19632
 Elena Statelov, CIIA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19641
 Gerald Walek, CFA (Economist Euro, CHF) +43 (0)5 0100 16360
 Rainer Singer (Senior Economist Euro, US) +43 (0)5 0100 17331

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

Croatia/Serbia
 Head: Mladen Dodig (Equity) +381 11 22 09 178
 Anto Augustinovic (Equity) +385 62 37 2833
 Magdalena Dolenc (Equity) +385 72 37 1407
 Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 62 37 2825

Czech Republic
 Head: Petr Bartek (Equity) +420 956 765 227
 Marek Dongres (Equity) +420 956 765 218
 Jan Safranek (Equity) +420 956 765 218

Hungary
 Head: Jozsef Miro +361 235 5131
 Andras Nagy (Equity) +361 235-5132
 Tamas Pletser (Equity) +361 235-5135

Poland
 Director of Research: Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253
 Konrad Grygo (Equity) +48 22 330 6254
 Michal Pilch (Equity) +48 22 330 6255
 Cezary Bernatek (Equity) +48 22 330 6256
 Emil Poplawski (Equity) +48 22 330 6252
 Marcin Gornik (Equity) +48 22 330 6251

Romania
 Caius Rapanu (Equity) +40 3735 10441

Editor Research CEE
 Brett Aarons +420 956 711 014

Treasury - Erste Bank Vienna

Group Markets Retail Sales
Group Markets Retail and Agency Business +43 (0)5 0100 84012

Head: Christian Reiss
Group Markets Execution +43 (0)5 0100 84232

Head: Kurt Gerhold
Retail & Sparkassen Sales +43 (0)5 0100 83214

Head: Uwe Kolar
Markets Retail Sales AT +43 (0)5 0100 84239

Head: Markus Kaller
Corporate Treasury Product Distribution AT +43 (0)5 0100 84146

Head: Christian Skopek
Fixed Income Institutional Sales

Bank and Institutional Sales
Institutional Distribution non CEE

Head: Margit Hraschek +43 (0)5 0100 84117
 Bernd Bollhof +49 (0)30 8105800 5525

Charles-Henry de Fontenilles +43 (0)5 0100 84115
 Rene Klasen +49 (0)30 8105800 5521

Christopher Lampe-Traupe +49 (0)30 8105800 5523
 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 Frieberthäuser +49 (0)711 810400 5540
 Sven Kienzle +49 (0)711 810400 5541

Michael Schmotz +43 (0)5 0100 85542
 Ulrich Inhofner +43 (0)50100 85544

Klaus Vosseler +49 (0)711 810400 5560
 Andreas Goll +49 (0)711 810400 5561

Mathias Gindele +49 (0)711 810400 5562

Institutional Distribution CEE
 Head: Jaromir Malak +43 (0)50100 84254

Institutional Distribution PL and CIS
 Pawel Kielek +48 22 538 6223
 Michal Jarmakowicz +43 50100 85611

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

Institutional Distribution Czech Republic
 Head: Ondrej Cech +420 2 2499 5577
 Milan Bartos +420 2 2499 5562

Barbara Suvadova +420 2 2499 5590

Institutional Asset Management Sales
 Head: Petr Holecek +420 956 765 453
 Martin Perina +420 956 765 106

Petr Valenta +420 956 765 140
 Blanca Weinerova +420 956 765 317

David Petracek +420 956 765 809

Institutional Distribution Croatia
 Head: Antun Buric +385 (0)72 37 2439

Natalija Zujic +385 (0)72 37 1638
 Zvonimir Tukac +385 (0)72 37 17 87

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

Institutional Distribution Romania and Bulgaria
 Head: Ciprian Mitu +43 (0)50100 85612
 Crisitan Adascalita +40 373 516 531

Business Support
 Bettina Mahoric +43 (0)50100 86441

Disclaimer

Diese Finanzanalyse (das „Dokument“) wurde von der Erste Group Bank AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen (zusammen mit verbundenen Unternehmen, „Erste Group“) unabhängig und objektiv erstellt, um zusätzliche wirtschaftliche Informationen über das/die analysierten Unternehmen bereit zu stellen. Sie basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Finanzanalysten der Erste Group zum Redaktionsschluss und kann jederzeit ohne Bekanntgabe geändert werden. Sie dient ausschließlich der unverbindlichen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung, ein Angebot bzw. eine Empfehlung oder Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf bzw. Verkauf des hierin genannten Wertpapiers oder Finanzproduktes oder irgendeines mit dem Unternehmen zusammenhängenden Wertpapiers oder Finanzproduktes bzw. dessen Einbeziehung in eine Trading-Strategie dar. Die hierin enthaltenen Darstellungen, Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur. Dieses Dokument gewährt weder einen vollständigen Überblick über das Geschäft, dessen potentielle Risiken und Folgen, noch berücksichtigt es die individuellen Bedürfnisse des Anlegers/der Anlegerin (gemeinsam: „Anleger“) hinsichtlich Ertrag, steuerlichen Situation, Risikobereitschaft bzw. Geeignetheit des Wertpapiers bzw. Finanzproduktes. Dieses Dokument ersetzt daher weder eine anleger- und objektgerechte Beratung noch eine umfassende Risikoauflärung und jedes Wertpapier bzw. Finanzprodukt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau. Die dargestellten Wertentwicklungen und Beispielrechnungen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Wertpapiers bzw. Finanzprodukts zu. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft und Geschäfte in Wertpapieren bzw. Finanzprodukten können riskant bzw. spekulativ sein. Je schlechter die Bonität des Unternehmens bzw. der Emittentin ist, umso höher ist das Risiko der Anlage. Da nicht jedes Geschäft für jeden Anleger geeignet ist, sollte der Anleger vor Abschluss des Geschäfts seinen eigenen Berater (insbesondere Rechts- und Steuerberater) konsultieren, um sicherzustellen, dass - unabhängig von den hierin enthaltenen Informationen - das geplante Wertpapier bzw. Finanzprodukt seinen Bedürfnissen und Wünschen genügt, dass er die Risiken vollständig verstanden hat und nach reiflicher Überlegung zur Überzeugung gelangt ist, dass er das beabsichtigte Geschäft abschließen kann und möchte und in der Lage ist, die wirtschaftlichen Folgen zu tragen. Der Anleger wird darauf hingewiesen, die WAG 2018 Kundeninformation zu beachten. Finanzanalysen werden von der Abteilung für Finanzanalyse der Erste Group unter Einhaltung sämtlicher gesetzlicher Anforderungen erstellt. Die Meinungen der Analysten zum selben Emittenten kann in Equity und Credit Research Analysen unterschiedlich sein. Investoren in Aktien können andere Interessen verfolgen als jene in Anleihen desselben Emittenten. Die Autoren dieses Dokuments sind nicht berechtigt, Zusicherungen und Garantien im Namen der Gesellschaft, der Erste Group oder eines Dritten abzugeben. Obwohl die Erste Group die von ihr beanspruchten Quellen als verlässlich einstuft, übernimmt die Erste Group (einschließlich ihrer Vertreter und Arbeitnehmer) weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Garantie oder Haftung für die Aktualität, Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit des Inhalts dieses Dokuments. Weder ein Unternehmen der Erste Group, noch ein Vorstandsmitglied, Aufsichtsratsmitglied, Verwaltungsratsmitglied, Geschäftsführer, leitender Angestellter oder sonstiger Angestellter eines Unternehmens der Erste Group haften für etwaige Kosten, Verluste oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekter Schäden oder entgangenem Gewinn), die im Vertrauen auf den Inhalt dieses Dokuments entstehen. Die Erste Group, mit ihr verbundene Unternehmen sowie ihre Vertreter und Arbeitnehmer können Positionen an den hierin genannten Finanzprodukten und/oder Optionen, Optionsscheine oder Rechte in Bezug auf diese und andere Finanzprodukte halten und dürfen handelsunterstützend oder in anderer Weise in Geschäften mit diesen Finanzprodukten tätig sein. Darüber hinaus können die Erste Group, die mit ihr verbundenen Unternehmen sowie ihre Vertreter und Arbeitnehmer Dienstleistungen im Investment Banking oder Beratung an ein hierin genanntes Unternehmen anbieten bzw. in dessen Management tätig sein. Dieses Dokument wurde auf der Grundlage der österreichischen Rechtsordnung und für das Gebiet der Republik Österreich erstellt. Die Weitergabe dieses Dokuments und der Vertrieb des hierin genannten Finanzproduktes sind in einigen Ländern beschränkt bzw. verboten. Dies gilt insbesondere in Australien, Schweiz, Kanada, Korea, Japan und den Vereinigten Staaten von Amerika. Die Weitergabe dieses Dokuments sowie das Anbieten und der Verkauf des Finanzproduktes innerhalb der USA oder an U.S. Persons (im Sinne der Definition in Regulation S des U.S. Securities Act of 1933 in der jeweils geltenden Fassung) ist verboten, sofern das Recht der USA oder deren einzelner Bundesstaaten nicht eine Ausnahme festlegt. Personen, die in Besitz dieses Dokuments gelangen, sind verpflichtet, sich über diese Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Durch die Entgegennahme dieses Dokuments versichert der Empfänger, sich an die vorgenannten und sonstige anwendbare Regelungen zu halten. Weitere Informationen können von der Erste Group auf Anfrage erhalten werden. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Angaben, Analysen, Meinungen und Schlussfolgerungen sind urheberrechtlich geschützt. **Die Erste Group behält sich das Recht vor, die hierin geäußerten Meinungen und Stellungnahmen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die Erste Group behält sich des Weiteren das Recht vor Aktualisierungen dieser Informationen nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die Angaben dieses Dokuments sind unverbindlich. Druckfehler vorbehalten.

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

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

Wichtige Hinweise

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

Allgemeiner Hinweis

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

Interessenkonflikte

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

Zur Übersicht der Interessenkonflikte für alle von der Erste Group analysierten Unternehmen im Credit Research folgen Sie bitte diesem Link:

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

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

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

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

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

Methodik und Bewertung

Eine detaillierte Beschreibung der Methodik und Bewertung von Finanzanalysen der Erste Group Bank AG finden Sie unter folgendem Link:

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

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

Geplante Aktualisierungshäufigkeit der Preisempfehlungen

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

Unternehmensnachrichten, Ad-hoc Mitteilungen, etc.).

Periodische Publikationen sind in der Regel an ihrem jeweiligen 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 anderweitig vermerkt ist (z.B. ein Kursziel oder eine Empfehlung wird nicht monatlich aktualisiert, auch wenn es in einem Monats/Quartals-Produkt erwähnt wird).

Links

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

Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

©: 2020 Erste Group Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Veröffentlicht durch:

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Hauptsitz: Wien
Firmenbuchnummer: FN 33209m
Handelsgericht Wien

Erste Group Homepage: www.erstegroup.com