



## Erste Group Analysten: Kreditqualität von CEE-Unternehmen über dem Branchendurchschnitt

23.10.2008

Die Interbankenmärkte in CEE funktionieren nach wie vor gut  
 CEE-Banken zeigen sich gegenüber westeuropäischen Banken bei der Aufbringung von Primärmitteln überlegen  
 Die Bonität von CEE-Unternehmen der Kategorie Investment Grade ist weiterhin stabil  
 Anleihen von Telekoms und Versorgern in CEE übertreffen die Branchenindizes  
 Investoren senken das Durationsrisiko durch Konzentration auf Kurzläufer  
 Die Credit Spreads bleiben auf hohem Niveau bis das Vertrauen zurückkehrt

Die Doppelbelastung durch die globale Liquiditätskrise und Angst vor einer schmerzhaften Wachstumsverlangsamung in der Eurozone wirkt sich negativ auf die Risikoprämien in Zentral- und Osteuropa (CEE) aus. Die Credit Spreads, die bereits Mitte-September einen Spitzenwert erreichten, sind in den vergangenen Wochen weiter auf ein neues Allzeithoch gestiegen. Der Hauptgrund dafür war in den Liquiditätsproblemen europäischer Banken (Fortis, Dexia, Hypo Real Estate, isländische Banken) zu suchen. Die Kosten für die Absicherung von Staatsobligationen sind angesichts des steigenden Ausfallrisikos stark gestiegen. Für Ungarn und Polen haben sich die Spreads für CDS auf 396 BP bzw. 185 BP ausgeweitet, während der Spread für die Tschechische Republik derzeit bei 145 BP steht. Die Entwicklung der Risikobewertung der Länder und die jüngsten Meldungen im Hinblick auf einige CEE-Finanzwerte sind ein deutliches Zeichen für das fehlende Vertrauen der Anleger. Sie sagen, dass eine Kreditknappheit sehr schnell da sein kann und verlangen entsprechend hohe Risikoprämien.

„Die Besorgnis in Bezug auf eine Kreditverknappung in CEE ist nach unserer Meinung aus fundamentaler Sicht unbegründet. Die Banken in CEE sind von der Subprime-Krise infolge fehlender Engagements nicht betroffen und mussten auch keine entsprechenden Abschreibungen vornehmen. Die Unterschiede zwischen den Leitzinsen und Geldmarktzinsen weisen auf ein wesentlich höheres Vertrauen der lokalen Banken untereinander hin. Außerdem stellen wir fest, dass die CEE-Banken im Aufbringen von Primärmitteln (und deren Weitervergabe in Form von Krediten) wesentlich effektiver agieren als die Banken in Westeuropa“, sagt Alihan Karadagoglu, Credit Research Analyst bei der Erste Group.

Interbank rates vs. Key interest rates



	Interbank Rates 3 Months	Key Interest Rates
Czech Republic	4.09%	3.50%
Eurozone	5.38%	3.75%
Poland	6.82%	6.00%
Slovakia	4.29%	5.00%

Source: Bloomberg, as of 10.10.2008

In diesen auf den Finanzmärkten turbulenten Zeiten suchen die Anleger nach einem sicheren Hafen. Staatsanleihen und die Papiere staatsnaher Emittenten sind besonders gefragt. Weiters zeigen Anleger erhöhtes Interesse an Unternehmen defensiver Branchen mit relativ gesichertem Cashflow. „Wenn wir uns die Performance von manchen Euro-denominierten Anleihen aus defensiven Branchen wie Telekoms und Versorgern in CEE (inkl. Österreich) anschauen, so übertreffen diese ihre Branchenindizes seit Mitte September. Speziell Papiere mit kurzen Laufzeiten stechen mit positiven Ertragsziffern hervor. Dies lässt sich durch die gegenwärtigen Marktbedingungen erklären: Die Investoren begrenzen das Durationsrisiko indem sie kurzfristige Papiere bevorzugen“, betont Karadagoglu.

Auch auf dem Primärmarkt zeigen die Emittenten eine Vorliebe für kurze Laufzeiten; damit vermeiden sie die Belastung durch die (durchschnittlich) hohen Refinanzierungskosten über viele Jahre. Die neuen Emissionen müssen

attraktive Preise aufweisen. Daher ist – aufgrund der hohen Spreads der neuen Eurobonds – in manchen Fällen auf dem Sekundärmarkt mit einer Neubewertung bestehender Anleihen zu rechnen. Es wird ein hohes Volumen ausstehender Fälligkeiten von CEE-Unternehmens- und Bankanleihen im Jahr 2009 geben. Das ausstehende Volumen mit Laufzeiten bis Ende 2008 beläuft sich auf rund EUR 1.283 Mio. für Unternehmensanleihen (davon entfällt ein großer Teil auf die polnische Telekom TPSA) und EUR 2.136 Mio. für Bankanleihen. In den nächsten Monaten dürften die Kreditmärkte weitgehend "geschlossen" bleiben. „In Anbetracht dieser Situation (hohe Credit Spreads) gehen wir davon aus, dass die Unternehmen ihre Schulden 2008 hauptsächlich aus dem Cashflow und mit Bankkrediten bedienen werden. Allerdings werden die Banken bei der Kreditvergabe auch in CEE selektiver vorgehen und höhere Risikoprämien verlangen“, schließt Karadagöglu.

Das Qualitätsniveau von CEE-Unternehmensanleihen ist weiterhin relativ robust. Bonitätsprobleme bleiben auf wenige Fälle beschränkt. Die Verschlechterung des Verhältnisses zwischen Upgrades und Downgrades erklärt sich in erster Linie durch die negative Rating-Entwicklung bei Speculative Grade Unternehmen. In den letzten drei Quartalen gab es im CEE-Ratinguniversum von Moody's einschließlich russischer und bulgarischer Unternehmen sieben Downgrades bei vier Emittenten (drei wurden zweimal heruntergestuft) und zwei Upgrades.

#### Aussichten

Die Kreditmärkte begrüßen den koordinierten Ansatz, den die europäischen Länder zur Stützung der Finanzmärkte eingeschlagen haben. „Es wird jedoch einige Zeit dauern, bis auf den eingefrorenen Kreditmärkten wieder Tauwetter einsetzt. Daher wird die volatile Entwicklung der Spreads von CDS anhalten bis das Vertrauen wiederhergestellt ist und die Zinsdifferenzen dürften auf entsprechend hohem Niveau bleiben.“

CEE-Unternehmen aus der Kategorie Investment Grade zeichnen sich generell durch einen hohen Cashflow aus. Außerdem ist die Liquidität zusätzlich durch Kreditlinien bei Banken gesichert. Daher gehen wir davon aus, dass bei diesen Unternehmen keine Liquiditätsrisiken zu erwarten sind. Allerdings sind die operativen Cashflows durch die Konjunkturverlangsamung sehr wohl gefährdet, speziell in zyklischen Branchen und bei Unternehmen Kategorie Speculative Grade, wo 2009 mit Bonitätsverschlechterungen gerechnet werden muss.

In den nächsten Monaten dürfte der Primärmarkt nach unserer Einschätzung geschlossen bleiben. Wo neue Anleihen emittiert werden, ist in manchen Fällen mit einer Neubewertung bestehender Emissionen auf dem Sekundärmarkt zu rechnen. „Wir bevorzugen vor allem CEE-Eurobonds von Emittenten aus defensiven Branchen – Telecoms und Versorger – die generell stabile Cashflows erwirtschaften und ein günstigeres Risiko-Ertragsprofil aufweisen als ihre westeuropäischen Vergleichsunternehmen“, so die Zusammenfassung von Alihan Karadagöglu, Credit Analyst bei der Erste Group.

Total Return Index Level and Performance of Benchmark Eurobonds (iBoxx Non Financial Corporates)				
Sector		since 15.09.2008	since 01.01.2008	
Oil & Gas		-4.75%	-4.81%	
Telecoms		-4.18%	-2.17%	
Utilities		-3.33%	-0.15%	
Bond	Issuer	since 15.09.2008	since 01.01.2008	
CEZCO 5 1/8 10/12	CEZ AS	-0.80%	-0.39%	
CEZCO 4 1/8 10/13	CEZ AS	-1.52%	-0.12%	
CEZCO 4 5/8 06/11	CEZ FINANCE BV	0.89%	0.52%	
MOLHB 3 7/8 10/15	MOL HUNGARIAN OIL & GAS	-0.95%	-9.62%	
TPSA 4 5/8 07/11	TPSA EUROFINANCE FRANCE	4.84%	1.81%	
TKA 3 3/8 01/27/10	TELEKOM FINANZMANAGEMENT	0.28%	0.91%	
TKA 4 1/4 01/27/17	TELEKOM FINANZMANAGEMENT	-3.77%	-3.98%	
TKA 5 07/22/13	TELEKOM FINANZMANAGEMENT	-1.44%	-2.27%	
OMV 3 3/4 06/10	OMV AG	-0.84%	-0.86%	
VERBND 5 06/25/14	VERBUND INTERNATIONAL FI	-1.30%	-0.32%	

Source: Bloomberg, Market iBoxx; as of 10.10.2008

Beispiel:

Performance im Telecom-Sektor liegt bei -4,18%, bei der polnischen Telekom bei +4,84%.

Performance im Versorgersektor liegt bei -3,33%, beim tschechischen Energieversorger CEZ bei +0,89%.