



Telecom Italia (IT)⁶⁾: Investmentgrade auf Bewährung

AUTOR
Ulrich Kirschner, CFA
Credit Analyst
Telefon: 0 69/91 32-28 39
research@helaba.de

REDAKTION
Stefan Rausch

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt a. Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-8 20 24

- Deutliche Umsatz- und Gewinnrückgänge auf dem Heimatmarkt machen der Telecom Italia (TITIM) schwer zu schaffen. Auch im laufenden Geschäftsjahr rechnen wir hier mit einem weiteren Ertragsrückgang. Das Lateinamerika-Geschäft wird diese Entwicklung wahrscheinlich nur teilweise ausgleichen können.
- Nachdem der Konzern bereits 2012 die Entschuldungsziele verfehlte, hat das Management auch die Vorgaben für 2013 gesenkt. Wir halten die nun deutlich weniger ambitionierten Pläne für erreichbar. Allerdings erscheinen uns die mittelfristigen Entschuldungsziele des Konzerns zu hoch gegriffen. Die Kreditkennzahlen dürften sich nur langsam verbessern. Aus heutiger Sicht sollte dies allerdings trotz anhaltendem Ratingdrucks ausreichen, ein Abrutschen in den Non-Investmentgrade-Bereich zu verhindern.
- Dennoch werden die TITIM-Anleihen aktuell eher wie 'BB+'-Bonds gehandelt. Mit diesen vergleichsweise hohen Aufschlägen dürfte das Risiko einer weiteren Verschlechterung der Geschäfte durch die Staatsschuldenkrise mehr als abgegolten sein. Wir halten insbesondere die Anleihe TITIM 7 % 01/17 für interessant. Unabhängig von der fundamentalen Entwicklung der TITIM sehen wir jedoch die Anleihekurse weiterhin eng an die Performance italienischer Staatsanleihen gekoppelt.

Anleihen	ISIN	Rang	Stückelung (TEUR)	Rendite (%)*	ASW (Bp.)*	Einstufung**	
TITIM 4,75% 05/14	XS0254905846	Sr Unsec.	50 / 50	1,22	85	günstig	-
TITIM 8,25% 03/16	XS0418508924	Sr Unsec.	50 / 1	2,77	247	günstig	-
TITIM 5,125% 01/16	XS0583059448	Sr Unsec.	50 / 50	2,65	222	günstig	-
TITIM 7% 01/17	XS0693940511	Sr Unsec.	100 / 1	3,36	294	günstig	-
TITIM 4,5% 09/17	XS0831389985	Sr Unsec.	100 / 1	3,54	286	günstig	-
TITIM 4,75% 05/18	XS0630463965	Sr Unsec.	100 / 1	3,86	307	günstig	-
TITIM 6,125% 12/18	XS0794393396	Sr Unsec.	100 / 1	4,13	336	günstig	-
TITIM 4% 01/20	XS0868458653	Sr Unsec.	100 / 1	4,34	315	günstig	-
TITIM 5,25% 02/22	XS0486101024	Sr Unsec.	50 / 50	4,93	349	günstig	-
TITIM 7,75% 01/33	XS0161100515	Sr Unsec.	1 / 1	6,42	456	günstig	-

*Indikative Mitte-Kurse ** Bei Einstufungsänderungen sind die vorherigen Einschätzungen in Klammern gesetzt;
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Emitenten-Ratings (erstrangig, unbesichert)

Standard & Poor's	BBB watch negativ
Moody's	Baa3 negativ
Fitch	BBB negativ

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Helaba Einstufung Bonitätstrend

aktuell	negativ
---------	---------

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

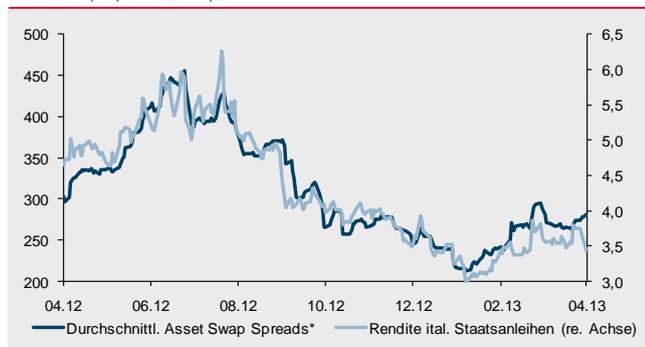
Italien-Bonität wichtige Bestimmungsgröße der Credit-Spreads

Die durchschnittlichen Risikoaufschläge der TITIM-Anleihen haben sich gegenüber den Höchstständen von Mitte Juli 2012 um ca. 170 Bp. eingengt, bewegen sich aber immer noch auf den Niveaus von 'BB+'-Emittenten. Die Anleihen sind damit aus fundamentaler Sicht günstig gepreist.

Die Spreads wiesen in den vergangenen zwölf Monaten einen sehr ähnlichen Verlauf wie die Renditen italienischer Staatsanleihen auf. Der Kapitalmarkt sieht die Bonität des Konzerns offenbar in engem Zusammenhang mit der Kreditwürdigkeit des Staates Italien. Damit unterscheidet sich die TITIM deutlich vom Wettbewerber Telefónica, dessen aktive Entschuldungspolitik und international diversifiziertes Geschäftsmodell die Schockresistenz der Anleihen gegenüber Krisenereignissen zuletzt erheblich erhöht haben (vgl. Credit Focus vom 22.02.2013). Wegen der Dominanz des Heimatmarktes dürfte die politische Entwicklung in Italien (Reformwillen, Sparanstrengungen...etc.) ein wesentlich stärkerer Treiber für die TITIM-Anleihen bleiben, auch wenn damit zunächst keine unmittelbaren Folgen für die operativen Geschäfte verbunden sein sollten. Wir sehen deshalb das Risiko erhöhter Kursvolatilität.

Zuletzt hohe Korrelation mit Staatsanleihen

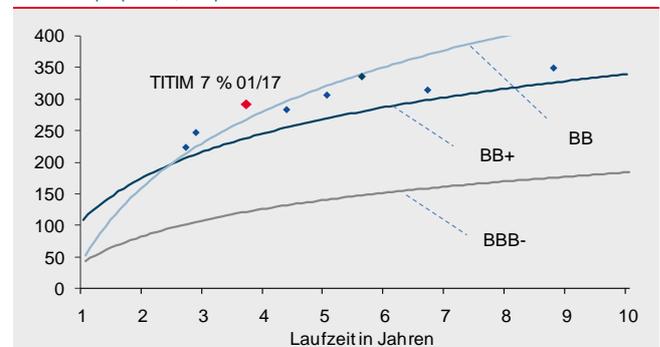
Asset Swap Spreads, in Bp. und 6J-Renditen in %



*EUR-Anleihen der TITIM vor dem 20.03.2012 emittiert. Durchschnittslaufzeit 6,4 Jahre.
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Anleienspreads teilweise deutlich über 'BB+'-Kurve

Asset Swap Spreads, in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Insbesondere TITIM 7 % 01/17 günstig gepreist

Unter den ausstehenden Anleihen halten wir, trotz des hohen Mindestschlusses, insbesondere TITIM 7 % 01/17 für interessant. Selbst bei einer Herabstufung des Emittenten in den 'BB+'-Bereich, die wir gegenwärtig für eher unwahrscheinlich halten, weist das Papier noch einen Spreadaufschlag von ca. 60 Bp. auf. Dieser kompensiert in diesem Laufzeitsegment sogar das Bonitätsrisiko eines 'BB'-Emittent.

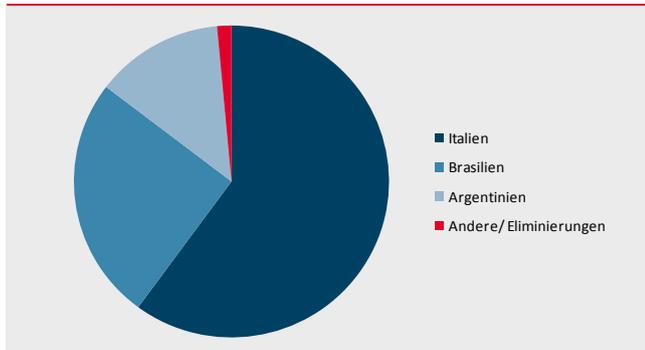
Entwicklung auf dem Heimatmarkt weiterhin schwierig

Die Geschäfte der Telecom Italia stehen insbesondere aufgrund der schwierigen Lage auf dem Heimatmarkt stark unter Druck. Im Verlauf des zurückliegenden Geschäftsjahres erlitt der Konzern hier deutliche Umsatzrückgänge, die sich im vierten Quartal noch einmal beschleunigten. Der Umsatz und das angepasste EBITDA des Gesamtkonzerns fielen in Vergleich zum Vorjahresquartal um 5,8% bzw. 7,6%. Bereinigt um das Argentinien-Geschäft, an dem die TITIM trotz unternehmerischer Kontrolle nur 22,7% der Anteile hält, fielen die Ertragsrückgänge noch einmal ca. 2 %-Punkte schlechter aus.

Unseres Erachtens dürfte sich die Situation für den Konzern in den kommenden Quartalen ähnlich schwierig gestalten. So rechnet das Management für das Gesamtjahr 2013 zwar mit stabilen Umsätzen und einem nur leicht rückläufigen EBITDA. Dies dürfte jedoch nur unter Einbeziehung beider konsolidierter lateinamerikanischen Ländersegmente zu erreichen sein. Auf dem wichtigen und deutlich margenstärkeren Heimatmarkt dürfte die Gesellschaft hingegen mit ähnlichen Rückgängen wie 2012 konfrontiert sein.

Geschäftsmodell stark vom Heimatmarkt abhängig

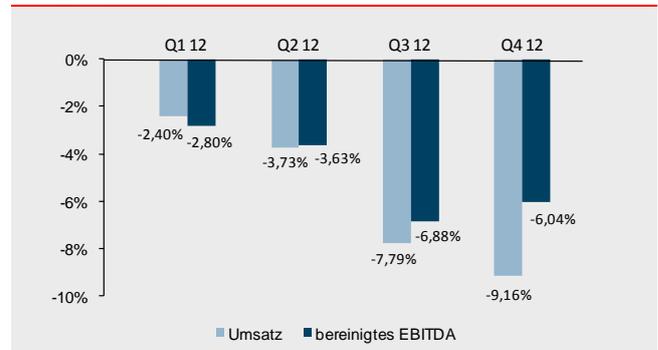
Umsatzbeiträge in Q4 2012, in %



Quellen: Telecom Italia, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sinkende Umsätze und Gewinne in Italien

in %, gg. Vorjahresquartal.



Quellen: Telecom Italia, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stark revidierte Entschuldungsziele bringen Rating unter Druck

Infolge der schwierigen operativen Entwicklung hat das Management die Entschuldungsziele für 2013 gekappt. Anstatt der ursprünglich geplanten 25 Mrd. EUR peilt der Konzern nur noch eine Entschuldung auf etwas unter 27 Mrd. EUR an. Bereits im abgelaufenen Jahr blieb die Schuldensenkung mit einem Stand von 28,3 Mrd. EUR deutlich hinter den ursprünglich anvisierten 27,5 Mrd. EUR zurück. Die enttäuschende Entwicklung veranlasste Moody's, den Konzern in die unterste Investmentgrade-Kategorie mit negativem Ausblick herunter zu stufen. S&P setzt den Ausblick für das 'BBB'-Rating auf watch negativ.

Investmentgrade hängt an der allmählichen Verbesserung der Bonitätszahlen

Unseres Erachtens dürfte der Erhalt des Investmentgrade-Ratings wesentlich davon abhängen, ob es dem Konzern gelingt, zumindest die nun deutlich verwässerten Entschuldungspläne einzuhalten und die Kreditkennziffern (insbesondere Net Debt / EBITDA) in den folgenden Jahren wenigstens graduell zu verbessern. Im laufenden Geschäftsjahr rechnen wir damit, dass die TITIM die dafür nötigen 1,3 Mrd. EUR aufbringen kann. So hat der Konzern bereits Hybridanleihen iHv. 750 Mio. EUR am Markt platziert und kann fällige Schulden laut Finanzplanung bis Ende 2014 noch durch weitere 2,25 Mrd. EUR ersetzen. Hiervon wäre die Hälfte des jeweiligen Emissionsvolumens nach den Regeln der Agenturen dem Eigenkapital zuzurechnen. Dies würde die Bilanzstruktur immerhin rechnerisch verbessern. Die beschlossene Halbierung der Dividende auf nur noch rund 450 Mio. EUR entlastet die Konzernkasse dagegen in barer Münze. Das Management peilt zudem über die kommenden drei Jahre hinweg weitere Kostensenkungen iHv. insgesamt 1,3 Mrd. EUR an. Bisher wies der Konzern bei den Effizienzprogrammen eine hohe Erfolgsquote auf. Wir erwarten daher, dass der Konzern trotz sinkender Profitabilität und unverändert hoher Investitionen iHv. mindestens 5 Mrd. EUR in den kommenden Jahren einen positiven freien Cashflow nach Dividende erzielen wird, den wir mit 0,8 bis 1,5 Mrd. EUR p.a. veranschlagen.

Schuldenziele 2015 zu ambitioniert, langsame Entschuldung aber wahrscheinlich

Gleichwohl halten wir die geplante Senkung der ausgewiesenen Nettoverschuldung bis 2015 auf 2x EBITDA für nur schwer realisierbar. Immerhin wäre hierzu ab 2014 eine jährliche zusätzliche Schuldentilgung von mindestens 2 Mrd. EUR nötig, mehr als die operativen Kapitalzuflüsse unserer Schätzung nach leisten können. Vor dem Hintergrund schwächerer Wachstumswahlen in Italien

steigt zudem die Wahrscheinlichkeit, dass die operativen Gewinne etwas schwächer ausfallen als ursprünglich erwartet. Wir meinen daher, dass der Konzern das Bonitätsprofil zwar verbessern kann, dies aber langsamer als geplant vorstangeht. Eine Verschlechterung der Bonitätskennzahlen aufgrund eines dramatischen Rückgangs der operativen Ertragskraft halten wir aus heutiger Sicht für eher unwahrscheinlich. Allerdings stünden dem Management in diesem Fall weniger Instrumente zur Schuldentilgung zur Verfügung als bei anderen Wettbewerbern, wie etwa Telefónica.

Eine langsame Verbesserung der Bonitätszahlen bleibt am wahrscheinlichsten

Adjustierte Kreditkennzahlen

	Eintritts- wahrscheinlichkeit	Net Debt / EBITDA (x)				Bonitätsprofil
		2012	2013	2014	2015	
Positiv-Szenario:						
<ul style="list-style-type: none"> Gewinnentwicklung trifft Konsensuserwartungen: EBITDA 2013-2015: -0,8 % p.a. Entschuldungsziele voll erreicht 	unwahrscheinlich	2,9	2,9	2,8	2,6	IG-Rating stabilisiert sich
Haupt-Szenario:						
<ul style="list-style-type: none"> Gewinnentwicklung leicht unter den Erwartungen: EBITDA 2013-2015: -1.8 % p.a. Erhebliche Entschuldung, aber unter Zielvorgabe 	wahrscheinlich	2,9	2,9	2,8	2,7	anhaltender Ratingdruck, Herabstufung auf 'BB+' eher unwahrscheinlich
Negativ-Szenario:						
<ul style="list-style-type: none"> Gewinn sinkt gegenüber Konsensus deutlich: EBITDA 2013-2015: -4.3 % p.a. Entschuldung fällt massiv hinter Ziele zurück 	eher unwahrscheinlich	2,9	3,0	3,1	3,1	Herabstufung ins Non-IG wahrscheinlich

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Wahrscheinlich weiterhin Investmentgrade-Rating, vorerst aber auf Bewährung

Unseres Erachtens spricht einiges dafür, dass S&P dem Beispiel Moody's folgen wird und die Gesellschaft aufgrund der schlechten Entwicklung auf dem italienischen Markt in die unterste Investmentgrade-Kategorie herabstuft. Darüber hinaus dürfte das Emittenten-Rating auch in der BBB-/Baa3-Kategorie erst einmal unter Druck bleiben, da die Agenturen für eine Stabilisierung des Ausblicks erst sichtbare Ergebnisse bei der Bilanzverbesserung erwarten dürften. Eine Herabstufung in den Junkbond-Bereich sehen wir gleichwohl vorerst nicht. Hierzu müssten sich die Ertragsaussichten in Italien noch einmal erheblich verschlechtern bzw. die Entschuldungsziele erneut deutlich verfehlt werden.

Allerdings bleibt die Entwicklung der politischen Lage in Italien ein Risikofaktor. Wir gehen jedoch davon aus, dass das Länderrating (BBB+ negativ / A2 negativ / BBB+ negativ) in den Non-Investmentgrade-Bereich abstürzen müsste, um auch das Investmentgrade-Rating der Telecom Italia in Mitleidenschaft zu ziehen.

Nur langsame Verbesserung der Bonitätskennziffern

adjustiert

Angepasste Finanzkennzahlen in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011	Q3 2011*	Q3 2012*
Umsatz	31.013	30.158	26.894	27.571	29.957	7.516	7.268
EBITDA	12.113	11.779	11.532	11.646	12.461	3.240	3.055
EBITDA-Marge (%)	39,1	39,1	42,9	42,2	41,6	43,1	42,0
Funds From Operations (FFO)	8.813	7.817	7.982	8.370	8.714	2.206	1.994
Operativer Cashflow (OCF)	9.139	8.750	5.894	7.051	8.674	2.296	2.105
Freier Cashflow nach Investitionen (FCF)	4.011	2.945	1.351	2.468	3.136	33	1.008
Freier Cashflow nach Dividende	1.180	1.280	301	1.375	1.810	32	1.008
Verschuldung	46.074	45.117	45.771	43.116	43.632	40.528	42.623
Nettoverschuldung	39.601	39.701	40.267	37.590	36.918	36.386	35.869
Verschuldung/ EBITDA (x)	3,8	3,8	4,0	3,7	3,5	3,3	3,5
Nettoverschuldung / EBITDA (x)	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	3,0	2,9
EBITDA/ Nettozinsen (x)	5,4	4,4	5,2	5,5	6,1	6,0	6,2
FFO / Nettoverschuldung (%)	22,3	19,7	19,8	22,3	23,6	22,7	20,5
FFO/ Nettozinsaufwand (x)	4,9	3,9	4,6	4,9	5,3	5,0	4,8
FCF / Nettoverschuldung (%)	10,1	7,4	3,4	6,6	8,5	6,8	7,5
Gearing (%)	63,5	63,1	62,8	57,0	62,0	57,6	61,1

* Kennzahlen auf LTM-Basis

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Telecom Italia: Anleihen im Überblick

Stand: 05.04.2013

Stammdaten	ISIN	Fällig- keit	Rest- laufzeit*	Zins- termin	Stückelung (TEUR)	Sonder- klauseln
TITIM 4,75% 05/14	XS0254905846	19.05.2014	1,1	19.05.	50 / 50	-
TITIM 8,25% 03/16	XS0418508924	21.03.2016	2,9	21.03.	50 / 1	-
TITIM 5,125% 01/16	XS0583059448	25.01.2016	2,8	25.01.	50 / 50	-
TITIM 7% 01/17	XS0693940511	20.01.2017	3,8	20.01.	100 / 1	-
TITIM 4,5% 09/17	XS0831389985	20.09.2017	4,4	20.09.	100 / 1	-
TITIM 4,75% 05/18	XS0630463965	25.05.2018	5,1	25.05.	100 / 1	-
TITIM 6,125% 12/18	XS0794393396	14.12.2018	5,7	14.12.	100 / 1	-
TITIM 4% 01/20	XS0868458653	21.01.2020	6,8	21.01.	100 / 1	-
TITIM 5,25% 02/22	XS0486101024	10.02.2022	8,8	10.02.	50 / 50	-
TITIM 7,75% 01/33	XS0161100515	24.01.2033	19,8	24.01.	1 / 1	-

*in Jahren

Risikokennzahlen	Rang	Rating	Mod. Duration	Konvexität	Liquidität
TITIM 4,75% 05/14	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	1,051	0,022	H
TITIM 8,25% 03/16	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	2,664	0,100	H
TITIM 5,125% 01/16	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	2,586	0,094	H
TITIM 7% 01/17	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	3,318	0,149	H
TITIM 4,5% 09/17	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	3,905	0,200	H
TITIM 4,75% 05/18	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	4,330	0,247	H
TITIM 6,125% 12/18	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	4,725	0,289	H
TITIM 4% 01/20	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	5,747	0,412	H
TITIM 5,25% 02/22	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	6,916	0,605	H
TITIM 7,75% 01/33	Sr Unsecured	BBB / Baa3 / BBB	10,514	1,626	H

Renditekennzahlen	Kurs (%)**	Rendite (%)**	G-Spread (Bp.)**	ASW (Bp.)**	Z-Spread (Bp.)**	Einstufung***
TITIM 4,75% 05/14	103,87	1,22	115	85	85	günstig -
TITIM 8,25% 03/16	115,32	2,77	274	247	225	günstig -
TITIM 5,125% 01/16	106,59	2,65	263	222	214	günstig -
TITIM 7% 01/17	112,73	3,36	325	294	274	günstig -
TITIM 4,5% 09/17	103,86	3,54	333	286	282	günstig -
TITIM 4,75% 05/18	104,04	3,86	355	307	304	günstig -
TITIM 6,125% 12/18	109,92	4,13	372	336	322	günstig -
TITIM 4% 01/20	98,02	4,34	375	315	324	günstig -
TITIM 5,25% 02/22	102,25	4,93	388	349	356	günstig -
TITIM 7,75% 01/33	114,63	6,42	441	456	446	günstig -

Indikative Mitte-Kurse; *Bei Einstufungsänderungen sind die vorherigen Einschätzungen in Klammern gesetzt;
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Einstufungs-Historie*

Stand: 05.04.2013

Unternehmen	Einstufung	Datum
Telecom Italia	negativ	05.04.2013
Telecom Italia - CDS Einstufung	Marketperformer	12.11.2012
Telecom Italia - CDS Einstufung	Underperformer	08.08.2011

Quellen: Helaba Volkswirtschaft/Research

*Das Helaba Credit-Research hat zum 01.02.2013 die Einstufungssystematik verändert. Die bisherigen Erwartungen zur CDS-Entwicklung (Outperformer, Marketperformer, Underperformer) wurden durch eine Einschätzung des künftigen Bonitätstrends (positiv, stabil, negativ) ersetzt.

Glossar

Asset Swap Spread (ASW)	Risikoaufschlag, der den Investor für die Übernahme des Kreditrisikos einer Unternehmensanleihe kompensiert. Er errechnet sich aus einem modellhaften Asset Swap-Geschäft, bei dem die fixe Kuponzahlungen einer Anleihe in eine variable Zinszahlungen getauscht werden
Basispunkt (Bp.)	Zinssatz-Einheit; 100 Basispunkte = 1 Prozentpunkt
Benchmark	Vergleichsmaßstab, im Kapitalmarktbereich meist in Form von repräsentativen Indizes
Bonitätstrend	Erwartete Entwicklung der Kreditwürdigkeit eines Emittenten in den kommenden 12 Monaten
Einstufung	Bewertung der relativen Preiswürdigkeit einer Anleihe; sie ergibt sich z. B. durch die Gegenüberstellung vergleichbarer Anleihen oder historische Vergleiche; im Ergebnis werden die Anleihen als fair bewertet, teuer oder günstig eingestuft
G-Spread	Renditeunterschied einer Anleihe gegenüber Bundesanleihen vergleichbarer Laufzeit
Konvexität	Ergänzendes Maß für die Zinssensitivität einer Anleihe. Die Kennzahl erweitert das Konzept der <i>Duration</i> , indem sie die Krümmung des graphischen Kurs-Zins-Zusammenhangs berücksichtigt.
Liquidität	Einschätzung der Handelbarkeit einer Anleihe; insbesondere unter Berücksichtigung der Faktoren Alter und Umfang einer Emission, Anzahl und Volumen beobachtbarer Handelsumsätze, Vergleich von Angebots- und Nachfrageindikationen sowie historische Preisvolatilität ergibt sich eine Einordnung als hoch (H), mittel (M) oder gering (G)
Modified Duration	Näherungsmaß für die Zinssensitivität einer Anleihe; bei einer modifizierten Duration von 2 fällt der Kurs eines Bonds um 2 %, wenn die Zinsen um 1 %-Punkt steigen; siehe auch <i>Konvexität</i>
Rang	Der Rang eines Bonds gibt Auskunft darüber, in welcher Reihenfolge die Anleihegläubiger im Insolvenz- bzw. Liquidationsfall bedient werden; im Wesentlichen unterscheidet man zwischen erstrangig besicherten (Sr Secured), erstrangig unbesicherten (Sr Unsecured) sowie nachrangigen (Subordinated) Anleihen
Rating	Einstufung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens durch die Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch
Sonderklauseln	In den Anleihebedingungen festgeschriebene Sonderregelungen, wie zum Beispiel Sonderkündigungsrechte oder Zinsanpassungsklauseln.
Stückelung	Mindest-Ordervolumen bzw. kleinste handelbare Nominalwert-Einheit einer Anleihe
Z-Spread	Maß für den Renditevorteil einer Anleihe gegenüber Interbanken (Swap)-Sätzen; wird finanzmathematisch als konstanter Aufschlag über die gesamte Referenz-Kurve ermittelt

Rechtliche Hinweise

Helaba sowie die überreichende Sparkasse unterliegen der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Publikation wurde am Erscheinungstag veröffentlicht.

Helaba bzw. mit ihr verbundene Unternehmen haben in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen und Informationen mit Empfehlungen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um institutsinterne Informationsschranken, die den Analysen oder Informationen mit Empfehlungen erstellenden und weitergebenden Mitarbeitern den Zugang zu Informationen versperren, die Umstände oder Beziehungen betreffen, welche im Hinblick auf die betreffenden Emittenten Interessenkonflikte von Helaba bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen begründen können, die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch einen Compliance-Beauftragten sowie das Verbot des Eigenhandels für die betreffenden Mitarbeiter in den von ihnen beobachteten Werten.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investmentbanking-Transaktionen vergütet. Der / die Verfasser dieser Studie erhält / erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der Landesbank Hessen-Thüringen basiert, welche Erträge aus dem Investmentbanking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Landesbank Hessen-Thüringen und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten ge covert werden.

Die Landesbank Hessen-Thüringen und / oder ihre Tochtergesellschaften hat die Informationen, auf die sich die Finanzanalyse stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend geben die Landesbank Hessen-Thüringen und / oder ihre Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in dieser Finanzanalyse enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Empfehlungen beziehen sich auf einzelne Emittenten (Unternehmen) oder Anleihen dieser Emittenten und können auf der Basis verschiedener Analyseansätze erstellt werden. Die Einschätzung der Bonität des Emittenten erfolgt auf der Grundlage einer quantitativen Auswertung des Konzernabschlusses des Emittenten und qualitativer Informationen, die für die Einschätzung als relevant erachtet werden. Einstufungen einzelner Anleihen können etwa auf der Grundlage der Z-Score-Analyse und der Fair Value-Analyse erfolgen. Die Z-Score-Analyse vergleicht die historische Entwicklung von Spreads einzelner Anleihen und ermittelt auf dieser Grundlage die relative Preiswürdigkeit einzelner Anleihen. Die Fair Value-Analyse bewertet Anleihen im Vergleich zur fairen Spreadkurve der zugehörigen Bonität oder der Branche des Emittenten. Im Ergebnis werden die Anleihen als fair bewertet, teuer bewertet oder als günstig bewertet eingestuft.

Die Auswahl der Emittenten erfolgt nach den inhaltlichen Research-Schwerpunkten des Credit Research, der Handelbarkeit und guter Marktliquidität der Anleihen des Emittenten. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Helaba, jederzeit die Aufnahme in das Credit Research oder Streichung von Emittenten aus dem Credit Research vorzunehmen. Die von Helaba gegebenen Anlageempfehlungen werden laufend überprüft. Ein Datum für aktualisierte Ausgaben der entsprechenden Veröffentlichungen kann daher nicht genannt werden. Enthaltene Prognosen, Werturteile oder Preisziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung des Verfassers dar. Die Preise / Spreads in Finanzanalysen bei Anleihen sind Bloomberg entnommen und basieren in der Regel auf ISIN-Kennungen, wie sie in den Finanzanalysen angegeben werden. Die Preise / Spreads beziehen sich, soweit nicht anders angegeben, auf den Vortag. Die Kursdaten werden hierbei den gängigen Kursinformationssystemen (wie Reuters oder Bloomberg) entnommen. Wenn nicht anders angegeben, handelt es sich um Mitte-Kurse.

Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte

- 1) Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen betreuen an einem Markt Finanzinstrumente durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 2) Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt.
- 3) Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate eine Vereinbarung über Investmentbanking-Geschäfte mit dem Unternehmen geschlossen.
- 4) Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung zur Erstellung von Finanzanalysen getroffen, die den Emittenten selbst oder dessen Finanzinstrumente zum Gegenstand hat.
- 5) Handelsbestand: Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben einen Handelsbestand in Aktien der Gesellschaft.
- 6) Handelsbestand und regelmäßiger Handel: Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien der Gesellschaft.
- 7) Sonstige Interessen: Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen.
- 8) Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben eine Beteiligung an dem Unternehmen von mehr als 5 % des Grundkapitals der Aktiengesellschaft.

Diese Publikation stellt keine Aktienanalyse dar und dient nicht als Grundlage für Kauf- oder Verkaufsentscheidung bezüglich der Aktien der genannten Gesellschaft(en)

Hinweise zu Pflichtangaben gemäß §34b WpHG und FinAnV finden Sie unter <http://www.helaba.de>. ■