

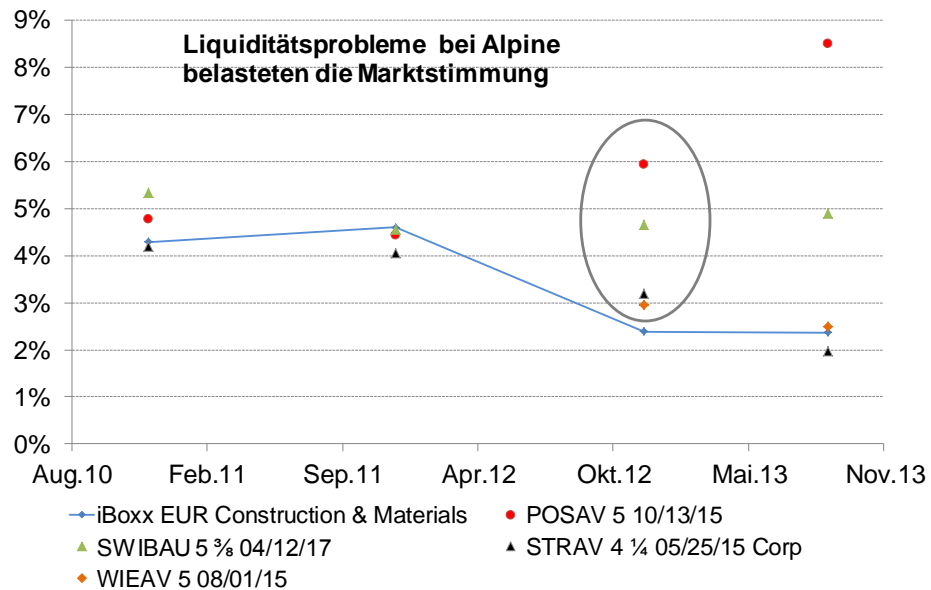
Österreichische Bau- und Baustoffunternehmen im Überblick

Corporate Bonds

Elena Statelov
Major Markets & Credit Research
September 2013

Entwicklung der heimischen Bauanleihen

Renditen ausgewählter Bauanleihen



Quelle: Bloomberg, iBoxx, Erste Group Research, Stand 26. September 2013

- Die Marktstimmung gegenüber dem heimischen Bausektor wurde im Oktober 2012 durch die Liquiditätsschwierigkeiten bei Alpine gedrückt.
- Innerhalb der österreichischen Bauunternehmen verzeichneten damals insbesondere Porr-Anleihen (siehe die Grafik links) am Sekundärmarkt deutliche Renditeanstiege. Anleihekurse von Emittenten mit soliderem Kreditprofil (u.a. Strabag) erholten sich infolge relativ schnell.
- Die Renditen der heimischen Baukonzerne Porr und Swietelsky liegen derzeit über jener vom iBoxx EUR Construction & Materials Index.

Kreditkennzahlen

Porr (k.R.)	EBITDA-Marge	Gearing	EK-Quote	EBITDA/Zinsauf.	Nettoverschuldung / Ebitda
2008	4,8%	146,5%	19,4%	3,2x	4,2x
2009	4,8%	99,9%	23,9%	3,1x	4,0x
2010	4,6%	92,5%	22,0%	2,8x	4,3x
2011	0,5%	204,2%	14,2%	0,2x	57,1x
2012	4,5%	174,3%	15,7%	2,7x	5,4x
1HJ 2013	3,8%	204,0%	15,5%	5,2x	6,4x
Strabag (BBB-)	EBITDA-Marge	Gearing	EK-Quote	EBITDA/Zinsauf.	Nettoverschuldung / Ebitda
2008	5,3%	7,3%	30,5%	4,9x	0,3x
2009	5,5%	Nettoliquid.	32,2%	7,0x	--
2010	5,9%	Nettoliquid.	31,1%	7,5x	--
2011	5,4%	1,0%	30,3%	7,2x	0,0x
2012	4,7%	8,7%	31,2%	4,9x	0,5x
1HJ 2013	1,3%	23,6%	29,8%	13,6x	1,2x
Swietelsky ¹ (k.R.)	EBITDA-Marge	Gearing	EK-Quote	EBITDA/Zinsauf.	Nettoverschuldung / Ebitda
2008/09	3,9%	28,3%	34,2%	6,2x	0,7x
2009/10	4,1%	18,8%	36,9%	7,8x	1,1x
2010/11	4,7%	22,8%	34,9%	6,9x	0,8x
2011/12	4,3%	29,5%	35,7%	6,8x	0,9x
2012/13	4,2%	58,8%	28,3%	5,4x	1,3x
Wienerberger (Ba3)	EBITDA-Marge	Gearing	EK-Quote	EBITDA/Zinsauf.	Nettoverschuldung / Ebitda
2008	18,1%	39,2%	57,0%	5,3x	2,2x
2009	11,5%	19,7%	62,3%	3,6x	2,4x
2010	11,9%	14,5%	62,6%	3,7x	2,2x
2011	12,6%	14,8%	60,9%	4,7x	2,0x
2012	10,4%	25,5%	57,1%	3,4x	2,5x
1HJ 2013	8,4%	35,6%	52,7%	4,1x	3,2x

¹⁾ Das Geschäftsjahr endet Ende März

Durch die Zyklizität des Geschäfts sind die Halbjahresergebnisse bei den einzelnen Baufirmen nicht vollständig vergleichbar.

Quelle: Geschäftsberichte, Erste Group Research

PORR

- **2011 wurde eine strategisch umfassende Neupositionierung gestartet.** Diese umfasst die Fokussierung auf die sicheren Heimmärkte (Österreich, Deutschland, die Schweiz, Polen und Tschechien) sowie die bewusste Distanzierung aus der wirtschaftlich volatileren CEE/SEE Region. Mehr als 90% ihrer Produktionsleistung im GJ 2012 erwirtschaftete die Gruppe in den Heimmärkten. **Der Vorstand erwartet 2013 ein stabiles operatives Ergebnis.** Aufgrund der hohen Volatilität der Baumärkte weist das Management jedoch auf eine deutliche Schwankungsbreite dieser Prognose hin.
- **Das Verschuldungs- und Finanzprofil wurde** 2012 gegenüber 2011 dank der Optimierung der Kostenstruktur gestärkt, bleibt allerdings weiterhin stark verbesserungsbedürftig. Sowohl die Entschuldungsdauer (5,4 Jahre) als auch der Zinsdeckungsgrad auf EBITDA-Basis (2,7x) sind gegenüber der Peer Group deutlich schwächer. Die nächsten zwei Jahre werden ganz im Zeichen des Kostensenkungsprogramms „fitforfuture“ stehen. Bis 2014 rechnet Porr mit beträchtlichen Kosteneinsparungen.
- Rund ein Drittel der Finanzverbindlichkeiten stellen die drei ausstehenden EUR Anleihen im Gesamtvolumen von EUR 275 Mio. dar. Diese werden in den kommenden drei Jahren fällig. Die Erhöhung der Nettoverschuldung per Ende 1HJ13 auf EUR 651 Mio. (2012: EUR 562 Mio.) ist auf den unterjährigen Finanzierungsbedarf zurückzuführen. **Das Management plant mittelfristig eine Reduktion der Nettoverschuldung auf Null.** Neben einer Working Capital Optimierung soll insbesondere der gezielte Abbau einer Reihe von nicht zur Eigennutzung stehenden Immobilien (u.a. Logistik-, Hotel- und Büroobjekte) dazu beitragen.
- **Weitere Optimierung der Tilgungsstruktur ist erforderlich.** Per Ende Dezember 2012 betrug der Refinanzierungsbedarf für 2013 EUR 254,6 Mio. Darin ist ein ÖKB-Kredit in Höhe von EUR 200 Mio. (Laufzeit 30.11.2013) inkludiert. Die leichte Verbesserung der Tilgungsstruktur per Ende Juni 2013 lässt uns vermuten, dass dieser Kredit teilweise erfolgreich prolongiert wurde. Eine schriftliche Bestätigung vom Unternehmen liegt allerdings nicht vor. Zudem könnte eine erfolgreiche Platzierung der zuvor verschobenen Anleihe-Emission im Juni 2013 zu einer Verbesserung der Tilgungsstruktur führen.
- **Die Eigenkapitalquote ist weiterhin niedrig (Juni 13: 15,5%).** Es wurden allerdings Maßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitals beschlossen wie die Aufhebung des Dividendenvorzugs sämtlicher Vorzugsaktien, die Erhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln um ca. EUR 2,2 Mio. sowie eine Kapitalerhöhung 2014 oder 2015 (siehe das [Interview mit Porr-Chef Karl-Heinz Strauss im Börse Express](#)). **Mittelfristig will das Management eine signifikante Verbesserung der EK-Quote erreichen.**

STRABAG

- Nachdem sich Strabag in den Krisenjahren gut behaupten konnte, spürte das Unternehmen die negativen Auswirkungen der Staatschuldenkrise im GJ 2012 deutlich. Der Trend steigender Erträge seit dem Börsegang 2007 wurde somit 2012 unterbrochen.
- **Das Kreditprofil** verschlechterte sich im ersten Halbjahr 2013 leicht. Aufgrund des saisonbedingten Verlustes und unterjährigen Finanzierungsbedarfes stieg die Nettoverschuldung per Ende Juni 2013 auf EUR 707,9 Mio. an (Dezember 2012: EUR 275 Mio.). Dennoch ist die Tilgungsstruktur von Strabag ausgewogen. Ende Juni 2013 verfügte das Unternehmen über liquide Mittel von EUR 1.078 Mio. Diesen standen kurzfristige Finanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 370,4 Mio. gegenüber. Die Entschuldungsdauer war weiterhin mit 1,2 Jahren sehr niedrig. Die Zinsdeckung aus dem 12M-EBITDA konnte im 1HJ13 deutlich auf 13,6x verbessert werden (2012: 4,9x).
- Strabag verfügt über **eine starke Kapitalstruktur**. Der Konzern konnte seine Eigenkapitalquote seit sechs Jahren immer über 30% halten.
- Seit November 2007 verfügt Strabag bei S&P über ein Investment Grade Rating („BBB-“) mit einem stabilen Ausblick. **Für Strabag ist die Beibehaltung der aktuellen Ratingnote im Investment Grade Bereich ein erklärtes Ziel.** Das Aufwärtspotenzial des Kreditprofils ist allerdings derzeit aufgrund des noch schwierigen operativen Umfeldes beschränkt. Abwärtsrisiken auf die Kreditqualität könnten laut S&P infolge einer höheren Verschuldung, aggressiver Akquisitionspolitik, aktionärsfreundlicher Maßnahmen sowie einer massiven Verschlechterung der Liquidität entstehen.
- **Der Ausblick für 2013 wurde bestätigt.** Für das laufende Jahr geht Strabag von einer nochmaligen leichten Eintrübung der Rahmenbedingungen im europäischen Bausektor aus, was eine Intensivierung des Wettbewerbes über den Preis bewirken könnte. Für 2013 rechnet das Unternehmen mit einer gegenüber 2012 gleichbleibenden Leistung von ca. EUR 14 Mrd. Beim EBITDA wird ein Anstieg auf zumindest EUR 260 Mio. (GJ 2012: EUR 207,2 Mio.) erwartet.

SWIETELSKY

- **Swietelsky erbringt ihre Bauleistungen hauptsächlich in Europa.** Mit rund 55% Bauleistungsanteil (2012/13) ist Österreich der wichtigste Kernmarkt, gefolgt von Ungarn (15%), Deutschland (13%) und Tschechien (10%).
- **Die Kreditkennzahlen** haben sich im GJ12/13 zwar leicht verschlechtert. Mit einer Zinsdeckung auf EBITDA-Basis von 5,4x sowie einer Entschuldungsdauer von 1,3 Jahren verfügte Swietelsky im Vergleich zu den österreichischen Peers über ein relativ solides Kreditprofil.
- **Die Tilgungsstruktur der Finanzverbindlichkeiten ist ausgewogen.** Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten betragen Ende März 2013 EUR 17,8 Mio. und die liquiden Mittel EUR 78 Mio. Die zwei ausstehenden Anleihen (exkl. Hybrid) mit einem Gesamtvolumen von EUR 160 Mio. werden 2017 bzw. 2019 fällig. Der Anstieg der Verschuldung war vor allem durch die erstmals in den Konzernabschluss einbezogenen Unternehmen geprägt. Die Nettoverschuldung erhöhte sich von ca. EUR 74 Mio. (Ende März 2012) auf EUR 127 Mio. (Ende März 2013).
- **Swietelsky verfügt derzeit über eine starke Kapitalbasis.** Gemessen an der Eigenkapitalquote war die Gruppe innerhalb der vergleichbaren Unternehmen bis dato sehr gut positioniert. Die Eigenkapitalquote konnte in den letzten Jahren stets über 30% gehalten werden und lag seit 2008 innerhalb der vergleichbaren Unternehmen deutlich über den Peer-Werten. Per Ende des GJ12/13 sank diese allerdings leicht auf 28,3%. Grund dafür war ein Teilrückkauf der Hybrid-Anleihe im Nominale von EUR 33,2 Mio. (Gesamtvolumen EUR 70 Mio.). Sollte Swietelsky das Hybridkapital vollständig am nächsten Call-Termin am 16. November 2013 tilgen, so ist von einer weiteren Abschwächung der EK-Quote auszugehen. Mittelfristig strebt das Management eine EK-Quote von 30% an.
- **Ausblick GJ 2013/14:** Das Swietelsky-Management erwartet für das GJ13/14 aufgrund einer erfolgreichen spartenmäßigen und regionalen Diversifizierung ein gleichbleibendes Leistungs- und Ergebnisniveau wie im Vorjahr.

WIENERBERGER

- Die Profitabilität von Wienerberger wurde in den Krisenjahren deutlich beeinträchtigt. Als Folge der weltweiten Finanzkrise wurde die akquisitorische Konzernstrategie in Richtung organischen Wachstums und Finanzdisziplin geändert. **Dank der neuen strategischen Ausrichtung befindet sich Wienerberger seit 2010 auf Erholungskurs.** Geknüpft an die neue konservative Strategie will sich das Unternehmen verstärkt im Renovierungsmarkt positionieren, um die starke Abhängigkeit vom Wohnungsneubau-Markt in Zukunft zu reduzieren.
- **Das Fälligkeitsprofil der Finanzverbindlichkeiten ist derzeit ausgewogen.** Per 30.6.2013 verfügte Wienerberger über einen Cash-Bestand von EUR 286,1 Mio. Während im Jahr 2013 kein großer Refinanzierungsbedarf besteht, ist im Juli 2014 eine EUR 250 Mio. Anleihe fällig. Zur Refinanzierung dieser Anleihe wurde bereits im April 2013 vorgesorgt, wo Wienerberger einen 7jährigen Corporate Bond mit einem Volumen von EUR 300 Mio. und einem fixen Kupon von 4 % erfolgreich emittierte. Die Nettoverschuldung, die saisonal bedingt im Sommer immer den Höchststand erreicht, lag per Ende Juni 2013 auf EUR 800,4 Mio. (Dezember 2012: EUR 602 Mio.).
- **Moody's stufte das Wienerberger-Corporate Family Rating im August infolge einer neuen Ratingmethodologie um eine Stufe von „Ba2“ auf „Ba3“ herab.** Der Ausblick wurde ebenfalls nach unten revidiert (von stabil auf negativ) und reflektiert die schwache Positionierung in der Rating-Kategorie sowie die Gefahr, dass die Kreditrisikokennzahlen bis spätestens Mitte 2014 nicht stark verbessert werden. Die Änderung umfasst insbesondere das Hybrid-Kapital, das bisher zur Hälfte dem Eigenkapital zugerechnet wurde. Nach der neuen Methodologie wird das nachrangige Kapital nunmehr als Finanzverbindlichkeit gewertet.
- **Die Erhaltung einer starken Kapitalstruktur sowie finanzielle Disziplin haben für das Wienerberger Management oberste Priorität.** Bis Jahresende geht das Management davon aus, dass die Nettoverschuldung wieder das Vorjahresniveau erreicht. Zudem bleibt das Ziel, im Dezember 2013 eine Entschuldungsdauer von weniger als 2,5 Jahren (30.Juni 2013: 3,2 Jahre, berechnet auf Basis eines operativen 12-Monats-EBITDA) zu erreichen, aufrecht.
- **Ausblick 2013:** Laut Management blieb das EBITDA in der ersten Jahreshälfte aufgrund der schwierigen Marktbedingungen in der Division Ziegel Europa um rund EUR 20 Mio. hinter den Planzahlen und dürfte im 2HJ nicht mehr aufgeholt werden können. Das bedeutet, dass das Unternehmen derzeit ein EBITDA im Gesamtjahr 2013 von rund EUR 260 Mio. (zuvor EUR 280 Mio.) erwartet. Nichtsdestotrotz bleibt das Management für die zweite Jahreshälfte zuversichtlich. Die im Vorjahr angekündigten Restrukturierungsmaßnahmen befinden sich Unternehmensangaben zufolge in der planmäßigen Umsetzung und sollten für 2013 die erwarteten EUR 18 Mio. an Einsparungen bringen.

Appendix

Ausstehende Anleihen

Anleihe	ISIN	Ausstehendes Volumen in EUR Mio.	Mindeststückelung in EUR	Rendite	Preisindikation
POSAV 6 11/14	AT0000A0F9G7	100	500	6,5%	99,6%
POSAV 5 10/15	AT0000A0KJK9	125	500	5,6%	96,1%
POSAV 6,25 12/16	AT0000A0XJ15	50	1.000	7,4%	96,8%
SWIBAU 5,375 04/17	AT0000A0H2Z0	75	500	4,7%	102,2%
SWIBAU 4,625 10/19	AT0000A0WR40	85	500	5,1%	97,7%
SWIBAU 6,076 Hybrid*	AT0000A07LU5	33	1.000	1,0%	100,7%
STRAV 4,25 05/15	AT0000A0DRJ9	100	1.000	1,7%	104,1%
STRAV 4,75 05/18	AT0000A0PHV9	175	1.000	2,6%	109,4%
STRAV 4,25 05/19	AT0000A0V7D8	100	1.000	2,8%	107,5%
STRAV 3 05/20	AT0000A109Z8	200	1.000	2,8%	101,5%
WIEAV 4,875 07/14	AT0000A0H999	250	1.000	1,0%	102,9%
WIEAV 5 08/15	XS0731071055	200	1.000	2,4%	104,7%
WIEAV 5,25 07/18	AT0000A0PQY4	100	1.000	3,4%	108,1%
WIEAV 4 04/20	AT0000A100E2	300	1.000	3,8%	101,2%
WIEAV 6,5 Hybrid*	DE000A0G4X39	500	1.000	8,8%	93,4%

* Rendite ist zum nächsten Call-Termin berechnet.

Bei Swietelsky: 16. November 2013

Bei Wienerberger: 9. Februar 2017

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research; Stand 26. September 2013

Appendix

Die letzten Reports zu den einzelnen Emittenten sind über folgende Links abrufbar:

PORR:

[Credit Markets 17.09.2013](#)

[Credit Markets 22.04.2013](#)

STRABAG

[Credit Markets 17.09.2013](#)

[Credit Report STRABAG Mai 2013](#)

SWIETELSKY

[Credit Report SWIETELSKY August 2012](#)

WIENERBERGER

[Credit Markets 28.08.2013](#)

[Credit Markets 15.07.2013](#)

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

Adrian Beck (Fixed income AT, CH) +43 (0)5 0100 11957

Hans Engel (Senior Analyst International Equities) +43 (0)5 0100 19835

Christian Enger, CFA (Covered Bonds) +43 (0)5 0100 84052

Mildred Hager-Germain (Senior Economist, Euro, US) +43 (0)5 0100 17331

Alihan Karadagoglu (Senior Analyst Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19633

Peter Kaufmann (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 11183

Stephan Lingnau (International Equities) +43 (0)5 0100 16574

Elena Statelov, CIIA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19641

Gerald Walek, CFA (Economist Euro) +43 (0)5 0100 16360

Katharina Böhm-Klamt (Student Analyst Euro) +43 (0)5 0100 19632

Lisa-Maria Sommer (Student Analyst Euro) +43 (0)5 0100 19632

Macro/Fixed Income Research CEE

Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI) +43 (0)5 0100 17357

Chief Analyst: Birgit Niessner (CEE Macro/FI) +43 (0)5 0100 18781

CEE Equity Research

Head: Henning Ebkuchen +43 (0)5 0100 19634

Chief Analyst: Günther Artner, CFA (CEE Equities) +43 (0)5 0100 11523

Günter Hohberger (Banks) +43 (0)5 0100 17354

Franz Hörl, CFA (Steel, Construction) +43 (0)5 0100 18506

Daniel Lion, CIIA (IT) +43 (0)5 0100 17420

Thomas Unger, CFA (Insurance, Utility) +43 (0)5 0100 17344

Vera Sutedja, CFA (Telecom) +43 (0)5 0100 11905

Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 17343

Editor Research CEE

Brett Aarons +420 956 711 014

Deniz Gurgen +90 212 371 2538

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

Ivana Rogic (Fixed income) +385 62 37 2419

Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 62 37 2825

Research, Czech Republic

Head: David Navratil (Fixed income) +420 224 995 439

Petr Bittner (Fixed income) +420 224 995 172

Head: Petr Bartek (Equity) +420 224 995 227

Vaclav Kminek (Media) +420 224 995 289

Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) +420 224 995 232

Martin Krajhanzl (Equity) +420 224 995 434

Martin Lobotka (Fixed income) +420 224 995 192

Lubos Mokras (Fixed income) +420 224 995 456

Josef Novotný (Equity) +420 224 995 213

Research, Hungary

Head: József Miró (Equity) +361 235 5131

András Nagy (Equity) +361 235-5132

Orsolya Nyeste (Fixed income) +361 373 2026

Tamás Pletser, CFA (Oil&Gas) +361 235-5135

Zoltan Arokszállasi (Fixed income) +361 373 2830

Research, Poland

Head: Magdalena Komaracka, CFA (Equity) +48 22 330 6256

Marek Czachor (Equity) +48 22 330 6254

Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253

Adam Rzepecki (Equity) +48 22 330 6252

Michal Zasadzki (Equity) +48 22 330 6251

Research, Romania

Head: Mihai Caruntu (Equity) +40 3735 10427

Head: Dumitru Dulgheru (Fixed income) +40 3735 10433

Chief Analyst: Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435

Dorina Cobiscan (Fixed Income) +40 3735 10436

Raluca Ungureanu (Equity) +40 3735 10428

Marina Alexandra Spataru (Equity) +40 3735 10429

Research Turkey

Head: Can Yurtcan +90 212 371 2540

Evrim Dairecioglu (Equity) +90 212 371 2535

M. Görkem Göker (Equity) +90 212 371 2534

Sezai Saklaroglu (Equity) +90 212 371 2533

Nilufer Sezgin (Fixed income) +90 212 371 2536

Ilknur Unsal (Equity) +90 212 371 2531

Research, Slovakia

Head: Maria Valachyova, (Fixed income) +421 2 4862 4185

Martin Balaz (Fixed income) +421 2 4862 4762

Treasury - Erste Bank Vienna
Saving Banks & Sales Retail

Head: Thomas Schaufler +43 (0)5 0100 84225

Equity Retail Sales

Head: Kurt Gerhold +43 (0)5 0100 84232

Fixed Income & Certificate Sales

Head: Uwe Kolar +43 (0)5 0100 83214

Treasury Domestic Sales

Head: Markus Kaller +43 (0)5 0100 84239

Corporate Sales AT

Head: Christian Skopek +43 (0)5 0100 84146

Fixed Income & Credit Institutional Sales
Institutional Sales

Head: Manfred Neuwirth +43 (0)5 0100 84250

Bank and Institutional Sales

Head: Jürgen Niemeier +49 (0)30 8105800-5503

Institutional Sales AT, GER, LUX, CH

Head: Thomas Almen +43 (0)5 0100 84323

Rene Klasen +49 (0)30 8105800 5521

Marc Pichler +43 (0)5 0100 84118

Martin Seydel +49 (0)30 8105800 5523

Sabine Vogler +49 (0)30 8105800 5543

Bank and Savingsbanks Sales

Head: Marc Friebertshäuser +49 (0)711 810400 5540

Mathias Gindele +49 (0)711 810400 5562

Andreas Goll +49 (0)711 810400 5561

Ulrich Inhofner +43 (0)50100 85544

Sven Kienzle +49 (0)711 810400 5541

Manfred Meyer +43 (0)5 0100 83213

Jörg Moritzen +49 (0)30 8105800 5581

Michael Schmotz +43 (0)5 0100 85542

Bernd Thaler +43 (0)5 0100 85583

Klaus Vosseler +49 (0)711 810400 5560

Institutional Sales CEE and International

Head: Jaromir Malak +43 (0)50100 84254

Central Bank and International Sales

Margit Hraschek +43 (0)5 0100 84117

Abdalla Bachu +44 207623 4159

Antony Brown +44 207623 4159

Fiona Chan +852 2105 0396

Institutional Sales SEE

Head: Piotr Zagan +48 22 544 5612

Tomasz Karsznia +48 22 544 5611

Pawel Kielek +48 22 544 5610

Institutional Sales Slovakia

Head: Peter Kniz +421 2 4862 5624

Sarlota Sipulova +421 2 4862 5629

Institutional Sales Czech Republic

Head: Ondrej Cech +420 2 2499 5577

Milan Bartos +420 2 2499 5562

Radek Chupik +420 2 2499 5565

Pavel Zdichynec +420 2 2499 5590

Institutional Sales SEE

Head: Neven Kaic +385 (0)6237 2345

Institutional Sales Croatia

Antun Buric +385 (0)6237 2439

Natalija Zujic +385 (0)6237 1638

Institutional Sales Hungary

Norbert Siklosi +36 1 2355 842

Attila Hollo +36 1 2355 846

Institutional Sales Romania

Head: Ciprian Mitu +40 373 516 532

Ruxandra Carlan +40 373 516 531

Institutional Solutions and PM

Head: Zachary Carvell +43 (0)50100 83308

Brigitte Mayr +43 (0)50100 84781

Mikhail Roshal +43 (0)50100 84787

Christopher Lampe-Traupe +49 (0)30 8105800 5507

Disclaimer

**Erste Group Bank AG
Group Research**

1010 Wien, Börsegasse 14/DG1
Telefon: +43 (0)5 0100 –interior 11902

Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation wurde von der Major Markets& Credit Research Organisationseinheit der EGR erstellt und dient ausschließlich Informationszwecken.

Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, die von der EG als zuverlässig erachtet werden, ohne allerdings zwingend von unabhängigen Dritten verifiziert worden zu sein. Es wird daher keine Garantie oder Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck übernommen.

Die Inhalte dieser Publikation sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder irgendeiner anderen Handlung zu verstehen und sind nicht Grundlage oder Bestandteil eines Vertrages.

Die Erste Group, ihre verbundenen Unternehmen, ihre jeweiligen Organe, Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen keine Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieser Publikation, ihres Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Alle Meinungsäußerungen, Schätzungen oder Prognosen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der EGB dar. Sie können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die EGB ist nicht dazu verpflichtet, diese Publikation zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Publikation genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Die Wertentwicklung von Finanzinstrumenten in der Vergangenheit erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in dieser Publikation genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden.

Die EGB, ihre verbundenen Unternehmen, Mitglieder ihrer Geschäftsleitung(en), ihre leitenden Angestellten und/oder ihre Mitarbeiter dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in dem/n in dieser Publikation genannten Finanzinstrument(en) halten bzw. mit diesen handeln. Die EGB kann auf eigene Rechnung mit Kunden Geschäfte in diesen Finanzinstrumenten tätigen oder als Market Maker für diese agieren, Investmentbanking-Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder solche anbieten. Sie kann auch durch Vertreter im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Unternehmen vertreten sein. Die EGB kann auch auf der Basis von den in dieser Publikation enthaltenen Informationen oder Schlussfolgerungen handeln oder diese in sonstiger Weise verwenden, bevor diese den Empfängern zugehen.

Diese Publikation unterliegt dem Urheberrecht der EGB. Sie darf nicht, auch nicht in Nachdruck, Kopie oder auszugsweise, ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis der EGB auf irgendeine Weise verändert oder an unberechtigte Empfänger verteilt oder übermittelt werden.

Mit Annahme dieser Veröffentlichung stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der EGB, ihrer Tochtergesellschaften, verbundener Unternehmen und Mitarbeiter in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats.

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der EG analysierten Unternehmen, folgen Sie bitte diesem Link:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Research_Disclaimer_21.1.2013/index.phtml

Copyright: 2013 EGB AG. Alle Rechte vorbehalten.