Corporate Credit Monitor Austria

Analysten
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild @erstegroup.com
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Appendix
Glossar - Kennzahlen
Rating Skalen
Kontakte
Disclaimer

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

Alle Preise, Kommentare und Einschätzungen sind vom
25.09.2019 10:25

Fertigstellung
25.09.2019 10:45

Editor
Rainer Singer
Senior Economist

Veröffentlichung
25.09.2019 10:55

Unternehmen	Seite
AT&S	3
ATRIUM	4
BEST IN PARKING	5
BOREALIS	6
CA IMMO	7
DO&CO	8
EGGER	9
ENERGIE AG OBERÖSTERREICH	10
EVN	11
FACC	12
KELAG	13
NOVOMATIC	14
OMV	15
PORR	16
S IMMO	17
STRABAG	18
SWIETELSKY	19
TELEKOM AUSTRIA	20
UBM	21
UNIQA	22
VERBUND	23
VIENNA INSURANCE GROUP	24
VOESTALPINE	25
WIENERBERGER	26

Quelle: Erste Group Research

Corporate Credit Monitor - Erläuterungen

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

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

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

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

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

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

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

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

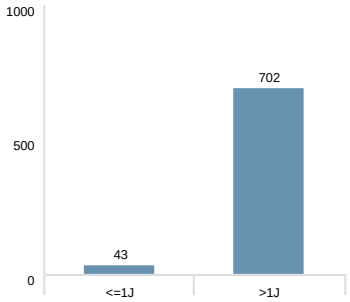
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
Q2 2019/20: 7. November 2019

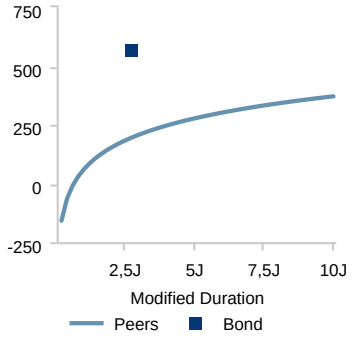
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: AT&S, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

AT&S

Ergebnisentwicklung

AT&S fertigt und vertreibt Leiterplatten und IC-Substrate in den Segmenten "Mobile Devices & Substrates" und "Automotive, Industrial, Medical". Die Produktionsstätten befinden sich in Österreich und Asien. Hauptabsatzmarkt ist Amerika (Umsatzanteil 2018/19: 66%). Im GJ 2018/19 (bis 31.03.2019) wurde ein neuer Umsatz- (EUR ~1 Mrd.; +3,6% J/J bzw. + EUR 36,1 Mio.) und EBITDA-Rekord (EUR ~250,1 Mio.; +10,7% J/J) erzielt. Das Geschäft mit IC-Substraten und der Medizinbereich entwickelten sich im 1Q 2019/20 gut. Schwächer liefen die Bereiche Mobile Devices (ausgeprägte Saisonalität), Automotive (schwieriges Umfeld) und Industrial. Der Umsatz (EUR 222,7 Mio.; +0,3% J/J) blieb stabil, das EBITDA (EUR 34,9 Mio.; -32,9% J/J) sank (z.T. getrieben durch steigende F&E-Aufwendungen). Der FCF (EUR -35,2 Mio. vs. EUR -17,0 Mio.) war aufgrund höherer Investitionen (v.a. in IC-Substrat-Kapazitäten) schwächer als im Vorjahr.

Kommentar zum Kreditprofil

Das berichtete Gearing schwächte sich per 30.06.2019 ab (27,4% vs. 18,7% per 31.03.2019), wobei das Eigenkapital (EUR 759 Mio.) den Emissionserlös der ausstehenden Hybridanleihe (Buchwert EUR ~173 Mio.) inkludiert. Die Eigenkapitalquote liegt bei soliden 42,8% (30.06.; 31.03.: 45,0%). Die EBITDA-Marge (-7,7%-punkte) litt v.a. unter der schwachen Entwicklung im Segment Mobile Devices & IC-Substrates. Das Liquiditätsprofil bleibt stark. Im Vergleich zu Hybridanleihen aus dem BB-Segment sehen wir die AT&S-Hybridanleihe aufgrund des erheblichen Spreadaufschlags unterbewertet.

Unternehmensziele

2019/20 erwartet das Unternehmen in einem weiter schwierigen Marktumfeld stabile Umsätze sowie eine EBITDA-Marge in der Bandbreite von 20-25%. Der Konzern plant Investitionen von bis zu EUR 300 Mio. (davon entfallen EUR 80-100 Mio. auf Erhaltungsinvestitionen). Über die nächsten 5 Jahre werden zum Kapazitätsausbau bei IC-Substraten bis zu EUR 1 Mrd. investiert. Ziel ist es, den Umsatz innerhalb der nächsten 5 Jahre auf EUR 2 Mrd. (bisher EUR 1,5 Mrd.) und die EBITDA-Marge auf 25-30% zu steigern. In fast allen Anwendungsgebieten von AT&S-Produkten (5G-fähige Smartphones, "Internet of Things", Automobil-Elektronik etc.) wird bis 2024 mit Marktwachstum gerechnet.

Risiken

Im Mobile Devices-Segment machte sich zuletzt die rückläufige Nachfrage nach Endgeräten bemerkbar. Das Automotive-Geschäft leidet unter dem derzeit schwierigen Branchenumfeld. Es bestehen Wechselkursrisiken.

Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	22,0%	16,1%	22,8%	24,3%	↑
Eigenkapitalquote	42,3%	37,6%	46,5%	45,0%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	61,7%	72,1%	37,8%	48,6%	↑
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	3,1x	4,5x	2,4x	2,9x	↑
Nettoverschuldung / EBITDA	2,1x	3,0x	1,2x	1,6x	↑
EBITDA / Zinsaufwand	18,9x	9,5x	16,5x	20,5x	↑
EBIT / Zinsaufwand	8,7x	0,5x	6,6x	9,6x	↑
Operativer Cashflow	136,9	136,4	143,2	170,5	
Investitionscashflow	-342,2	-161,1	-193,4	-276,6	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	25,2%	12,9%	34,9%	26,8%	→

Quelle: AT&S, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1721410725	1) 00.00.0000	4,750%	175	100.000	5,3%	97,9%	unterbewertet

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

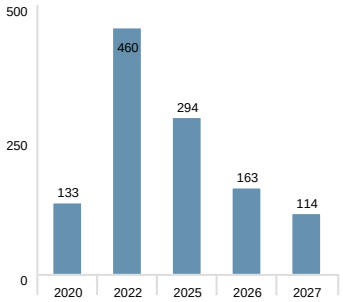
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

Sektor	**Immobilien**
Moody's	**Baa3/Watchlist neg.**
S&P	**BBB-/Watchlist neg.**
Fitch	**BBB/Watchlist neg.**

Finanzkalender
9M 2019: 08. November 2019

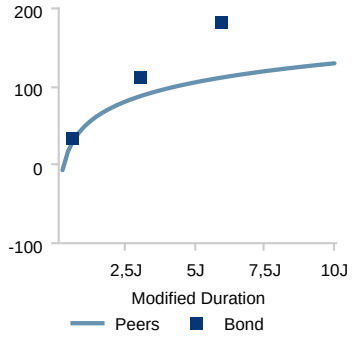
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Atrium, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ATRIUM

Ergebnisentwicklung

Ende Juni 2019 bestand das Portfolio von Atrium aus 32 Einzelhandelsimmobilien. Der Portfoliowert lag bei EUR 2,7 Mrd. Die Nettomieterlöse betrugen EUR 92,4 Mio. (-0.6% j/j); unter Ausschluss Russlands stiegen diese aber um 4% j/j. Die Performance in Russland wurde durch die Entscheidung von Media Markt und Castorama, sich aus dem Land zurückzuziehen, negativ beeinflusst. Auf Gruppenebene blieb das EBITDA mit EUR 81 Mio. gegenüber dem Vorjahr stabil. Die Netto-LTV betrug zum Stichtag 30. Juni 2019 39,3%. Nach dem Verkauf der beiden polnischen Vermögenswerte erwartet das Management, dass die Netto-LTV auf rund 34% sinken wird.

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

Ende Juli 2019 wurde bekannt, dass der Mehrheitseigentümer von Atrium Gazit-Globe Limited (israelischer Immobilienfond) den Immobilienkonzern ganz übernehmen will. Daraufhin reagierten alle Ratingagenturen negativ und setzten das Rating von Atrium auf die negative Beobachtungsliste. Auswirkungen auf die Strategie, die Finanzpolitik und die Kreditkennzahlen von Atrium werden derzeit überprüft. Per Dezember 2018 hielt Gazit rund 60% der ausstehenden Atrium-Aktien. Atrium ist Fremdwährungsrisiken ausgesetzt. Insbesondere das Exposure in Russland wird von den Ratingagenturen kritisch gesehen. Die sieben Objekte machten im GJ 2018 rund 10% vom Gesamtportfoliowert aus; diese sollen mittelfristig veräußert werden.

Kennzahlen

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

Quelle: ATRIUM, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0918754895	20.04.2020	4,000%	133	100.000	-0,1%	102,1%	neutral
XS1118586244	17.10.2022	3,625%	459	100.000	0,6%	107,8%	neutral
XS1829325239	11.09.2025	3,000%	300	100.000	1,3%	108,6%	neutral

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

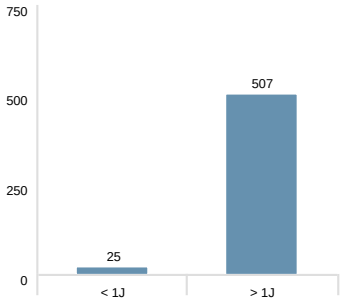
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2019: 2020

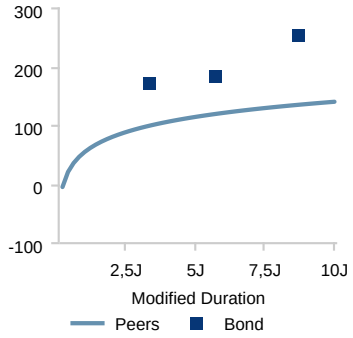
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Best in Parking, Erste Group Research
Stand 31.12.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BEST IN PARKING

Ergebnisentwicklung

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

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: BEST IN PARKING, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1HQ07	02.02.2023	3,375%	76	1.000	1,2%	106,7%	neutral
AT0000A21LB6	27.06.2025	3,500%	44	1.000	1,3%	111,5%	neutral
AT0000A21LA8	03.07.2028	3,500%	50	1.000	2,1%	110,2%	unterbewertet

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

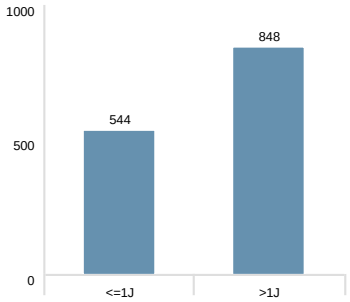
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2019: März 2020

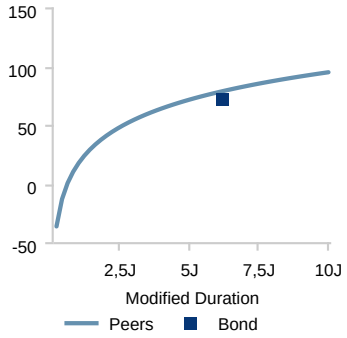
Letzter Credit-Bericht
PDF (14.11.2018)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Borealis, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

BOREALIS

Ergebnisentwicklung

Borealis ist ein global tätiger Chemiekonzern mit Hauptsitz in Wien. Während der Konzernumsatz im 1H 2019 um +1,9% J/J stieg, verringerte sich der Nettogewinn, ausgehend von sehr starken Niveaus und getrieben durch eine leiche Abschwächung der prinzipiell weiterhin guten Polyolefinmargen, auf EUR 528 Mio. (-1,0% J/J). Auch im Basischemikaliengeschäft ging der Betriebsgewinn zurück. Der Pflanzennährstoffabsatz stieg hingegen an. Er profitierte von der verbesserten Funktionsfähigkeit der Produktionsanlagen und höheren Preisen. Der Nettogewinnbeitrag des JV Borouge verringerte sich um EUR 28 Mio. auf EUR 228 Mio., getrieben durch niedrigere Polyolefinverkaufspreise in Asien. Auch nach Dividenden konnte im 1H 2019 ein positiver FCF erzielt werden. Das Management erwartet in der 2. Jahreshälfte Druck auf die integrierten Polyolefinmargen in Europa. Auch in Asien wird keine Verbesserung erwartet. Das Pflanzennährstoffgeschäft sollte auf Erholungskurs bleiben.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Kreditkennzahlen des Konzerns liegen auf sehr gutem Niveau. Per 30.06.2019 berichtete Borealis ein Gearing von 22% (+3%-punkte ggü. 30.06.2018). Es ist weiterhin klar unter dem internen Zielwert (40%-60%). Die Eigenkapitalquote lag bei 63%. Das Liquiditätsprofil ist sehr stark. Der Konzern verfügt über eine ungenutzte Kreditlinie in Höhe von EUR 1 Mrd.. Insgesamt betrugen die Liquiditätsreserven per 30.06.2019 EUR 1,2 Mrd. Sie standen kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von EUR 544 Mio. gegenüber. Am 09.11.2018 versah die Ratingagentur S&P Borealis mit einem BBB+ Rating. Der Ausblick ist stabil. Der Spread der 2025 fälligen Anleihe liegt etwa auf Peer-Niveau: Wir sehen die Anleihe neutral.

Unternehmensziele

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

Risiken

Das Pflanzennährstoffgeschäft litt lange unter globalem Überangebot und niedrigen Preisen. Zuletzt zeigte es aber Erholungstendenzen. Die Polyolefinmargen weisen, ausgehend von sehr hohen Niveaus, eine rückläufige Tendenz auf.

Kennzahlen

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

Quelle: BOREALIS, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A24UY3	10.12.2025	1,750%	300	500	0,3%	108,4%	neutral

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

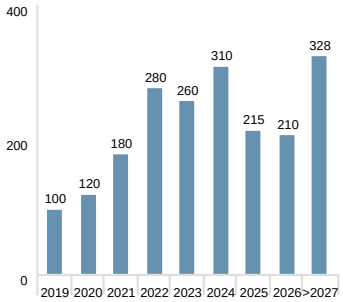
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 20. November 2019

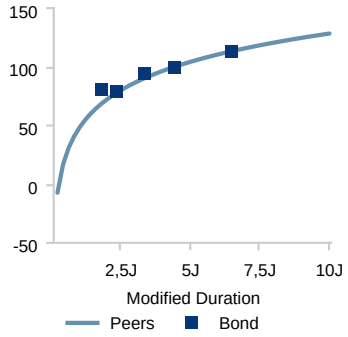
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Präsentation über das 1HJ 2019 (Näherungswerte), CA Immo, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

CA IMMO

Ergebnisentwicklung

CA Immo profitierte im 1HJ 2019 u. a. von der intensiven Development- und Akquisitionstätigkeit des Vorjahres. Die Mieterträge stiegen auf EUR 111,4 Mio. (+18,9% J/J), davon EUR 8,4 Mio. im Zusammenhang mit IFRS 16. Das FFO I Ergebnis kletterte auf EUR 64,5 Mio. (+2,1% J/J). Das EBITDA stieg um 4,3% J/J auf EUR 82,7 Mio. Das Neubewertungsergebnis stand bei EUR 114,8 Mio. zum Stichtag und lag damit über dem Referenzwert des Vorjahres (2018: EUR 48,7 Mio.). Das EBIT lag mit EUR 195,8 Mio. um 30,7% über dem Vorjahr. Der Portfoliowert stieg im GJ 2018 auf EUR 4,7 Mrd. (31.12.2018: EUR 4,5 Mrd.). Das Portfolio wurde per 30.06.2019 zu 95,3% vermietet (31.12.2018: 94,4%).

Kommentar zum Kreditprofil

Seit 2015 verfügt CA Immo über ein Investment Grade Rating von Baa2 bei Moody's. Der Ausblick ist stabil. Ende Juni 2019 war die Bilanz mit einer EK-Quote von 48,1% (Dezember 2018: 49,3%) und einem Loan-to-Value-Verhältnis (Nettoverschuldung zu Immobilienvermögen) von 36,9% (Dezember 2018: 35,6%) weiterhin robust. Das Gearing lag bei 65,2% und somit über dem Niveau von 2018 (59,4%). Die Entschuldungsdauer erhöhte sich somit auf 11,7 Jahre (2018: 10,8x). Die Spreads der CA Immo-Anleihen weiteten sich seit Ende März etwas aus und befinden sich derzeit in der Nähe der Spread-Kurve der Peers. Insgesamt haben sich die Kreditkennzahlen leicht verschlechtert. Unsere neutrale Bewertung für alle ausstehenden Anleihen bleibt aufrecht.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: CA IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1LJH1	12.07.2021	1,875%	140	1.000	0,4%	102,5%	neutral
AT0000A1CB33	17.02.2022	2,750%	175	500	0,3%	105,4%	neutral
AT0000A1JVU3	17.02.2023	2,750%	150	1.000	0,4%	107,4%	neutral
AT0000A1TBC2	22.02.2024	1,875%	175	1.000	0,5%	105,3%	neutral
AT0000A22H40	26.03.2026	1,875%	150	1.000	0,7%	106,7%	neutral

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

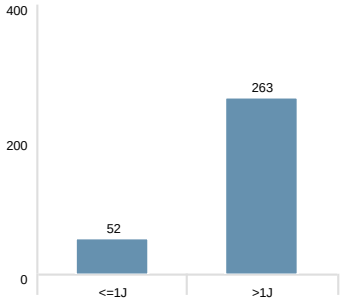
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2019/20: 14. November 2019

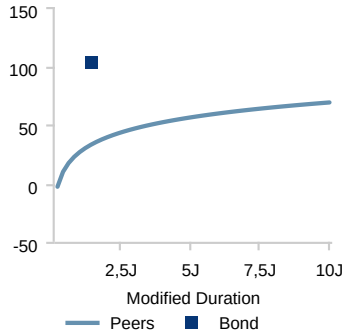
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: DO&CO, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

DO&CO

Ergebnisentwicklung

DO & CO erzielte im 1Q 2019/20 (endete am 30. Juni 2019) einen Umsatz von EUR 247,5 Mio. (+15,6% J/J). Die erstmalige Anwendung des neuen Standards IFRS 16 (Leasingverhältnisse) im laufenden Geschäftsjahr führte zu Verschiebungen in der Konzern-GuV (höhere Abschreibungen, höherer Zinsaufwand, niedrigerer Mietaufwand). Die Profitabilität ist mit und ohne Anwendung des IFRS 16 (leicht) gestiegen. Der operative Cashflow ist mit EUR 11,6 Mio. stark ausgefallen, der freie Cashflow (EUR 2,4 Mio.) lag im Gegensatz zum Vorjahr im positiven Bereich. Für das Geschäftsjahr 2018/19 wurde eine Dividende von EUR 0,85 pro Aktie beschlossen.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Anwendung des IFRS 16 führte (auch) zu höheren Finanzverbindlichkeiten (Leasingverbindlichkeit) und somit zu höherer Nettoverschuldung. In Folge fielen auch alle Kreditkennzahlen (formal) schwächer aus. Das Finanzprofil des Konzerns ist trotzdem solide. Den Großteil der Finanzverbindlichkeiten stellen die einzige ausstehende Anleihe (fällig 03/2021) mit einem Volumen von EUR 150 Mio. sowie Leasingverbindlichkeiten in Höhe von EUR 114 Mio. dar. Aufgrund des breit diversifizierten Ansatzes (hinsichtlich Geschäftssegmente, Marken und Regionen) und der voraussichtlich positiven Geschäftsentwicklung (siehe Unternehmensziele) halten wir den Spread der Anleihe für zu hoch und die Anleihe selbst für unterbewertet.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: DO&CO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

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

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

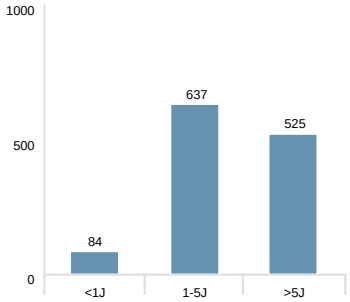
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
HJ 2019/20: Ende 2019

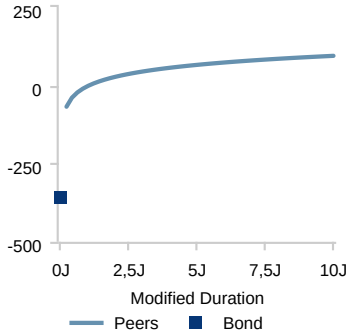
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Egger, Erste Group Research
Stand 30.04.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EGGER

Ergebnisentwicklung

Egger berichtete für das GJ 2018/19 (endete am 30.04.2019) einen Umsatz von EUR 2.842 Mio. (+5,8% J/J). Dieser Zuwachs betraf alle Unternehmensbereiche und stellte einen neuen Höchstwert in der Unternehmensgeschichte dar. Das bereinigte EBITDA (angepasst gemäß Änderungen in IAS 29 - Rechnungslegung in Hochinflationsländern) war mit -4,7% J/J leicht rückläufig. Starken Einfluss auf das Ergebnis nahm die Rekordinvestitionssumme von EUR 489 Mio.; davon EUR 78 Mio. Erhaltungsinvestitionen und EUR 411 Mio. Wachstumsinvestitionen. Die größten Posten entfielen auf die beiden Greenfield-Projekte in Biskupiec (Polen) und in Lexington (North Carolina, USA). Der operative Cashflow stieg auf EUR 338 Mio. (+16,9% J/J).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung erhöhte sich im GJ 2018/19 um 22,7% J/J auf EUR 952 Mio. und ist v.a. auf einen neuen syndizierten Kreditvertrag in Höhe von EUR 200 Mio. sowie das Anfang 2019 begebene Schuldscheindarlehen mit einem Volumen von EUR 375 Mio. zurückzuführen. In Folge verschlechterten sich die Kreditkennzahlen, blieben jedoch auf guten Niveaus: Die Eigenkapitalquote betrug per Ende April 2019 36,5% (vs. 40,4% im Vorjahr), das Gearing lag bei 83,0% (72,8%). Die Entschuldungsdauer blieb mit zwei Jahren in etwa gleich, die Zinsdeckung erhöhte sich dank niedrigerem Zinsaufwand deutlich. Die einzige ausstehende Senior-Anleihe (fällig im 10/2019) wird aufgrund der kurzen Restlaufzeit als neutral bewertet.

Unternehmensziele

Das Management zeigt sich - trotz schwächerer Konjunkturentwicklung in manchen von EGGERs Märkten - zuversichtlich und präsentiert einen positiven Ausblick für das GJ 2019/20, ohne jedoch Guidance-Zahlen zu nennen. Zum Jahreswechsel wird eine neue Kollektion, "EGGER Kollektion Dekorativ 2020-22", in den Markt eingefügt.

Risiken

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

Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	14,9%	15,3%	15,2%	15,9%	↑
Eigenkapitalquote	38,1%	36,9%	40,4%	36,5%	→
Nettoverschuldung / Eigenkapital	82,5%	84,5%	72,8%	83,0%	→
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,4x	2,6x	2,4x	3,1x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	1,9x	2,0x	1,9x	2,1x	→
EBITDA / Zinsaufwand	11,5x	11,8x	15,7x	44,2x	↑
EBIT / Zinsaufwand	5,6x	5,1x	8,0x	16,6x	↑
Operativer Cashflow	355,8	348,7	289,0	338,0	
Investitionscashflow	-308,9	-261,0	-439,3	-472,8	
Einbehaltener CF / Finanzverbindl.	36,7%	36,1%	37,3%	25,1%	↑

Quelle: EGGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WNP5	01.10.2019	4,500%	150	500	-3,7%	100,0%	neutral
AT0000A208R5 1)	00.00.0000	4,875%	150	100.000	4,7%	99,5%	n.v.

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

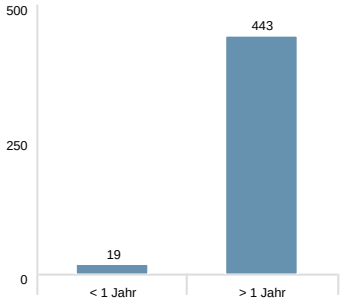
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2018/19: Dezember 2019

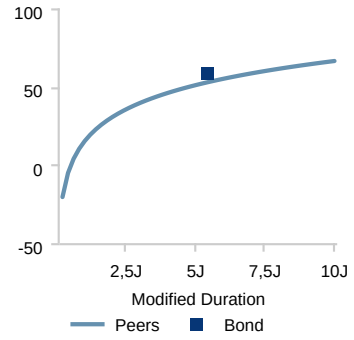
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Energie AG Oberösterreich, Erste Group Research
Stand 31.03.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

ENERGIE AG OBERÖSTERREICH

Ergebnisentwicklung

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

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: ENERGIE AG OBERÖSTERREICH, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0213737702	04.03.2025	4,500%	300	1.000	0,1%	123,6%	neutral

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

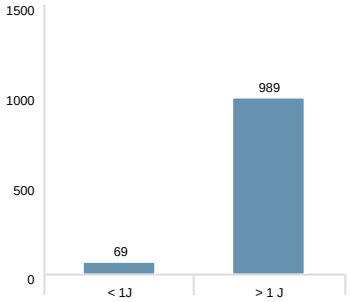
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2018/19: 16. Dezember 2019

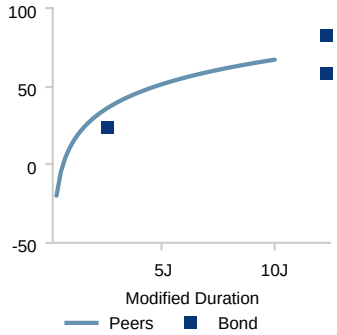
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: EVN, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

EVN

Ergebnisentwicklung

EVN berichtete in 9M 2018/19 (endete am 30. Juni 2019) einen Konzernumsatz von EUR 1.712,6 Mio. (+3,5% J/J). Dieser Anstieg war u.a. auf deutliche Zuwächse in der erneuerbaren Erzeugung sowie auf positive Impulse aus der Wärmeversorgung zurückzuführen. Gegenläufig wirkten Rückgänge in der thermischen Stromerzeugung und im Segment Netze. Höhere Beschaffungskosten und negative Bewertungseffekte aus Absicherungsgeschäften belasteten das EBITDA. Infolge ging die Profitabilität zurück, liegt aber mit 25,4% immer noch auf hohem Niveau. Auch der operative Cashflow reduzierte sich, der freie Cashflow fiel jedoch aufgrund geringerer Investitionen höher aus (EUR 78,3 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung ist seit Jahren rückläufig. Per Ende Juni 2019 betrug diese EUR 846,3 Mio. (Ende 2017/18: EUR 915,1 Mio.). Folglich verbesserten sich die Kreditkennzahlen bzw. blieben gleich. Rund die Hälfte der langfristigen Finanzverbindlichkeiten bestehen aus Anleihen, die andere Hälfte sind Bankdarlehen sowie ein Schuldschein. Insgesamt verfügt das Unternehmen nach wie vor über eine starke Finanzstruktur und sehr guten Kreditkennzahlen. Im Frühjahr 2019 stuften S&P und Moody's EVN jeweils um einen Notch hinauf. Die Begründung enthält folgende Punkte: Ein Großteil der operativen Ergebnisse werden aus Tätigkeiten mit geringem Businessrisiko generiert; die EVN verfügt über eine starke Wettbewerbs- und Marktposition; starke positive Cashflows unterstützen den Entschuldungsprozess und stärken die Kreditkennzahlen. Im Peer-Vergleich stufen wir die drei ausstehenden EUR-Anleihen des Unternehmens als neutral ein.

Unternehmensziele

Für das Geschäftsjahr 2018/19 wird weiterhin ein Konzernergebnis in der Bandbreite von EUR 160-180 Mio. erwartet. Im Bereich Windkraftausbau ist das bis zum Ende des GJ 2019/20 gesteckte Ziel von einer Leistung von EUR 370 MW vorzeitig erreicht worden. Mittelfristig soll hier eine Leistung von 500 MW erreicht werden. In den nächsten Jahren sind bis zu EUR 400 Mio. an jährlichen Investitionen vorgesehen, davon jeweils rund EUR 300 Mio. für Netzinfrastruktur, erneuerbare Erzeugung und Trinkwasserversorgung in Niederösterreich.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: EVN, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0690623771	13.04.2022	4,250%	300	1.000	-0,2%	111,2%	neutral
XS0744577627	20.02.2032	4,125%	100	100.000	0,3%	145,0%	neutral
XS0746091981	23.02.2032	4,125%	25	100.000	0,5%	142,6%	neutral

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

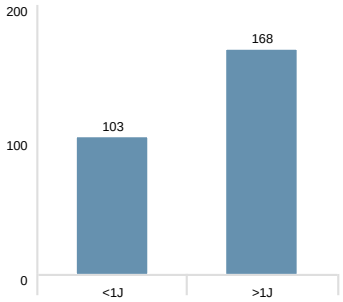
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
H1 2019/20: 15. Oktober 2019

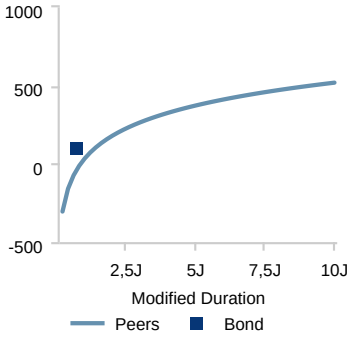
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: FACC, Erste Group Research
Stand 28.02.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

FACC

Ergebnisentwicklung

FACC profitiert vom Wachstum der Luftfahrtindustrie. Im GJ 2018/19 konnte der Umsatz (+4,5% j/j) erneut gesteigert werden. Alle Segmente trugen bei (Aerostructures +0,9% j/j, Engines & Nacelles +4,4% j/j, Cabin Interiors +9,5% j/j). Neuaufträge gingen in Serie, das Wartungs- und Reparaturgeschäft wuchs. Die Umsätze aus Entwicklungsleistungen stiegen. Vor Einmaleffekten (EUR 11,4 Mio.-Wertminderung von Entwicklungsleistungen aufgrund der Airbus-Entscheidung, A380-Auslieferungen ab 2021 vorzeitig einzustellen) kletterte das EBIT um 22,5% j/j auf EUR 55,0 Mio.. Im 1Q 2019/2020 stieg der Umsatz um rd. 2% j/j, getrieben durch das Hochfahren von Produktionsprogrammen in den Sparten Engines & Nacelles und Cabin Interiors. Nur im Segment Aerostructures ging er (-4,8% j/j) wegen des Auslaufens alter Programme zurück. Anlaufkosten für neue und das Auslaufen alter Programme (B737, A380) belasteten das EBIT (EUR 7,4 Mio.; -62% j/j). FACC erzielte eine positiven Free Cashflow von EUR 3,1 Mio..

Kommentar zum Kreditprofil

Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächten sich - berechnet auf Basis des berichteten EBITDA - im GJ 2018/19 leicht ab, liegen aber absolut auf nach wie vor starkem Niveau. Die Eigenkapitalquote lag per 31.05.2019 bei weiterhin soliden 39,7% (31.05.2018: 40,3%). Die Branchenperspektiven bleiben gut: der Flugverkehr nimmt global zu, die Nachfrage nach Flugzeugen und FACCs Auftragsstand sind hoch (USD 6,5 Mrd.). Für die nächsten zwölf Monate erwartet der Konzern stabile Produktionsraten. FACC hat eine diversifizierte Produkt- und Kundenstruktur (u.a. Airbus, Boeing, Bombardier, Embraer). Im Wachstumsmarkt China ist der Konzern gut positioniert. Die Perspektiven sollten es FACC ermöglichen, das Kreditprofil stark zu halten. Wir sehen die FACC-Anleihe verglichen zu High Yield-Industrieanleihen neutral.

Unternehmensziele

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

Risiken

Produktionsraten der Großraumflugzeuge (A380, B787) sinken. Bei FACC wird das durch Steigerungen bei anderen Flugzeugfamilien bzw. Neuprojekte überkompensiert.

Kennzahlen

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

Quelle: FACC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A10J83	24.06.2020	4,000%	90	500	0,6%	102,4%	neutral

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

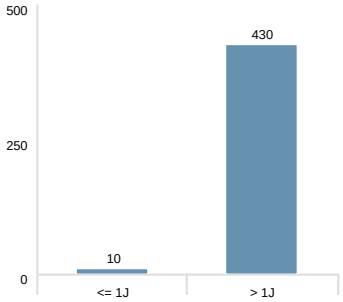
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2019: April 2020

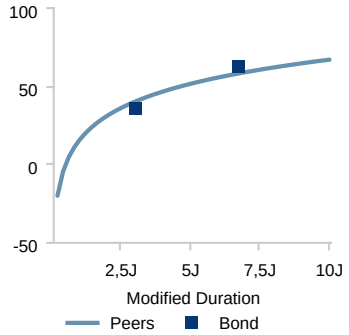
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Kelag, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

KELAG

Ergebnisentwicklung

Kelag berichtete für das 1H 2019 einen Umsatz von EUR 636 Mio. (+7,2% J/J). Das operative Ergebnis profitierte von einer guten Wasserführung (über dem langjährigen Durchschnitt, aber unter jener des 1H 2018), einem guten Beteiligungsergebnis sowie steigenden Strom-Großhandelspreisen. Auch das konsequente Kostenmanagement wirkte sich positiv aus. Die Profitabilität blieb auf hohem Niveau (EBITDA-Marge: 22,3%). Der operative Cashflow stieg weiter an auf EUR 110,3 Mio. (von EUR 104,5 Mio.), der freie Cashflow ging aufgrund höherer Investitionen auf EUR 5,2 Mio. (von EUR 23,1 Mio.) zurück.

Kommentar zum Kreditprofil

Das Finanzprofil von Kelag ist nach wie vor solide, die Eigenkapitalquote blieb mit 42,5% in etwa gleich (Ende 2018: 43,6%). Die Nettoverschuldung stieg geringfügig an und betrug Ende Juni 2019 EUR 308,4 Mio. (EUR 293,3 Mio.). In Folge schwächten sich einige Kreditkennzahlen leicht ab, befinden sich aber weiterhin auf starkem Niveau. Den Großteil der langfristigen Finanzverbindlichkeiten machen die zwei ausstehenden Anleihen in Höhe von je EUR 150 Mio. (fällig 2022 und 2026) sowie der EIB-Kredit mit einem Volumen von EUR 90 Mio. (fällig 2036, zu tilgen ab 2020) aus. Im November 2018 bestätigte S&P sein langjähriges Rating A mit stabilem Ausblick. Begründet wurde dies mit dem stabilen operativen Geschäft dank eines ausgewogenen Geschäftsfeldportfolios, den guten Kreditkennzahlen sowie einem geringen Finanzrisiko. Aufgrund dieser Faktoren, allerdings in Anbetracht eines herausfordernden Marktumfeldes, sehen wir die zwei ausstehenden Anleihen als neutral bewertet.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: KELAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0X913	24.10.2022	3,250%	150	500	-0,1%	110,1%	neutral
AT0000A17Z60	25.06.2026	3,000%	150	500	0,2%	118,5%	neutral

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

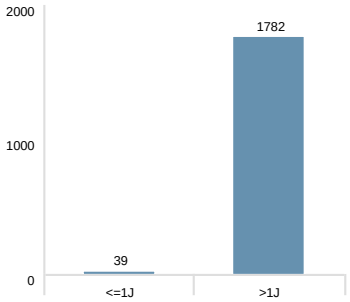
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
GJ 2020: April 2020

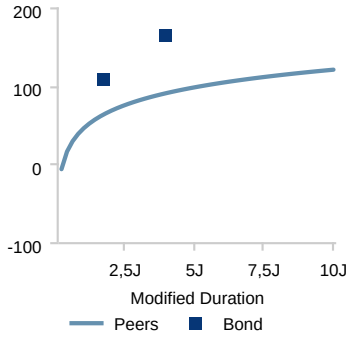
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Novomatic, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

NOVOMATIC

Ergebnisentwicklung

Umsatz und EBITDA sanken im 1H 2019 trotz der Auswirkungen gesetzlicher Änderungen im Kernmarkt Deutschland (Rückgang vermieteter Glücksspielgeräte) sowie in Italien (Steuererhöhungen) nur leicht (-1,9% J/J bzw. -5,1% J/J). Kompensiert wurden sie v.a. durch steigende Automatenerlöse in UK, Spanien, Österreich und den Niederlanden. Miet- und Managementerlöse des Konzerns legten auch dank Erhöhungen der Gerätemieten in Deutschland zu. Die EBITDA-Marge (23,5%; -0,8%-punkte) ging nur leicht zurück. Der Free Cashflow (FCF; 1H 2019: EUR 186,2 Mio.) war v.a. aufgrund des Wegfalls von Zahlungen für den Ainsworth-Anteilserwerb wieder klar positiv (1H 2018: EUR - 297,0 Mio.). Der Verkauf kroatischer Tochtergesellschaften und die im Rahmen des eingeschlagenen Konsolidierungskurses geringeren Investitionen wirkten sich positiv aus.

Kommentar zum Kreditprofil

Kreditkennzahlen wie Entschuldungsdauer und Zinsdeckungsgrad schwächen sich ab, liegen u. E. nach aber weiterhin auf starken Niveaus. Die Eigenkapitalquote sank per 30.06. leicht auf 28,7% (31.12.2018: 33,1%). Die geografische Diversifikation des Konzerns begrenzt den Effekt regulatorischer Änderungen in einzelnen Märkten. Der Erwerb von 52% der Anteile an der australischen Ainsworth Gruppe (führender Anbieter von Gaming-Lösungen in Australasien, Nord- und Südamerika) war auch in dieser Hinsicht ein wichtiger Schritt. Das Liquiditätsprofil der Gruppe bleibt sehr stark. Die bis 2021 und 2023 laufenden Anleihen halten wir, verglichen zur um BB-Emissionen erweiterten Peer-Group, für unterbewertet.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: NOVOMATIC, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A182L5	23.06.2021	3,000%	200	500	0,6%	103,8%	unterbewertet
AT0000A1LHT0	20.09.2023	1,625%	500	500	1,2%	101,2%	unterbewertet

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

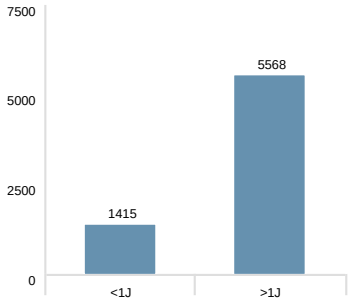
Analyst
Peter Kaufmann, CFA
peter.kaufmann@erstegroup.com

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

Finanzkalender
Q3 2019: 30. Oktober 2019

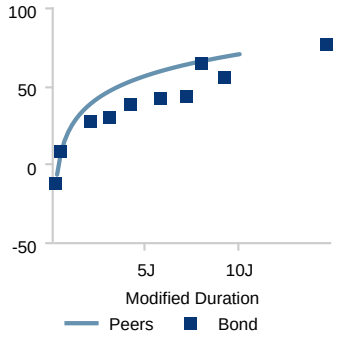
Letzter Credit-Bericht
PDF (26.06.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: OMV, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

OMV

Ergebnisentwicklung

Steigende Produktion, niedrigere Produktionskosten und eine hohe Raffinerieauslastung sorgten im 2Q neben höheren Ölpreisen und Petrochemiemargen für einen Anstieg des bereinigten Ergebnisses (rd. EUR 1 Mrd.; +44% j/j). Up- und Downstream-Ergebnis legten zu. Wermutstropfen waren niedrigere Gaspreise und Raffineriemargen. Der FCF ist negativ, verbesserte sich aber sowohl im Vergleich zum Vorjahresquartal- als auch -halbjahr. Der organische FCF (exkl. Veräußerungen und Akquisitionen, vor Dividenden) blieb positiv und schwächte sich nur leicht ab. 2019 erwartet OMV nun eine Produktion von kleiner 500 kboe/T (zuvor von 500 kboe/T; 2018: 427 kboe/T). Die Petchem-Marge wird nun auf Vorjahresniveau (zuvor: darunter) erwartet.

Kommentar zum Kreditprofil

Mit dem 15%-Anteilserwerb an ADNOC Refinery in Abu Dhabi um ca. USD 2,5 Mrd., dem JV mit Sapura und der bald angestrebten Einigung mit Gazprom über Anteilserwerbe an sibirischen Gasfeldern schließt OMV seinen Umbau vorerst ab. Das Gearing lag per 30.06.19 bei 21% (30.06.18: 20%). Kreditprofil und Liquiditätsausstattung bleiben sehr stark. Das Rating ist durch die Akquisitionen nicht gefährdet. Die 2019er, 2020er und die im Juni 2019 begebene 2034er-Anleihe sehen wir im Peer-Vergleich neutral. Übrige Senior-Bonds (inkl. der im Juni 2019 begebenen 2025er-Anleihe) stufen wir derzeit als überbewertet ein.

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: OMV, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0996734868	25.11.2019	1,750%	500	1.000	-0,4%	100,3%	neutral
XS0485316102	10.02.2020	4,375%	500	1.000	-0,3%	101,7%	neutral
XS0690406243	12.10.2021	4,250%	500	1.000	-0,2%	109,0%	überbewertet
XS0834367863	27.09.2022	2,625%	750	100.000	-0,2%	108,3%	überbewertet
XS1917590876	04.12.2023	0,750%	500	1.000	-0,1%	103,3%	überbewertet
XS2022093434	03.07.2025	0,000%	500	1.000	0,0%	99,8%	überbewertet
XS1734689620	14.12.2026	1,000%	1000	1.000	0,1%	106,6%	überbewertet
XS0834371469	27.09.2027	3,500%	750	100.000	0,2%	125,5%	überbewertet
XS1917590959	04.12.2028	1,875%	500	1.000	0,2%	114,6%	überbewertet
XS2022093517	03.07.2034	1,000%	500	1.000	0,7%	103,4%	neutral
XS1294342792	1) 00.00.0000	5,250%	750	1.000	0,2%	110,9%	n.v.
XS1294343337	2) 00.00.0000	6,250%	750	1.000	1,6%	127,0%	n.v.
XS1713462403	3) 00.00.0000	2,875%	500	100.000	1,2%	107,2%	n.v.

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

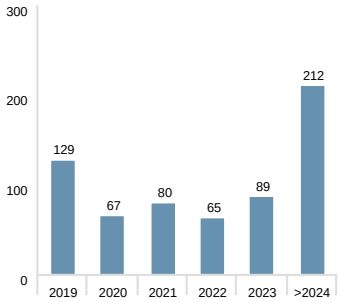
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 28. November 2019

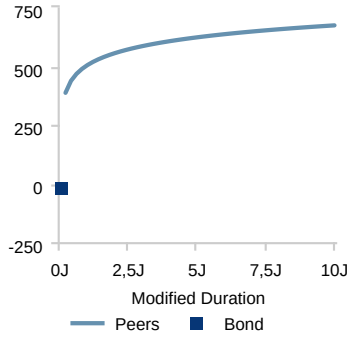
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: PORR, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

PORR

Ergebnisentwicklung

Die PORR erzielte im 1HJ 2019 eine Produktionsleistung von EUR 2,5 Mrd. (+1,6% J/J). Der Auftragsbestand erreichte einen Rekordwert von EUR 7,6 Mrd. (+16,4% J/J). Die Neuaufträge legten ebenfalls kräftig um 14,4% auf knapp EUR 3 Mrd. zu. Das EBITDA verbesserte sich u.a. aufgrund der IFRS 16 Effekte um 31,8% J/J und erreichte EUR 95,4 Mio. Das EBIT konnte um 18,5% J/J auf EUR 17,4 Mio. gesteigert werden.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Nettoverschuldung erhöhte sich in den letzten zwei Geschäftsjahren durch die getätigten Akquisitionen und Investitionen. Ende 2018 betrug diese EUR 150,2 Mio. Per Ende Juni 2019 stieg die Nettoverschuldung auf rund EUR 830 Mio. weiter, was u.a. auf die Effekte der Erstanwendung von IFRS 16 seit 1.1.2019 zurückzuführen war. Zum diesen Zeitpunkt erreichte das Gearing 144% - das höchste Niveau seit 2013. Die Eigenkapitalquote betrug per 30. Juni 2019 16,2% und lag damit um 3,7 PP unter dem Niveau von Ende 2018. Insgesamt bleibt die Profitabilität weiterhin niedrig und die höhere Verschuldung belastet das Kreditprofil. Aufgrund der kurzen Laufzeit der im Oktober 2019 auslaufenden Anleihe bleibt unsere neutrale Bewertung aufrecht.

Unternehmensziele

Der strategische Fokus liegt weiterhin auf Wachstum und Ausbau der Marktposition in den Heimmärkten (AT, CH, CZ, DE, PL). Hinzu kommt Rumänien als neuer Heimmarkt. Aktuell will das Management weitere Marktanteile gewinnen und Bereiche, in denen das Unternehmen bereits tätig ist, noch besser durchdringen. In Großbritannien werden keine weiteren Projekte verfolgt: Ziel ist ein Rückzug aus GB. In Katar ist die Strategie auf Risikominimierung bzw. auf Projektvolumenreduktion ausgerichtet. Für 2019 peilt das Management unverändert eine moderate Steigerung des Leistungsniveaus an, allerdings ohne konkrete Ziele, insbesondere in Bezug auf die Profitabilität, zu nennen. Das Ziel einer Vorsteuermarge von 3% bezogen auf die Produktionsleistung im kommenden Jahr bleibt aufrecht.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: PORR, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19Y28	28.10.2019	3,875%	52	500	-0,4%	100,3%	neutral

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

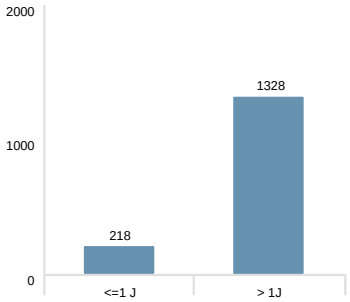
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 26. November 2019

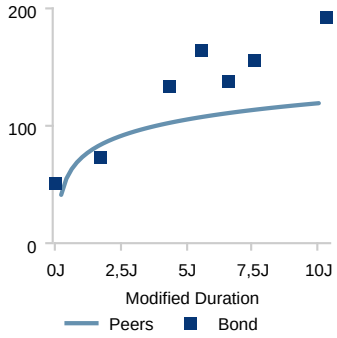
Letzter Credit-Bericht
PDF (17.09.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: S IMMO, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

S IMMO

Ergebnisentwicklung
Die ersten sechs Monate waren für S Immo erfolgreich. Das Unternehmen setzte seinen starken Ergebnistrend weiter fort. Die Gesamterlöse zum 1. Halbjahr konnten um 11% auf EUR 101 Mio. gesteigert werden, was auf die höheren Mieterlöse und höhere Erlöse aus der Hotelbewirtschaftung zurückzuführen war. Das EBITDA stieg um 9,4% J/J auf EUR 43,3 Mio. und das EBIT sogar um mehr als 200% J/J auf EUR 173,3 Mio. Dazu trug das sehr positive Ergebnis aus der Immobilienbewertung bei.

Kommentar zum Kreditprofil
Die Gearing-Ratio lag Ende Juni 2019 bei 113,7%, die EK-Quote bei 41,1% und die LTV-Ratio bei 48,8%. Im Mai 2019 platzierte S IMMO eine weitere Unternehmensanleihe in Höhe von EUR 150 Mio. Obwohl manche Kreditkennzahlen noch immer verbesserungsfähig sind, konnten diese in den letzten fünf Jahren bereits signifikant verbessert werden. Aus diesem Grund stufen wir die neue 2026-Anleihe als unterbewertet ein. Für alle anderen Anleihen bleiben die Bewertungen aufrecht.

Unternehmensziele
Das Unternehmen ist bestrebt, die Finanzierungskosten weiter zu senken. Nach den guten Halbjahresergebnissen 2019 blickt das Management erneut mit großem Optimismus auf die zweite Jahreshälfte von 2019, gibt aber keine Guidance-Zahlen bekannt. Der strategische Fokus liegt weiterhin auf mittelgroßen deutschen Städten (B-Städte) mit demographischem und wirtschaftlichem Potenzial. S Immo profitiert weiter von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung in allen ihren Märkten, vom niedrigen Zinsumfeld und dem hohen Preisniveau auf vielen Immobilienmärkten. Die S Immo strebt ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Kreditbetrag und Verkehrswert der Objekte (Loan-to-Value-Ratio) an: Generell fühlt sich das Management mit einer LTV-Ratio von über 50% wohl.

Risiken
S Immo betreibt eine freundliche Aktionärspolitik. Seit dem GJ 2011 schüttet das Unternehmen Dividenden aus und dies soll weiter fortgesetzt werden. Die Dividende wurde in den letzten sechs Jahren auf Basis der guten Jahresergebnisse mehrmals erhöht. Mit EUR 0,70 pro Aktie wurde für das GJ 2018 die bislang höchste Dividende der Unternehmensgeschichte ausgezahlt. Das Gearing befindet sich noch auf einem hohen Niveau. Die Eigentümerstruktur der S Immo AG änderte sich in den letzten zwei Jahren mehrfach. S Immo hält Aktien in erheblichem Umfang der Immofinanz AG und CA Immobilien Anlagen AG, die als Immobilien-Investmentgesellschaften und Immobilienentwickler ähnlichen Risiken wie die S Immo unterliegen.

Kennzahlen

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

Quelle: S IMMO, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19SB5	03.10.2019	3,000%	67	500	0,3%	100,0%	neutral
AT0000A177D2	17.06.2021	4,500%	90	500	0,3%	107,0%	neutral
AT0000A1Z9D9	06.02.2024	1,750%	100	500	0,9%	103,6%	unterbewertet
AT0000A1DBM5	09.04.2025	3,250%	34	500	1,1%	111,1%	neutral
AT0000A285H4	22.05.2026	1,875%	150	500	1,0%	105,3%	unterbewertet
AT0000A1DWK5	21.04.2027	3,250%	65	500	1,1%	115,3%	unterbewertet
AT0000A1Z9C1	06.02.2030	2,875%	50	500	1,6%	111,7%	unterbewertet

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

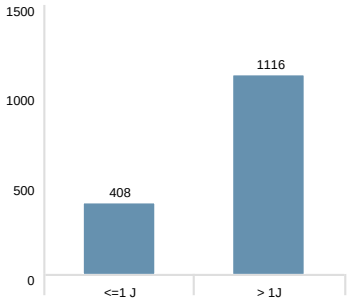
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 13. November 2019

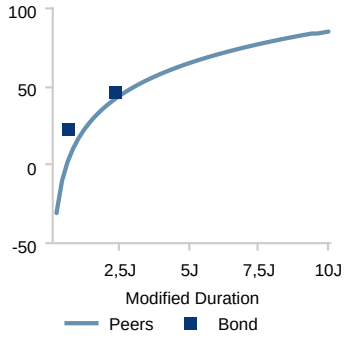
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: STRABAG, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

STRABAG

Ergebnisentwicklung
Das 1HJ 2019 war für Strabag positiv. Die Leistung konnte um 9% J/J auf EUR 7,5 Mrd. gesteigert werden. Dabei präsentierten sich Deutschland, der Hochbau in Österreich, Ungarn und ein Großprojekt in GB stark. Der Auftragsbestand erreichte EUR 18,3 Mrd. (-3% J/J). Die Ertragskraft konnte deutlich auch infolge der Erstanwendung von IFRS 16 verbessert werden. Das EBIT stieg um mehr als 200% J/J auf EUR 61 Mio. und die EBIT-Marge verbesserte sich auf 0,9% im 1HJ 2019 von 0,3% im Vorjahreszeitraum. Das Ergebnis vor Steuern (EBT) lag bei EUR 41,5 Mio. (1HJ 2018: EUR 12,6 Mio.).

Kommentar zum Kreditprofil
Strabag konnte sein Finanzprofil in den letzten Jahren stetig verbessern. S&P bestätigte im September 2019 das Konzern-Rating (BBB; Ausblick stabil). Die starken Kreditkennzahlen auf Jahresbasis werden durch die weitere Verbesserung der Zinsdeckung sowie durch die Nettoliquidität des Konzerns untermauert. Letztere blieb Ende 2018 mit rund EUR 1 Mrd. (Dez. 2017: Nettoliquidität von EUR 1,5 Mrd.) weiterhin sehr hoch. Ende Juni 2019 betrug die Nettoliquidität EUR 240,6 Mio. Die EK-Quote lag Ende 2018 bei 31,4% (Juni 2019: 29,9%). Die in 2020 und 2022 auslaufenden Anleihen erachten wir weiterhin als neutral.

Unternehmensziele
Das Management bestätigte seinen Ausblick für das GJ 2019. Das Unternehmen erwartet ein Überschreiten der EUR 16 Mrd.-Marke bei der Leistung und eine EBIT-Marge von mind. 3,3%. Bis 2022 soll die EBIT-Marge auf 4% steigen. Die Zielsetzung bei der EK-Quote bleibt mit mindestens 25% in Kraft.

Risiken
Die europäische Bauindustrie ist weiterhin wettbewerbsintensiv. Das Investitionsklima in Russland könnte aufgrund des volatilen Ölpreises und des langfristig gesehen schwachen Rubels beeinträchtigt werden. STRABAG legt Wert auf eine kontinuierliche Dividendenpolitik.

Kennzahlen

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

Quelle: STRABAG, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

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

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

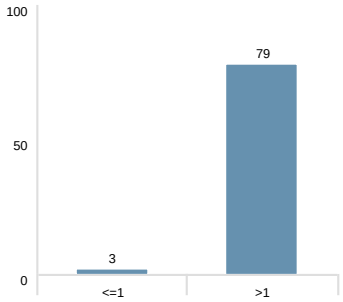
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2018/19: Ende November 2018

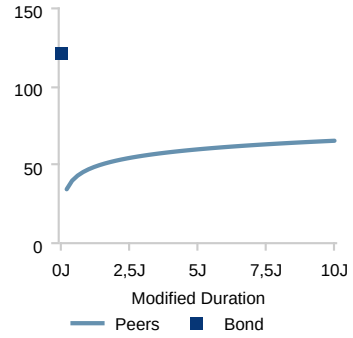
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Swietelsky, Erste Group Research
Stand 31.03.2018

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

SWIETELSKY

Ergebnisentwicklung

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

Kommentar zum Kreditprofil

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

Unternehmensziele

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

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: SWIETELSKY, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A0WR40	12.10.2019	4,625%	74	500	0,9%	100,1%	neutral

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

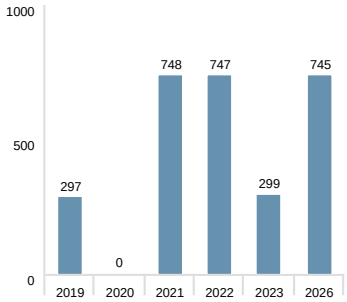
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 15. Oktober 2019

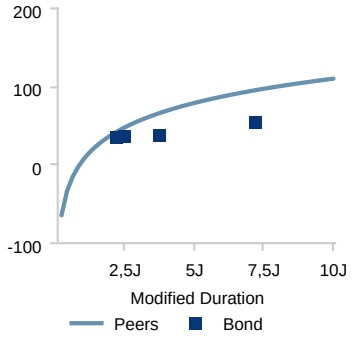
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Telekom Austria, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

TELEKOM AUSTRIA

Ergebnisentwicklung

TKA konnte im 1HJ 2019 den Konzernumsatz um 2,1% J/J auf EUR 2,2 Mrd. steigern. Dazu führte der Anstieg der Erlöse aus Dienstleistungen in allen Märkten. Seit Anfang 2019 findet die Anwendung von IFRS 16 (Leasingverhältnisse) statt. Das EBITDA nach Leasingaufwendungen fiel um 2,4% J/J auf EUR 766,2 Mio. Grund dafür waren die Restrukturierungsaufwendungen in Österreich (1HJ 2019: EUR 42 Mio.). Das Nettoergebnis stieg von EUR 86,5 Mio. im 1HJ 2018 auf EUR 155,9 Mio. im 1HJ 2019 an. Während der Vergleichszeitraum durch die Markenabschreibung negativ beeinflusst war, wirkte sich in den ersten sechs Monaten 2019 ein Steuerfall in Bulgarien negativ auf das Nettoergebnis aus.

Kommentar zum Kreditprofil

Die Bilanzierung von Leasingverhältnissen gemäß IFRS 16 führt zu einem deutlichen Anstieg der Finanzverbindlichkeiten und somit zu einer höheren Nettoverschuldung. Ende Dezember 2018 lag die Nettoverschuldung bei EUR 3,7 Mrd. (exkl. Leasing: EUR 2,7 Mrd.) und Ende Juni 2019 bei EUR 3,8 Mrd. (exkl. Leasing: EUR 2,8 Mrd.). Das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA stieg aus dem oben genannten Grund von 2,0x auf 2,4x. Die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnte zu höheren Investitionen führen, den freien Cashflow belasten und somit Druck auf die Spreads der ausstehenden Anleihen ausüben. Daher erachten wir alle TKA-Anleihen weiterhin als überbewertet.

Unternehmensziele

Das Management bestätigte den Ausblick für das GJ 2019 mit einem Umsatzwachstum von rund 2% J/J und mit CAPEX von rd. EUR 770 Mio. (ohne Leasingverhältnisse, Frequenzinvestitionen und Akquisitionen im Jahr 2019). Telekom Austria strebt an, möglichst allen Kunden Produktbündel (Festnetz/Internet/Mobil/(IP)TV) aus einer Hand anbieten zu können und so langfristig zu wachsen. Dazu könnten wie bisher auch Akquisitionen beitragen. TKA will die Marke A1 schrittweise in allen Ländern einführen und ihre Marken gruppenweit harmonisieren. Ein stabiles BBB-Rating soll jedenfalls beibehalten werden.

Risiken

Mobilfunkmärkte in Österreich und in den CEE-Ländern sind weiterhin von hoher Wettbewerbsintensität und Preisdruck gekennzeichnet. Außerdem herrscht in manchen Ländern ein schwaches makroökonomisches Umfeld und regulatorische Gegenwinde sowie Volatilität bei den Wechselkursen. TKA verfolgt eine Wachstumsstrategie und zeigt sich aktionärsfreundlich. Weitere M&A-Aktivitäten sowie die bevorstehende Versteigerung der 5G-Frequenzen könnten das Kreditprofil belasten.

Kennzahlen

EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	3J Trend
EBITDA-Marge	33,2%	32,2%	31,9%	30,9%	↓
Eigenkapitalquote	29,2%	34,9%	38,9%	33,1%	↑
Nettoverschuldung / Eigenkapital	102,4%	84,7%	78,2%	111,0%	↓
Finanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,5x	2,1x	1,8x	2,0x	→
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8x	1,7x	1,7x	2,0x	→
EBITDA / Zinsaufwand	8,4x	9,5x	14,7x	16,0x	↑
EBIT / Zinsaufwand	3,5x	3,4x	4,7x	5,0x	↑
Operativer Cashflow	1.228,4	1.195,5	1.175,0	1.232,3	
Investitionscashflow	-866,2	-823,5	-770,4	-765,1	

Quelle: TELEKOM AUSTRIA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0999667263	03.12.2021	3,125%	750	1.000	-0,1%	107,0%	überbewertet
XS0767278301	04.04.2022	4,000%	750	1.000	-0,1%	110,3%	überbewertet
XS0950055359	04.07.2023	3,500%	300	100.000	-0,1%	113,5%	überbewertet
XS1405762805	07.12.2026	1,500%	750	100.000	0,1%	109,2%	überbewertet

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

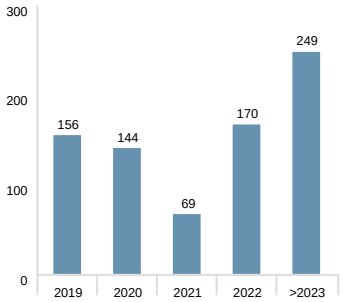
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 28. November 2019

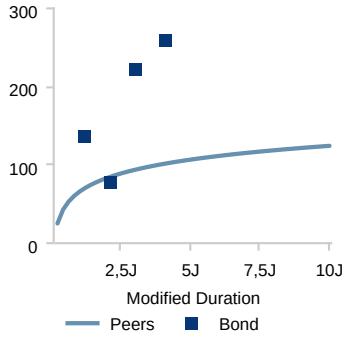
Letzter Credit-Bericht
PDF (22.10.2018)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: UBM, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UBM

Ergebnisentwicklung

In den ersten neun Monaten 2019 verringerte sich die Gesamtleistung um 67% J/J auf EUR 182,6 Mio. Grund dafür waren die geringeren Erlöse aus Immobilienverkäufen im Vergleich zu der Vorjahresperiode. Dennoch konnte der Nettogewinn nach Minderheiten um 19% J/J auf EUR 22,5 Mio. gesteigert werden, was in erster Linie auf Wertanpassungen im Zuge von Verkaufstransaktionen zurückzuführen war (v.a. ein Grundstücksverkauf in Deutschland sowie das Hotelprojekt Sugar Palace in Prag). Die Pipeline für die nächsten dreieinhalb Jahre wuchs im 1HJ 2019 auf einen neuen Rekordwert von EUR 2 Mrd. an.

Kommentar zum Kreditprofil

Wesentliche Kreditkennzahlen konnten sich im GJ 2018 verbessern. Die Nettoverschuldung sank weiter und betrug per Ende 2018 EUR 421,9 Mio. (2017: EUR 477,9 Mio.). Ende Juni 2019 betrug diese EUR 499,2 Mio. und das Gearing 115,7% (Dez. 2018: 96,7%). Durch die im Februar 2018 platzierte Hybridanleihe im Wert von EUR 100 Mio. konnte die EK-Quote gestärkt werden. Ende Juni lag diese bei 34,6% (Dez 2018: 35,3%). UBM peilt eine EK-Quote zwischen 30-35% an. Im Peer Group-Vergleich stufen wir die in 2020 und in 2021 fälligen Anleihen als neutral ein: Grund dafür ist die kurze Restlaufzeit der ersten und das geringe ausstehende Volumen der zweiten Anleihe. Die Bewertung der restlichen zwei Anleihen (Fälligkeiten 2022 und 2023) halten wir ebenfalls für neutral.

Unternehmensziele

Der Fokus von UBM liegt auf Immobilien-Projektentwicklungen in den Kernmärkten Deutschland, Österreich und Polen sowie auf den Assetklassen Büro, Hotel und Wohnen. Laut Management verfügt das Unternehmen über eine führende Position als Hotel-Developer in Europa: Diese will UBM weiter ausbauen. Unternehmensziele bleiben die Kontrolle der Nettoverschuldung sowie die Glättung des Rückzahlungsprofils. Ende August 2019 hob das Management die Guidance für das Gesamtjahr an: Das Unternehmen erwartet ein Vorsteuerergebnis von EUR 65 Mio. (zuletzt EUR 55 Mio.) sowie einen Nettogewinn nach Steuern zwischen EUR 47-50 Mio. (zuletzt: EUR 40 Mio.).

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: UBM, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
DE000A18UQM6	09.12.2020	4,250%	75	1.000	0,9%	103,5%	neutral
AT0000A1PDD4	21.11.2021	3,876%	19	500.000	0,3%	107,6%	neutral
AT0000A1XBU6	11.10.2022	3,250%	150	500	1,7%	104,4%	neutral
AT0000A23ST9	16.11.2023	3,125%	120	500	2,1%	103,9%	neutral
XS1785474294	1) 00.00.0000	5,500%	100	100.000	4,9%	100,6%	n.v.

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

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

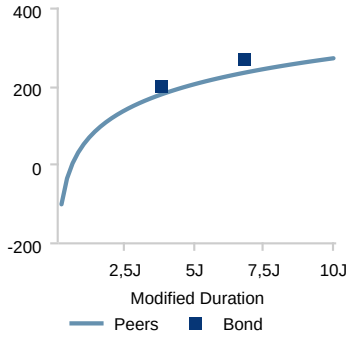
Sektor	**Versicherungen**
Moody's	**-/**
S&P	**A-/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
3Q 2019: 20. November 2019

Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
n.v.

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

UNIQA

Ergebnisentwicklung

UNIQA ist mit 21,4% Marktanteil (2018) Österreichs zweitgrößter Versicherer und Marktführer bei Krankenversicherungen (Marktanteil: rd. 45%). UNIQA erzielt ca. 30% der Prämien im Ausland (v.a. in CEE). Im 1H 2019 stieg das verrechnete Prämienvolumen leicht (+0,6% J/J). Zuwächse in der Schaden/Unfall- (+1,9% J/J) und Krankenversicherung (+3,4% J/J) überkompensierten Rückgänge im Leben-Geschäft (v.a.) in Österreich (-4,2% J/J). Betriebsaufwendungen erhöhten sich um 8,4% J/J (z.T. bedingt durch das IT-Investitionsprogramm). Das Kapitalanlageergebnis stieg trotz Wegfalls eines Einmaleffekts (1Q 2018: Gewinn aus dem Verkauf der Casinos Austria-Beteiligung iHv EUR 47,4 Mio.) um 4,2% J/J auf EUR 301 Mio. Treiber waren v.a. Gewinne aus der Veräußerung von Immobilien. Höhere Kosten belasteten auch das versicherungstechnische Ergebnis und damit das EBT (EUR 135,9 Mio.; -6,3% J/J). Die Combined Ratio stieg trotz reduzierter Schadenquote auf 97,3% (6M 2018: 97,1%).

Kommentar zum Kreditprofil

Der Konzern verfügte per 30.06.2019 mit 216% (31.12.2018: 248%) über eine nach wie vor sehr gute Solvenzkapitalquote. S&P stuft die Holding mit "A-" ein und bestätigte das Rating zuletzt am 21.12.2018. Besonders positiv hob S&P die Kapitaladäquanz hervor. Der Ausblick ist stabil. Wir vergleichen UNIQAs Nachranganleihen (S&P Rating: BBB) mit extern gleich oder ähnlich gerateten Peers. Die Anleihe mit 1. Call 2023 sehen wir unterbewertet, auch jene mit 1. Call 2026 stufen wir gegenüber Peer-Anleihen unterbewertet ein.

Unternehmensziele

Während das Management 2019 im Schaden/Unfall- und Kranken-Segment Prämienwachstum von ~2% bzw. ~3% erwartet, prognostiziert es im Segment Leben v.a. aufgrund schwächerer Nachfrage in Österreich einen Rückgang. Insgesamt rechnet UNIQA 2019 mit einem leichten Prämienanstieg. Bei der Combined Ratio (CoR) strebt der Konzern 2019 eine Verbesserung ggü. 2018 an. Beim Veranlagungsergebnis erwartet das Management heuer einen Rückgang, beim Ergebnis vor Steuern einen Anstieg (bereinigt um den Einmaleffekt aus dem Casinos Austria-Anteil-Verkauf iHv EUR 47,4 Mio.). UNIQA strebt bis 2020 an, die CoR u.a. durch Maßnahmen wie z.B. treffsichereres Pricing, Optimierung der Regulierungspartner-Landschaft im Bereich Kfz-Auslandsschaden, Produktinnovationen, Vermeidung von Versicherungsbetrug usw. auf 95% zu senken. Das laufende Investitionsprogramm in Digitalisierungs- und IT-Projekte dürfte die Ergebnisse in den kommenden Jahren belasten, mittelfristig aber zu Kostensenkungen führen.

Risiken

Das Niedrigzinsumfeld belastet mittel- bis langfristig das Anlageergebnis. Das Lebensversicherungsgeschäft entwickelt sich eher rückläufig. Der Ergebnisbeitrag aus CEE steigt, ist aber noch relativ gering. Aus Credit-Sicht sind die angestrebten schrittweisen Dividendensteigerungen kritisch zu sehen.

Kennzahlen

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

Quelle: UNIQA, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS1117293107	1) 27.07.2046	6,000%	500	100.000	2,0%	125,1%	unterbewertet
XS0808635436	2) 31.07.2043	6,875%	350	100.000	1,3%	120,3%	unterbewertet

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

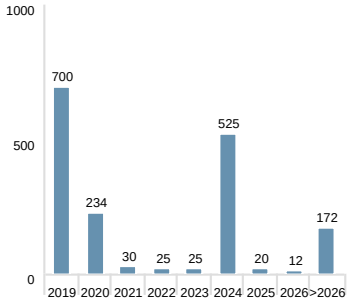
Analyst
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA
bernadett.povazsai-roemhild@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 6. November 2019

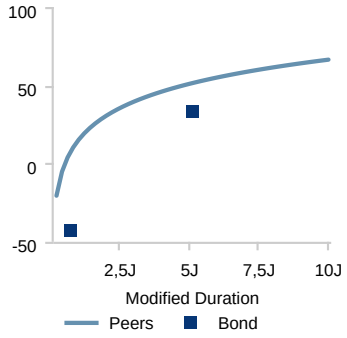
Letzter Credit-Bericht
PDF (20.03.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Verbund, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VERBUND

Ergebnisentwicklung

Verbund berichtete für das 1H 2019 einen Konzernumsatz von EUR 1.835 Mio. (+33,6% J/J). Der Konzern profitierte einerseits von einem signifikanten Preisanstieg am Strom-Großhandelsmarkt und andererseits von einer sehr günstigen Wasserführung (11% über dem langjährigen Durchschnitt und 3 Prozentpunkte über dem Niveau vom 1H 2018). Ebenfalls positiv auf die Ergebnisentwicklung wirkten sich die Effekte aus den Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogrammen der letzten Jahre aus. Das EBITDA stieg im 1H 2019 um 36,2% J/J auf EUR 686 Mio., das EBIT um 45,9% J/J auf EUR 506 Mio. Die ohnehin schon hohe Profitabilität stieg weiter an. Der operative Cashflow lag bei EUR 691 Mio. (+48,7% J/J), der freie Cashflow nach Dividenden fiel mit EUR 151 Mio. stark positiv aus.

Kommentar zum Kreditprofil

Verbunds Nettoverschuldung ist seit 2014 kontinuierlich rückläufig und betrug Ende Juni 2019 EUR 2.433 Mio. (-5,0% ggü. Ende 2018). Die Kreditkennzahlen blieben in etwa gleich. Jedoch wurden die in der Fristenstruktur zum Halbjahr dargestellten, 2019 fälligen EUR 700 Mio. kurz nach dem Berichtsstichtag zum Großteil in Form einer auslaufenden Anleihe getilgt. Somit stellt sich die aktuelle Verschuldungssituation (inkl. Kreditkennzahlen) des Konzerns deutlich besser dar. Die Liquidität ist aufgrund hoher Cashflow-Zahlen sehr gut. Das Management erwartet ein Rating-Upgrade bis Jahresende; die letzte Hinaufstufung durch Moody's und S&P um jeweils einen Notch erfolgte erst im September 2018. Vor diesem Hintergrund sowie aufgrund des operativ sehr starken 1H 2019 halten wir die relativ zur ASW-Kurve niedrigen Spreads der 2024 auslaufenden Anleihe für gerechtfertigt und schätzen sie neutral ein. Die 2020 fällige Anleihe wird aufgrund der kurzen Restlaufzeit neutral eingestuft.

Unternehmensziele

Aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung im 1H 2019 erhöhte das Management das prognostizierte Ergebnis für das Gesamtjahr: Durchschnittliche Rahmenbedingungen vorausgesetzt, wird für 2019 ein EBITDA zwischen EUR 1.180 Mio. und EUR 1.250 Mio. (zuvor EUR 1.100-1200 Mio.) und ein Konzerngewinn zwischen EUR 530 Mio. und EUR 580 Mio. (zuvor EUR 470-540 Mio.) erwartet. Die Ausschüttungsquote soll, wie schon im Vorjahr, 40-45% bezogen auf das um Einmaleffekte bereinigte Konzernergebnis betragen. Die Investitionen für den Zeitraum 2019-2021 sollen EUR 1.834 Mio. betragen und etwa je zur Hälfte auf Wachstums- bzw. Instandhaltungsinvestitionen entfallen. Eventuelle Akquisitionsziele können ausschließlich erneuerbare Energiequellen in Europa sein.

Risiken

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

Kennzahlen

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

Quelle: VERBUND, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
XS0458119566	22.06.2020	4,875%	200	50.000	-0,8%	103,9%	neutral
XS1140300663	20.11.2024	1,500%	500	100.000	-0,1%	108,1%	neutral

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

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

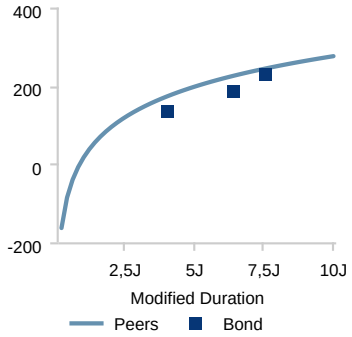
Sektor	**Versicherungen**
Moody's	**-/**
S&P	**A+/stabil**
Fitch	**-/**

Finanzkalender
3Q 2019: 27. November 2019

Letzter Credit-Bericht
PDF (06.05.2019)

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
n.v.

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VIENNA INSURANCE GROUP

Ergebnisentwicklung

Im 1H 2019 steigerte VIG die Prämien um +5,8% (J/J) auf rd. EUR 5,4 Mrd. Der Gewinn vor Steuern kletterte um 10,5% (J/J) auf EUR 257,1 Mio., obwohl das Finanzergebnis (EUR 423,2 Mio.; -17,2% J/J) aufgrund geringerer Gewinnrealisierungen aus dem Verkauf von Veranlagungen und dem Wegfall eines Einmaleffekts im Vorjahr (Verkaufserlös s Immo-Beteiligung) sank. Das stärkste Prämienwachstum wurde in der Krankenversicherung (+11,5% J/J) verzeichnet. Der Gewinnanstieg beruhte auf der guten Entwicklung der Segmente Leben und Kranken. Regional gab es starke Gewinnzuwächse in Österreich, Bulgarien und am Baltikum. Die Combined Ratio (CoR) blieb im Vorjahresvergleich mit 96,4% - trotz leicht schwächerer Schadenquote - nahezu stabil. CEE trug im 1H 2019 61% zum Gewinn vor Steuern bei. Der Konzern ist auf gutem Weg, seine Ziele für 2019 und 2020 zu erreichen.

Kommentar zum Kreditprofil

VIG ist mit ca. 18% Marktanteil in ihren zehn Kernmärkten der führende Versicherungskonzern in CEE (inkl. Österreich). S&P bestätigte das "A+"-Rating der VIG zuletzt am 31. Juli 2019. Der Ausblick ist stabil. Die Solvenzquote lag per 30.06.2019 bei starken 238% (31.12.2018: 239%). Die nachrangige Anleihe mit 1. Call-Termin 2023 stufen wir im Vergleich zu den Peers als neutral ein. Die nachrangige Anleihe mit 1. Call-Termin 2026 sehen wir ebenso neutral. Bei der Bewertung der Anleihen fokussieren wir auf den Spread-Vergleich zu extern ähnlich bzw. gleich gerateten Peers. Die nachrangige Anleihe (ungeratet) der Wr. Städtischen Versicherung (2018 SII-Quote: 226%; CoR: 93,8%), einer 97,75%-Österreich-Tochter der VIG, bewerten wir auch relativ zu VIG-Peer-Bonds. Ihr Spread liegt im Peer-Schnitt: Wir sehen sie ebenso neutral.

Unternehmensziele

2019 strebt der Konzern Prämien in Höhe von EUR 9,9 Mrd. und ein Ergebnis vor Steuern von EUR 500-520 Mio. an. 2020 liegen die Zielwerte bei EUR 10,2 Mrd. bzw. EUR 530-550 Mio. Ziel ist es, die Combined Ratio nachhaltig auf 95% zu senken. Der Ausblick wurde bei der Präsentation des 1H-Ergebnisses am 27.08. bekräftigt. Wachstumspotenzial ergibt sich in CEE aufgrund der im Vergleich zu Westeuropa geringen Versicherungsdichte (Ø Versicherungsprämien/Kopf) sowie des Aufholbedarfs bei Versicherungsprodukten. Das Kranken-, das Bank- und Rückversicherungsgeschäft sowie Assistance und Digitalisierungsprojekte werden forciert. Regional will die VIG Marktanteile v.a. in Kroatien, Ungarn, Polen auf 10% ausbauen. Die Marktführerschaft in Österreich, Tschechien und der Slowakei soll verteidigt werden. Das erfolgreich laufende Strategie-Programm "Agenda 2020" hat u.a. die Steigerung der Kosteneffizienz (z.B. durch "Shared Services", optimiertes Schadenmanagement) zum Ziel.

Risiken

Hohe Wettbewerbsintensität und Preisdruck in der Kfz-Versicherung in CEE. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld belastet. Im GJ 2018 wurde in Rumänien ein Verlust verbucht (Firmenwertabschreibung; Rückstellungsbildung für ein laufendes marktweites Wettbewerbsverfahren). Die Combined Ratio lag in Rumänien auch im 1H 2019 über 100%.

Kennzahlen

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

Quelle: VIENNA INSURANCE GROUP, Erste Group Research

Ausgewählte ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A1VKJ4	11.05.2027	3,500%	250	1.000	1,8%	111,0%	neutral
AT0000A1D5E1	1) 02.03.2046	3,750%	400	1.000	1,3%	114,5%	neutral
AT0000A12GN0	2) 09.10.2043	5,500%	500	100.000	0,8%	118,4%	neutral

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

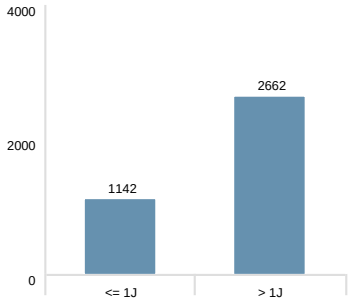
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
1HJ 2019/20: 6. November 2019

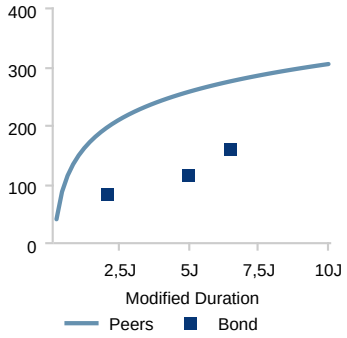
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: voestalpine, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

VOESTALPINE

Ergebnisentwicklung

Die spürbare Eintrübung des globalen konjunkturellen Umfelds, die zunehmend schwierigeren Bedingungen im europäischen Stahlsektor sowie die schwachen Entwicklungen der Automobilindustrie spiegelten sich in den 1Q-Ergebnissen 2019/20 wider. Dazu belasteten weiterhin die hohen Hochlaufkosten im Automotive-Werk in Cartersville, USA. Der Umsatz ging um 3,8% J/J zurück, was primär aus abnehmenden Versandmengen resultierte. Alle vier Divisionen waren mit einem Umsatzrückgang konfrontiert. Das EBITDA sank um 27,7% J/J und das EBIT um 51,6% J/J. Dementsprechend verringerten sich die EBITDA-Marge auf 11,1% (Vj: 14,8%) und die EBIT-Marge auf 4,7% (Vj: 9,3%).

Kommentar zum Kreditprofil

In den letzten fünf Jahren blieb die Gearing Ratio stabil (März 2019: 49,5%); zuletzt stieg diese auf 58,1% (Juni 2019). Die Entschuldungsdauer lag in dieser Periode immer unter der intern festgelegten Obergrenze von drei Jahren. Die Zinsdeckung auf EBITDA- und EBIT-Basis lag im GJ 2018/19 zwar leicht unter dem Vorjahr, ist aber mit 9,2x bzw. 4,6x weiterhin gut. Unserer Meinung nach spiegelt das Spread-Niveau der 2021 und 2024 fälligen Anleihen das schwieriger gewordene Marktumfeld für den Konzern derzeit nicht richtig wider. Die Spreads liegen immer noch unter der Vergleichsgruppe. Aus diesem Grund sehen wir alle drei Anleihen weiterhin als überbewertet. Im August 2019 platzierte voestalpine eine weitere Anleihe im Volumen von EUR 50 Mio., die für institutionelle Investoren geeignet ist. Diese wird nicht bepreist und daher von uns nicht bewertet.

Unternehmensziele

Trotz der gestiegenen wirtschaftlichen Unwägbarkeiten hält das Management an seiner Gesamtjahresprognose fest und zeigt sich bestrebt, 2019/20 eine stabile Entwicklung bei EBITDA (rd. EUR 1,6 Mrd.) und EBIT (rd. EUR 680 Mio.) zu erreichen. Das Management wirkt den aktuellen herausfordernden Entwicklungen mit intensivierten Effizienzsteigerungs- und Kostensenkungsprogrammen entgegen und erwartet in der zweiten Geschäftsjahreshälfte erste positive Effekte daraus. Von einer möglichen Auflösung der ungünstigen Konstellation - steigende Erzpreise in Kombination mit fallenden Stahlpreisen - wird ebenfalls im 2HJ ausgegangen.

Risiken

Derzeit belastet eine Reihe von Unsicherheitsfaktoren das Marktsentiment im Sektor - v.a. steigende Rohstoff- und Energiepreise bei gleichzeitig schwachen Stahlpreisen, schwächere Automobilnachfrage, Unsicherheit über angedrohte Einfuhrzölle in den USA in Höhe von 25%, steigende Preise der CO2-Emissionszertifikaten.

Kennzahlen

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

Quelle: VOESTALPINE, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A19S18	14.10.2021	2,250%	400	500	0,3%	103,6%	überbewertet
AT0000A1Y3P7	27.09.2024	1,375%	500	500	0,7%	103,0%	überbewertet
AT0000A27LQ1	10.04.2026	1,750%	500	500	1,2%	103,3%	überbewertet
XS2042382270	19.08.2031	1,810%	50	100.000	n.v.	n.v.	n.v.
AT0000A0ZHF1	1) 00.00.0000	6,000%	500	1.000	-0,4%	100,5%	n.v.

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

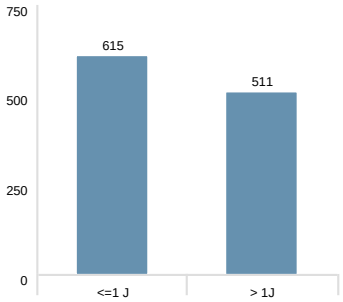
Analyst
Elena Statelov, CIIA
elena.statelov@erstegroup.com

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

Finanzkalender
9M 2019: 7. November 2019

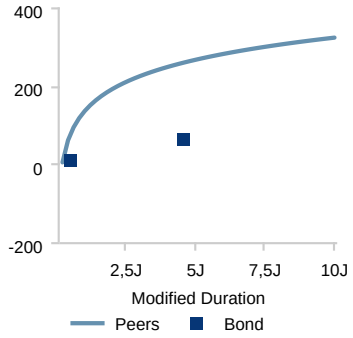
Letzter Credit-Bericht
n.v.

Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten
EUR Mio.



Quelle: Wienerberger, Erste Group Research
Stand 30.06.2019

Asset Swap Spread-Kurve
Kreditrisikoprämie in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

WIENERBERGER

Ergebnisentwicklung

Wienerberger setzte im ersten Halbjahr 2019 ihre wertschaffende Wachstumsstrategie konsequent um und verzeichnete neue Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis. Der Umsatz stieg um 8% J/J auf EUR 1,7 Mrd. und das EBITDA um 33% J/J auf EUR 287 Mio. Noch stärker war der Anstieg beim Nettoergebnis, das auf EUR 127 Mio. mehr als verdoppelt wurde. Starke Ergebnisbeiträge lieferten das Programm zur Performance-Steigerung Fast Forward (EUR 25 Mio.) sowie die getätigten Übernahmen, die laut Management eine sehr gute Performance zeigten. Ende Juni 2019 stand Wienerberger eine ungezogene Kreditlinie von EUR 330 Mio. zur Verfügung.

Kommentar zum Kreditprofil

Die erstmalige Anwendung von IFRS 16 (Leasingverhältnisse) wird laut Management zu einer Erhöhung der Nettoverschuldung im GJ 2019 um insgesamt EUR 200 Mio. führen. Ende Juni 2019 lag die Nettoverschuldung mit rund EUR 1 Mrd. deutlich über dem Wert per 31.12.2018 (EUR 674,4 Mio.). Dazu führten u.a. der saisonal bedingte Anstieg des WC (EUR 209 Mio.) sowie die Leasingverbindlichkeiten (EUR 160,6 Mio.). Das Gearing stieg zu diesem Zeitpunkt auf 51,2% (2018: 34,8%) an. Die EK-Quote betrug 48,6% (Dez. 2018: 51,8%) und die Entschuldungsdauer (letzte 12M) 2J (Dez. 2018: 1,5x). Generell konnte Wienerberger die Verschuldungskennzahlen in den letzten fünf Jahren verbessern. Im April 2018 wurde das Rating durch Moody`s um eine Stufe auf Ba1 angehoben. Wir sehen den niedrigeren ASW-Spread der 2024 fälligen Anleihe gegenüber den Peers als gerechtfertigt und behalten unsere neutrale Einschätzung bei. Bei der bis 2020 laufenden Anleihe bleibt die Bewertung ebenfalls auf neutral.

Unternehmensziele

Trotz aktueller Unsicherheitsfaktoren erwartet Wienerberger eine weitgehend stabile bis leicht wachsende Nachfrage in den Kernmärkten. Nach der starken Entwicklung im 1HJ 2019 ist das Management für die zweite Jahreshälfte äußerst zuversichtlich. Das Unternehmen präzisierte seine Jahresprognose: Für das bereinigte EBITDA 2019 rechnet nun das Management mit EUR 570-580 Mio. von zuvor EUR 560-580 Mio. Dazu sollen eine Steigerung des Absatzes, eine Verbesserung der Durchschnittspreise sowie positive Effekte aus Optimierungsmaßnahmen führen.

Risiken

Wienerberger verfolgt weiter eine Wachstumsstrategie. Ein wahrscheinlich gewordener harter Brexit könnte sich im Kernmarkt Großbritannien negativ auswirken. UK ist für rund 17% der Umsätze des größten Segments Building Solutions verantwortlich.

Kennzahlen

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

Quelle: WIENERBERGER, Erste Group Research

Ausstehende EUR Anleihen

ISIN	Fälligkeit	Kupon	Volumen*	Stückelung**	Rendite	Preis***	Einschätzung
AT0000A100E2	17.04.2020	4,000%	300	1.000	-0,3%	102,2%	neutral
AT0000A20F93	02.05.2024	2,000%	250	1.000	0,2%	108,1%	neutral
DE000A1ZN206	1) 00.00.0000	5,000%	272	1.000	0,3%	105,9%	n.v.

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

Glossar – Kennzahlen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rating Skala

INVESTMENT GRADE RATINGS

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

SPECULATIVE GRADE RATINGS

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

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

Kontakte

Group Research

Head of Group Research	
Friedrich Mostböck, CEFA	+43 (0)5 0100 11902
Major Markets & Credit Research	
Head: Gudrun Egger, CEFA	+43 (0)5 0100 11909
Ralf Burchert, CEFA (Sub-Sovereigns & Agencies)	+43 (0)5 0100 16314
Hans Engel (Senior Analyst Global Equities)	+43 (0)5 0100 19835
Margarita Grushanina (Economist AT, Quant Analyst)	+43 (0)5 0100 11957
Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 11183
Stephan Lingnau (Global Equities)	+43 (0)5 0100 16574
Heiko Langer (Financials & Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 85509
Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 17203
Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds)	+43 (0)5 0100 19632
Elena Statelov, CIIA (Corporate Bonds)	+43 (0)5 0100 19641
Gerald Walek, CFA (Economist Euro, CHF)	+43 (0)5 0100 16360
Rainer Singer (Senior Economist Euro, US)	+43 (0)5 0100 17331
Macro/Fixed Income Research CEE	
Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI)	+43 (0)5 0100 17357
Zoltan Arokszallasi, CFA (Fixed income)	+43 (0)5 0100 18781
Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17356
Malgorzata Krzywicka (Fixed Income)	+43 (0)5 0100 17338
CEE Equity Research	
Head: Henning Eßkuchen	+43 (0)5 0100 19634
Daniel Lion, CIIA (Technology/Industrial Goods&Services)	+43 (0)5 0100 17420
Michael Marschallinger, CFA	+43 (0)5 0100 17906
Nora Nagy	+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
Editor Research CEE	
Brett Aarons	+420 956 711 014
Research Croatia/Serbia	
Head: Mladen Dodig (Equity)	+381 11 22 09 178
Head: Alen Kovac (Fixed income)	+385 62 37 1383
Anto Augustinovic (Equity)	+385 62 37 2833
Magdalena Dolenec (Equity)	+385 72 37 1407
Mate Jelic (Fixed income)	+385 72 37 1443
Ivana Rogic (Fixed income)	+385 62 37 2419
Davor Spoljar, CFA (Equity)	+385 62 37 2825
Research Czech Republic	
Head: David Navratil (Fixed income)	+420 956 765 439
Head: Petr Bartek (Equity)	+420 956 765 227
Marek Dongres (Equity)	+420 956 765 218
Jan Safranek (Equity)	+420 956 765 218
Jiri Polansky (Fixed Income)	+420 956 765 192
Roman Sedmera (Fixed Income)	+420 956 765 391
Michal Skorepa (Fixed income)	+420 956 765 456
Research Hungary	
Head: Jozsef Miro	+361 235 5131
Andras Nagy (Equity)	+361 235-5132
Orsolya Nyeste (Fixed Income)	+36 1 268 4428
Tamas Pletser (Equity)	+361 235-5135
Research Poland	
Director of Research: Tomasz Duda (Equity)	+48 22 330 6253
Konrad Grygo (Equity)	+48 22 330 6254
Michal Pilch (Equity)	+48 22 330 6255
Cezary Bernatek (Equity)	+48 22 330 6256
Emil Poplawski (Equity)	+48 22 330 6252
Research Romania	
Head: Horia Braun-Erdei	+40 3735 10424
Caius Rapanu (Equity)	+40 3735 10441
Eugen Sinca (Fixed income)	+40 3735 10435
Dorina Ilasco (Fixed Income)	+40 3735 10436
Research Slovakia	
Head: Maria Valachyova, (Fixed income)	+421 2 4862 4185
Katarina Muchova (Fixed income)	+421 2 4862 4762
Research Turkey	
Berke Gümüs (Equity)	+90 2129120445
Gizem Akkan (Equity)	+90 2129120445

Treasury - Erste Bank Vienna

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

Disclaimer

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

Interessenskonflikte

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

Methodik und Bewertung

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

Geplante Aktualisierungshäufigkeit der Preisempfehlungen

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

Links

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

Besondere Hinweise für Leser in den folgenden Ländern

Österreich: Die Erste Group Bank AG ist im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien unter der Firmenbuchnummer FN 33209m registriert. Die Erste Group Bank AG wird von der Europäischen Zentralbank (EZB) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt am Main, Deutschland) sowie von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wien, Österreich) beaufsichtigt und reguliert.
Deutschland: Die Erste Group Bank AG ist für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Deutschland durch die österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA) autorisiert und wird teilweise durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.
Vereinigtes Königreich: Die Erste Group Bank AG wird im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Dieses Dokument darf ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden verteilt werden. Es darf nicht an Privatkunden ausgeteilt werden. Keine anderen Personen als geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden sollten dieses Dokument lesen und sich auf die enthaltenen Informationen verlassen. Die Erste Group Bank AG übt keine Investment-Dienstleistungen für Privatkunden aus.
Tschechien: Die Ceská sporitelna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Tschechien von der Tschechischen Nationalbank (CNB) beaufsichtigt und reguliert.
Kroatien: Die Erste Bank Croatia wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Kroatien von der kroatischen Finanzdienstleistungsaufsicht (HANFA) beaufsichtigt und reguliert.
Ungarn: Die Erste Bank Hungary ZRT. sowie die Erste Investment Hungary Ltd. werden im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Ungarn von der Ungarischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (PSZAF) beaufsichtigt und reguliert.
Serbien: Die Erste Group Bank AG wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Serbien von der serbischen Wertpapierkommission (SCRS) beaufsichtigt und reguliert.
Rumänien: Die Banka Comerciala Romana wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Rumänien von der Rumänischen Nationalen Wertpapieraufsicht (CNVM) beaufsichtigt und reguliert.
Polen: Die Erste Securities Polska S.A. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in Polen von der Polnischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (PFSA) beaufsichtigt und reguliert.
Slowakei: Die Slovenská sporitelna, a.s. wird im Rahmen der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in der Slowakei von der Slowakischen Nationalbank (NBS) beaufsichtigt und reguliert.
Türkei: Tarkus Advisory, ein nicht reguliertes türkisches Beratungsunternehmen, ist exklusiver Partner der Erste Group Bank AG für Aktienanalysen und agiert im Auftrag der Erste Group Bank AG zum Zweck der Analyse türkischer Emittenten. Für Inhalt, Bewertungen und Preisziele ist ausschließlich die Erste Group Bank AG verantwortlich.
Schweiz: Diese Finanzanalyse stellt weder einen Prospekt noch irgendeine Form des Angebots oder der Listung von Wertpapieren wie unter Artikel 652a, 752 und 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts sowie den Vorschriften der Schweizerischen Börse SWX beschrieben dar.
Hong Kong: Dieses Dokument darf in Hongkong nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

©: 2019 Erste Group Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Veröffentlicht durch:

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

Erste Group Homepage: www.erstegroup.com