

# Corporate Credit Monitor Austria

## Analysten

Peter Kaufmann, CFA  
[peter.kaufmann@erstegroup.com](mailto:peter.kaufmann@erstegroup.com)  
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA  
[bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com](mailto:bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com)  
Elena Statelov, CIIA  
[elena.statelov@erstegroup.com](mailto:elena.statelov@erstegroup.com)

## Appendix

[Glossar - Kennzahlen](#)  
[Rating Skalen](#)  
[Kontakte](#)  
[Disclaimer](#)

## Hinweis

Angaben zur früheren Wertentwicklung sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

**Alle Preise, Kommentare und Einschätzungen sind vom 31.5.2021 14:30**

**Fertigstellung**  
31.5.2021 14:50

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

**Veröffentlichung**  
31.5.2021 15:00

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

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

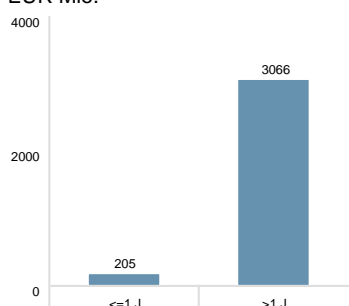
#### Finanzkalender

1H 2021: 30. Juli 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

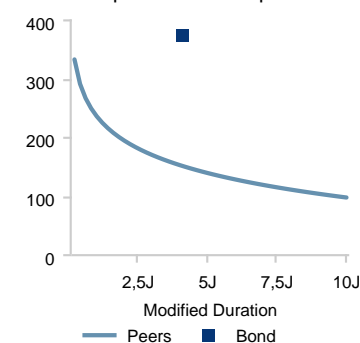
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: ams, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## ams

### Ergebnisentwicklung

ams meldete solide Ergebnisse für das erste Quartal 2021. Die vollständige Integration von OSRAM ist angelaufen und es werden höhere Gesamtsynergien und -einsparungen erwartet. Die Gruppe wird nun mehr als "ams OSRAM" auftreten. ams entwickelt sich dadurch zu einem weltweit führenden Anbieter von Sensorlösungen und Photonik. Der Umsatz des ams-Geschäfts lag im 1Q in der oberen Hälfte und die bereinigte operative Marge nahe dem oberen Ende der Erwartungsspanne. Insgesamt war die Geschäftsentwicklung infolge der Erholung der Automobilnachfrage positiv. Auf Gruppenebene (inkl. OSRAM) stieg der Umsatz im 1Q 2021 auf EUR 1,3 Mrd. (1Q/20 (nur ams): EUR 454 Mio.) und das bereinigte Konzern-EBIT auf EUR 67 Mio. (1Q/20 (nur ams): EUR 54 Mio.). Die EBIT-Marge lag bei 11%.

### Kommentar zum Kreditprofil

Führende Marktposition, hohe Innovationskraft, guter Produktmix, hohe EBITDA-Marge sowie solider freier CF werden als Stärken von den Ratingagenturen gesehen. Die Hauptrisiken stehen derzeit mit der OSRAM-Integration in Verbindung. Wichtige Kreditkennzahlen schwächten sich in den letzten Jahren ab, was das Unternehmenswachstum widerspiegelt. 2020 wurden allerdings insb. bei der Nettoverschuldung Fortschritte erzielt. Das Gearing wurde auf 56,4% (2019: 93,6%) reduziert und das Verhältnis Nettoverschuldung zum bereinigten EBITDA erreichte 1,7x (niedriger als zuvor erwartet). Die liquiden Mittel beliefen sich Ende 2020 auf EUR 1,6 Mrd. (12/19: EUR 500 Mio.) und spiegelten die kürzlich von ams begebene Wandelanleihe sowie die Cashflow-Stärke des Konzerns wider. Auf Basis dieser positiven Entwicklung ändern wir die Bewertung der Anleihe von neutral (9.2.2021) auf unterbewertet.

### Unternehmensziele

Der Ausblick bezieht sich ab 1Q 2021 auf die gesamte ams OSRAM Gruppe. Das Management geht davon aus, dass sich das Gesamtgeschäft im 2Q segmentübergreifend weiter positiv entwickelt. Diese Erwartung beruht insb. auf der anhaltenden dynamischen Erholung der globalen Automobilnachfrage trotz einer allgemein angespannten Situation in der Lieferkette. Es wird ein Gruppenumsatz im 2Q 2021 um 5% J/J niedriger erwartet - das liegt laut Management in der Mitte der Erwartungsspanne. Die Prognose für die bereinigte EBIT-Marge liegt bei 7-10%. 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.

### Risiken

ams ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt, da die finanziellen Transaktionen in der Halbleiterindustrie überwiegend in USD abgewickelt werden. Die Aquisition von OSRAM ist 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.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	21,1%	15,8%	33,0%	n.v.	
<b>Eigenkapitalquote</b>	25,4%	36,1%	38,1%	30,4%	→
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	117,0%	92,3%	93,6%	56,4%	↑
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	5,6x	8,1x	3,3x	n.v.	
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	4,3x	5,3x	2,5x	1,7x	
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	4,3x	4,3x	10,1x	n.v.	
<b>Operativer Cashflow</b>	-3,6	315,4	645,7	704,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-514,8	-414,7	-914,4	-1.493,0	

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	3,2%	107,0%	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** Technologie

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

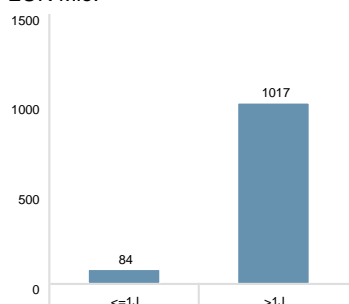
#### Finanzkalender

1Q 2021/22: 3. August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

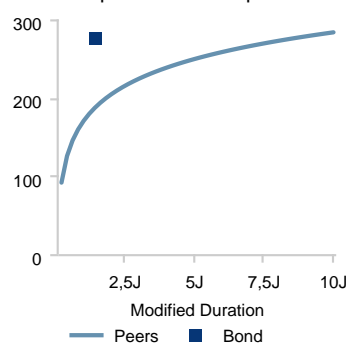
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: AT&S, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## AT&S

### Ergebnisentwicklung

AT&S fertigt Leiterplatten und IC- bzw. ABF-Substrate in den Segmenten "Mobile Devices & Substrates" (Umsatzanteil 2020/21: 74%) und "Automotive, Industrial, Medical" (26%). Im GJ 2020/21 stiegen Umsatz (EUR 1,2 Mrd.; +19% J/J), EBITDA (EUR 246 Mio.; +26% J/J) und Nettogewinn (EUR 47 Mio.; +139% J/J). Die Digitalisierung treibt die Nachfrage nach AT&S-Produkten. AT&S partizipiert dank Kapazitätsausbau in China am Marktwachstum. "Mobile Dev. & Substr." verbuchte 2020/21 ein Umsatzplus von 29% J/J, die EBITDA-Marge stieg auf 22% (VJ: 20%). Im Segment "Automotive, Industrial, Medical" sanken Umsatz (-3% J/J) und EBITDA-Marge (7% ; VJ: 8%). Der Trend zeigt dort aufwärts: im 4Q waren Umsatz und EBITDA-Marge wieder klar über dem Vorjahr. Aufgrund hoher Wachstumsinvestitionen war der Free Cashflow (nach Div.) negativ EUR -165 Mio. (VJ: EUR 45 Mio.). Der operative Cashflow (vor Working Cap.) stieg um 40% J/J auf EUR 232 Mio. Das volle Zahlenwerk wird am 10.6. veröffentlicht.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die EK-Quote schwächte sich zum 31.03.2021 aufgrund der Expansion auf 34% ab (vs. 41% per 31.03.2020), bleibt damit aber auf solidem Niveau. Die Liquiditätsausstattung ist stark. Per 31.03.2021 deckten allein die liquiden Mittel (EUR 553 Mio.) die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (EUR 84 Mio.) komfortabel ab. Der Wachstumsausblick bleibt langfristig gut. Im Vergleich zu Hybridanleihen aus dem BB-Segment sehen wir die AT&S-Hybridanleihe weiterhin unterbewertet.

### Unternehmensziele

"Mobile Devices & Substrates" erzielte im GJ 2020/21 einen neuen Rekordumsatz. Das Segment "Automotive, Industrial, Medical" stabilisierte sich und erwirtschaftete zuletzt bei steigender Kapazitätsauslastung den höchsten 4Q-Umsatz seiner Geschichte. In allen Anwendungsgebieten von AT&S-Produkten wird getrieben durch Trends wie 5G, AI, Big Data, "Internet of Things" etc. mit langfristigem Marktwachstum gerechnet. Die Nachfrage übersteigt derzeit bei manchen Produkten die globalen Produktionskapazitäten. Die CAPEX könnten heuer bis zu EUR 630 Mio. (VJ: EUR 436 Mio.) betragen. EUR 450 Mio. davon sind für Wachstumsprojekte vorgesehen. Im GJ 2021/22 wird ein Umsatzplus von 13-15% und eine EBITDA-Marge von 21-23% erwartet. Der Umsatz soll mittelfristig auf EUR 2 Mrd. steigen, die EBITDA-Marge 25-30% erreichen.

### Risiken

Aus Credit-Sicht sind steigende Dividendenauszahlungen angesichts hoher geplanter Investitionen naturgemäß etwas kritisch zu sehen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	22,8%	24,3%	19,4%	20,7%	↓
Eigenkapitalquote	46,5%	45,0%	41,0%	33,6%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	37,8%	48,6%	50,4%	68,4%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,4x	2,9x	4,1x	4,5x	↓
Nettoverschuldung / EBITDA	1,2x	1,6x	2,0x	2,2x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	16,5x	20,5x	17,0x	n.v.	
EBIT / Zinsaufwand	6,6x	9,6x	4,2x	n.v.	
Operativer Cashflow	143,2	170,5	185,1	184,7	
Investitionscashflow	-193,4	-276,6	-116,6	-339,8	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	34,9%	26,8%	17,7%	20,2%	↓

Quelle: AT&S, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1721410725	<sup>1)</sup> 24.11.2167	4,750%	175	100.000	2,2%	103,0%	unterbewertet

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

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

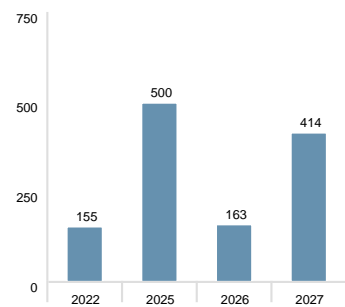
**Finanzkalender**

1H 2021: 30. Juni 2021

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

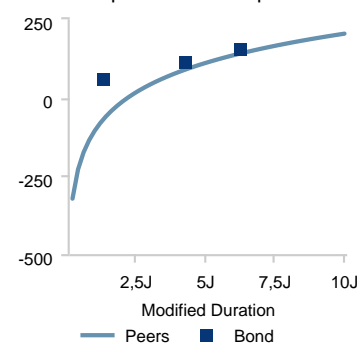
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Atrium, Erste Group Research  
Stand 31.12.2020

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# ATRIUM

**Ergebnisentwicklung**

Atrium meldete einige Eckzahlen über das 1Q 2021. Generell stand 1Q weiter stark im Zeichen der COVID-19-Pandemie. Insgesamt blieben mehr als 60% der EKZ von Atrium in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres geschlossen, mit Ausnahme der Geschäfte, die wesentliche Waren und Dienstleistungen verkaufen. Das führte zu Rückgängen bei den Nettomieterlöse um 11,3% J/J und beim EBITDA um 13,2% J/J. Auf Jahressicht führten die negativen Wertanpassungen infolge der Corona-Krise 2020 zu einem deutlich negativen Neubewertungsergebnis iHv EUR -207,8 Mio. und somit zu einem negativen EBIT iHv EUR -98,8 Mio. (2019: EUR 138 Mio.). Der Nettoverlust erreichte 2020 EUR -142,4 Mio. Im Rahmen eines grünen EMTN-Finanzierungsprogramms emittierte Atrium im 1Q 2021 zwei grüne Anleihen.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Das Kreditprofil schwächte sich 2020 weiter ab. Seit 2015 befindet sich das Gearing deutlich über den Niveaus der Vorjahre. 2020 stieg dieses auf 70,6% (2015: 40,4%). Die EK-Quote schwächte sich von 61,9% in 2015 auf 53,8% in 2020 kontinuierlich ab. Ende 2020 verschlechterten sich die Entschuldungsdauer auf 9,2x nach 7,2x in 2019 und das Netto-LTV-Verhältnis (Nettoverschuldung / Bilanzsumme) auf 38% nach 34,5% in 2019. Die ungenutzten Kreditlinien beliefen sich per 12/2020 auf EUR 300 Mio. und die liquiden Mittel auf EUR 55,2 Mio. Um das Fälligkeitsprofil der Verbindlichkeiten zu verlängern, wurden 2020 rund die Hälfte der 2022-Anleihe zurückgekauft, die Anleihe mit LZ 2025 um EUR 200 Mio. aufgestockt und eine neue Green-Anleihe mit LZ 2027 und Volumen iHv EUR 300 Mio. emittiert. Wir halten die relativ zur ASW-Kurve höheren Spreads aller Anleihen für gerechtfertigt und sehen diese weiterhin neutral.

**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 2020 hielt Gazit rund 60% der ausstehenden Atrium-Aktien. Atrium ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt. Insbesondere das Exposure in Russland (rd 10% des Portfolios) 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).

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	61,3%	64,5%	63,3%	60,9%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	60,7%	54,4%	55,1%	53,8%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	49,3%	70,0%	62,6%	70,6%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	6,3x	8,3x	8,0x	9,6x	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	5,8x	8,0x	7,2x	9,2x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	4,1x	4,9x	4,8x	3,9x	→
<b>Operativer Cashflow</b>	101,8	57,8	95,3	46,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-1,3	-197,2	159,8	49,7	

Quelle: ATRIUM, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1118586244	17.10.2022	3,625%	155	100.000	0,1%	103,7%	neutral
XS1829325239	11.09.2025	3,000%	500	100.000	0,7%	108,7%	neutral
XS2294495838	05.09.2027	2,625%	300	100.000	1,3%	107,1%	neutral
XS2338530467	<sup>1)</sup> 04.11.2031	3,625%	350	100.000	4,1%	97,4%	neutral

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Hybrid Call Datum: <sup>1)</sup> 04.08.2026

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Parkgaragenbetreiber

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

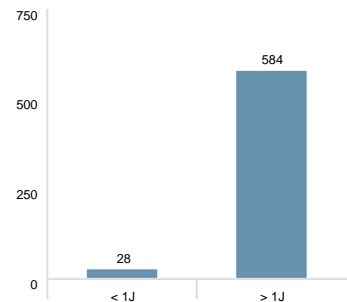
**Finanzkalender**

GJ 2020: 2021

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

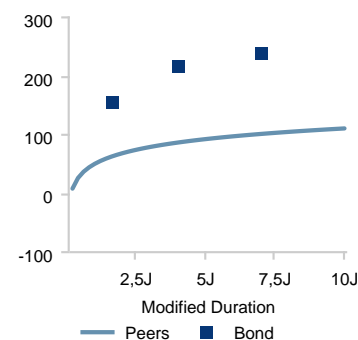
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



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 normalisierte sich im Sommer.

**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
<b>EBITDA-Marge</b>	52,7%	49,0%	60,2%	55,5%	↑
<b>EBIT-Marge</b>	36,6%	30,3%	38,5%	29,5%	→
<b>Eigenkapitalquote</b>	29,3%	28,0%	26,4%	24,5%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	131,0%	157,5%	208,9%	234,0%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	11,5x	14,8x	11,6x	12,6x	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	7,6x	10,6x	10,0x	10,8x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	1,9x	1,7x	2,2x	2,2x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	1,3x	1,0x	1,4x	1,2x	→
<b>Operativer Cashflow</b>	25,9	27,7	32,1	52,4	
<b>Investitionscashflow</b>	-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	1,0%	103,5%	unterbewertet
AT0000A21LB6	27.06.2025	3,500%	44	1.000	1,8%	106,1%	unterbewertet
AT0000A21LA8	03.07.2028	3,500%	50	1.000	2,2%	107,6%	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** -/

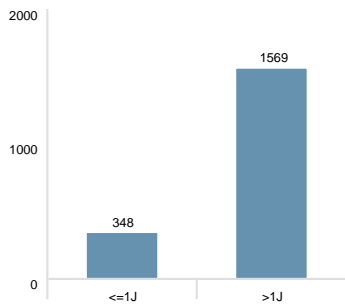
**Finanzkalender**

1H 2021: 28. Juli 2021

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

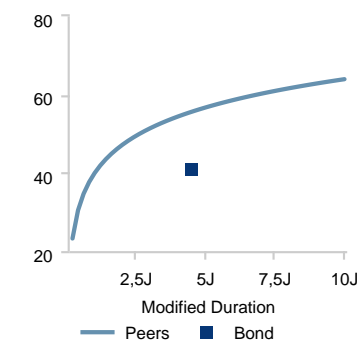
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research  
Stand 31.12.2020

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# BOREALIS

**Ergebnisentwicklung**

Borealis ist ein globaler Chemiekonzern mit Hauptsitz in Wien. Borealis-Produkte finden z.B. im Automobil- und Gesundheitsbereich, in Kabeln (Stromnetze) und Druckrohrleitungen (z.B. Gas, Wasser) Einsatz. 2020 sank der Umsatz auf Basis vorläufig veröffentlichter Zahlen auf EUR 6,8 Mrd. (-16% J/J), der Nettogewinn auf EUR 589 Mio. (-33% J/J). Negativ wirkten sich 2020 der niedrige Ölpreis, geringere Polyolefinpreise in Asien sowie ein schwaches Marktumfeld im Düngemittelgeschäft aus. Trotz Pandemie blieb die Polyolefinnachfrage hoch, der Absatz legte ggü. 2019 leicht zu. Der operative Cashflow konnte ggü. 2019 auf EUR 1,6 Mrd. (+2%, inkl. JV-Dividenden) gesteigert werden. Dank des starken Polyolefingeschäfts in Europa und Asien stieg der Nettogewinn im 4Q 2020 auf EUR 210 Mio. (+52% J/J). Der Düngemittelbereich litt u.a. unter steigenden Gaspreisen. Nach der Vollkonsolidierung durch OMV wird Borealis nur mehr halbjährlich berichten. Das Quartalsupdate entfällt.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Die Kreditkennzahlen des Konzerns sind trotz anhaltend hoher Wachstumsinvestitionen auf sehr gutem Niveau. Per 31.12.2020 berichtete Borealis ein Gearing von 29% (30.9.2020: 30%). Damit bleibt es klar unter dem internen Zielwert (40%-60%). Das Liquiditätsprofil ist stark. Der Spread der 2025 fälligen Anleihe liegt derzeit leicht unter Peer-Niveau: Wir bewerten sie aufgrund der starken Kennzahlen und der langfristig soliden Geschäftsaussichten weiter neutral.

**Unternehmensziele**

Unter dem Dach der OMV wird der Konzern weiterhin seine globalen Wachstumsprojekte verfolgen (u.a. Joint Venture mit Total in Texas, USA; neue Produktionsanlage in Belgien; Ausbau bestehender Kapazitäten in Abu Dhabi - Borouge). Im Polyolefin-Markt wird bis 2030 global hohes Wachstum erwartet. Durch die Kompetenz bei (Kunststoff-) Recyclinglösungen sieht sich Borealis für steigende Nachfrage nach recycelten Polyolefinen und den Übergang zur Kreislaufwirtschaft gut positioniert. Sie ergänzt bestehendes Know-How der OMV im chemischen Recycling ("ReOil"). Borealis ist OMVs Plattform für Wachstum im Chemiegeschäft.

**Risiken**

Global steigende Kapazitäten (etwa in China und Nordamerika) könnten die Polyolefinpreise längerfristig dämpfen.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	15,6%	11,4%	12,7%	12,0%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	67,9%	64,7%	63,8%	60,6%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	12,4%	20,3%	23,9%	28,5%	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,7x	1,4x	1,5x	2,2x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	15,8x	23,3x	25,5x	20,4x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	10,6x	12,1x	15,0x	8,9x	→
<b>Operativer Cashflow</b>	725,1	517,0	873,2	1.083,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-140,7	-26,0	-41,3	-1.067,1	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	-2,5%	-35,0%	2,9%	40,8%	↑

Quelle: BOREALIS, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

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

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

<b>Sektor</b>	Immobilien
<b>Moody's</b>	Baa2/Watchlist negativ
<b>S&amp;P</b>	-/
<b>Fitch</b>	-/

#### Finanzkalender

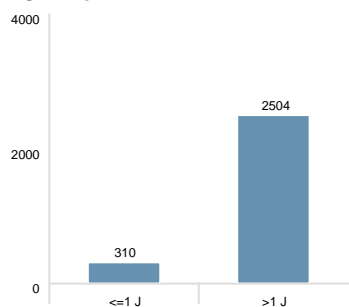
1H 2021: 25. August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

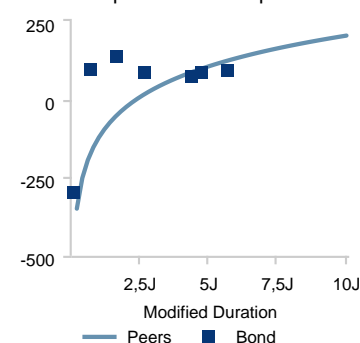
EUR Mio.



Quelle: CA Immo, Erste Group Research  
Stand 31.03.2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## CA IMMO

### Ergebnisentwicklung

Nach den starken 2020-Ergebnissen konnte CA Immo auch im 1Q/21 seine Stärke beweisen. Das strategische Kapitalrotationsprogramm wurde fortgesetzt, im Rahmen dessen einige Liegenschaftsverkäufe sowie nicht-strategische Grundstücke in Deutschland verkauft wurden. CA Immo zog sich aus dem kleinen Sekundärmarkt Slowakei zurück. Insgesamt wurden im 1Q/21 Verkaufserlöse iHv EUR 18,5 Mio. (1Q/20: EUR 0,2 Mio.) erzielt. Die Mieterlöse stiegen um +2% J/J, das EBITDA um 18,1% J/J und der FFO I um 4,5% J/J. Das EBIT erreichte EUR 110,8 Mio. (1Q/20: EUR 26,1 Mio.), was durch ein positives Neubewertungsergebnis iHv EUR 63,3 Mio. (1Q/20: EUR -11,1 Mio.) stark unterstützt wurde. Dazu trug insbesondere ein Entwicklungsprojekt in Berlin (Upbeat) bei - hier wurde einer der größten Mietverträge der Unternehmensgeschichte (rd. 35.000 m<sup>2</sup> Nutzfläche) mit der DKB abgeschlossen.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung befindet sich seit 2014 in einem leichten Aufwärtstrend, was das Unternehmenswachstum widerspiegelt. Das Gearing erhöhte sich Ende Dezember 2020 auf 60,5% (12/19: 55,9%), konnte aber Ende 1Q/21 auf 55,4% reduziert werden. Die EK-Quote betrug Ende März 2021 45,5% (12/20: 45,9%) und das LTV-Verhältnis 31,4% (12/20: 34,2%). Ende Oktober 2020 konnte CA Immo den ersten Green Bond iHv EUR 350 Mio. erfolgreich platzieren. Die Auswirkungen der Corona-Krise bleiben derzeit überschaubar. Denn das Portfolio besteht aus rd. 90% Büroimmobilien, der Großteil davon in Hauptstädten bester Lage. Mit einer Cashposition iHv EUR 1,1 Mrd. (12/20: EUR 935 Mio.) und kurzfr. Finanzverbindlichkeiten iHv EUR 309,5 Mio. (12/20: EUR 205 Mio.) verfügte CA Immo Ende März 2021 über ein stabiles Liquiditätsprofil. Unsere neutrale Bewertung für alle ausstehenden Anleihen bleibt aufrecht.

### Unternehmensziele

Die Development-Aktivitäten konzentrieren sich v.a. auf den deutschen Markt, wo CA Immo über vorhandene Grundstücksreserven und Entwicklungskompetenz verfügt. Selektive Akquisitionen von Anlageobjekten mit Wertschöpfungspotenzial bleibt als nachhaltiges Ziel. Als Betreiber von Class-A-Büroflächen geht das Management davon aus, dass die Pandemie-Auswirkungen auf die Gruppe weiterhin so gering wie möglich gehalten werden können. CA Immo erwartet für 2021 ein nachhaltiges Ergebnis (FFO I) von zumindest EUR 128 Mio. (2020: 133,8 Mio.).

### Risiken

Das Management strebt eine sukzessive Steigerung der Dividende an und legt eine Ausschüttungsquote von rd. 70% des FFO I fest. Nach Beendigung der Annahmefrist des Übernahmeangebots von Starwood am 9.4.2021 besitzt Starwood rund 31,4% der ausstehenden Aktien von CA Immo und bleibt der größte Einzelaktionär. Von den Folgen der Pandemie bleiben die Hauptnutzungsarten Hotel und Einzelhandel am stärksten betroffen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	75,0%	58,4%	63,0%	67,7%	↑
<b>EBIT-Marge</b>	n.v.	178,1%	232,6%	130,0%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	50,3%	49,3%	50,4%	45,9%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	56,5%	59,4%	55,9%	60,5%	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	7,9x	10,8x	9,7x	9,7x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	4,2x	3,9x	4,0x	4,6x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	8,3x	12,0x	14,7x	8,9x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	132,5	109,3	117,4	185,1	
<b>Investitionscashflow</b>	-193,8	-200,0	-39,2	-334,7	

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	-3,4%	100,6%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	142	500	0,4%	101,5%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	117	1.000	0,9%	103,1%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	0,4%	103,4%	neutral
XS2248827771	27.10.2025	1,000%	350	100.000	0,4%	102,1%	neutral
AT0000A22H40	26.03.2026	1,875%	150	1.000	0,6%	105,6%	neutral
XS2099128055	05.02.2027	0,875%	500	100.000	0,7%	100,5%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research



#### Analyst

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

**Sektor** Holzindustrie

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

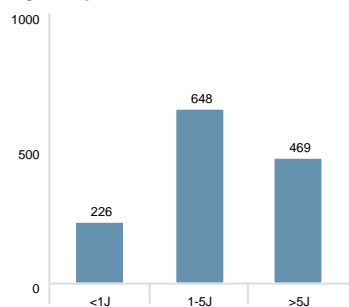
GJ 2020/21: Ende Juli 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

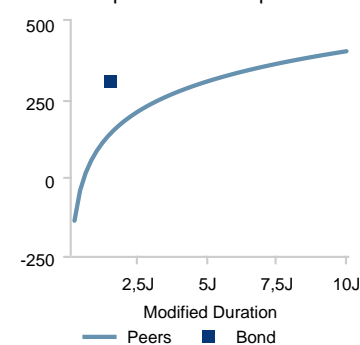
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research  
Stand 31.10.2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## EGGER

### Ergebnisentwicklung

EGGER berichtete für das 1H 2020/21 (endete am 31. Oktober 2020) einen Konzernumsatz von EUR 1.449 Mio. (-2,1% J/J). Die meisten Kernmärkte erholten sich rasch von den Auswirkungen der ersten Corona-Lockdowns und weisen seither eine stabile, teils sogar positive Entwicklung auf. Insgesamt war der Bau- und Einrichtungssektor weniger betroffen als andere Branchen. EGGER profitierte insbesondere vom aktuellen Cocooning-Trend, bei dem Konsumenten angesichts der längeren Verweildauer in den eigenen vier Wänden verstärkt neue Möbel und Böden kaufen oder Renovierungsarbeiten durchführen. Mit Lexington/USA wurde im September das 20. Werk des Konzerns in Betrieb genommen. Dank niedrigerer Rohstoffkosten und einer Fixkostenreduktion stieg die Profitabilität an (EBITDA-Marge >20%; internes Ziel: 15%). Nach den hohen Investitionen der letzten Jahre, gingen diese deutlich zurück. Sowohl operativer als auch freier Cashflow fielen stark positiv aus.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ging im 1H 2020/21 um 18,1% auf EUR 978 Mio. zurück, primär aufgrund höherer liquider Mitteln. In Folge verbesserten sich alle Kreditkennzahlen. Die für die interne Zielerreichung verwendeten Messgrößen Entscheidungsdauer (2,3x) und Eigenkapitalquote (38,4%) fielen besser als die intern gesetzten Zielwerte aus (3x und 30%). Über 80% der Finanzverbindlichkeiten sind langfristig, alle in Euro notierend. Die Liquiditätssituation ist gut: Kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 226 Mio. standen Ende Oktober 2020 liquide Mittel von EUR 365 Mio. sowie ungenutzte Kreditlinien von EUR 200 Mio. gegenüber. Angesichts des stabilen Finanzprofils und der guten Entwicklung der Kennzahlen halten wir den höheren Spread der ausstehenden Hybridanleihe im Peer-Vergleich (BB-Hybridanleihen) für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

### Unternehmensziele

Das Management gibt keine Guidance für das GJ 2020/21 an, zeigt sich jedoch trotz anhaltender Unsicherheiten durch die Corona-Pandemie optimistisch und geht von einer stabilen Geschäftsentwicklung der wesentlichen Märkte aus. Es wird betont, dass das Unternehmen auch bei etwaigen neuen Herausforderungen gut aufgestellt ist.

### Risiken

Die Corona-Pandemie, samt Nachfrageschwankungen und regional unterschiedlichen Lockdown-Maßnahmen, kann weiterhin zu Produktionsanpassungen bis hin zu (temporären) Stilllegungen einzelner Werke führen. EGGER setzt hier auf Flexibilität, d.h. rasche Reaktion auf geänderte Umstände. Hier kommt dem Konzern insbesondere seine Produktvielfalt und Marktdifferenzierung zugute. Zusätzliche Herausforderungen können in volatilen Rohstoffpreisen sowie in der Währungs- bzw. Inflationsentwicklung in Argentinien und der Türkei bestehen.

### 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: EGGER, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A208R5	<sup>1)</sup> 12.03.2168	4,875%	150	100.000	2,5%	102,0%	unterbewertet

Definitionen: \* Ausstehendes Volumen in EUR Mio., \*\* Mindeststückelung in EUR, \*\*\* Preisindikation  
Hybrid Call Datum: <sup>1)</sup> 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

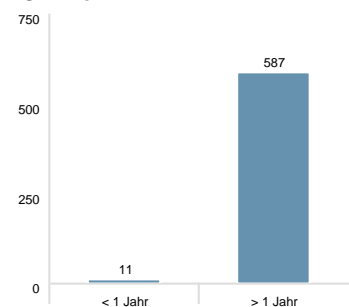
1H 2020/21: Juni 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

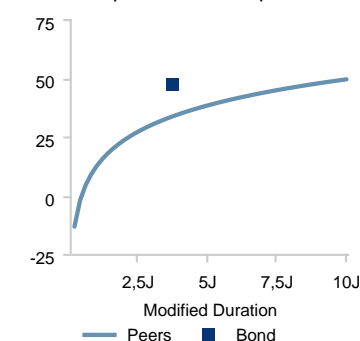
EUR Mio.



Quelle: Energie AG OÖ, Erste Group Research  
Stand 30.09.2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

### Ergebnisentwicklung

Energie AG OÖ berichtete für das GJ 2019/20 (endete am 30. September 2020) einen Konzernumsatz von EUR 1.843,7 Mio. Das entspricht einem Anstieg von 1,7% J/J, der vorwiegend auf Synergieeffekte aus der konsolidierten und optimierten Vertriebsstruktur zurückzuführen ist. Im 2H 2019/20 wirkte sich die Corona-Pandemie naturgemäß negativ auf das operative Ergebnis aus. Insgesamt blieb die Profitabilität jedoch auf hohem Niveau. Der operative Cashflow fiel ergebnisbedingt etwas niedriger als im Vorjahr aus, war aber mit EUR 185,8 Mio. stark positiv. Der freie Cashflow lag aufgrund hoher Investitionen bei geringerer Dividendenausschüttung im negativen Bereich, bei EUR -49,7 Mio.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung stieg auf EUR 551,3 Mio. (+29,1% J/J). Das ist einerseits auf die Emission eines SSDs in Höhe von EUR 100 Mio. und andererseits auf die erstmalige Anwendung von IFRS 16 zurückzuführen. Die Finanzverbindlichkeiten sind zu über 98% langfristig; etwas mehr als die Hälfte entfällt auf die einzige ausstehende, 2025 fällige Anleihe in Höhe von EUR 300 Mio. Die Liquiditätsausstattung ist sehr gut: Den kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 10,8 Mio. standen Ende September 2020 liquide Mittel von EUR 46,3 Mio. sowie ungenutzte Kreditlinien von EUR 385,3 Mio. gegenüber. Im März 2021 bestätigte S&P das Rating A mit stabilem Ausblick und hob dabei die robuste finanzielle Position des Konzerns hervor sowie den starken staatlichen Back-Up (mehrheitlich im Besitz der OÖ Landesholding GmbH). Wir halten die erhöhten Spreads für ungerechtfertigt und somit die Anleihe für unterbewertet.

### Unternehmensziele

Die Corona-Pandemie wird auch die Geschäftsentwicklung 2020/21 beeinflussen. Ohne konkrete Guidance-Zahlen zu nennen, erwartet das Management für das GJ 2020/21 eine "rückläufige, aber dennoch zufriedenstellende Ergebnisentwicklung". Strategisch soll die Umsetzung der Digitalisierungsvorhaben und eines konsequenten Kostenmanagements fortgeführt werden.

### Risiken

Das Management versichert, dass der Konzern trotz COVID-19 in allen Bereichen für die Weiterführung des Betriebes vorbereitet ist und die Versorgungssicherheit höchste Priorität hat. Zudem bleibt das Marktumfeld herausfordernd: Erfordernisse zur Erfüllung der Klimaziele 2030 (inkl. Investitionen zur Erreichung dieser), 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.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	23,2%	19,7%	18,2%	17,4%	↓
<b>EBIT-Marge</b>	13,2%	10,6%	4,0%	8,0%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	41,6%	42,9%	44,0%	43,6%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	29,0%	25,6%	32,5%	41,0%	→
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,9x	1,1x	1,3x	1,7x	→
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	14,8x	17,4x	20,4x	16,9x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	8,4x	9,4x	4,5x	7,8x	→
<b>Operativer Cashflow</b>	278,8	258,0	198,6	185,8	
<b>Investitionscashflow</b>	-161,7	-185,4	-183,4	-181,5	
<b>Op CF vor WC / Finanzverbindl.</b>	62,9%	51,6%	47,9%	44,1%	→
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	51,3%	39,7%	30,6%	35,1%	↓

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	0,1%	116,3%	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** -/

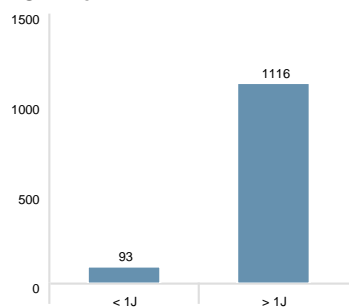
#### Finanzkalender

9M 2020/21: 26. August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

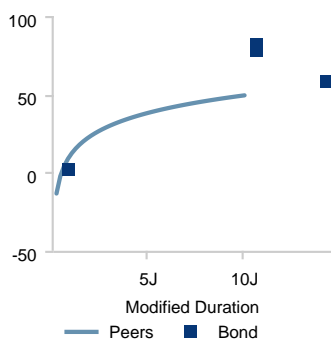
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten EUR Mio.



Quelle: EVN, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## EVN

### Ergebnisentwicklung

EVN berichtete für das 1H 2020/21 (endete am 31. März 2021) einen Konzernumsatz von EUR 1.285 Mio. (+7,6% J/J). Dieses Plus ist auf ein (wegen der Pandemie verzögertes und nun beginnendes) Abwasser-Großprojekt in Kuwait sowie auf einen witterungsbedingt höheren Energieabsatz in Kernmärkten zurückzuführen. Das operative Ergebnis war von positiven Einmaleffekten beeinflusst (Übernahme eines zusätzlichen Strombezugsrechts), die ohnehin schon hohe Produktivität stieg dadurch weiter an (EBITDA-Marge: 41,7%). Auch der operative Cashflow fiel stark positiv aus. Der freie Cashflow lag aufgrund höherer (jedoch geplanter) Investitionen im negativen Bereich. Die Dividende soll mindestens EUR 0,49 pro Aktie betragen.

### Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist im 1H 2020/21 um 8% auf EUR 1.017 Mio. gestiegen. Aufgrund guter operativer Ergebnisse konnten sich die Kreditkennzahlen jedoch verbessern. Die Entschuldungsdauer verkürzte sich (1,4x), das Gearing ging leicht zurück (19,5%). Auch das Liquiditätsprofil ist nach wie vor sehr gut: Ende März 2021 standen liquiden Mitteln von EUR 193 Mio. und ungenutzten Kreditlinien von EUR 551 Mio. kurzfristige Finanzverbindlichkeiten von EUR 93 Mio. gegenüber. Durch EVNs starke Marktposition, diversifiziertes Geschäftsmodell und gute Finanzstruktur ist der Konzern lt. Management "nur punktuell" von den Auswirkungen der Corona-Pandemie betroffen. Moody's und S&P bestätigten kürzlich ihre Ratings. Die Refinanzierung der 2022 fälligen Anleihe erfolgte durch mehrere Instrumente unterschiedlicher Laufzeiten zwecks Verlängerung des Fälligkeitsprofils. Im Peer-Vergleich stufen wir die vier ausstehenden Anleihen des Unternehmens neutral ein.

### Unternehmensziele

Für das GJ 2020/21 bestätigt das Management seine Guidance: Das Konzernergebnis soll zwischen EUR 200-230 Mio. liegen (vs. GJ 2019/20: EUR 200 Mio.). Punktuelle und/oder temporäre negative Auswirkungen der Corona-Krise für einzelne Geschäftsbereiche werden jedoch nicht ausgeschlossen, z.B. Verzögerungen im internationalen Projektgeschäft aufgrund nationaler Lockdowns, Reisebeschränkungen und Beeinträchtigungen internationaler Lieferketten. Die jährlichen Investitionen sollen in den kommenden Jahren durchschnittlich EUR 450 Mio. betragen; rund drei Viertel davon in Niederösterreich. Der Fokus soll dabei auf Netzinfrastruktur, erneuerbare Energiequellen, Fernwärme und Trinkwasserversorgung liegen.

### Risiken

EVN ist u.a. in Ländern mit höherem Länderrisiko investiert, wie z.B. Albanien, Mazedonien, Bulgarien oder Russland. Steigende regulatorische Anforderungen sind mit Änderungen der Prozesse und erhöhtem Aufwand verbunden.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	32,6%	32,3%	28,7%	28,0%	→
EBIT-Marge	15,7%	18,9%	18,3%	13,0%	→
Eigenkapitalquote	48,8%	52,3%	55,6%	54,3%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	30,2%	22,4%	17,8%	20,7%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,6x	1,7x	1,7x	2,0x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	1,3x	1,4x	1,3x	1,6x	→
EBITDA / Zinsaufwand	13,2x	15,3x	15,3x	15,1x	↑
EBIT / Zinsaufwand	6,4x	9,0x	9,8x	7,0x	↑
Operativer Cashflow	508,9	603,5	429,7	412,0	
Investitionscashflow	-70,6	-457,1	-207,1	-428,6	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	48,7%	49,6%	52,0%	43,0%	→
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	40,5%	40,1%	42,0%	33,4%	→

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	-0,5%	104,1%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	0,9%	132,1%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	0,8%	133,2%	neutral
AT0000A2JSN2	15.10.2035	0,850%	101	500.000	1,0%	97,8%	neutral

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

#### Analyst

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

**Sektor**            **Versorger**

**Moody's**           -/

**S&P**                A/stabil

**Fitch**               -/

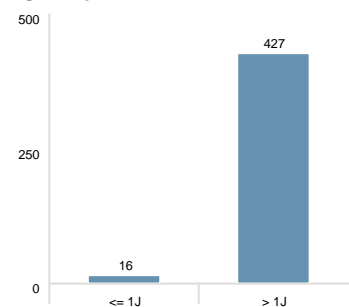
#### Finanzkalender

1 HJ 2021: September 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

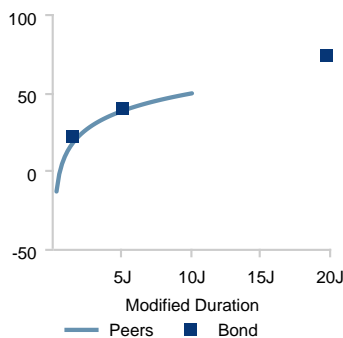
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Kelag, Erste Group Research  
Stand 31.12.2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## KELAG

### Ergebnisentwicklung

KELAG berichtete für das GJ 2020 einen Umsatz von EUR 1.061 Mio. (-18,4% J/J). Dieser Rückgang ist v.a. auf pandemiebedingte Minderverbräuche bei Industrie- und Gewerbekunden sowie niedrigere Handelsmengen zu geringeren Großhandelspreisen zurückzuführen. Positiv (und beinahe zur Gänze kompensierend) auf das Ergebnis wirkten sich eine gestiegene Nachfrage der Privatkunden und eine positive Kundenbilanz sowie eine überdurchschnittlich hohe Wasserführung aus. Die Profitabilität und der operative Cashflow stiegen abermals an, der freie Cashflow kletterte nach zwei Jahren im Minus trotz höherer Investitionen und höherer Gewinnausschüttung in den positiven Bereich (EUR 643 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

KELAGs Nettoverschuldung erhöhte sich geringfügig und betrug Ende 2020 EUR 369 Mio. Die Kreditkennzahlen blieben dank guter operativer Ergebnisse auf gleichem Niveau bzw. konnten sich sogar verbessern. Das Fälligkeitsprofil der Finanzverbindlichkeiten ist gut: Ende 2020 hielt KELAG EUR 75 Mio. an liquiden Mitteln und verfügte über ungenutzte Kreditlinien von EUR 250 Mio. Dem standen kaum kurzfristige Finanzverbindlichkeiten gegenüber. Den Großteil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten stellen zwei Anleihen mit je EUR 150 Mio. sowie die im April 2021 emittierte, an die Nachhaltigkeit gekoppelte Anleihe mit EUR 120 Mio. dar. Aufgrund des stabilen Geschäftsmodells mit gut diversifiziertem Portfolio und als Versorger zu den nicht-zyklischen Sektoren sowie zur kritischen Infrastruktur gehörend, dürfte die Pandemie langfristig keine negativen Auswirkungen auf KELAG haben. Wir bewerten alle drei Anleihen neutral.

### Unternehmensziele

Der Konzern setzt sein langfristiges Investitionsprogramm fort. Die Schwerpunkte sind Wasser- und Windkraft, Photovoltaik, Biomasseprojekte sowie Ausbau und Modernisierung der Netzinfrastruktur. Bis 2025 sollen rund EUR 1 Mrd. v.a. in die verstärkte Nutzung erneuerbarer Energieträger investiert werden. Für 2021 plant KELAG Investitionen in Höhe von rund EUR 225 Mio., inkl. Erwerb von Kraftwerken in Frankreich und Portugal. Das Management erwartet Ergebniskontinuität, gibt aber keine Guidance-Zahlen bekannt.

### 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.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	16,6%	17,7%	20,2%	26,0%	↑
Eigenkapitalquote	43,0%	43,6%	43,1%	44,6%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	31,3%	32,8%	38,2%	38,0%	→
Nettoverschuldung / EBITDA	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x	→
EBITDA / Zinsaufwand	12,6x	14,7x	15,5x	19,0x	↑
EBIT / Zinsaufwand	6,6x	8,6x	9,1x	10,1x	↑
Operativer Cashflow	154,1	147,6	177,5	225,6	
Investitionscashflow	-93,4	-116,0	-145,2	-174,2	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	40,7%	47,7%	44,5%	53,3%	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	31,3%	38,2%	35,6%	41,9%	↑

Quelle: KELAG, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	-0,3%	104,6%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	0,1%	114,1%	neutral
XS2328873463	16.04.2041	1,150%	120	100.000	1,3%	97,1%	neutral

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

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

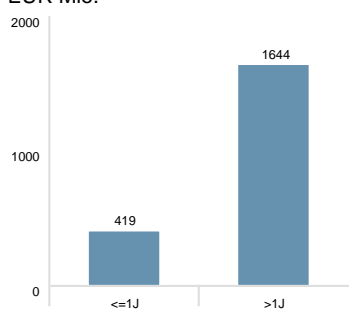
#### Finanzkalender

1H 2021: August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

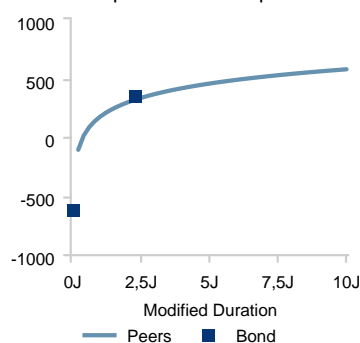
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: Novomatic, Erste Group Research  
Stand 31.12.2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## NOVOMATIC

### Ergebnisentwicklung

Pandemiebedingt sank der Umsatz des Konzerns 2020 auf EUR 1,7 Mrd. (-33,1% J/J). Beide Segmente ("Gaming Operations", "Gaming Technology") waren von Spielstättenschließungen bzw. geringerer Gerätenachfrage und geringen Erlösen aus Gerätevermietung betroffen. Umsatzzunahmen im Online-Geschäft konnten das nicht ausgleichen. EBITDA (EUR 305,9 Mio.; -55,4% J/J) und EBIT (EUR -247,3 Mio.; 2019: EUR 167 Mio.) sanken trotz Einsparungen etwa beim Marketing deutlich. Die EBITDA-Marge reduzierte sich auf 17,5% (VJ: 26,3%). Der Free Cashflow fiel zwar (EUR 296,6 Mio.; -44,3% J/J) aufgrund des geringeren operativen Cashflows, blieb aber u.a. dank der Veräußerung des Casinos Austria-Anteils (17,19%) positiv. Das Management schätzt, einen Teil des Umsatz- und Ergebnisausfalls 2020 im GJ 2021 aufholen zu können.

### Kommentar zum Kreditprofil

Zwar verschlechterten sich die Kreditkennzahlen. Doch die Nettoverschuldung des Konzerns sank dank positivem Free Cashflow. Die EK-Quote lag per 31.12.2020 mit 27,7% (31.12.2019: 32,2%) weiter auf solidem Niveau. Per 31.12. standen liquide Mittel iHv EUR 531,8 Mio. kurzfristigen Finanz- und Leasingverbindlichkeiten iHv EUR 418,7 Mio. gegenüber. Nur EUR 390 Mio. der EUR 1 Mrd.-Kreditlinie waren ausgenutzt. Zum Schutz der guten Liquiditätsausstattung setzte der Konzern zahlreiche Maßnahmen (u.a. Nutzung von Kurzarbeit). S&P senkte das Rating am 9.12.2020 von BB+ auf BB (Ausblick: negativ). Auslöser waren die neuen Lockdowns ab 4Q 2020. S&P bewertete die Liquiditätsausstattung (Cash, freie Kreditlinien) als adäquat und ging 2021 von einer ggü. 2020 leicht rückläufigen Entschuldungsdauer aus. 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 weiterhin auf der Konsolidierung der bestehenden Beteiligungen. Innerhalb des Konzerns werden verstärkt Synergie- und Effizienzsteigerungspotentiale genutzt. Prinzipiell strebt der Konzern kontinuierliches Wachstum in regulierten Glücksspielmärkten an. Das Online-Geschäft wird u.a. in Deutschland ausgebaut, der US-Markt weiter erschlossen. Die geografische Diversifikation des Konzerns soll den Effekt regulatorischer Änderungen in einzelnen Märkten begrenzen.

### Risiken

Regulatorische Risiken sind branchenimmanent. Der Verlauf der COVID-19-Pandemie stellt weiterhin einen wesentlichen Risikofaktor dar. Der E-Business-Umsatzanteil ist noch relativ gering (2020: rd. 12,3%).

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	23,2%	21,3%	26,3%	17,5%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	32,4%	33,1%	32,2%	27,7%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	75,3%	97,5%	121,2%	145,1%	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,7x	2,4x	2,5x	5,0x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	14,4x	15,1x	14,1x	6,2x	↓
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	5,1x	-3,6x	3,4x	-5,0x	↓
<b>Operativer Cashflow</b>	419,2	483,3	606,7	378,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-516,7	-714,5	-74,0	-81,3	

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	-6,7%	100,3%	neutral
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	3,1%	96,1%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

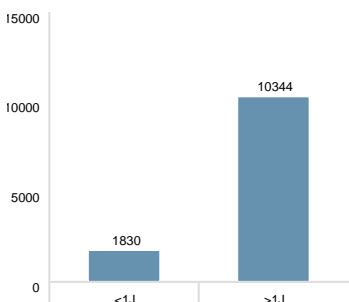
Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

**Finanzkalender**  
1H 2021: 28. Juli 2021

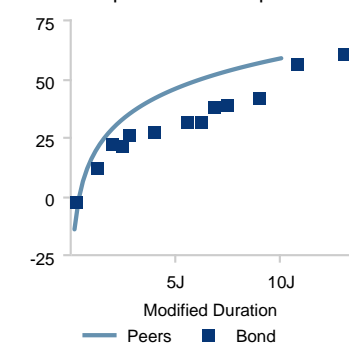
**Letzter Credit-Bericht**  
[PDF \(10.06.2020\)](#)

**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

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



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# OMV

## Ergebnisentwicklung

Das operative, bereinigte Ergebnis (EUR 870 Mio.; +24% J/J) profitierte im 1Q von höheren Ölpreisen und dem starken Ergebnisbeitrag (EUR 442 Mio.) des Chemiegeschäfts (Borealis). Der FCF war positiv (EUR 414 Mio.; -14% J/J). Er sank aufgrund von Working Capital-Aufbau leicht.

## Kommentar zum Kreditprofil

Die starke Entwicklung des Chemiegeschäfts überkompensierte den Effekt rückläufiger Raffineriemargen. Der operative Cashflow vor Working Capital stieg im 1Q um 104% J/J. Das berichtete Gearing (31.03.21: 37% exkl. Leasing; 31.12.20: 41%) sank bereits leicht. Dank Devestitionen sollte es heuer weiter sinken. Das Liquiditätsprofil ist stark. Überbewertet sehen wir im Peer-Vergleich die 2022er, die 6/23er-, 12/23er, 4/24er, 25er, 26er-, 27er, 4/28er, 12/28er- und auch die 30er Anleihe. Neutral sehen wir weiter die 21er, 32er- und 34er-Anleihen. Den Hybrid mit Call 2029 sehen wir unterbewertet, die übrigen Hybrids weiter neutral.

## Unternehmensziele

OMV setzt verstärkt auf Gas, verlängerte mit Borealis die Wertschöpfungskette in Richtung Kunststoffe, entwickelt Kreislaufwirtschaft-Lösungen und bereitet sich so auf geringere Ölnachfrage und strengere CO2-Ziele vor. OMV erwartet 2021 nun einen Ø-Brent-Preis von USD 60-65/bbl (2020: USD 42/bbl), leicht steigende Produktion (~480kboe/d; 2020: 463kboe/d), etwas höhere Raffinerie- und signifikant höhere Polyethylen- und -propylenmargen.

## Risiken

Volatile Ölpreise; 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.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	18,2%	23,1%	25,2%	21,0%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	45,4%	41,5%	41,8%	40,4%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	14,0%	13,1%	27,8%	45,6%	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,5x	0,4x	0,8x	2,6x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	13,9x	18,3x	19,5x	12,4x	↓
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	6,5x	12,2x	11,8x	3,8x	↓
<b>Operativer Cashflow</b>	3.448,0	4.396,0	4.056,0	3.137,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-1.766,0	-3.353,0	-4.638,0	-5.948,0	
<b>Einbehaltener CF / Nettoverschuldung</b>	159,1%	174,5%	72,6%	21,0%	↓

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	-0,6%	101,7%	neutral
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	-0,4%	103,9%	überbewertet
XS2189614014	16.06.2023	0,000%	750	1.000	-0,2%	100,4%	überbewertet
XS1917590876	04.12.2023	0,750%	500	1.000	-0,2%	102,4%	überbewertet
XS2154347293	09.04.2024	1,500%	500	1.000	-0,2%	104,6%	überbewertet
XS2022093434	03.07.2025	0,000%	500	1.000	-0,0%	100,1%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	0,1%	104,8%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	0,1%	120,9%	überbewertet
XS2154347707	09.04.2028	2,000%	500	1.000	0,3%	111,6%	überbewertet
XS1917590959	04.12.2028	1,875%	500	1.000	0,3%	111,3%	überbewertet
XS2189613982	16.06.2030	0,750%	750	1.000	0,5%	102,0%	überbewertet
XS2154348424	09.04.2032	2,375%	750	1.000	0,7%	117,2%	neutral
XS2022093517	03.07.2034	1,000%	500	1.000	0,9%	100,5%	neutral
XS2224439385	1) 11.12.2165	2,500%	750	100.000	1,5%	104,4%	neutral
XS2224439971	2) 10.12.2165	2,875%	500	100.000	2,4%	103,3%	unterbewertet
XS1294342792	3) 09.12.2165	5,250%	750	1.000	-0,9%	102,8%	neutral
XS1294343337	4) 09.12.2167	6,250%	750	1.000	1,4%	120,9%	neutral
XS1713462403	5) 19.06.2168	2,875%	500	100.000	0,9%	105,6%	neutral

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**

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Automotive

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

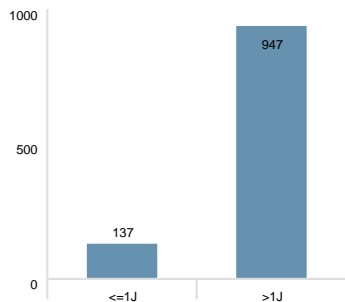
**Finanzkalender**

1H 2021: August 2021

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(05.10.2020\)](#)

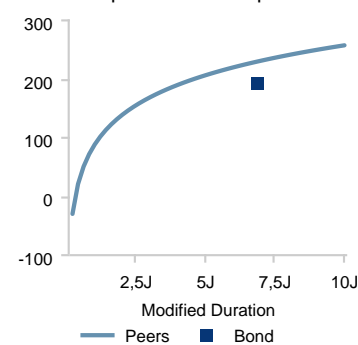
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: PIAG, Erste Group Research  
Stand 31.12.2020

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## PIERER INDUSTRIE AG

**Ergebnisentwicklung**

Die Pierer Industrie AG (PIAG) hält über 60% an der PIERER Mobility AG, Europas größtem Powered-Two-Wheeler-Konzern (Marken u.a.: KTM), und 80% an der Pankl AG, einer Automotive-Gruppe mit Fokus auf Antriebsstrang-Komponenten (Töchter: Pankl Racing Systems, SHW). 2020 sank der Umsatz des PIAG-Konzerns, beeinflusst durch die Pandemie, leicht auf EUR 2,1 Mrd. (-3,2% J/J). EBIT (EUR 97 Mio.; -35% J/J) und Nettoergebnis (EUR 49 Mio.; -53% J/J) blieben positiv. Das EBIT (EUR -8,8 Mio.) der Pankl AG war 2020 negativ, doch die Abrufe bei den Zulieferern SHW und Pankl R.S. erholten sich ab Juni 2020 stärker als vom Management erwartet. Dank hoher Zweirad-Nachfrage und Marktanteilssteigerungen erzielte die Tochter PIERER Mobility im GJ 2020 einen Rekordumsatz (EUR 1,5 Mrd.; +1% J/J) bei stabilem EBITDA (-1% J/J). Der E-Bike-Absatz der PIERER Mobility stieg um +33,5% J/J. Der Free Cash Flow (FCF; nach Dividenden) des PIAG-Konzerns erhöhte sich 2020 auf EUR 89 Mio. (+10% J/J).

**Kommentar zum Kreditprofil**

Pandemiebedingt verschlechterten sich die Kreditkennzahlen des Konzerns im GJ 2020. Absolut gesehen bleiben sie auf komfortablen Niveaus. Nach unseren Berechnungen erfüllten sie die quantitativen Anforderungen des Kreditleitfadens des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) für Solvency II-Versicherer per 31.12.2020 weiterhin. Der FCF erhöhte sich 2020 absolut und relativ zur Nettoverschuldung. Die Liquiditätsausstattung des Konzerns ist stark, der Geschäftsausblick positiv. Der Spread der ausstehenden Anleihe liegt weiter leicht unter dem Peer-Schnitt. Wir sehen sie aufgrund der guten operativen Entwicklung des Konzerns neutral.

**Unternehmensziele**

Das Ziel des PIERER Mobility-Managements ist es, den Absatz bis 2022 auf 400.000 Motorräder zu steigern (2020: 326.471 Stück). Mit Partner Bajaj wird eine neue Elektro-Zweirad-Plattform entwickelt. Das Management sieht E-Bikes als großen Wachstumsmarkt. In der E-Bike-Sparte wurde 2020 bereits ein Umsatz von EUR 112,5 Mio. erzielt. Mittelfristiges E-Bike-Umsatzziel: EUR 400-500 Mio.. In der Pankl AG soll verstärkte Zusammenarbeit der Töchter Pankl Racing Systems (hohe F&E-Kompetenz) und SHW (Erfahrung in der Großserienproduktion) Wachstum fördern. Fokus bleibt die Erzielung von positiven FCF.

**Risiken**

Geringe Umsatzdiversifikation bei SHW: größter Kunde trägt 40% zum Umsatz bei; Strukturveränderung in der Automobilbranche mit anspruchsvollen gesetzlich vorgeschriebenen CO2-Grenzwerten und tendenziell rückläufiger Nachfrage nach Verbrennungs-, v.a. Dieselmotoren, daher Konsolidierungsdruck im Bereich Motoren- und Getriebekomponenten - beschleunigt durch die Pandemie.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	14,2%	12,9%	14,4%	13,4%	→
Eigenkapitalquote	40,5%	42,8%	39,0%	34,4%	↓
Nettoverschuldung / Eigenkapital	51,9%	57,3%	70,6%	77,8%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,6x	2,5x	2,8x	3,9x	
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8x	2,0x	2,2x	2,6x	↓
EBITDA / Zinsaufwand	14,6x	11,9x	13,5x	12,0x	↓
EBIT / Zinsaufwand	8,7x	6,2x	6,4x	4,1x	↓
Operativer Cashflow	217,8	56,1	329,3	366,7	
Investitionscashflow	-286,5	-230,8	-220,1	-231,5	

Quelle: PIERER INDUSTRIE AG, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A2JSQ5	22.04.2028	2,500%	100	1.000	1,8%	103,8%	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** -/

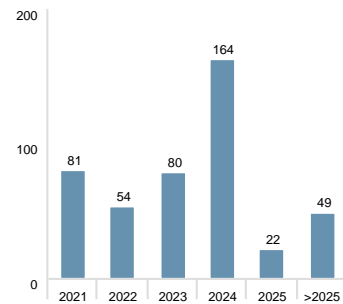
**Finanzkalender**

1H 2021: 26. August 2021

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

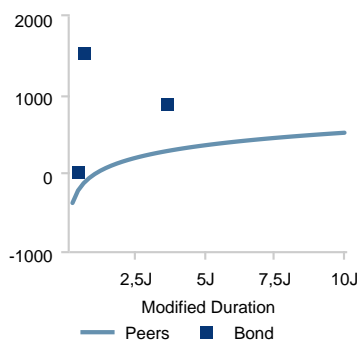
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research  
Stand 31.3.2021

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

# PORR

**Ergebnisentwicklung**

2021 startete für PORR gut. Der Auftragsbestand erreichte EUR 7,9 Mrd. (+21,3% J/J) und die Produktionsleistung EUR 1 Mrd. (+6,3% J/J). Das stärkste Wachstum gab es in Österreich und im polnischen Infrastrukturbau. Das EBT verbesserte sich auf EUR -9,4 Mio. (1Q/20: EUR -25,5 Mio.). Auf Jahressicht standen die 2020-Zahlen massiv im Zeichen der COVID-19-Pandemie, wobei Porr zum ersten Mal seit 2011 in die Verlustzone rutschte. 2020 führte die Corona-Krise zu einer Vielzahl an ergebnisbelastenden Faktoren - u.a. Leistungsstörungen, nicht weiter verrechenbare Mehrkosten und Projektverschiebungen sowie Neubewertungen von Projekten und Forderungen. Die Produktionsleistung ging 2020 um 6,9% J/J auf EUR 5,2 Mrd. zurück und belastete deutlich das Ergebnis. Das EBIT sank auf EUR -37,2 Mio. (2019: EUR 54,7 Mio.) und das EBT auf EUR -51 Mio. (2019: EUR 37,4 Mio.). Die Dividende für 2020 wurde gestrichen (wie auch bereits für 2019).

**Kommentar zum Kreditprofil**

Die Profitabilität bleibt weiterhin sehr niedrig bzw. negativ. In den letzten fünf Jahren erreichte die Nettoverschuldung den Höchststand in 2019 und wurde 2020 auf EUR 177 Mio. abgebaut. Ende März 2021 stieg diese saisonal bedingt auf EUR 345,7 Mio. Die EK-Quote konnte 12/2020 durch die neu emittierte Hybridanleihe zwar verbessert werden, blieb aber mit 18,5% noch niedrig. Ende März 2021 lag diese bei 18%, was auf das negative Ergebnis und die Zinszahlungen an die Hybridkapital-Inhaber zurückzuführen war. Ende Dezember 2020 hielt Porr EUR 582,5 Mio. an liquiden Mitteln (03/21: EUR 436,5 Mio.). Denen standen EUR 137,5 Mio. kurzfr. Finanzverbindlichkeiten gegenüber (03/21: EUR 173,9 Mio.). Die Höhe der Avalkreditlinien betrug Ende 12/20 ca. EUR 3 Mrd. Porr verfügt derzeit über drei Hybridanleihen, die wir neutral bewerten.

**Unternehmensziele**

Porr konzentriert sich weiterhin auf AT, CH, CZ, DE, PL, RO und Norwegen und sieht hier weiterhin Potenzial. Die Finanzziele 2025 beinhalten eine Erhöhung der Profitabilität, wobei die EBT-Marge 2025 in der Bandbreite zwischen 2-3% prognostiziert wird. Außerdem will Porr bis 2022 die Nettoverschuldung kontinuierlich abbauen, die EK-Quote in einen Korridor von 20-25% verbessern und die WC-Intensität reduzieren. Die Ausschüttungsquote bleibt laut Unternehmen unverändert bei 30-50%. Die Prognose für 2021 wurde bestätigt - Produktionsleistung von EUR 5,3-5,5 Mrd. (2020: EUR 5,2 Mrd.) sowie eine positive EBT-Marge zwischen 1,3-1,5%.

**Risiken**

Die europäische Bauindustrie ist weiterhin von hohem Wettbewerb und großem Margendruck geprägt. Insgesamt bleibt die Porr-Profitabilität sehr niedrig bzw. negativ. Wichtige Kreditkennzahlen (u.a. EK-Quote, EBITDA/Zinsaufwand) sollen verbessert werden.

**Kennzahlen**

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	4,2%	3,9%	4,0%	2,5%	↓
<b>EBIT-Marge</b>	1,9%	1,7%	1,0%	-0,7%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	20,7%	19,8%	16,3%	18,5%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	24,7%	24,3%	57,7%	27,2%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,5x	2,1x	4,3x	5,8x	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	0,7x	0,7x	1,6x	1,3x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	9,6x	9,7x	6,6x	4,9x	↓
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,3x	4,1x	1,7x	-1,4x	↓
<b>Operativer Cashflow</b>	-15,9	186,3	249,9	167,0	
<b>Investitionscashflow</b>	-209,9	-68,7	-110,7	-86,7	
<b>Einbehaltener CF / Finanzverbindl.</b>	26,1%	26,5%	13,1%	14,3%	↓

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	15,8%	91,8%	neutral
XS2113662063	2) 07.02.2168	5,375%	150	100.000	9,2%	85,5%	neutral
AT0000A19Y36	3) 28.10.2168	6,750%	25	500	-0,5%	102,0%	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

1H 2021: 27. August 2021

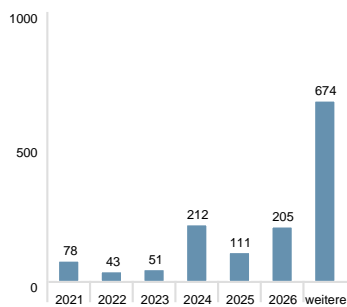
#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(13.01.2021\)](#)

#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

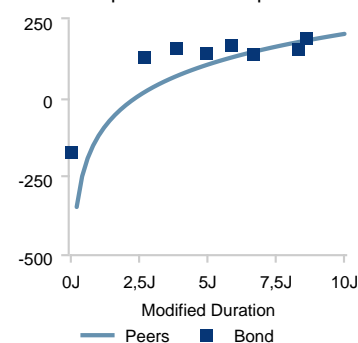
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## S IMMO

### Ergebnisentwicklung

S Immo beendete das 1Q/21 erfolgreich. Die Mieterlöse stiegen um 2,8% J/J auf EUR 32 Mio. Obwohl 1Q weiterhin im Zeichen der COVID-19-Pandemie stand und v.a. das Hotelsegment belastete, konnte das EBIT auf EUR 18,2 Mio. erneut ins Plus drehen. Dazu trug das positive Ergebnis aus der Immobilienbewertung iHv EUR 2,5 Mio. (1Q/20: EUR -31,5 Mio. infolge von Wertberichtigungen). Der FFO I ging aufgrund des schwachen Hotelgeschäfts um 31% J/J auf EUR 9,5 Mio. zurück. Generell stand 2020 im Zeichen der COVID-19-Pandemie. Das EBIT verringerte sich 2020 um -63% J/J, das EBT um -72% J/J und der FFO I um -35% J/J. Einige Gründe waren eingebrochene Hotelerelöse, ein geringeres Bewertungsergebnis und geringere Dividendenerträge aufgrund teilweisem Ausfall von Ausschüttungen durch Immofinanz.

### Kommentar zum Kreditprofil

Das Immobilienportfolio ist gut diversifiziert. In den Bereichen Wohnen und Büro waren die Corona-Auswirkungen laut Management bis jetzt überschaubar. Im Retail-Bereich wurden die Verluste des Stationär-Handels durch den lebhaften Online-Handel begrenzt. Das Kreditprofil konnte seit 2015 zwar gestärkt werden, wesentliche Kreditkennzahlen fielen allerdings 2020 infolge der Pandemie schwächer aus als in den Vorjahren: u.a. die Entschuldungsdauer und die Zinsdeckung auf EBITDA-Basis schwächten sich auf 20,2x (2019: 16,2x) bzw. auf 1,6x (2019: 1,7x) ab. Positiv entwickelten sich hingegen die EK-Quote (2020: 44,3%) und das Gearing (103,6%). S Immo platzierte die erste Green-Anleihe im 02/2021 mit Gesamtvolumen von EUR 150 Mio. erfolgreich. Die ESG-Bewertung von Sustainalytics befindet sich im mittleren Bereich. Die Liquiditätssituation ist komfortabel. Alle ausstehenden Anleihen sehen wir neutral bewertet.

### Unternehmensziele

Die S Immo setzt ihre Akquisitionstrategie fort und ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Der strategische Fokus liegt auf attraktiven Wachstumsregionen in Deutschland, Österreich sowie in den CEE-Ländern. Generell fühlt sich das Management mit einer LTV-Ratio von unter 50% wohl. Die S Immo erwartet für die kommenden Monate und Quartale eine weitere zunehmende Erholung in allen Bereichen und Assetklassen.

### Risiken

Das Umfeld dürfte für S Immo noch herausfordernd bleiben. Eine vollständige Erholung des Hotel-Bereichs (8,5% vom Gesamtportfolio) wird laut Management ca. drei Jahre dauern. Mitte März 2021 wurde bekannt, dass Immofinanz die S Immo übernehmen will. Die Annahmefrist des freiwilligen Übernahmeangebots läuft vom 19. Mai 2021 bis 16. Juli 2021. Der Angebotspreis beträgt EUR 22,25 pro Aktie der S Immo. Sollte das Übernahmeangebot scheitern, würde das Management die Anteile an Immofinanz (ca. 13% des Grundkapitals) und CA Immo (ca. 6% des Grundkapitals) verkaufen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	46,8%	43,2%	41,4%	40,9%	↓
<b>Eigenkapitalquote</b>	41,6%	40,9%	42,9%	44,3%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	113,4%	118,6%	104,7%	103,6%	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	12,0x	15,9x	16,2x	20,2x	↓
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	1,6x	2,2x	1,7x	1,6x	→
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	3,7x	6,5x	5,4x	2,3x	↓
<b>Operativer Cashflow</b>	72,7	75,4	78,3	55,4	
<b>Investitionscashflow</b>	85,1	-261,3	-54,7	-114,2	

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	-2,2%	100,2%	neutral
AT0000A1Z9D9	06.02.2024	1,750%	100	500	0,9%	102,2%	neutral
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,2%	107,6%	neutral
AT0000A285H4	22.05.2026	1,875%	150	500	1,1%	103,2%	neutral
AT0000A1DVK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,4%	109,6%	neutral
AT0000A2MKW4	04.02.2028	1,750%	150	500	1,3%	102,5%	neutral
AT0000A2AEA8	15.10.2029	2,000%	100	500	1,5%	102,3%	neutral
AT0000A1Z9C1	06.02.2030	2,875%	50	500	1,9%	107,6%	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** -/

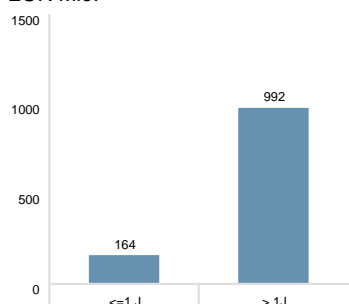
#### Finanzkalender

1H 2021: 31. August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

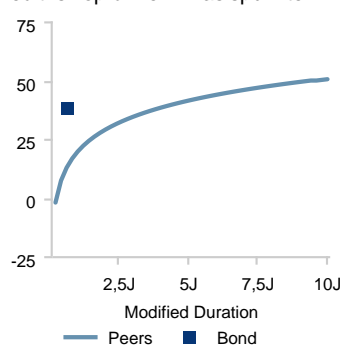
#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten



Quelle: STRABAG, Erste Group Research  
Stand 31.12. 2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## STRABAG

### Ergebnisentwicklung

Strabag veröffentlichte einige Eckzahlen für 1Q/21. Während die Leistung wetterbedingt um 2% J/J rückläufig war, erreichte der Auftragsbestand mit EUR 20,1 Mrd. (+13% J/J) erneut einen Rekordwert. Im Verkehrswegebau wurden große Autobahnprojekte in Deutschland, Ungarn und Polen akquiriert. Da im Hochbau die Investitionszurückhaltung v.a. im Hotelsegment spürbar zurückgegangen ist, wurden mehrere Wohnbauprojekte akquiriert. Strabag konnte das Corona-Jahr 2020 gut meistern. Obwohl das Vorjahr in einigen Märkten (u.a. Österreich, Polen, Ungarn) aufgrund der Pandemie herausfordernd war, überwogen positive Effekte, wie im Verkehrswegebau in Deutschland. Das EBITDA kletterte 2020 auf EUR 1,2 Mrd. (+5% J/J), das EBIT auf EUR 630,7 Mio. (+5% J/J) und das EBT auf EUR 610,1 Mio. (+6% J/J). Der freie Cashflow konnte auf EUR 824,2 Mio. ebenfalls verbessert werden (2019: EUR 372,6 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

Strabag konnte sein Finanzprofil 2020 weiter stärken. Die Liquiditätssituation des Konzerns ist weiterhin solide. Das Unternehmen verfügt kontinuierlich seit sieben Jahren über eine Netto Cash Position, die Ende Dezember 2020 ein außergewöhnlich hohes Niveau von rd. EUR 1,7 Mrd. erreichte (2019: EUR 1 Mrd.). Insgesamt konnten alle Kreditkennzahlen 2020 weiter verbessert werden. Die EK-Quote stieg auf 33,9% (2019: 31,5%). Die Zinsdeckung bleibt stark: Diese konnte in den letzten Jahren stetig verbessert werden, zuletzt auf 24,2x (auf EBITDA-Basis) bzw. auf 13,0x (auf EBIT-Basis). S&P bestätigte das Strabag-Rating bei BBB im Oktober 2020, der Ausblick bleibt stabil. Die Anleihe, die 2022 ausläuft, erachten wir weiterhin als neutral.

### Unternehmensziele

Das Management bestätigte die Prognose für 2021. Die Leistung wird leicht über dem Vorjahresniveau erwartet, also über EUR 15,4 Mrd. Die Konzern-EBIT-Zielmarge von unter 4% bleibt aufrecht. Die Netto-Investitionen (Cashflow aus der Investitionstätigkeit) sollten EUR 450 Mio. nicht überschreiten. In allen drei Segmenten - Nord + West, Süd + Ost sowie International + Sondersparten - werden aus heutiger Sicht keine signifikanten Veränderungen des hohen Leistungsniveaus erwartet.

### Risiken

Die europäische Bauindustrie bleibt 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. Nach Kürzung der Dividende für 2019, wurde diese für 2020 deutlich auf EUR 1,9/Aktie erhöht. Die Ausschüttungsquote 2020 liegt somit bei 49% und befindet sich am oberen Ende der festgelegten Bandbreite zwischen 30-50% des Konzernergebnisses.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	6,2%	6,3%	7,1%	8,0%	↑
EBIT-Marge	3,3%	3,7%	3,8%	4,3%	↑
Eigenkapitalquote	30,7%	31,6%	31,5%	33,9%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	-44,0%	-28,0%	-26,9%	-41,4%	→
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,6x	1,4x	1,3x	1,0x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	-1,8x	-1,1x	-0,9x	-1,5x	→
EBITDA / Zinsaufwand	11,3x	14,4x	19,8x	24,2x	↑
EBIT / Zinsaufwand	6,1x	8,5x	10,7x	13,0x	↑
Operativer Cashflow	1.345,0	789,0	1.075,9	1.279,7	
Investitionscashflow	-333,3	-640,7	-593,3	-349,6	
Einbehaltener CF / Finanzverbintl.	41,2%	39,9%	52,1%	71,3%	↑

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

### Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1C741	04.02.2022	1,625%	200	500	-0,1%	101,0%	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** Telekom  
**Moody's** Baa1/stabil  
**S&P** BBB+/stabil  
**Fitch** -/

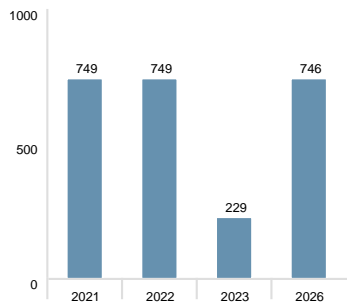
**Finanzkalender**

1H 2021: 13 Juli 2021

**Letzter Credit-Bericht**

[PDF \(13.10.2020\)](#)

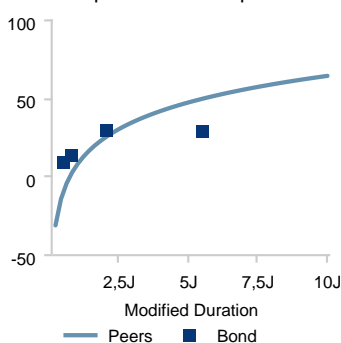
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research Stand 31.3.2021

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## TELEKOM AUSTRIA

**Ergebnisentwicklung**

TKA begann 2021 mit einem starken ersten Quartal. Alle Märkte verzeichneten ohne Berücksichtigung der Währungseffekte ein Wachstum bei Umsatz und EBITDA gegenüber der Vorjahresperiode. Der Umsatz stieg in 1Q 2021 um 0,8% J/J auf EUR 1,1 Mrd., wobei alle Segmente positiv dazu beitrugen, mit Ausnahme von Weißrussland, das von Währungsabwertungen betroffen war. In Österreich konnten die Roaming-Verluste durch die anhaltend starke Nachfrage nach mobilen WiFi-Routern fast vollständig kompensiert werden. Generell wurden die Roaming-Verluste auf Konzernebene durch die gestiegene Nachfrage nach den Internet@Home-Produkten weitgehend gemildert. Das EBITDA (ohne Restrukturierungsaufwendungen) stieg um 5,7% J/J auf EUR 419,3 Mio. und das Nettoergebnis um 22% J/J auf EUR 108,9 Mio.

**Kommentar zum Kreditprofil**

TKA zeigt sich in der Corona-Krise weiterhin widerstandsfähig. In den letzten Jahren konzentrierte sich TKA auf den Schuldenabbau, was zu einer soliden Bilanzstruktur mit einer Nettoverschuldung (inkl. Leasing) zum EBITDA von 2,0x zum 31.12.2020 (Dez. 2019: 2,2x) führte. Ende März 2021 betrug dieses Verhältnis 1,9x. Insgesamt konnten alle wichtigen Kreditkennzahlen auch im 1Q 2021 weiter verbessert werden. Gegenüber Dezember 2020 ging die Nettoverschuldung (inkl. Leasing) um 6,3% auf EUR 3 Mrd. zurück, was im Wesentlichen auf die höheren liquiden Mittel (3/2021: EUR 370,6; 12/2020: EUR 210,9 Mio.) zurückzuführen war. Insgesamt verfügte TKA Ende März 2021 über ungenutzte Kreditlinien iHv von EUR 1,1 Mrd. Aufgrund des verbesserten Kreditprofils halten wir den relativ zur ASW Kurve niedrigeren Spread der 2026-Anleihe für gerechtfertigt. Unsere neutrale Bewertung für alle ausstehenden Anleihen bleibt aufrecht.

**Unternehmensziele**

Das Management bestätigte seine Prognose für 2021: Umsatzsteigerung um rund 1% J/J. Das Investitionsbudget vor Spektruminvestitionen und Akquisitionen soll sich auf rund EUR 800 Mio. belaufen. TKA strebt an, möglichst allen Kunden Produktbündel (Festnetz/Internet/Mobil/(IP)TV) aus einer Hand anbieten zu können und so langfristig zu wachsen. Das stabile 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.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	31,9%	34,9%	34,2%	34,7%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	38,9%	33,1%	31,2%	34,0%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	78,2%	111,0%	130,9%	114,1%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	1,8x	1,8x	2,3x	2,2x	↑
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,7x	1,8x	2,2x	2,0x	↑
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	14,7x	15,7x	15,2x	15,2x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,7x	4,5x	6,0x	6,1x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	1.175,0	1.232,3	1.458,0	1.481,1	
<b>Investitionscashflow</b>	-770,4	-765,1	-861,3	-874,9	

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	-0,4%	101,8%	neutral
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	-0,4%	103,6%	neutral
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	-0,2%	107,7%	neutral
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	0,0%	107,5%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Analyst**

Elena Statelov, CIIA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Immobilien

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

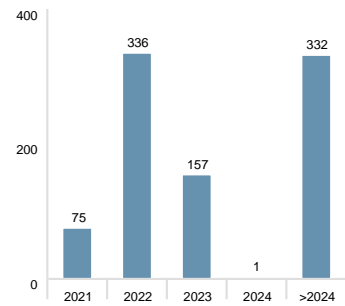
**Finanzkalender**

1H 2021: 25. August 2021

**Letzter Credit-Bericht**

n.v.

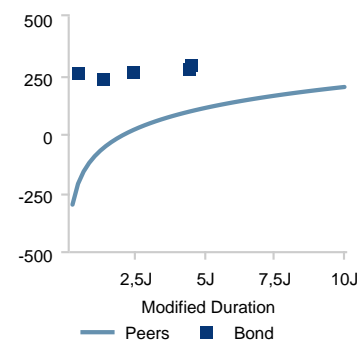
**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: UBM, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

**Asset Swap Spread-Kurve**

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**UBM**

**Ergebnisentwicklung**

UBM meldete gute Zahlen für 1Q/21. Die Gesamtleistung stieg auf EUR 89,6 Mio. (+3,8% J/J) und war v.a. auf den Baufortschritt bereits verkaufter Immobilienprojekte zurückzuführen. Den größten Beitrag erbrachten die Siebenbrunnengasse in Wien, ein Projekt mit insgesamt 165 Wohnungen, sowie forward verkaufte Projekte wie der F.A.Z-Tower in Frankfurt und zwei Hotels in Polen. Das EBT lag im 1Q/21 zwar um ca. 60% unter dem starken Vorjahreswert (außerordentlich hohe Bewertungsgewinne im Zusammenhang mit dem Verkauf eines 40%-Anteils am Bauberger/München Projekt), dieses erzielte aber mit EUR 16,1 Mio. das zweitbeste Vorsteuerergebnis eines ersten Quartals der Unternehmensgeschichte. Die Entwicklungspipeline für die nächsten vier Jahre betrug Ende März/21 EUR 2,3 Mrd., wobei rd. 85% auf Wohnen und Büro entfallen. Der Anteil des Hotelbereichs wurde bereits 2020 deutlich reduziert.

**Kommentar zum Kreditprofil**

Das Gearing konnte seit 2016 von 243% auf 103,5% Ende Dezember 2020 deutlich reduziert werden. Ende März/21 stieg diese auf 110,9% leicht. Sehr positiv bleibt die weiterhin hohe Nachfrage nach Wohnungen. Die Forward-Verkaufsstrategie macht sich bezahlt: Hier werden mit Käufern frühzeitig die Preise für noch nicht fertiggestellte Projekte fixiert, was die Projektsicherheit erhöht. Infolge der Corona-Krise ist die weitere Entwicklung der Nachfragesituation in den UBM-Assetklassen aktuell aber noch mit Unsicherheiten behaftet. Ende März/21 blieb die Bilanz weiterhin stark (u.a. LTV: 37,9%, EK-Quote: 34,2%). Die Liquiditätssituation war mit EUR 254,2 Mio. an liquiden Mitteln und EUR 61,5 Mio. an kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten ebenfalls komfortabel. Für alle ausstehenden Anleihen bleibt unsere neutrale Bewertung aufrecht.

**Unternehmensziele**

Der strategische Fokus von UBM liegt weiterhin auf 'green. smart. and more' sowie auf Immobilien-Projektentwicklungen in den Kernmärkten Deutschland, Österreich und Polen. UBM erhielt sein erstes ESG-Rating von ISS und befindet sich laut Management unter den Top 15% des Mitbewerbs. Nach der erfolgreichen Erstplatzierung einer ESG-linked-Anleihe in der UBM-Geschichte plant das Unternehmen die Emission einer ersten ESG-linked-Hybrid Anleihe im Juni/21. 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 2021. Generell sieht das Unternehmen 2021 eine Coronadelle, zeigt sich aber optimistisch, mit dem aktuellen Set-up 2022 wieder an die Entwicklung vor der Krise anschließen zu können. Die Kreditkennzahlen sollen weiter optimiert werden. UBM betreibt eine freundliche Aktionärspolitik. 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.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	14,4%	11,5%	31,0%	35,5%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	31,4%	35,3%	35,1%	35,2%	↑
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	134,4%	96,7%	106,4%	103,5%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	10,5x	10,6x	9,4x	11,5x	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	9,1x	7,2x	6,6x	7,7x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	2,4	113,8	-39,9	-34,6	
<b>Investitionscashflow</b>	117,5	-93,2	-41,2	23,1	

Quelle: UBM, Erste Group Research

**Ausstehende EUR Anleihen**

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1PDD4	21.11.2021	3,876%	19	500.000	2,0%	100,6%	neutral
AT0000A1XBU6	11.10.2022	3,250%	81	500	1,8%	101,3%	neutral
AT0000A23ST9	16.11.2023	3,125%	120	500	2,2%	101,5%	neutral
AT0000A2AX04	13.11.2025	2,750%	120	500	2,5%	100,6%	neutral
AT0000A2LJ58	17.12.2025	3,000%	22	500.000	2,6%	101,2%	neutral
XS1785474294	1) 01.03.2168	5,500%	100	100.000	5,5%	98,3%	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

1H 2021: 19. August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

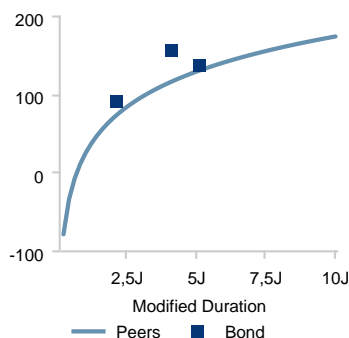
[PDF \(23.06.2020\)](#)

#### 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 21,2%) und Marktführer bei Krankenversicherungen (MA rd. 45%). Die Akquisition der AXA-Töchter in PL, CZ und SK (Closing 10/2020) erhöhte UNIQAs CEE-Prämienanteil von ca. 30% auf 40%. Im 1Q 2021 stiegen die Prämien dank AXA-Integration auf EUR 1,8 Mrd. (+13,0% J/J). Stark wuchsen Schaden/Unfall- (+15,4% J/J) und Leben-Prämien (+16,2% J/J). Ohne AXA hätte UNIQA in CEE in der Schaden/Unfall- und Leben-Sparte leichte Prämienrückgänge verzeichnet (wegen FX-Effekten). In Österreich gab es ein leichtes Prämienplus (+1,3% J/J). Das Verhältnis Schäden & Kosten zu Prämien (Comb. Ratio) sank v.a. dank geringerer Schadenfrequenz (v.a. bei Kfz) auf starke 90,9% (2019: 97,8%). Das Kapitalanlageergebnis stieg auf EUR 150,1 Mio. (+67,4% J/J) (v.a. dank Gewinnrealisierungen). Zusätzlich trugen niedrigere Verwaltungskosten (z.B. geringere Reisekosten) in Österreich zum klaren Anstieg des Gewinns vor Steuern auf EUR 112 Mio. bei (1Q 2020: EUR -14 Mio.).

### Kommentar zum Kreditprofil

UNIQAs Solvenzkapitalquote erhöhte sich im 1Q auf 195%. (31.12.2020: 170%). Haupttreiber war der Anstieg der Staatsanleihenrenditen. Wir vergleichen UNIQAs Nachranganleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir neutral. Ihr Spread liegt nahe am Peer-Schnitt. Dasselbe gilt für die Anleihe mit 1. Call 2026: Wir sehen sie neutral. Die Anleihe mit erstem Call-Termin in 2025 (Green Bond) sehen wir unterbewertet.

### Unternehmensziele

Im neuen Strategieprogramm UNIQA 3.0 setzt der Vorstand Ziele (u.a.) bzgl. Kostensenkungen, Servicequalität, Marktposition in AT & CEE. Durch die Integration der AXA-CEE-Töchter sieht das Management Einsparungspotenzial bei administrativen Kosten. Digitale Services sollen ausgebaut werden. Bis 2025 sollen die Prämien auf über EUR 7 Mrd. steigen, die Combined Ratio auf 93% sinken. Der ROE soll über 9% betragen, die SII-Quote über 170% liegen. 2021 erwartet das Management das EBT etwa auf dem Niveau von 2018 (rd. EUR 290 Mio.). Die Unsicherheit durch COVID-19 bleibe hoch.

### Risiken

Das Niedrigzinsumfeld belastet das Anlageergebnis. Das Kfz-Geschäft ist v.a. in CEE wettbewerbsintensiv. Aus Credit-Sicht ist die geplante Dividendenzahlung naturgemäß eher kritisch zu sehen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
Eigenkapitalquote	11,1%	10,4%	11,9%	10,8%	→
Verrechnete Prämien	5.293,3	5.309,5	5.372,6	5.565,3	
Selbstbehaltsquote	96,2%	96,4%	96,6%	90,4%	
Gewinn vor Steuern	264,6	294,6	241,1	57,1	
ROE vor Steuern	7,6%	9,5%	9,2%	1,7%	↓
Combined Ratio	97,5%	96,8%	96,4%	97,8%	→
Financial Leverage	21,7%	35,8%	21,7%	33,9%	↓
Kapitalanlagen / Vers.techn. R.	103,4%	102,0%	104,8%	105,5%	↑

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	1,2%	108,3%	unterbewertet
XS1117293107	2) 27.07.2046	6,000%	500	100.000	1,0%	124,8%	neutral
XS0808635436	3) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	0,4%	113,7%	neutral

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

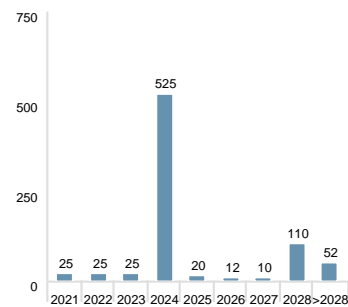
1H 2021: 29. Juli 2021

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(30.04.2021\)](#)

#### Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten

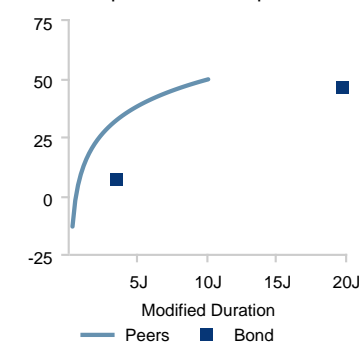
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VERBUND

### Ergebnisentwicklung

VERBUND berichtete für das 1Q 2021 einen Konzernumsatz von EUR 674 Mio. (-46,4% J/J). Dieses Minus ist einerseits auf einen geringeren Stromabsatz und andererseits auf die erfolgswirksam erfasste Bewertung von Stromderivaten (Preisanstieg von verkauften aber noch nicht gelieferten Forward-Kontrakten) zurückzuführen. Die Wasserführung lag 10 Prozentpunkte unter dem Niveau der Vorjahresperiode, die Eigenproduktion ging daher zurück. Aufgrund des geringeren Strombedarfs war aber auch der Aufwand für Zukäufe niedriger. Insgesamt verringerte sich das EBITDA "nur" um 8,5% J/J, die Profitabilität blieb daher auf hohem Niveau. Der freie Cashflow lag bei EUR 36 Mio., aufgrund höherer Investitionen und eines geringeren operativen Cashflows um 75,6% J/J unter dem Vorjahreswert.

### Kommentar zum Kreditprofil

VERBUNDs Nettoverschuldung lag Ende 1Q 2021 bei EUR 1.839 Mio. (-2,3% vs. Ende 2020). Die Kreditkennzahlen blieben auf guten Niveaus. Die Liquiditätsausstattung ist unverändert stark: VERBUND hielt Ende 1Q 2021 EUR 41 Mio. an liquiden Mitteln und verfügte über ungenutzte Kreditlinien von EUR 1.135 Mio. Dem standen kaum kurzfristige Finanzverbindlichkeiten gegenüber. Im April 2021 (und daher im Fälligkeitsprofil nicht enthalten) wurde eine grüne, an die Nachhaltigkeit gekoppelte und mit der EU Taxonomie konforme Anleihe emittiert. Der Konzern hat ein gutes Finanzprofil, eine starke Marktpositionierung und ein stabiles Geschäftsmodell. Als Teil der kritischen Infrastruktur ist VERBUND nur geringfügig und nicht nachhaltig von den Auswirkungen der Pandemie betroffen. Den relativ niedrigeren Spread der ausstehenden Anleihen halten wir daher für gerechtfertigt und bewerten diese neutral.

### Unternehmensziele

Für das GJ 2021 erwartet das Management ein EBITDA von EUR 1.130-1.300 Mio. (2020: EUR 1.293 Mio.) sowie ein Konzernergebnis von EUR 480-590 Mio. (2020: EUR 631 Mio.). Die Ausschüttungsquote für 2021 soll zwischen 45%-55% liegen. Für 2021-23 sind Investitionen von EUR 2.257 Mio. geplant, ~60% davon entfallen auf Wachstumsinvestitionen.

### Risiken

Über 90% von VERBUNDs Stromerzeugung wird aus Wasserkraft gewonnen, die von nicht beeinflussbaren hydrologischen Bedingungen abhängig ist. In trockeneren Perioden muss die Eigenerzeugung durch (ggf. teurere) Zukäufe ergänzt werden. Das Risiko besteht hier in volatilen Strom-Großhandelspreisen. Darüber hinaus wird die Umsetzung der Energiewende für den Versorgersektor herausfordernd sein: Der verstärkte Einsatz erneuerbarer Energien bedeutet höhere Angebotsvolatilität (weil von der Witterungslage abhängig) und mehr Bedarf nach Flexibilität in Verteil- und Transportsystemen. Zudem sind hohe Investitionen zu erwarten z.B. in Speichertechnologien (derzeit noch teuer und nur für kleinere Mengen möglich) oder bei der Entwicklung eines europaweiten grünen Wasserstoffsystems. Die Zahlen des 1Q 2021 enthalten noch nicht die neue Anleihe sowie den Erwerb des 51%-Anteils an Gas Connect Austria (Closing: 2Q 2021). Aufgrund dieser Vorgänge könnten sich Kreditkennzahlen temporär abschwächen.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
EBITDA-Marge	31,7%	32,4%	30,4%	40,0%	→
EBIT-Marge	13,7%	24,5%	22,2%	28,5%	↑
Eigenkapitalquote	50,4%	50,8%	55,5%	57,0%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	50,0%	43,1%	34,3%	27,4%	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	3,1x	3,0x	1,9x	1,5x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	7,1x	6,8x	10,7x	16,0x	↑
EBIT / Zinsaufwand	3,1x	5,1x	7,8x	11,4x	↑
Operativer Cashflow	640,6	664,1	1.204,3	1.191,0	
Investitionscashflow	-219,3	-333,8	-321,7	-596,8	
Op CF vor WC / Finanzverbindl.	29,8%	32,0%	59,3%	83,1%	↑
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	24,6%	24,0%	47,9%	60,5%	↑

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	-0,3%	106,1%	neutral
XS2320746394	01.04.2041	0,900%	500	100.000	1,0%	97,9%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Peter Kaufmann, CFA  
peter.kaufmann@erstegroup.com

**Sektor** Versicherungen

**Moody's** -/

**S&P** A+/stabil

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

1H 2021: 18. August 2021

#### Letzter Credit-Bericht

[PDF \(16.03.2021\)](#)

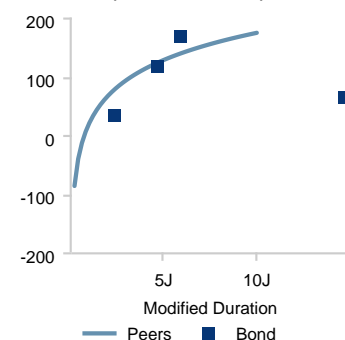
#### Fristenstruktur

#### der Finanzverbindlichkeiten

n.v.

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VIENNA INSURANCE GROUP

### Ergebnisentwicklung

Im 1Q 2021 sanken die Prämien leicht auf EUR 3,1 Mrd. (-11,4 Mio.; -0,4% J/J), bereinigt um FX-Effekte stiegen sie um 1,6% J/J. Der Treiber war der strategisch beabsichtigte Rückgang des Einmalerslagsgeschäfts in der Sparte Leben (-75 Mio.), v.a. in Österreich und in der Slowakei. Die höchsten Prämienzuwächse gab es in der sonstigen Sach-, Kranken- und Kaskoversicherung sowie in Rumänien, Polen und Tschechien. Beim Vorjahresvergleich ist zu beachten, dass Lockdowns erst ab Mitte März 2020 griffen. Das Verhältnis von Schäden und Kosten zu Prämien (Combined Ratio) blieb mit 95,2% nahezu konstant (1Q 2020: 95,1%). Der Gewinn vor Steuern stieg u.a. dank des besseren Finanzergebnisses (+29,3% J/J) und geringerer Aufwendungen für Schäden auf EUR 128,0 Mio. (+5% J/J) an. Fast alle Segmente trugen zum Gewinnzuwachs bei. Das Finanzergebnis (exkl. at equity bewertete Unternehmen) spiegelte u.a. die Beruhigung am Kapitalmarkt wider (geringere Abschreibungen auf Wertpapiere).

### Kommentar zum Kreditprofil

VIG ist Marktführer in CEE (19% MA). S&P bestätigte das "A+"-Rating am 3.12.2020 (Ausblick: stabil). Die Solvency II-Quote lag per 31.12.2020 unter Anwendung von SII-Übergangsregeln bei starken 238%. Sie bliebe laut VIG nach dem Closing (ursprünglich für 2H 2021 erwartet) des Erwerbs von Aegon-CEE-Töchtern in VIGs Komfortzone. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich gerateten Peers. Die Spreads der nachrangigen Anleihen mit 1. Call in 2023 und mit 1. Call 2026 liegen nahe dem Peer-Schnitt. Wir sehen sie neutral. Im Peer-Vergleich neutral sehen wir die VIG-Senior-Nachhaltigkeitsanleihe. Die nachrangige Anleihe (ungeratet) der Wr. Städt. Vers. (2020 SII-Quote: 241%; CoR: 91,5%), einer 97,75%-Tochter der VIG, bewerten wir auch relativ zu VIG-Peer-Bonds. Wir sehen sie unterbewertet.

### Unternehmensziele

Bereits am 7.4. teilte VIG mit, dass Ungarns Innenministerium den Erwerb der ungar. Aegon-Töchter unerwartet untersagt. VIG verhandelt mit Ungarn und erwartet eine positive Klärung. Mit den 1Q-Ergebnissen sieht sich VIG gut auf Kurs zur Erreichung der GJ-Ziele. Die Prämien werden 2021 auf Vorjahresniveau erwartet, der Gewinn vor Steuern bei EUR 450-500 Mio. und die Combined Ratio bei 95% (alle Zahlen exkl. der Aegon-CEE-Töchter). Wachstumspotenzial ergibt sich in CEE aufgrund der im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Das Nachfolgeprogramm zum erfolgreich abgeschlossenen Strategieprogramm "Agenda 2020" (u.a. Digitalisierungsschub) soll im 2Q 2021 präsentiert werden.

### Risiken

Das Niedrigzinsumfeld belastet die Ergebnisentwicklung. Teilweise hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck in der Kfz-Versicherung in CEE. Am rumänischen Markt lag die Combined Ratio im 1Q mit 100,5% wieder leicht über 100% (1Q 2020: 100,1%), der Gewinn vor Steuern stieg dort aber stark auf EUR 4,6 Mio. (1Q 2020: EUR 2,1 Mio.).

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
Eigenkapitalquote	11,7%	11,4%	10,3%	10,5%	↓
Verrechnete Prämien	9.386,0	9.657,3	10.399,4	10.428,5	
Selbstbehaltsquote	91,5%	91,2%	90,6%	n.v.	
Gewinn vor Steuern	442,5	485,4	521,6	345,9	
ROE vor Steuern	8,3%	8,9%	10,6%	7,9%	↓
Combined Ratio	96,7%	96,0%	95,4%	95,0%	↑
Financial Leverage	30,6%	31,5%	24,5%	n.v.	
Kapitalanlagen / Vers.techn. R.	119,1%	119,0%	108,1%	108,3%	↓

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

### Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1VKJ4	11.05.2027	3,500%	250	1.000	1,4%	110,9%	unterbewertet
AT0000A2QL75	26.03.2036	1,000%	500	100.000	1,1%	99,0%	neutral
AT0000A1D5E1	<sup>1)</sup> 02.03.2046	3,750%	400	1.000	0,8%	113,1%	neutral
AT0000A12GN0	<sup>2)</sup> 09.10.2043	5,500%	500	100.000	-0,1%	112,8%	neutral

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

Hybrid Call Datum: <sup>1)</sup> 02.03.2026 <sup>2)</sup> 09.10.2023

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

#### Analyst

Elena Statelov, CIIA  
elena.statelov@erstegroup.com

**Sektor** Stahl

**Moody's** -/

**S&P** -/

**Fitch** -/

#### Finanzkalender

GJ 2020/21: 9. Juni 2021

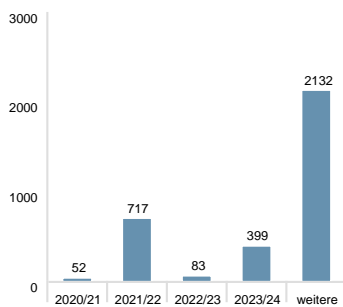
#### Letzter Credit-Bericht

n.v.

#### Fristenstruktur

##### der Finanzverbindlichkeiten

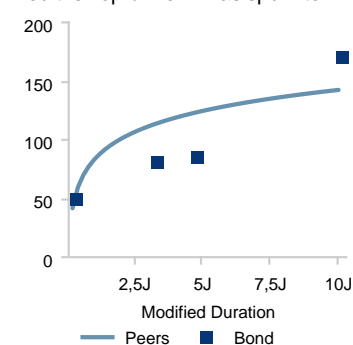
EUR Mio.



Quelle: voest, Erste Group Research  
Stand 31.12.2020

#### Asset Swap Spread-Kurve

Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## VOESTALPINE

### Ergebnisentwicklung

Die 9M 2020/21 (1.4-31.12) waren zwar weiterhin von der COVID-19-Pandemie beeinflusst. Im 3Q war allerdings eine spürbare Erholung zu sehen, sodass der 3Q-Umsatz nur mehr leicht unter dem Vorjahreswert lag. Hier konnten die Steel- und die Metal Forming-Divisionen mit ihrer starken Ausrichtung auf den Automobilsektor die klarsten Erholungstendenzen verzeichnen. Auf 9M-Basis verminderte sich der Umsatz um 16,8% J/J auf rd. EUR 8 Mrd. Das 9M-EBITDA lag bei EUR 682,9 Mio. (-18,4% J/J). Das 9M-EBIT war aufgrund von Wertminderungen von Vermögensgegenständen sowie Abschreibungen in der Steel- sowie der Metal Engineering-Division mit EUR -133,7 Mio. negativ. Umfassende Kostensenkungsprogramme sowie Restrukturierungen (v.a. bei Standorten, die der längerfristig schwachen Nachfrage aus der Flugzeugindustrie sowie dem Öl- und Gassektor ausgesetzt sind) konnten erfolgreich umgesetzt werden.

### Kommentar zum Kreditprofil

Klar positiv bleibt die Tatsache, dass sich das Umfeld im 3Q kontinuierlich verbessern konnte. Ende Dezember 2020 lagen die liquiden Mittel bei rd. EUR 811 Mio. (März 2020: EUR 795 Mio.) und die nicht gezogenen Kreditlinien bei rd. EUR 1,1 Mrd. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten betragen EUR 951 Mio. Das Gearing konnte Ende Dezember 2020 deutlich auf 58,4% (Dez. 2019: 80%; März 2020: 68,6%) reduziert werden, was insb. auf den Abbau des Working Capital zurückzuführen war. Dieses konnte innerhalb eines Jahres um über EUR 1,1 Mrd. reduziert werden. Eine weitere wesentliche Maßnahme zur Verschuldungsreduktion bildet das Zurückfahren der Investitionen, die im bisherigen 9M-Verlauf markant unter dem Abschreibungsniveau zu liegen kamen. Alle ausstehenden Anleihen erachten wir derzeit als neutral.

### 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 zeigt sich aufgrund des verbesserten Umfelds optimistisch und hob seine EBITDA-Prognose für das GJ 2020/21 ans obere Ende der zuletzt kommunizierten Spanne von EUR 800 Mio. bis EUR 1 Mrd.

### Risiken

Obwohl die Nachfrage (insb. im Automobilsektor) Erholungstendenzen zeigt und die Stahlpreise wieder steigen, sind die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie in vielen Geschäftsbereichen noch spürbar und es ist noch zu früh, von einer nachhaltigen 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	-0,0%	100,7%	neutral
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	0,4%	102,8%	neutral
AT0000A27LQ1	10.04.2026	1,750%	500	500	0,6%	105,0%	neutral
XS2042382270	19.08.2031	1,810%	50	100.000	1,9%	99,0%	neutral

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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research



**Analyst**

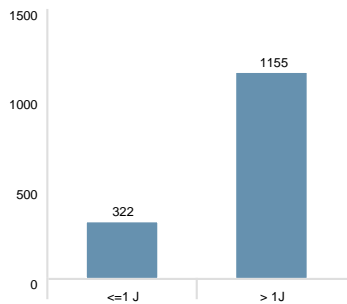
Elena Statelov, CIAA  
elena.statelov@erstegroup.com

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

**Finanzkalender**  
1H 2021: 11. August 2021

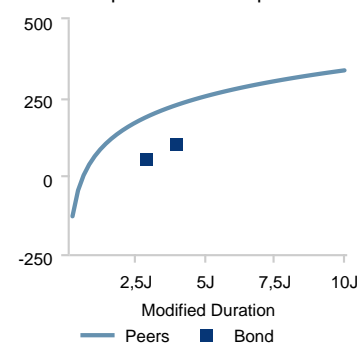
**Letzter Credit-Bericht**  
n.v.

**Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten**  
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research  
Stand 31.03.2021

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



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## WIENERBERGER

### Ergebnisentwicklung

Das 1Q 2021 war für Wienerberger erfolgreich. Trotz dem herausfordernden Umfeld lagen der Umsatz (EUR 796,5 Mio.) und das bereinigte EBITDA (EUR 107,2 Mio.) auf dem Vorjahresniveau. Dabei konnten alle drei Business Units die Herausforderungen, wie Rohstoffpreiserhöhungen oder widrige Witterungsverhältnisse, dank der optimierten Lieferketten und der guten Nachfrage nach Renovierungs- und Infrastrukturlösungen kompensieren. Das EBIT drehte ins Positive auf EUR 48,8 Mio. (das EBIT im 1Q 2020 iHv EUR -75,5 Mio. war durch Wertminderungen, ausgelöst durch COVID-19, belastet). Auf Jahressicht erzielte Wienerberger 2020 trotz der Corona-Krise stabile Umsätze und ein gutes Ergebnis. Treiber waren ein verbesserter Produktmix, strikte Kostendisziplin und starke Beiträge des Fast Forward Effizienzsteigerungsprogramms.

### Kommentar zum Kreditprofil

Wienerberger reagierte auf die Pandemie mit CAPEX-Kürzungen, M&A-Projektstopp sowie Kapazitätsanpassungen, die zu einer deutlichen Erhöhung der liquiden Mittel per 12/2020 auf EUR 666,1 Mio. führten. Ende März 2021 betragen diese EUR 379,6 Mio. und die revolvingenden Kreditlinien EUR 371 Mio. Das Gearing lag Ende 2020 bei 53,3%. Per Ende März 2021 stieg dieses auf 60,8%, was im Wesentlichen auf den saisonalen Anstieg des Working Capitals zurückzuführen war. Die Rückführung des Hybrid-Kapitals verminderte die EK-Quote Ende 2020 auf 40,4% (2019: 50,3%). Diese konnte aber Ende März auf 42,6% leicht verbessert werden. Die Entschuldungsdauer bleibt mit 1,7x (12/20) und 1,9x (3/21) stark. Wir halten die relativ zur ASW Kurve niedrigeren Spreads der zwei ausstehenden Anleihen für gerechtfertigt und bleiben bei unserer neutralen Bewertung.

### Unternehmensziele

Die Strategie 2023 zielt auf die Positionierung als Anbieter umfassender Systemlösungen für Energie- und Wassermanagement in den nordischen Märkten ab. Wienerberger rechnet für das GJ 2021 weiterhin mit zahlreichen Infrastrukturprogrammen von den Regierungen, wo bereits heute rd. 25% der Umsätze im Infrastrukturbereich und rd. 20% von Renovierungen erwirtschaftet werden. Laut Management bleibt das Marktumfeld in Summe in den Wienerberger-Kernsegmenten gesund. Die Prognose für 2021 wurde bestätigt: Trotz der noch anhaltenden Unsicherheiten geht das Unternehmen weiterhin von einem bereinigten EBITDA iHv EUR 600-620 Mio. aus. Diese Zielsetzung berücksichtigt keine Beiträge aus dem Verkauf von Vermögenswerten, Währungseffekten, Veränderungen im Konsolidierungskreis wie z. B. die Akquisition von Meridian Brick und Kosten für Strukturanpassungen.

### Risiken

Wegen des hohen Beitrags des zyklischen Neubaus (ca. 60% vom Umsatz) sowie der aggressiven Dividendenpolitik senkte Moody's im Mai 2020 den Ausblick auf negativ. Das Marktumfeld bleibt infolge der Corona-Krise noch herausfordernd. Die Margen im Kunststoffrohrgeschäft geraten durch den Rohstoffpreisanstieg temporär unter Druck.

### Kennzahlen

EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	3J Trend
<b>EBITDA-Marge</b>	13,3%	13,4%	17,6%	16,6%	↑
<b>EBIT-Marge</b>	6,2%	7,5%	10,5%	9,1%	↑
<b>Eigenkapitalquote</b>	52,2%	51,8%	50,3%	40,4%	↓
<b>Nettoverschuldung / Eigenkapital</b>	33,8%	34,8%	43,7%	53,3%	↓
<b>Finanzverbindlichkeiten / EBITDA</b>	2,0x	1,9x	1,7x	2,9x	↓
<b>Nettoverschuldung / EBITDA</b>	1,6x	1,5x	1,5x	1,7x	→
<b>EBITDA / Zinsaufwand</b>	9,9x	10,1x	14,5x	14,7x	↑
<b>EBIT / Zinsaufwand</b>	4,6x	5,7x	8,6x	8,1x	↑
<b>Operativer Cashflow</b>	272,3	319,4	429,8	504,7	
<b>Investitionscashflow</b>	-178,7	-211,7	-264,1	-147,8	
<b>Einbehaltener CF / Nettoverschuldung</b>	37,3%	41,2%	44,6%	38,7%	→

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	0,1%	105,3%	neutral
AT0000A2GLA0	04.06.2025	2,750%	400	100.000	0,6%	107,6%	neutral

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

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

	Moody's	S&P	Fitch	Definition
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Höchstes Rating. Die Fähigkeit des Schuldners, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen ist extrem stark.
	Aa1	AA+	AA+	Unterscheidet sich vom höchsten Rating nur in geringem Maße. Die Fähigkeit des Schuldners, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen ist sehr stark.
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Etwas anfälliger für die negativen Auswirkungen von Veränderungen der Umstände und wirtschaftlichen Bedingungen als die höher eingestuft Kategorien. Die Fähigkeit des Schuldners, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen ist immer noch stark.
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Ausreichende Schutzparameter vorhanden. Ungünstige wirtschaftliche Bedingungen oder sich ändernde Umstände führen jedoch eher zu einer geschwächten Fähigkeit des Schuldners, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
High-Yield Grade (=Speculative Grade)	Ba1	BB+	BB+	Weniger anfällig für Zahlungsausfälle als andere spekulative Kategorien. Ist jedoch großen Unsicherheiten oder Risiken durch ungünstige geschäftliche, finanzielle oder wirtschaftliche Rahmenbedingungen ausgesetzt, die dazu führen könnten, dass der Schuldner nicht in der Lage ist, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Anfälliger für Zahlungsausfälle als das Rating "BB", aber der Schuldner hat derzeit die Fähigkeit, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ungünstige geschäftliche, finanzielle oder wirtschaftliche Bedingungen werden wahrscheinlich die Fähigkeit oder die Bereitschaft des Schuldners beeinträchtigen, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Derzeit anfällig für Zahlungsausfälle und abhängig von günstigen geschäftlichen, finanziellen und wirtschaftlichen Bedingungen, unter denen der Schuldner seinen finanziellen Verpflichtungen nachkommen kann. Im Falle widriger geschäftlicher, finanzieller oder wirtschaftlicher Umstände ist es unwahrscheinlich, dass der Schuldner seinen finanziellen Verpflichtungen nachkommen kann.
	Caa2	CCC	CCC	
	Caa3	CCC-	CCC-	
	Ca	CC	CC	Derzeit sehr anfällig für Zahlungsausfälle. Der Ausfall ist noch nicht eingetreten, wird aber erwartet, ungeachtet des voraussichtlichen Zeitpunkt des Ausfalls.
C	C	C	Stark anfällig für Zahlungsausfälle. Es wird erwartet, dass die Obligation eine niedrigere relative Seniorität oder eine geringere endgültige Rückzahlungsquote aufweist, als eine mit höherem Rating.	

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

**Kontakte**

**Group Research**

<b>Head of Group Research</b>	
Friedrich Mostböck, CEFA	+43 (0)5 0100 11902
<b>CEE Macro/Fixed Income Research</b>	
Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI)	+43 (0)5 0100 17357
Katarina Muchova (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17336
Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17356
Malgorzata Krzywicka (Fixed Income)	+43 (0)5 0100 17338
<b>Croatia/Serbia</b>	
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
<b>Czech Republic</b>	
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
<b>Hungary</b>	
Orsolya Nyeste (Fixed Income)	+36 1 268 4428
<b>Romania</b>	
Head: Ciprian Dascalu	+40 3735 10108
Eugen Sinca (Fixed income)	+40 3735 10435
Dorina Ilasco (Fixed Income)	+40 3735 10436
<b>Slovakia</b>	
Head: Maria Valachyova, (Fixed income)	+421 2 4862 4185
Matej Hornak (Fixed income)	+421 902 213 591
<b>Major Markets &amp; Credit Research</b>	
Head: Gudrun Egger, CEFA	+43 (0)5 0100 11909
Ralf Burchert, CEFA (Sub-Sovereigns & Agencies)	+43 (0)5 0100 16314
Hans Engel (Senior Analyst Global Equities)	+43 (0)5 0100 19835
Margarita Grushanina (Economist AT, Quant Analyst)	+43 (0)5 0100 11957
Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 11183
Stephan Lingnau (Global Equities)	+43 (0)5 0100 16574
Heiko Langer (Financials & Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 85509
Bernadett Povaszai-Römhild, CEFA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 17203
Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 19632
Elena 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
<b>CEE Equity Research</b>	
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
<b>Croatia/Serbia</b>	
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
<b>Czech Republic</b>	
Head: Petr Bartek (Equity)	+420 956 765 227
Jan Safranek (Equity)	+420 956 765 218
<b>Hungary</b>	
Head: Jozsef Miro	+361 235 5131
Andras Nagy (Equity)	+361 235-5132
Tamas Pletser (Equity)	+361 235-5135
<b>Poland</b>	
Director of Research: Tomasz Duda (Equity)	+48 22 330 6253
Konrad Grygo (Equity)	+48 22 330 6254
Cezary Bernatek (Equity)	+48 22 330 6256
Emil Poplawski (Equity)	+48 22 330 6252
Marcin Gornik (Equity)	+48 22 330 6251
<b>Romania</b>	
Caius Rapanu (Equity)	+40 3735 10441
<b>Editor Research CEE</b>	
Brett Aarons	+420 956 711 014

**Treasury - Erste Bank Vienna**

<b>Head of Group Markets</b>	
Oswald Huber	+43 (0)5 0100 848901
<b>Group Markets Retail Sales</b>	
<b>Group Markets Retail and Agency Business</b>	
Head: Christian Reiss	+43 (0)5 0100 84012
<b>Group Markets Execution</b>	
Head: Kurt Gerhold	+43 (0)5 0100 84232
<b>Retail &amp; Sparkassen Sales</b>	
Head: Uwe Kolar	+43 (0)5 0100 83214
<b>Markets Retail Sales AT</b>	
Head: Markus Kaller	+43 (0)5 0100 84239
<b>Corporate Treasury Product Distribution AT</b>	
Head: Christian Skopek	+43 (0)5 0100 84146
<b>Fixed Income Institutional Sales</b>	
<b>Group Securities Markets</b>	
Head: Thomas Einramhof	+43 (0)5 0100 84432
<b>Institutional Distribution Core</b>	
Head: Jürgen Niemeier	+49 (0)30 8105800 5503
<b>Institutional Distribution DACH+</b>	
Head: Marc Frieberthshäuser	+49 (0)711 810400 5540
Bernd Bollhof	+49 (0)30 8105800 5525
Andreas Goll	+49 (0)711 810400 5561
Mathias Gindele	+49 (0)711 810400 5562
Ulrich Inhofner	+43 (0)50100 85544
Sven Kienzle	+49 (0)711 810400 5541
Rene Klasen	+49 (0)30 8105800 5521
Christopher Lampe-Traupe	+49 (0)30 8105800 5523
Karin Rattay	+43 (0) 5 0100 84118
Michael Schmotz	+43 (0)5 0100 85542
Klaus Vosseler	+49 (0)711 810400 5560
<b>Slovakia</b>	
Sarlota Sipulova	+421 2 4862 5619
Monika Smelikova	+421 2 4862 5629
<b>Institutional Distribution CEE &amp; Insti AM CZ</b>	
Head: Antun Buri?	+385 (0)7237 2439
Jaromir Malak	+43 (0)50100 84254
<b>Czech Republic</b>	
Head: Ondrej Cech	+420 2 2499 5577
Milan Bartos	+420 2 2499 5562
<b>Institutional Asset Management Czech Republic</b>	
Head: Petr Holecek	+420 956 765 453
Petra Maderova	+420 956 765 178
Martin Perina	+420 956 765 106
Petr Valenta	+420 956 765 140
Blanca Weinerova	+420 956 765 317
David Petracek	+420 956 765 809
<b>Croatia</b>	
Head: Antun Buric	+385 (0)72 37 2439
Natalija Zujic	+385 (0)72 37 1638
Zvonimir Tukac	+385 (0)72 37 17 87
<b>Hungary</b>	
Head: Peter Csizmadia	+361 237 8211
Gabor Balint	+36 1 2378205
Adam Szönyi	+36 1 237 8213
<b>Romania and Bulgaria</b>	
Head: Ruxandra Lungu	+40 373516562
<b>Group Fixed Income Securities Markets</b>	
Head: Goran Hobljaj	43 (0)50100 84403
<b>FISM Flow</b>	
Margit Hraschek	+43 (0)5 0100 84117
Christian Kienesberger	+43 (0) 5 0100 84323
Ciprian Mitu	+43 (0)50100 85612
Bernd Thaler	+43 (0) 5 0100 84119
Zsuzsanna Toth	+36 1 237 8209
<b>Poland</b>	
Head: Aleksandar Doric	+43 (0)5 0100 87487
Pawel Kielek	+48 22 538 6223
Michal Jarmakowicz	+43 50100 85611
<b>Group Fixed Income Securities Trading</b>	
Head: Goran Hobljaj	43 (0)50100 84403
<b>Group Equity Trading &amp; Structuring</b>	
Head: Ronald Nemec	+43 (0)50100 83011
<b>Business Support</b>	
Bettina Mahoric	+43 (0)50100 86441

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse (das „Dokument“) wurde von der Erste Group Bank AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen (zusammen mit verbundenen Unternehmen, „Erste Group“) unabhängig und objektiv erstellt, um zusätzliche wirtschaftliche Informationen über das/die analysierten Unternehmen bereit zu stellen. Sie basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Finanzanalysten der Erste Group zum Redaktionsschluss und kann jederzeit ohne Bekanntgabe geändert werden. Sie dient ausschließlich der unverbindlichen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung, ein Angebot bzw. eine Empfehlung oder Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf bzw. Verkauf des hierin genannten Wertpapiers oder Finanzproduktes oder irgendeines mit dem Unternehmen zusammenhängenden Wertpapiers oder Finanzproduktes bzw. dessen Einbeziehung in eine Trading-Strategie dar. Die hierin enthaltenen Darstellungen, Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur. Dieses Dokument gewährt weder einen vollständigen Überblick über das Geschäft, dessen potentielle Risiken und Folgen, noch berücksichtigt es die individuellen Bedürfnisse des Anlegers/der Anlegerin (gemeinsam: „Anleger“) hinsichtlich Ertrag, steuerlichen Situation, Risikobereitschaft bzw. Geeignetheit des Wertpapiers bzw. Finanzproduktes. Dieses Dokument ersetzt daher weder eine anleger- und objektgerechte Beratung noch eine umfassende Risikoauflärung und jedes Wertpapier bzw. Finanzprodukt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau. Die dargestellten Wertentwicklungen und Beispielrechnungen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Wertpapiers bzw. Finanzproduktes zu. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft und Geschäfte in Wertpapieren bzw. Finanzprodukten können riskant bzw. spekulativ sein. Je schlechter die Bonität des Unternehmens bzw. der Emittentin ist, umso höher ist das Risiko der Anlage. Da nicht jedes Geschäft für jeden Anleger geeignet ist, sollte der Anleger vor Abschluss des Geschäfts seinen eigenen Berater (insbesondere Rechts- und Steuerberater) konsultieren, um sicherzustellen, dass - unabhängig von den hierin enthaltenen Informationen - das geplante Wertpapier bzw. Finanzprodukt seinen Bedürfnissen und Wünschen genügt, dass er die Risiken vollständig verstanden hat und nach reiflicher Überlegung zur Überzeugung gelangt ist, dass er das beabsichtigte Geschäft abschließen kann und möchte und in der Lage ist, die wirtschaftlichen Folgen zu tragen. Der Anleger wird darauf hingewiesen, die WAG 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 anderweit vermerkt ist (z.B. ein Kursziel oder eine Empfehlung wird nicht monatlich aktualisiert, auch wenn es in einem Monats/Quartals-Produkt erwähnt wird).

### **Links**

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

## **Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern**

**Österreich:** Die Erste Group Bank AG ist im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 33209m registriert. Die Erste Group Bank AG wird von der Europäischen Zentralbank (EZB) (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:** „Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an „Investment Professionals“ (gemäß Definition dieses Begriffes in Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005“) oder an solche Personen, für die die Weitergabe einer solchen Kommunikation oder Dokuments gesetzlich zulässig ist. Entsprechend ist dieses Dokument nicht für Personen geeignet, die über eine solche professionelle Sachkenntnis zum Thema Veranlagungen nicht verfügen.

**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 and 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts sowie den Vorschriften der Schweizerischen Börse SWX beschrieben dar.

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

© Erste Group Bank AG 2021. All rights reserved.

### **Veröffentlicht durch:**

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

**Erste Group Homepage:** [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com)