

Euro Credit Pilot Strategy



Macro Research
Strategy Research
Credit Research

Übersetzung der englischen Originalversion
vom 20. November 2018
[Link](#)

“ **Kreditmarkt Ausblick 2019** ”

11
2018

Inhalt

4 Top Story

- 4 Vorbereitung auf eine beträchtliche Spreadausweitung

7 Credit Drivers

- 7 Macro: Eine Verlangsamung kommt, und fällt 2020 stärker aus
- 9 Micro: Annehmbares Gewinnwachstum und solide Profile
- 11 Debt-Equity Linkage: Risikoanlagen steht ein volatiles Jahr bevor
- 12 Credit Quality Trend: US-Unternehmen sind anfälliger

13 Valuation & Timing

- 13 Spread-Prognosetabelle

14 Sector Allocation & Empfehlungsüberblick

Veröffentlicht am 28. November 2018

Titelbild @ Prajukpunt - Fotolia.com

Langsameres Wirtschafts- und Gewinnwachstum wird die europäischen Unternehmensanleihenmärkte belasten, so dass sie 2019 voraussichtlich eine ausgeprägtere Spreadausweitung erleben. Angesichts ihres stabileren Verschuldungspfades in den letzten Jahren sowie der verzögerten Straffung der EZB in Relation zur Fed sind europäische Unternehmen jedoch weniger anfällig für Kreditsorgen als ihre US-Pendants. Der erwartete Rückgang der Emissionsvolumina im Vergleich zu früheren Jahren sollte die deutlich reduzierte Nachfrage aus dem CSPP kompensieren, dessen Wiederanlagevolumen 2019 niedrig ausfallen wird.

- **Macro Outlook:** Für den Euroraum prognostizieren wir über weite Strecken des Jahres 2019 Wachstum leicht über Trend. 2019 sollte unserer Erwartung nach eine leichte Abkühlung von 2,0% in diesem Jahr auf 1,7% bringen. Die Wachstumsdynamik im Euroraum wird jedoch wahrscheinlich im späteren Teil des kommenden Jahres nachlassen, und diese Entwicklung wird sich im Jahresverlauf 2020 verstärken, wenn die USA auf eine Rezession zusteuern.
- **Micro Fundamentals:** Da die globalen Wachstumssorgen im Zuge von Handelsspannungen zunehmen, waren die Spreads neben einer technischen Neubewertung infolge der Drosselung des CSPP zusätzlichem Ausweitungsdruk ausgesetzt.
- **Debt-Equity Linkage:** Die Aktienmärkte stehen nächstes Jahr vermutlich etwas unter Druck, denn die Gewinnerwartungen erscheinen viel zu optimistisch. In einem potenziellen Risikoszenario erscheint ein Kursrückgang um 20% sowohl in Europa als auch in den USA realistisch.
- **Credit Quality Trend:** Da sich die durchschnittliche Nettoverschuldung nicht finanzieller US-Unternehmen in den letzten Jahren enorm erhöht hat, während sie bei europäischen stabiler geblieben ist, zeigen wesentliche Bonitätskennzahlen eine entgegengesetzte Entwicklung: Bei europäischen Unternehmen ist hier eine Verbesserung zu beobachten, bei US-Firmen hingegen eine Verschlechterung.
- **Valuation & Timing:** Wir rechnen mit einer beträchtlichen Spreadausweitung in 2019. Dabei sollten die Spreads IG gerateter nicht finanzieller Anleihen auf 90 Bp (von aktuell 60 Bp) und die Spreads von High-Yield-Anleihen auf 450 Bp (von 360 Bp) ausweiten.
- **Sector Allocation & Empfehlungsüberblick:** Wir behalten unsere „Underweight“-Empfehlungen für die Sektoren Technology, Chemicals und Food & Beverages bei. Geändert haben wir unsere Empfehlungen für den Sektor Automobiles & Parts (von „Marketweight“ auf „Overweight“) und Industrial Goods & Services (von „Underweight“ auf „Marketweight“).

Dr. Philip Gisdakis,
Co-Head of Strategy Research & Head of Credit Strategy Research
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378-13228
philip.gisdakis@unicredit.de

Dr. Christian Weber, CFA,
Deputy Head of Credit Strategy Research
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378-12250
christian.weber@unicredit.de

Dr. Stefan Kolek,
EEMEA Corporate Credit Strategist
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378-12495
stefan.kolek@unicredit.de

Top Story

Vorbereitung auf eine beträchtliche Spreadausweitung

Langsameres Wirtschafts- und Gewinnwachstum wird die europäischen Unternehmensanleihemärkte belasten, so dass sie 2019 voraussichtlich eine ausgeprägtere Spreadausweitung erleben. Angesichts ihres stabileren Verschuldungspfades in den letzten Jahren sowie der verzögerten Straffung der EZB in Relation zur Fed sind europäische Unternehmen jedoch weniger anfällig für Kreditsorgen als ihre US-Pendants. Der erwartete Rückgang der Emissionsvolumina im Vergleich zu früheren Jahren sollte die deutlich reduzierte Nachfrage aus dem CSPP kompensieren, dessen Wiederanlagevolumen 2019 niedrig ausfallen wird.

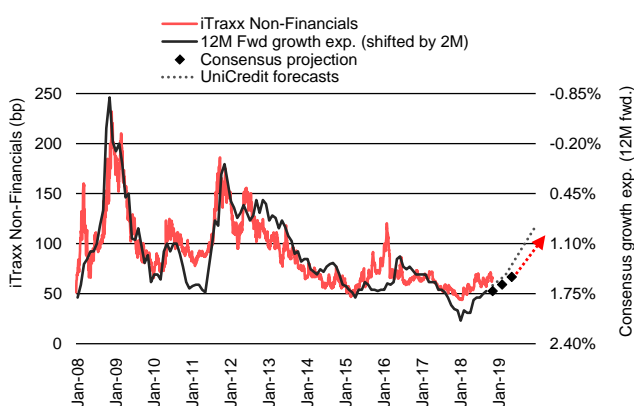
2019 wird die konjunkturelle Verlangsamung zum dominanten Einflussfaktor für Unternehmensanleihen

Wenn sich das Wachstum verlangsamt, wird das makroökonomische Umfeld im Laufe des nächsten Jahres zum wesentlichen Treiber der Kreditmärkte. Die europäischen Credit Spreads geraten wahrscheinlich unter deutlichen Ausweitungsdruk. Darüber hinaus wird der technische Einengungsdruck aus dem CSPP der EZB nachlassen, weil die Wiederanlage fälliger Anleihen aus dem bestehenden CSPP-Portfolio nur vergleichsweise geringe Auswirkungen haben wird; insbesondere, da die prognostizierten Fälligkeiten in 2019 überschaubar bleiben.

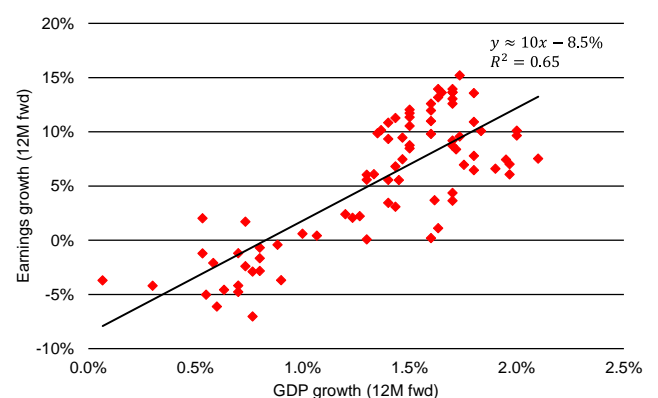
Zur Beurteilung der Auswirkungen der bevorstehenden konjunkturellen Abkühlung haben wir unser Makro-Kredit-Modell verwendet. Dieses beruht auf der recht stabilen Abhängigkeit zwischen den Konsenswachstumserwartungen in zwölf Monaten (12M forward) und den Credit Spreads von Unternehmensanleihen. Die Grafik unten links zeigt die Bloomberg-Konsenswachstumserwartungen (invertierte Werte) mit Anpassung der Y-Achse entsprechend der Abhängigkeit von einer bestimmten Zeitreihe. Darüber hinaus haben wir die Wachstumserwartungen um zwei Monate verlagert, was ungefähr dem Vorlauf entspricht, den die Spreads gegenüber den Konsenserwartungen zu haben scheinen. Obwohl die Spreads im Durchschnitt den Wachstumserwartungen vorauslaufen, halten wir es angesichts der fundamentalen Beziehung zwischen dem Wachstum und den Kreditrisikoprämien für angebracht, längerfristige Spreadprojektionen aus den Wachstumserwartungen abzuleiten.

MAKRO-KREDIT-MODELL

Credit Spreads ggü. Konsenswachstumserwartungen (12M fwd)



Abhängigkeit von BIP-Wachstum & Gewinnwachstumserwartungen



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Unser Makro-Kredit-Modell legt nahe, dass eine deutliche Spreadausweitung bevorsteht

Wir haben die Projektionen hinzugenommen, wie sich die 12M Erwartungen in der Zukunft entwickeln würden, basierend auf Prognosen für die Konsenserwartungen bis ins Jahr 2020 hinein (schwarze Punkte) sowie für unsere eigenen Erwartungen (gestrichelte Linie). Während die Konsenserwartungen eine gemäßigte Verlangsamung anzeigen, lässt sich aus unseren eigenen Projektionen eine beträchtliche Abkühlung in Richtung eines erwarteten Expansionstempos unter 1% im Euroraum ableiten (4Q20 ggü. 4Q19). Auf den ersten Blick deuten die Ergebnisse darauf hin, dass ein durchschnittlicher Spread von 110 Bp bei Investment-Grade-Anleihen und 540 Bp bei High-Yield-Papieren mit einem solchen Konjunkturmilieu konform geht.

**Spreadprognose für JE2019:
Investment Grade 90 Bp
High Yield 450 Bp**

Einige wichtige technische Faktoren werden eine derart dramatische Ausweitung jedoch wahrscheinlich verhindern. Erstens profitieren Kreditprodukte, insbesondere diejenigen, die den sicheren Teil der Stichprobe ausmachen (IG) wohl auch weiterhin von Investorennachfrage, da die Renditen risikofreier Anleihen niedrig und das Wachstum positiv bleiben (vor dem Hintergrund solider Bonität). Zweitens ist das Angebot neuer Anleihen nächstes Jahr voraussichtlich nur moderat. Daher erwarten wir, dass sich die Spreads etwas unter den Ergebnissen unseres Makro-Kredit-Modells einpendeln, bei 90 Bp für IG geratete nicht finanzielle Anleihen und bei 450 Bp für High-Yield-Papiere. Im IG-Segment handelt der iBoxx Non-Financials Senior Index, der noch vom CSPP komprimiert wird, aktuell bei 60 Bp, der iTraxx Non-Financials Index hingegen fast bei 70 Bp. Im HY-Segment notiert der iBoxx HY bei 350 Bp, der iTraxx Crossover, der eine andere Struktur aufweist, bei 300 Bp. Wenn sich die Credit Spreads bis Jahresende bei 70 Bp (IG) und 350 Bp (HY) einpendeln, würden die Jahresendziele 2019 von 90 Bp (IG) und 450 Bp (HY) den gleichen relativen Spreadanstieg (rund 30%) zeigen, und das HY/IG-Verhältnis von 5x bliebe ebenfalls unverändert.

US-Unternehmen sind anfälliger für Kreditsorgen als ihre europäischen Pendanten

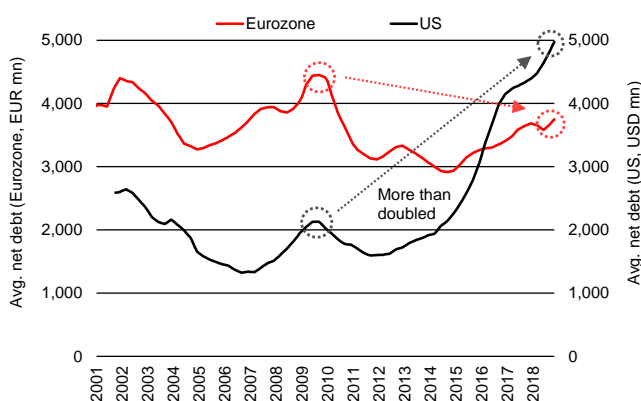
Die Spreadausweitung verläuft jedoch über Sektoren und Regionen hinweg nicht gleichmäßig. Kreditpapiere, die einer Gewinnverlangsamung stärker ausgesetzt sind, leiden unter heftigerem Spreadausweitungsdruck. Auf Sektorbasis wirkt sich das auf zyklische Branchen aus (das werden wir detaillierter im nächsten *Euro Credit Pilot* analysieren). Zum jetzigen Zeitpunkt gibt es jedoch klare regionale Unterschiede hinsichtlich der Phase im Kreditzyklus. US-Unternehmen haben nach jahrelangen vorteilhaften wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen ihre Verschuldung in den letzten Jahren deutlich erhöht (siehe die durchschnittliche Nettoverschuldung nicht finanzieller Unternehmen im Euro STOXX und im S&P 500 in der Grafik unten links). Folglich stieg ihr Verschuldungsgrad beträchtlich, was auch der Anstieg BBB gerateter US-Unternehmensanleihen belegt, wie im Abschnitt zur US-Wirtschaft unterstrichen. Unternehmen mit höherer Verschuldung sind bei einer Gewinnverlangsamung exponiert, so dass sie rasch Schulden abbauen müssen.

US-Unternehmen erhöhten ihre Verschuldung, während sie mehr Liquidität an ihre Aktionäre ausschütteten

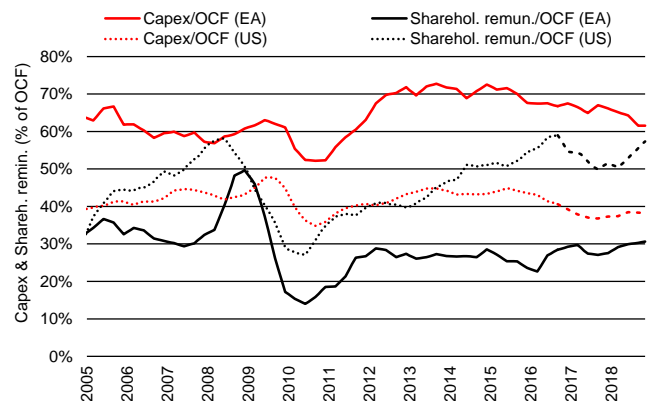
Darüber hinaus haben US-Unternehmen die günstigen Finanzierungsbedingungen der letzten Jahre hauptsächlich zur Steigerung der Mittelströme an Aktionäre genutzt. Die Grafik unten rechts zeigt die Investitionen und die Aktionärsvergütung (Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe) in Prozent der liquiden Mittel aus dem operativen Geschäft (auch operativer Cashflow [OCF] genannt) der nicht finanziellen Unternehmen in den beiden analysierten Benchmarkindizes. US-Unternehmen schütten rund 50-60% ihres operativen Cashflows an die Aktionäre aus (hauptsächlich über Aktienrückkäufe) und investieren nur 30-40% in ihr Geschäft. Euro-Unternehmen investieren dagegen 60-70% ihrer liquiden Mittel und schütten lediglich 30% an die Aktionäre aus. Mit anderen Worten: Der Schuldenaufbau in den Bilanzen von US-Unternehmen ging mit hohen Barmittelauszahlungen an Aktionäre einher, wobei letztere die Aktienbewertungen (d.h. die Kurs-Gewinn-Verhältnisse) auf zyklische Höchststände getrieben haben.

NICHT FINANZIELLE EMITTENTEN IM EURORAUM UND DEN USA IM VERGLEICH

Durchschnittl. Nettoverschuldung Euroraum- und US-Unternehmen



Investitionen und Aktionärsvergütung in % des OCF



Quelle: UniCredit Research

Die Anfälligkeit der Bilanzen hinsichtlich einer Verlangsamung der Gewinne und/oder steigenden Finanzierungskosten könnten Unternehmensleitungen unter Druck setzen, die Verschuldung zu reduzieren, indem sie künftig Mittel von Aktionären auf Anleihegläubiger umlenken. Aus Sicht eines Kreditinvestors wäre eine solche Entwicklung zweifelsohne willkommen, doch würde sie Spuren in den Aktienkursen hinterlassen. Auf jeden Fall wäre ein solches Szenario höchstwahrscheinlich mit hoher Volatilität von Kreditwertpapieren und Aktien verbunden.

CSPP-Rollover-Volumen in 2019 lediglich begrenzt

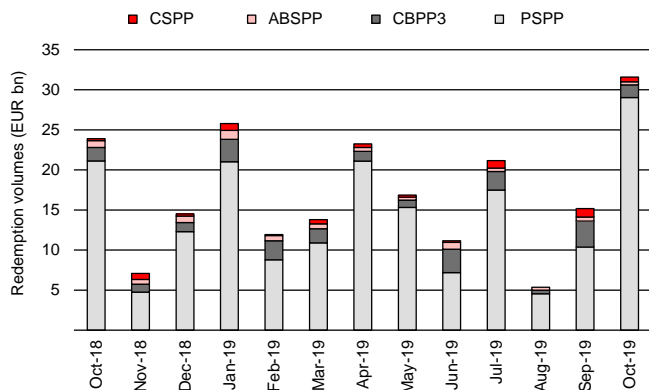
Aus markttechnischer Sicht wird der wesentliche Treiber IG gerateter Kreditwertpapiere – das CSPP – keine wichtige Unterstützungsquelle mehr sein. Die EZB wird in 2019 weiter Anleihen kaufen, denn sie will Fälligkeiten am Markt wiederanlegen, doch die entsprechenden Volumina im Unternehmenssektor sollten im kommenden Jahr gering ausfallen. Die Grafik unten links zeigt die Fälligkeiten im Wertpapierankaufprogramm in seiner Gesamtheit (APP) in den nächsten zwölf Monaten nach Assetklassen und wie von der EZB geplant. Wenn die EZB diese Mittel nur in ihren jeweiligen Programmen wiederanlegt, werden die CSPP-Ankäufe recht mager ausfallen. Gleichzeitig bleiben PSPP-Wiederanlagen ein dominanter Teil des Marktumfelds, und auch die planmäßigen Tilgungen im Covered Bond und ABS Universum fallen recht umfangreich aus.

Eine Verlangsamung der Emissionen wird die rückläufige Nachfrage aus dem CSPP teilweise kompensieren

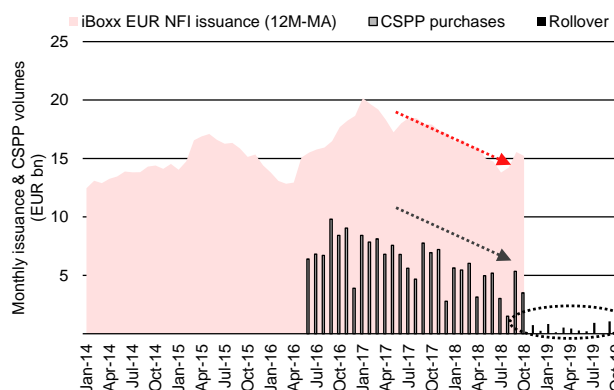
Die Grafik unten rechts zeigt, wie gering das monatliche Wiederanlagevolumen im Unternehmensanleiheuniversum im Vergleich zu den bisher getätigten Ankäufen sein wird. Der entsprechende Nachfragerückgang muss zwar berücksichtigt werden, doch wird sein Effekt bis zu einem gewissen Grad von sinkendem Angebot kompensiert. Die Daten in der Grafik rechts implizieren einen bisher recht ausgeprägten parallelen Rückgang der Emissionsvolumina (wir verwendeten stellvertretend rollierende Zwölfmonatsdurchschnitte des iBoxx-Emissionsvolumens). Wir gehen davon aus, dass sich diese Angebotsabschwächung in 2019 weitgehend fortsetzt in Anbetracht der erwarteten Konjunkturverlangsamung (die großvolumige fremdfinanzierte Investitionen, Fusionen und Akquisitionen verhindern wird) und der Tatsache, dass Unternehmen die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen der Vergangenheit nutzten, um den künftigen Bedarf so weit wie möglich vorzufinanzieren.

MARKTTECHNISCHE EINFLUSSFAKTOREN

Geplante APP-Wiederanlagevolumina nach Monaten & Programmen



Monatliche Emissionen (gleitender 12M Ø) ggü. CSPP-Volumina



Quelle: EZB, iBoxx, Bloomberg, UniCredit Research

Credit-Spread- und Gesamtertragsprojektionen

Aus Gesamtertragsicht gehen wir davon aus, dass die Spreads bis Ende 2019 auf 90 Bp ausweiten, von derzeit 60 Bp (dieser Wert wird zum Jahresende 2018 wohl höher sein). Multipliziert man die entsprechenden 30 Bp mit einer durchschnittlichen Duration von 5, ergibt sich ein Mark-to-Market-Verlust von 150 Bp. Nimmt man eine Carry-Komponente von 60 Bp (für 13,5 Monate ab dem jetzigen Zeitpunkt) und einen Spread-Kurven-Rolldown von 15 Bp (multipliziert mit einer durchschnittlichen Duration von 4,5 über diesem Zeitraum) hinzu, werden rund 135 Bp kompensiert und es entsteht Kreditverlust von rund 15 Bp. Die entsprechende Berechnung für HY-Märkte führt zu einem positiven Kreditertrag von ca. 100 Bp angesichts eines von vornherein höheren Carry und der kürzeren Duration im HY- gegenüber dem IG-Segment. Die attraktivere Kreditertragsprojektion für HY ist jedoch gegen das in diesem Markt existierende höhere Abwärtsrisiko abzuwägen.

Credit Drivers

Macro: Eine Verlangsamung kommt, und fällt 2020 stärker aus

Unsere Erwartungen für das bevorstehende Wachstumsumfeld im Euroraum...

Für den Euroraum prognostizieren wir über weite Strecken des Jahres 2019 Wachstum leicht über Trend. 2019 sollte unserer Erwartung nach eine leichte Abkühlung von 2,0% in diesem Jahr auf 1,7% bringen. Die Wachstumsdynamik im Euroraum wird jedoch wahrscheinlich im späteren Teil des kommenden Jahres nachlassen, und diese Entwicklung wird sich im Jahresverlauf 2020 verstärken, wenn die USA auf eine Rezession zusteuern. Für die EZB wird sich das Zeitfenster für die Normalisierung der Leitzinsen daher rasch schließen. Unserer Ansicht nach wird es ihr nur gelingen, den Einlagenzins (in zwei Schritten ab September 2019) zurück auf null Anfang 2020 zu führen. Es besteht ein Risiko, dass die Akkommodierung womöglich noch weniger abgebaut wird.

...in den USA...

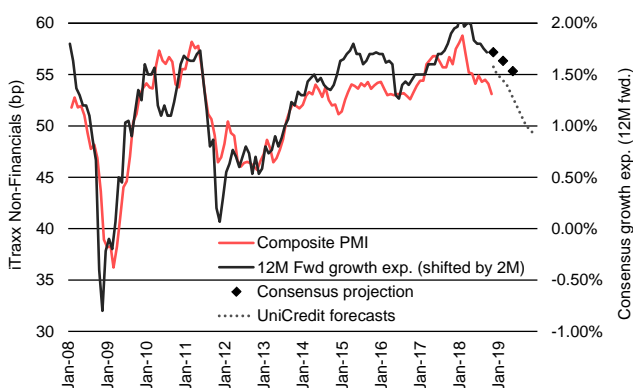
In den USA wird die aktuelle Expansion in 2019 wohl zum längsten Aufschwung des Landes seit Aufzeichnungsbeginn. Allerdings ist dies kein sonderlicher Grund zum Feiern, da wir erwarten, dass die Wirtschaft in 2H19 an Fahrt zu verlieren beginnt und dann um die Jahresmitte 2020 herum in eine leichte (und kurze) Rezession abrutscht (wahrscheinlich der Rezession 2001 nicht so unähnlich). Mehrere Faktoren tragen wohl zu einer solchen Verlangsamung bei, u.a. die Straffung der finanziellen Bedingungen und das Auslaufen der Fiskalanreize zu einem Zeitpunkt, zu dem sich Lohndruck aufbaut und sich Spannungen in den Unternehmensbilanzen bilden. In diesem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsen durch das zweite Quartal 2019 hindurch anhebt, um dann erst zu pausieren und schließlich mit drei Zinssenkungen in 2020 eine Kehrtwende einzuleiten.

...und weltweit

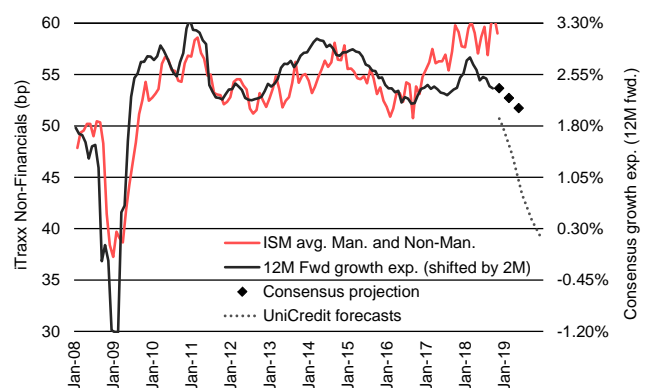
Was das globale Wirtschaftsumfeld anbelangt, rechnen wir mit einem leichten Nachgeben des BIP-Wachstums von 3,6% in diesem Jahr auf rund 3,4% in 2019, gefolgt von einer ausgeprägteren Verlangsamung auf 2,7% in 2020. Zu den Treibern dieser Verlangsamung zählen wahrscheinlich straffere finanzielle Bedingungen, nachlassende Fiskalanreize in den USA und eine fortgesetzte Abschwächung in China – dort rechnen wir mit einem Rückgang der BIP-Wachstumsraten von 6,6% in diesem Jahr auf 6,2% in 2019 und 5,9% in 2020 – sowie eine generelle Stimmungseintrübung (nicht zuletzt wegen anhaltender Handelsspannungen). Gegen Ende 2019 und ins Jahr 2020 hinein führen höchstwahrscheinlich die USA den Abschwung an. In den Emerging Markets rechnen wir im Allgemeinen ebenfalls mit einer Abkühlung, wenn sich die erwartete konjunkturelle Verlangsamung in Industriestaaten herausbildet. Wichtig ist, dass wir eine zyklisch getriebene globale Verlangsamung prognostizieren (und möglicherweise eine kurze, seichte Rezession), aber keine Krise an sich. Dennoch dürfte die Kombination aus langsamerem Wachstum und strafferen finanziellen Bedingungen der langen Hausse ein Ende bereiten. Einzelheiten zu unseren Ansichten zum Makro-Umfeld und den breiteren Marktbedingungen in 2019 enthält unser *Macro & Markets Outlook 2019-20*.

KONSENSWACHSTUMSERWARTUNGEN (12M FORWARD) GGÜ. KONJUNKTURSTIMMUNGSINDIKATOREN

EWU-Wachstum & Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft



US-Wachstum & ISM (Ø ISM Manufacturing & Non-Manufacturing)



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Vergleich unserer Prognosen mit den Konsenserwartungen

Ein Vergleich unserer makroökonomischen Prognosen mit den Konsenserwartungen zeigt, dass unsere Schätzungen weniger optimistisch sind. Die beiden Grafiken oben veranschaulichen die rollierenden Konsenserwartungen auf Sicht von zwölf Monaten (12M forward) für den Euroraum (links) und die USA (rechts). Wir nahmen für den Euroraum den Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft sowie für die USA die ISM Manufacturing und Non-Manufacturing Indizes hinzu. Die Punkte in den Grafiken zeigen, welche Entwicklung der Wachstumserwartungen (12M fwd) für die nächsten Monate von den verfügbaren Daten signalisiert wird. Zum aktuellen Zeitpunkt zeigt die Zwölfmonatssicht einen Vergleich des für 4Q19 prognostizierten BIP-Wachstums (hier ausgedrückt als 4Q19 ggü. 4Q18 etc.). Darüber hinaus vergleichen wir auch die Wachstumsprojektionen für 2Q20 mit denen für 2Q19 (die letzten Punkte in der Grafik), was den am weitesten in der Zukunft liegenden Projektionen entspricht, für die Bloomberg-Konsensdaten verfügbar sind. Darüber hinaus nahmen wir auch entsprechende Erwartungen auf der Basis unserer eigenen Zahlen hinzu (gestrichelte Linien). Für den Euroraum liegen die aktuellen Konsenswachstumserwartungen in zwölf Monaten (4Q19 ggü. 4Q18) bei 1,7%, während unsere Schätzung mit 1,6% niedriger ist. Für das Wachstum in 2Q20 ggü. 2Q19 erwartet der Konsens eine Abschwächung auf 1,5%, wir hingegen auf 1,2%. Nach diesem Zeitraum rechnen wir mit einer ausgeprägteren Verlangsamung bis auf eine Wachstumsrate von 0,8% in 4Q20 ggü. 4Q19 (für diese Periode waren keine Bloomberg-Konsensdaten verfügbar). Hinsichtlich der USA sind die Abweichungen zwischen dem Konsens und unseren Prognosen größer: In 4Q19 sieht der Konsens ggü.4Q18 ein Plus von 2,4%, wir hingegen 1,9%; für 2Q20 ggü. 2Q19 liegt die Konsensschätzung bei 2%, und wir rechnen mit 1%. In 4Q20 dürfte sich das Wachstum unserer Ansicht nach ggü.4Q19 auf 0,2% verlangsamen.

Vergleich der einzelnen Länder

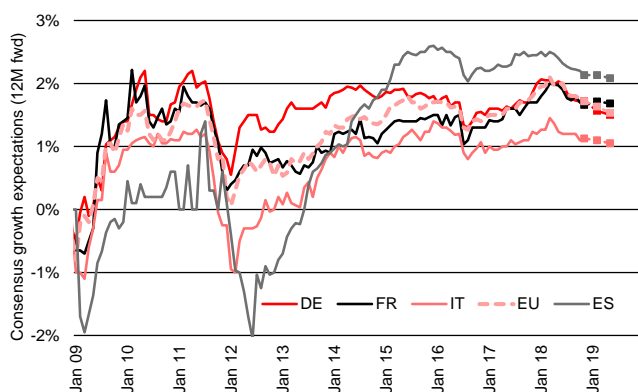
Nach Ländern prognostizieren die Konsenserwartungen, dass das BIP-Wachstum in führenden Euroraum-Staaten ebenfalls leicht abnimmt: in 4Q19 ggü. 4Q18 in Deutschland und Frankreich auf ca. 1,7%, in Spanien auf ca. 2,1% und in Italien auf 1,1%. Unsere eigenen Projektionen für das BIP-Wachstum im Zeitraum 4Q19 ggü. 4Q18 liegen bei 1,4% für Deutschland, 1,2% für Frankreich, 2,0% für Spanien und 0,9% für Italien. Unserer Ansicht folgt dann eine weitere Abschwächung. Unsere Wachstumsschätzungen für den Zeitraum 4Q20 ggü. 4Q19 liegen bei 1,0% für Deutschland, 0,8% für Frankreich, 1,4% für Spanien und 0,2% für Italien.

Anpassungen der Konsenswachstumserwartungen

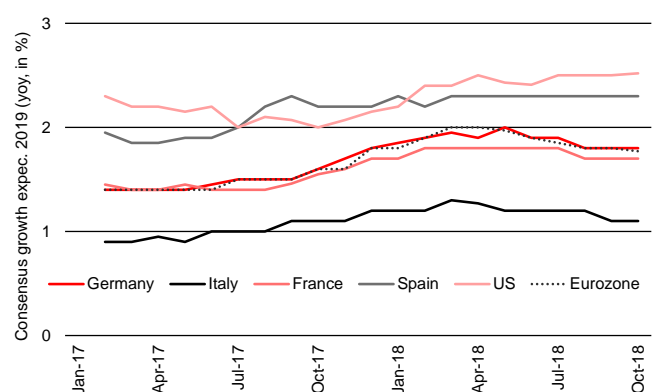
Um zu quantifizieren, wie die Konsenserwartungen zuletzt revidiert wurden, betrachten wir die Werte für das Gesamtjahr 2019 (siehe Grafik unten rechts). Aus der Darstellung geht hervor, dass sich die Konsenswachstumserwartungen für Deutschland, Frankreich und den Euroraum im Laufe der letzten sechs Monate nur moderat verändert haben, nämlich um rund 0,2 Prozentpunkte auf ca. 1,8%. Für Italien wurden die Wachstumserwartungen ebenfalls um 0,2 Prozentpunkte nach unten auf 1,1% revidiert, wohingegen die Erwartungen für Spanien mit 2,3% unverändert geblieben sind. Für die USA blieben die Erwartungen stabil im Bereich von 2,5%.

WACHSTUMSUMFELD IM EURORAUM

EWU-Konsenswachstumserwartungen (12M fwd) nach Ländern



Konsenswachstumserwartungen für 2019 nach Ländern



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Micro: Annehmbares Gewinnwachstum und solide Profile

Da die globalen Wachstumssorgen im Zuge von Handelsspannungen zunehmen, waren die Spreads neben einer technischen Neubewertung infolge der Drosselung des CSPP auch Ausweitungsdruk ausgesetzt. Da das Gewinnwachstum annehmbar und die Kreditprofile solide bleiben, rechnen wir nicht mit einer drastischen Ausweitung.

Spreadneubewertung wegen nachlassender technischer Unterstützung und Wachstumssorgen

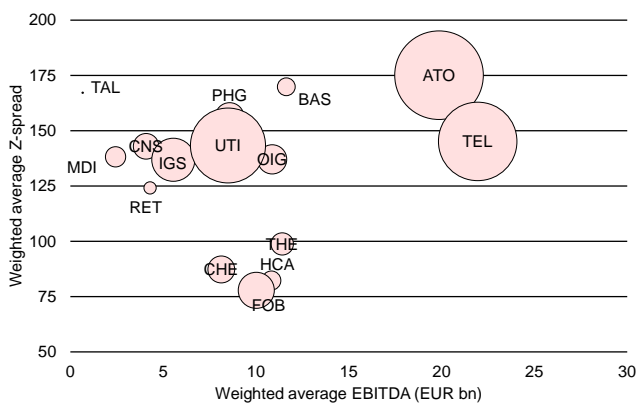
Die Credit Spreads weiteten in diesem Jahr deutlich aus; so hat sich der IBoxx NFI Spread beispielsweise mehr als verdoppelt (ASW von 35 Bp auf 77 Bp, +119% bisher in 2018). Ein Großteil dieser Neubewertung war erwartet und fand vor dem Hintergrund der Drosselung des CSPP der EZB statt, wo die Nettoankäufe Ende dieses Jahres auslaufen sollen. Über weite Strecken des Jahres verlief die Ausweitung der Risikoprämien sektorübergreifend recht einheitlich, da der technische Ausweitungsdruk infolge nachlassender Ankäufe bei den Investoren wenig Notwendigkeit zur Differenzierung hervorrief. Zuletzt begannen jedoch zunehmende Anzeichen einer Abkühlung der Weltwirtschaft in Verbindung mit hartnäckigen Handelssorgen vor dem Hintergrund politischer Schlagzeilenrisiken einige Sektoren stärker zu belasten. iBoxx NFI Sektoren zeigen nun erste Anzeichen einer divergierenden Ausweitungsdynamik, wenngleich diese historisch betrachtet immer noch inkremental ist. Unter den Sektoren mit der deutlichsten Ausweitung standen Technology (+205%), Automobiles (+183%) und Construction (+172%) am stärksten unter Druck und weiteten jeweils mindestens 50% mehr aus als der Index. Gleichzeitig wurden in den widerstandsfähigen Sektoren die Bewertungen rund 40% weniger angepasst als im iBoxx NFI. Interessanterweise gehört Basic Resources (+85%) – ein Sektor, der traditionell ein hohes Beta aufweist – zu den am wenigsten betroffenen Sektoren, neben Travel & Leisure (+69%) und Telecoms (+77%). Die größere Stabilität in Basic Resources könnte den robusteren Wachstumsausblick für den Euroraum widerspiegeln, ebenso wie das verbesserte Kreditprofil des Sektors, das die Rohstoffpreiskrise gegen Ende 2015 hervorbrachte.

Umsatz- und Gewinnwachstum unterstützen noch immer

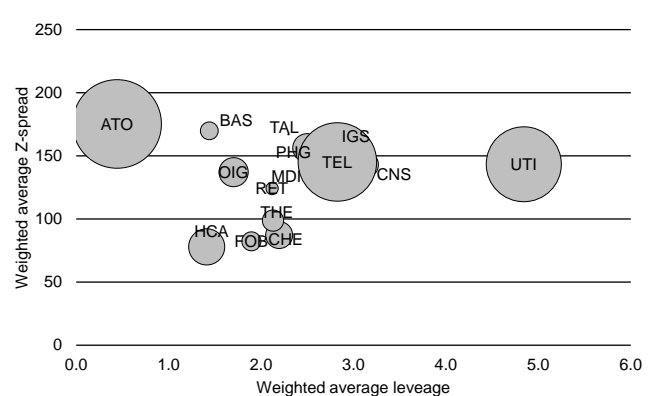
Basic Resources ist auch vom Gewinnwachstum her gut unterstützt mit dem dritthöchsten Zuwachs im Nettoergebnis (7,9%) unter den nicht finanziellen Sektoren nach Oil & Gas (53,4%) und Health Care (9,1%). Die starke Gewinnerholung im Sektor Oil & Gas treibt auch das Wachstum der Indexgewinne nach oben: Im Euro STOXX stieg der Gewinn in 3Q18 um 8,8% ggü Vj. Zu den Nachzüglern im Hinblick auf das Gewinnwachstum zählen Utilities (-5,1%), Consumer Goods (-7,1%) und Consumer Services (-9,9%), die als einzige Sektoren im Vorjahresvergleich in 3Q18 Gewinnrückgänge verbuchten. Bei Utilities bewegten sich die Gewinne im Zuge niedrigerer Umsätze (-3%) nach unten; der einzige andere nicht finanzielle Sektor mit rückläufigen Umsatzzahlen ist Telecoms (-1,1%). Sektorübergreifend erhöhten sich die Umsätze im Euro STOXX im Durchschnitt um 3,1%, wobei die Bandbreite zwischen 1% und 7% lag – mit Ausnahme des Sektors Oil & Gas (+23,7%), der von der Ölpreiserholung profitierte.

GEWICHTETES DURCHSCHNITTLICHES EBITDA UND VERSCHULDUNGSGRAD IN DEN VERSCHIEDENEN IBOXX NFI SEKTOREN

iBoxx NFI Sektor EBITDA im Vergleich zum Z-Spread



iBoxx NFI Sektor Verschuldungsgrad im Vergleich zum Z-Spread



Quelle: Markit, UniCredit Research

Auf 12M Sicht wird Umsatz- und Gewinnwachstum erwartet

Automobiles, Telecoms und Basic Resources sind die iBoxx NFI Sektoren mit dem höchsten durchschnittlichen EBITDA (Grafik oben links). Vor allem Telecoms (EUR 22,9 Mrd.) und Automobiles (EUR 19,8 Mrd.) ragen heraus, während Basic Resources (EUR 11,6 Mrd.) etwas höhere gewichtete durchschnittlichen EBITDA-Niveaus zeigt als Technology (EUR 11,4 Mrd.) und Oil & Gas (EUR 10,8 Mrd.). Sowohl Automobiles (0,4x) als auch Basic Resources (1,4x) gehören auch zu den Sektoren mit dem niedrigsten Verschuldungsgrad (Grafik oben rechts); ein entsprechendes Niveau erreicht nur Health Care (1,4x), während Telecoms einen etwas überdurchschnittlichen Verschuldungsgrad von 2,8x ausweist, der in der Nähe des gewichteten durchschnittlichen Verschuldungsgrads von Industrial Goods & Services (2,7x) und Media (2,6x) liegt. Unternehmen aus den Sektoren Construction (3,1x) und Utilities (4,8x) haben den höchsten Verschuldungsgrad im iBoxx NFI. Die künftigen Ergebniserwartungen bleiben solide vor dem Hintergrund des sich verlangsamenden, aber positiven Wachstumspfad, denen unsere Volkswirte in den nächsten zwölf Monaten erwarten. Für den Euro STOXX zeigen die Konsensschätzungen auf Sicht von zwölf Monaten (12M forward) derzeit ein erwartetes Gewinnwachstum von 12,5% (EPS) bzw. 4,5% (EBITDA).

Geordnete Neubewertung der Spreads, wenngleich die Volatilität weiter zunehmen könnte

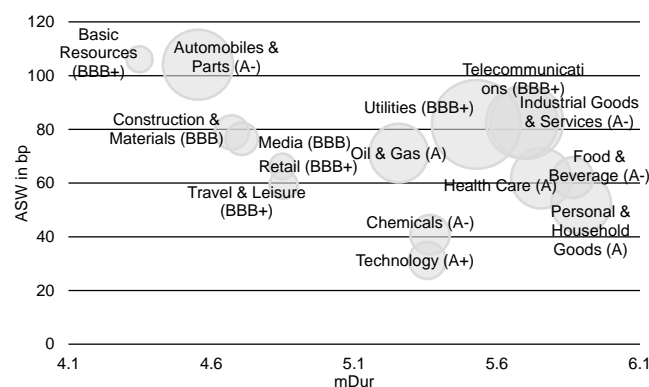
Angesichts der relativ soliden Fundamentaldaten machen wir uns keine großen Sorgen hinsichtlich beträchtlichem zusätzlichem Spreadausweitungsdruk über eine Anpassung hinaus, die noch nötig ist, um das Ende des CSPP und niedrigere Wachstumsraten im Euroraum widerzuspiegeln. Dennoch könnte die Volatilität phasenweise zunehmen, wenn sich Unsicherheiten zum Wachstumspfad weit verbreiten, zumal das politische Schlagzeilenrisiko erhöht bleiben wird. Was letzteres anbelangt, könnte der anhaltende Handelsdisput zwischen den USA und China über negative Auswirkungen auf den Welthandel Druck ausüben. Darüber hinaus hat sich das Risikoprofil des iBoxx NFI etwas verlagert, da opportunistische Emissionen von US-Unternehmen deren Anteil auf mehr als 20% des Index erhöht haben, so dass dieser anfälliger für einen Abschwung in den USA geworden ist, zumal die US-Emittenten im iBoxx NFI tendenziell eine Kombination aus einem niedrigen Spread und einer langen Duration aufweisen (Grafik unten rechts). Darüber hinaus existieren nach wie vor politische Schlagzeilenrisiken im Euroraum, was zur deutlichen Underperformance von Teilen der Peripherie beitrug. Bei italienischen Emittenten im iBoxx NFI fällt derzeit die mit Abstand höchste Risikoprämie als Ländercluster auf – sie ist sogar höher als bei CEE-Emittenten, die im Durchschnitt niedriger geratet sind.

Trotz zunehmender Vorsicht konstruktiv bleiben

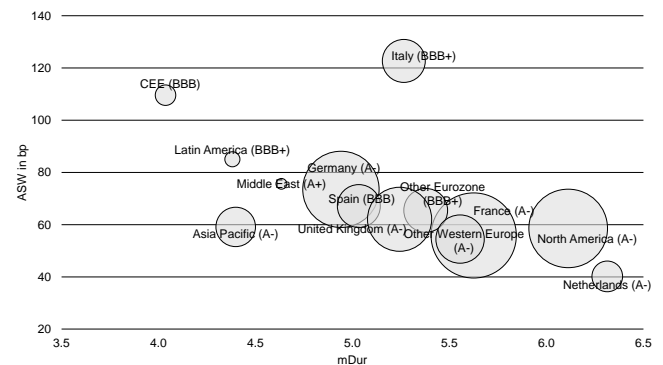
Die Veränderung der Wachstumsdynamik und hohe Unsicherheiten im Zusammenhang mit politischem Schlagzeilenrisiko werden wohl auch künftig weitere Anpassungen der Risikoprämien erforderlich machen. Gleichzeitig besteht jedoch keine Notwendigkeit, eine krisenähnliche Verschlechterung mit einem sprunghaften Anstieg der Ausfallquote zu erwarten. Vor dem Hintergrund eines immer noch kreditfreundlichen Wachstumspfad könnte Volatilität daher Chancen eröffnen.

VERTEILUNG VON IBOXX NFI SEKTOREN NACH RISIKOAUFSCHLÄGEN UND RISIKOLÄNDERN

iBoxx NFI Sektoren nach Spread und Duration



iBoxx HY NFI nach Risikoländern und Duration



Quelle: Markit, UniCredit Research

Debt-Equity Linkage: Risikoanlagen steht ein volatiles Jahr bevor

Die Aktienmärkte stehen nächstes Jahr vermutlich etwas unter Druck, denn die Gewinnerwartungen erscheinen viel zu optimistisch

In einem potenziellen Risikoszenario erscheint ein Kursrückgang von 20% in Europa und den USA realistisch

Ein volatiles Jahr steht bevor

Stärkere Auswirkungen auf Credit Spreads als auf Aktien

Schwächeres globales Wachstum mit Belastungen für das Gewinnwachstum beeinflusst neben den Kreditmärkten auch Aktien. Weniger dynamische Gewinne werden sich in den Aktienkursen niederschlagen, da die Konsensschätzungen noch immer von erheblichen Gewinnsteigerungen ausgehen. So rechnen sie beim Euro STOXX 50 z.B. mit einem Plus von 8% in diesem Jahr, 11% in 2019 und 9% in 2020. Beim S&P 500 schätzt der Konsens die Gewinnsteigerungen auf 24% in diesem Jahr (wegen der Steuersenkungen), 9% in 2019 und 10% in 2020. Da wir mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums rechnen, sind solche Gewinnwachstumsraten wahrscheinlich viel zu optimistisch. Der UniCredit Aktienstrategie Christian Stocker erwartet Gewinnwachstumsraten in einer Größenordnung von 3-4% in 2019, d.h. halb so viel wie der Konsens. In einem Basisszenario bieten KGV-Bewertungen für den Euro STOXX 50 im Bereich von 12, was auch dem aktuellen Niveau entspricht, gute Unterstützung für die europäischen Aktienmärkte. Sollte diese Unterstützung weitgehend intakt bleiben, liegt das Performance-Potenzial ggü. Vj. im Bereich der Gewinnwachstumsraten, d.h. bei 3-4%.

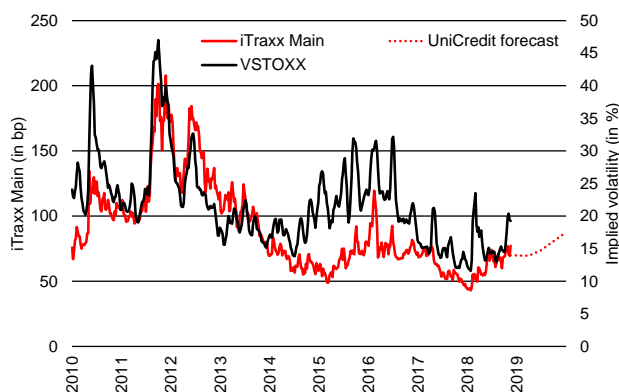
In einem potenziellen Risikoszenario mit ausgeprägter konjunktureller Verlangsamung im Euroraum und den USA wäre für den Euro STOXX 50 ein KGV von rund 10 zu erwarten. Ein solches Szenario würde Kursrückgangspotenzial von ungefähr 20% implizieren, was einem Euro STOXX 50 Niveau von ca. 2700 Indexpunkten entspräche. Beim S&P 500 wäre in einem solchen Risikoszenario ein KGV von 13 zu erwarten (was einem Indexniveau von 2275 entspräche und rund 20% unter dem aktuellen Stand läge). Die Erfahrung zeigt, dass in einem Umfeld mit einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum, wie wir es in 2019 erwarten, und politischen Unsicherheiten die Aktienmärkte in Korrekturphasen die unteren Grenzen potenzieller Risikoszenarien ausloten.

Historische Beweise legen nahe, dass in einem Umfeld mit sich verlangsamendem Wirtschaftswachstumsraten (das in der Folge das Wachstum der Unternehmensgewinne abschwächt), die implizite Volatilität an den Aktienmärkten zunimmt (siehe Grafik links). Darüber hinaus verstärken politische Unsicherheiten in 2019 die Risiken zusätzlich. Vor diesem Hintergrund sehen wir eine hohe Wahrscheinlichkeit eines Endes des volatilitätsarmen Umfelds, wie es in 2017/18 zu beobachten war. Die beiden Grafiken unten deuten darauf hin, dass eine recht enge Korrelation zwischen Credit Spreads, impliziter Volatilität und Aktienbewertungen besteht.

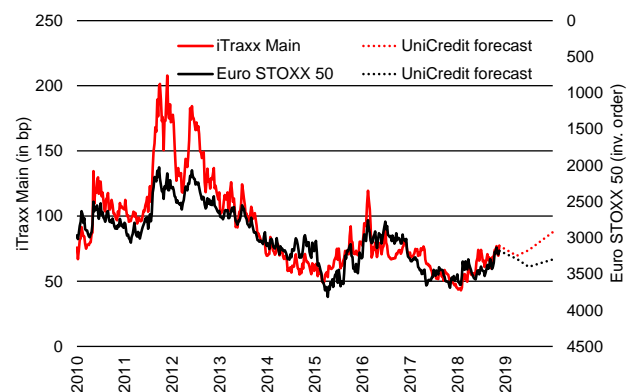
In der Grafik unten rechts nehmen wir unsere entsprechenden Indexprognosen hinzu (gestrichelte Linien). Unter Berücksichtigung der Tendenz der Kreditmärkte zu temporären Überreaktionen erwarten wir vergleichsweise stärkere Auswirkungen auf Credit Spreads als auf Aktien. Unser Basisszenario für Aktien ist zwar etwas weniger pessimistisch als für Kreditwertpapiere, doch ist das Drawdown-Risiko bei Aktien erheblich. Ein Drawdown in einer Größenordnung von 20% würde uns nicht überraschen. Eine solche Entwicklung sollte jedoch auch den Risk-Off-Zyklus beeinflussen, der in der Regel Unternehmensanleihen und Aktien gleichzeitig trifft. Somit steht uns wohl ein volatiles Jahr bevor.

ABHÄNGIGKEITEN ZWISCHEN SCHULDITITELN UND AKTIEN

Spreads im Vergleich zur impliziten Volatilität ...



...und gegenüber den Indexniveaus (inkl. UniCredit-Prognosen)



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Credit Quality Trend: US-Unternehmen sind anfälliger

Wie oben betont, hat sich die durchschnittliche Nettoverschuldung nicht finanzieller US-Unternehmen in den letzten Jahren enorm erhöht, während sie bei europäischen stabiler geblieben ist. Wie diese Analyse zeigt, haben diese unterschiedlichen Entwicklungen in der Nettoverschuldung unterschiedliche Auswirkungen auf wesentliche Bonitätskennzahlen; bei europäischen Unternehmen ist hier eine Verbesserung zu beobachten, bei US-Firmen hingegen eine Verschlechterung.

Wichtige Bonitätskennzahlen: Verschuldungsgrad und Zinsdeckungsquote

Wir verwenden zwei wesentliche Bonitätskennzahlen zur Einschätzung der Auswirkungen einer steigenden Nettoverschuldung: den Verschuldungsgrad, definiert als Verhältnis zwischen Nettoverschuldung und EBITDA (ein rückläufiger Verschuldungsgrad zeigt eine Verbesserung an), und die Zinsdeckungsquote, definiert als Verhältnis zwischen EBIT und Zinsaufwendungen (eine steigende Zinsdeckungsquote weist auf eine Verbesserung hin).

Bei US-Unternehmen verschlechterten sich wichtige Bonitätskennzahlen in Phasen mit rasch steigender Nettoverschuldung; bei europäischen haben sie sich zuletzt verbessert

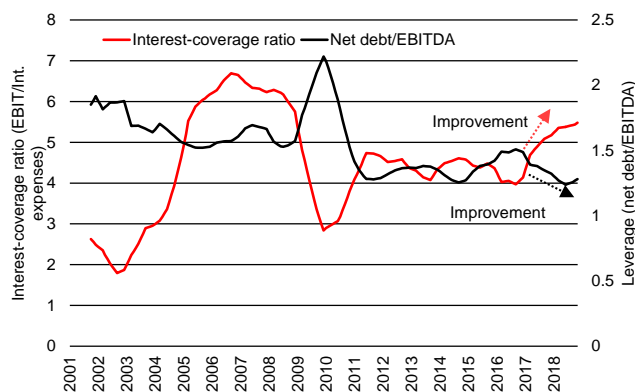
Während sich beide Bonitätskennzahlen bei europäischen nicht finanziellen Unternehmen in letzter Zeit verbessert haben, verschlechterten sie sich bei nicht finanziellen US-Unternehmen jeweils in Phasen, die von einem raschen Anstieg der Nettoverschuldung gekennzeichnet waren, d.h. zwischen 2015 und 2017. Das bedeutet, dass der beträchtliche Anstieg der Nettoverschuldung bei nicht finanziellen US-Unternehmen die Steigerung der Gewinnerzielung und den damit einhergehenden Rückgang der Finanzierungskosten überkompensiert. Dabei sollte festgehalten werden, dass trotz eines ersten Anstiegs der USD Swap-Sätze ab 2016 die durchschnittlichen Finanzierungskosten in diesem Zeitraum weiter sanken, da Unternehmen ausstehende Schuldtitel mit höherem Kupon durch neue Wertpapiere mit niedrigerem Kupon ersetzen. Im Euroraum ging der moderate Anstieg der Nettoverschuldung mit einem Rückgang der Finanzierungskosten einher, und in letzter Zeit trug ein Gewinnanstieg dazu bei, die beiden oben genannten Bonitätskennzahlen zu verbessern.

US-Unternehmen scheinen anfälliger für eine Gewinnverlangsamung und steigende Finanzierungskosten zu sein als Euroraum-Firmen

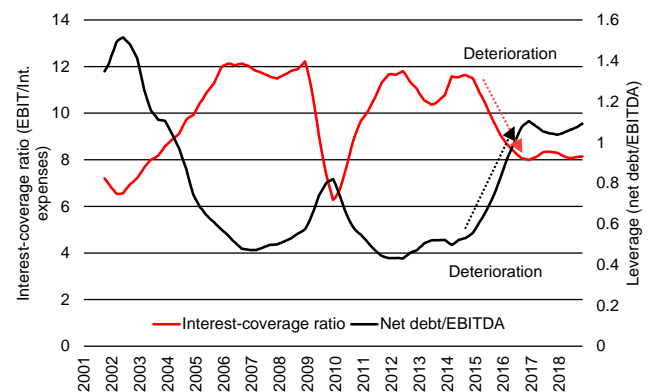
Die Unternehmen in unserer Euroraum- und US-Stichprobe unterscheiden sich jedoch deutlich. Daher sind die absoluten Kennzahlen der beiden Regionen nicht vergleichbar. So betreiben etwa im Euroraum Großunternehmen vornehmlich Geschäftsmodelle, die hohe absolute Schulden vorsehen (z.B. Industrie- und Telekomfirmen), während in den USA große zumeist gering verschuldete Tech-Firmen unsere Stichprobe dominieren. Bei vielen dieser Unternehmen das Schuldeniveau begrenzt. Ein solcher struktureller Unterschied wirkt sich auf die Bonitätskennzahlen in dieser Analyse aus, da wir uns auf Durchschnitte für eine Unternehmensstichprobe beziehen. Werden mediane Werte (statt Durchschnitten) analysiert (was eine Konzentration auf den mittleren Teil des Datensatzes bewirkt), ist der Verschuldungsgrad von US-Unternehmen höher als für ihre Euroraum-Pendants. Das legt nahe, dass der mittlere Teil unserer US-Unternehmensstichprobe höher verschuldet ist als das entsprechende Segment in unserer Euroraum-Stichprobe, während es sich bei den größeren Unternehmen in unseren Stichproben umgekehrt verhält. Dieser Vergleich unterstreicht die Anfälligkeit eines Großteils des US-Unternehmenssektors für schwächere Gewinne und steigende Finanzierungskosten, während europäische Unternehmen in dieser Hinsicht widerstandsfähiger erscheinen.

WICHTIGE BONITÄTSKENNZAHLEN (VERSCHULDUNGSGRAD & ZINSEDECKUNGSQUOTE) BEI NF-FIRMEN IN EUROPA UND DEN USA

Nichtfinanzunternehmen im Euro STOXX



Nichtfinanzunternehmen im S&P 500



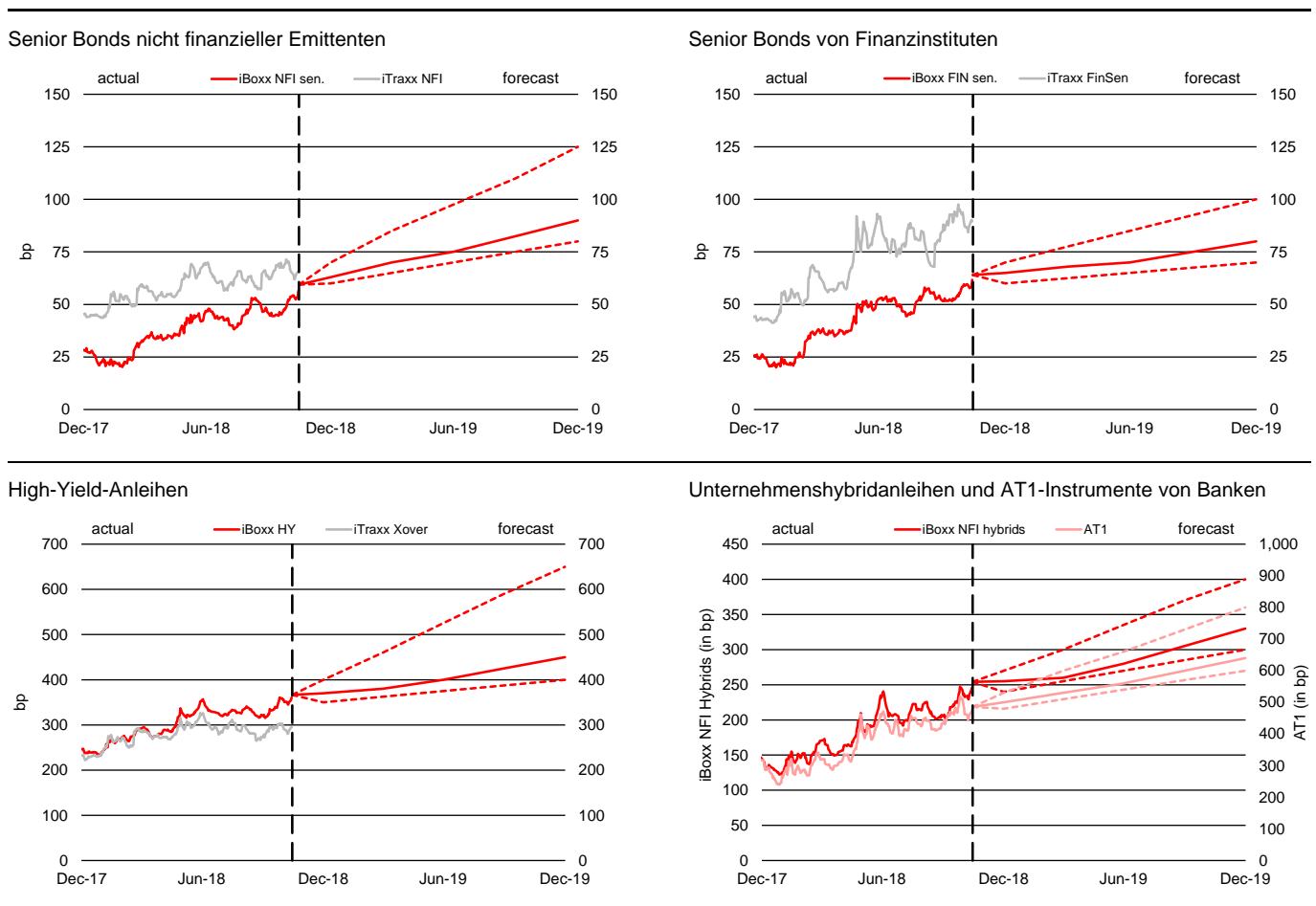
Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Valuation & Timing

Wie bereits erwähnt, rechnen wir mit einer beträchtlichen Spreadausweitung im Zuge einer konjunkturellen Verlangsamung in den nächsten zwei Jahren. Unser Makro-Kredit-Modell, das auf der historischen Abhängigkeit zwischen Credit Spreads und den Konsenswachstumserwartungen in zwölf Monaten (12M forward) beruht (wobei letztere unsere eigenen Prognosen berücksichtigen), impliziert, dass nicht finanzielle Anleihen in Richtung 110 Bp (und High-Yield-Anleihen auf 540 Bp) ausweiten könnten. Dennoch sehen wir Grund zu der Annahme, dass der reale Spreadpfad eine etwas geringere Ausweitung zeigen wird. Zu den diesbezüglichen Treibern zählen der stabilere Verschuldungspfad europäischer Unternehmen in den letzten Jahren sowie die verzögerte Straffung der EZB in Relation zur Fed – das macht europäische Unternehmen weniger anfällig für Kreditsorgen als ihre US-Pendants. Darüber hinaus sollte der erwartete Rückgang der Emissionsvolumina im Vergleich zu früheren Jahren die deutlich verringerte Nachfrage aus dem CSPP kompensieren, das in 2019 nur geringe Wiederanlagevolumina bringen wird. Unter Berücksichtigung dieser Effekte prognostizieren wir für Ende 2019 Spreads von 90 Bp für nicht finanzielle Investment-Grade-Anleihen (nach aktuell 60 Bp) bzw. 450 Bp für High-Yield-Papiere (nach aktuell 350 Bp). Senior Bonds von Finanzemittenten sollten weniger ausweiten als nicht finanzielle Papiere, nämlich auf 80 Bp (von 65 Bp). Wir sehen Ausweitungspotenzial auf 330 Bp bei Unternehmenshybridanleihen (von 255 Bp) und auf 640 Bp bei AT1-Instrumenten (von 485 Bp).

Spread-Prognosetabelle

SPREADPROGNOSE 2018 (BP)



Quelle: iBoxx, Bloomberg, UniCredit Research

Sector Allocation & Empfehlungsüberblick

Trotz weiterhin robuster Kreditfundamentaldaten weiteten die Risikoprämien aus, getrieben von politischen Schlagzeilen und fortgesetzter Wachstumsabschwächung vor dem Hintergrund von Unsicherheiten zum Welthandel. Nach einer vornehmlich technischen, einheitlichen Neubewertung infolge des bevorstehenden Endes des CSPP beginnt sich auch eine erste Sekordifferenzierung herauszubilden. Über den Sommer handelten neun von 15 nicht finanziellen Sektoren innerhalb von 10 Bp zum iBoxx NFI Spread. Diese Anzahl hat sich seither auf sechs verringert, obwohl der Index seit dem Sommer gegenüber 1H vergleichsweise weniger ausgeweitet hat. Zu den Underperformern sein Jahresbeginn zählt der Sektor Technology, der massiv ausgeweitet hat (+205%) und unserer Ansicht nach noch immer nicht sonderlich attraktiv ist. Er bleibt eng im Vergleich zum Index und ist dem US-Wachstum spürbar ausgesetzt. Daher behalten wir unsere „Underweight“-Empfehlung für den Sektor bei. Wir empfehlen ebenfalls, Chemicals unterzugewichten, da die Spreads das steigende zyklische Risiko nicht abbilden, denn der Sektor gehört noch immer zu den engsten nicht finanziellen Sektoren. Auch Food & Beverage bleibt bei uns „Underweight“. Obwohl dies ein defensiver Sektor ist, der weniger sensibel auf Wachstumsabschwächung reagiert, erscheint eine übermäßig defensive Haltung verfrüht, zumal Food & Beverage ein Drittel enger notiert als der Index-Spread. Nach der Underperformance von Industrial Goods & Services bisher in 2018 heben wir unsere Empfehlung von „Underweight“ auf „Marketweight“ an. Die deutliche Neubewertung des Sektors wurde teilweise von Einzelnamen-Stories ausgelöst, und obwohl ihn die Wachstumsabschwächung belasten dürfte, sollte die negative Dynamik langsam ausfallen. Wir ändern unsere Empfehlung für Automobiles & Parts nach deutlicher Underperformance in den letzten Monaten. Angesichts des kurzen Duration-Profiles, eines hohen durchschnittlichen EBITDA und eines niedrigen durchschnittlichen Verschuldungsgrads rechtfertigt der aktuelle Spread-Pickup eine „Overweight“-Empfehlung (statt „Marketweight“). Dennoch bleiben wir in nicht finanziellen Anleihen leicht untergewichtet und favorisieren Finanztitel wegen allmählich steigender Renditen und positiver struktureller Veränderungen.

CREDIT ALLOCATION

Stand: 19. November 2018	Aktuelle Empfehlung	iBoxx Gewicht	Spread- veränderung (YTD)	Aktuelles Spread- niveau
Macro Allocation				
Sovereigns		58,9%	+35,8	39,6
Sub-Sovereigns	MW	13,6%	+15,2	-3,2
Covered Bonds	MW	8,3%	+15,4	5,3
Financials	OW	7,8%	+59,2	101,0
Non-Financials	UW	11,5%	+41,6	76,7
Sector Allocation NFI				
Telecommunications	TEL MW	12,3%	+36,7	84,3
Media	MDI MW	2,5%	+36,3	77,0
Technology	THE UW	3,2%	+23,1	34,3
Automobiles & Parts	ATO OW	11,1%	+69,4	107,4
Utilities	UTI MW	18,7%	+42,8	83,3
Oil & Gas	OIG MW	8,1%	+43,1	73,9
Industrial Goods & Services	IGS MW	12,1%	+50,8	82,9
Basic Resources	BAS MW	1,6%	+50,0	109,2
Chemicals	CHE UW	3,6%	+23,3	42,3
Construction & Materials	CNS MW	2,8%	+49,2	77,8
Health Care	HCA MW	8,6%	+30,7	62,4
Personal & Household Goods	PHG MW	3,9%	+29,2	62,2
Food & Beverage	FOB UW	8,2%	+27,9	54,6
Travel & Leisure	TAL MW	1,9%	+24,9	60,8
Retail	RET MW	1,6%	+40,3	67,0
Quality Allocation NFI				
AAA	UW	0,8%	+12,2	13,4
AA	UW	9,0%	+15,9	21,8
A	MW	33,1%	+30,3	51,8
BBB	MW	57,1%	+53,6	100,7

Quelle: iBoxx, UniCredit Research

Die nachstehende Tabelle zeigt die aggregierte Summe unserer Empfehlungen nach Sektoren.

- **Volume OW** = nominales Volumen der Anleihen im iBoxx NFI, deren Emittent derzeit OW ist
- **Volume MW** = nominales Volumen der Anleihen im iBoxx NFI, deren Emittent derzeit MW ist
- **Volume UW** = nominales Volumen der Anleihen im iBoxx NFI, deren Emittent derzeit UW ist
- **Volume NR** = nominales Volumen der Anleihen im iBoxx NFI, zu denen wir keine Empfehlung aussprechen
- **wAverage** = (Summe der Nominalwerte von OW-Anleihen – Summe der Nominalwerte von UW-Anleihen) / (Summe der Nominalwerte von OW-, MW- und UW-Anleihen)
- **Directional** = (Summe der Nominalwerte von OW-Anleihen + Summe der Nominalwerte von UW-Anleihen) / Summe der Nominalwerte von OW-, MW- und UW-Anleihen.

AGGREGIERTE EINZELNAMEN-EMPFEHLUNGEN

	Volume OW 146	Volume MW 563	Volume UW 71	Volume NR 289	wAverage 0,10	directional 28%
ATO	33	71	12	4	0,18	39%
BAS	6	8	2	1	0,22	50%
CHE	9	16	6	10	0,10	49%
CNS	5	20		6	0,18	18%
FOB	5	48	6	26	-0,02	19%
HCA	5	50	3	35	0,04	14%
IGS	11	39	13	75	-0,03	38%
MDI	5	12	7	3	-0,09	48%
OIG	16	53	1	11	0,21	25%
PHG	13	15	1	16	0,44	49%
RET		6	3	9	-0,30	30%
TAL		8		13	0,00	
TEL	32	80	9	8	0,19	34%
THE		13	7	16	-0,37	37%
UTI	7	124	2	56	0,04	6%

Quelle: iBoxx, UniCredit Research

Die gewichteten Durchschnitte der Summe der Einzelnamenempfehlungen entsprechen weitgehend unseren Sektorempfehlungen, abgesehen von folgendem Sektor:

- **PHG (Personal & Household Goods):** Dieser Sektor ist zwar MW gewichtet, doch ist die gewichtete durchschnittliche Summe der Empfehlungen leicht positiv. Das liegt daran, dass die OW-Empfehlungen in diesem Sektor relativ große Emittenten betreffen. Der Tabaksektor ist Bestandteil des PHG-Sektors, und wir haben OW-Empfehlungen für einige große Emittenten.

Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen beruhen auf Informationen, die öffentlich zugänglichen Informationsquellen entnommen sind oder auf ihnen basieren. Diese Informationsquellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Dieser Report kann Links zu Webseiten Dritter enthalten, deren Inhalte nicht von der UniCredit Bank kontrolliert werden. Daher wird für derartige Inhalte keine Haftung übernommen. Sofern nicht anders angegeben, handelt es sich bei allen Schätzungen, Meinungen, Vorhersagen und Prognosen in diesem Bericht um die unabhängigen Einschätzungen der Analysten zum Publikationstermin. Wir behalten uns das Recht vor, unsere Einschätzungen jederzeit und ohne gesonderte Bekanntmachung zu ändern bzw. die in diesem Report enthaltenen Informationen nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen.

Dieser Report wurde nur zu Informationszwecken erstellt und (i) ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren; (ii) ist weder als derartiges Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder als Bestandteil eines solchen Angebots noch als Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren zu verstehen und (iii) ist keine Werbung für ein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung. Die in diesem Report behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkurschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Darüber hinaus lassen die Kurs- oder Wertentwicklungen aus der Vergangenheit nicht ohne weiteres einen Schluss auf die zukünftigen Ergebnisse zu. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Für die in diesem Report enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Haftung. Dieser Report ist kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Investoren müssen selbst auf Basis der hier dargestellten Chancen und Risiken, ihrer eigenen Anlagestrategie und ihrer finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation berücksichtigen, ob eine Anlage in die hier dargestellten Finanzinstrumente für sie sinnvoll ist. Da dieses Dokument keine unmittelbare Anlageempfehlung darstellt, sollten dieses Dokument oder Teile dieses Dokuments auch nicht als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden. Investoren werden aufgefordert, den Anlageberater ihrer Bank für eine individuelle Anlageberatung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Weder die UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch, noch einer ihrer Vorstands-, Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratsmitglieder, Angestellten oder sonstige Personen übernehmen die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Dieser Report wird per E-Mail und per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieses Reports treffen. Dieser Report darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

Die Verantwortung für diese Publikation übernimmt:

Die UniCredit Group und ihre Tochtergesellschaften unterliegen der Regulierung durch die Europäische Zentralbank.

a) Die UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich oder Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 München, Deutschland (ebenfalls verantwortlich für die Verteilung nach § 34b WpHG). Die Gesellschaft ist Mitglied der UniCredit Gruppe.

Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

b) Die UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, Vereinigtes Königreich.

Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland sowie in begrenztem Umfang die Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN, Vereinigtes Königreich und Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, Vereinigtes Königreich. Einzelheiten hinsichtlich unseres regulatorischen Status sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

POTENZIELLE INTERESSENSKONFLIKTE

3M Company 8a; A2A 3, 8a; ABB 8a; AbbVie 8a; Abertis 8a; ABN Amro Bank 3; Accor 3, 8a; Acea 3, 8a; Adecco 8a; Aegon 8a; Aeroporti di Roma 8a; Ahold 3, 8a; Air Liquide 8a; Airbus 3, 8a; Akzo Nobel 3, 8a; Alfa Laval 8a; Allergan 8a; Allianz 8a; Alstom 8a; Amadeus IT 8a; Amgen 3, 8a; Amphenol 8a; Anglo American 8a; Anheuser-Busch InBev 8a; Apple 8a; Aptiv 8a; ArcelorMittal 3, 8a; Archer-Daniels-Midland 8a; Arkerma 8a; ASML 8a; ASR Nederland 8a; Assicurazioni Generali 3, 8a; AstraZeneca 8a; AT&T 3, 8a; Atlantia 3, 8a; Aust. & NZ. Banking Group 3, 8a; Aviva 8a; AXA 8a; Banco de Sabadell 3, 8a; Banco Popular Espanol 3; Banco Santander 8a; Bank of America 3, 8a; Bank of China 8a; Bank of Montreal 3, 8a; Bank of Nova Scotia 8a; Barclays 3, 8a; BASF 8a; BAT 8a; Baxter International 8a; Bayer 2, 3, 8a; BBVA 3, 8a; Becton, Dickinson and Company 8a; BHP Billiton 8a; BMW 3, 8a; BNP Paribas 8a; Booking.com 8a; BorgWarner 8a; Bouygues 8a; BP 8a; Brenntag 8a; Bristol-Myers Squibb 8a; BT 8a; Bunge 8a; Buzzi Unicem 3, 8a; CaixaBank 8a; Cap Gemini 3, 8a; Carlsberg 8a; Carnival 8a; Carrefour 8a; CDP Reti 3; Centrica 8a; CEZ 8a; China Construction Bank 8a; Chubb 8a; Citigroup 3, 8a; CNH Industrial 8a; CNP Assurances 8a; Commerzbank 8a; Commonwealth Bank of Australia 8a; Compass Group 8a; Continental 3, 8a; Covestro 8a; Crédit Agricole 8a; Credit Suisse 8a; CRH 8a; Daimler 3, 8a; Danaher 8a; Danone 8a; Danske Bank 3, 8a; Deere & Co. 8a; Deutsche Bank 3, 8a; Deutsche Post DHL 8a; Deutsche Telekom 8a; Deutsche Wohnen 8a; Diageo 8a; DNB 3, 8a; DS Smith 8a; DSM 8a; E.ON 3, 8a; easyJet 8a; Edenred 8a; EDF 8a; EDP 3, 8a; Enagas 8a; EnBW 8a; Enel 3, 8a; Engie 3, 8a; ENI 3, 8a; Equinor 8a; Essilor 8a; European Investment Bank 3; European Union 3; Eutelsat 8a; Evonik 8a; Expedia 8a; FCE Bank 3; FedEx 8a; Ferrovial 8a; FMC 8a; Fortum Oyi 8a; Fresenius 8a; G4S 8a; Gazprom 3; General Electric 3, 8a; General Mills 8a; Givaudan 8a; GlaxoSmithKline 8a; Glencore 8a; Goldman Sachs 3, 8a; Great-West Lifeco 8a; HeidelbergCement 8a; Heineken 8a; Hella 8a; Henkel 3, 8a; Hera 3, 8a; HOCHTIEF 8a; Honda 8a; Honeywell 8a; HSBC 3, 8a; Iberdrola 3, 8a; IBM 8a; Imerys 8a; Imperial Brands 8a; Infineon 8a; Informa 8a; ING 8a; Immobiliaria Colonial 8a; Intesa Sanpaolo 3, 8a; Iren 3, 8a; Italgas 8a; ITW 8a; Japan Tobacco 8a; JCDecaux 8a; Johnson & Johnson 8a; JPMorgan Chase 8a; Kellogg 8a; Kering 3, 8a; Kojamo 8a; KPN 3, 8a; Kreditanstalt für Wiederaufbau 3; LafargeHolcim 8a; Landesbank Berlin 3; Lanxess 8a; Legrand 8a; Linde 8a; Lloyds Banking Group 3, 8a; Luxottica 3, 8a; LVMH 3, 8a; LyondellBasell 8a; Mapfre 8a; McKesson 8a; Mediobanca 1a, 3, 6a, 8a; Merck & Co. 8a; Merck KGaA 8a; METRO 8a; Michelin 8a; MOL 1a, 8a; Molson Coors 8a; Mondelez 8a; Morgan Stanley 8a; MUFJ 8a; Munich Re 8a; National Australia Bank 8a; National Grid 8a; Naturgy 8a; Nestlé 8a; Novartis 3, 8a; OMV 3, 8a; Orange 8a; Orsted 8a; Paris Airport 8a; PepsiCo 8a; Pfizer 3, 8a; Philip Morris 8a; Philips 3, 8a; Phoenix Group 8a; PKN Orlen 8a; PKO Bank Polski 8a; Procter & Gamble 3, 8a; Proximus 8a; Publicis 8a; Raiffeisen Bank Int. 3, 8a; RELX Group 8a; REN 8a; Renault 8a; Repsol 3, 8a; Richemont 8a; Roche 8a; Saint-Gobain 3, 8a; Sanofi 3, 8a; Santander Bank Polska 8a; SAP 3, 8a; Schneider Electric 8a; SCOR 8a; SEB 3, 8a; Shell 8a; Siemens 3, 8a; SKF 8a; Snam 3, 8a; Société Générale 8a; Sodexo 8a; Solvay 8a; SSE 8a; Standard Chartered 8a; Südzucker 8a; Suez 8a; Sumitomo Mitsui 8a; Svenska Handelsbanken 3, 8a; Swedbank 3, 8a; Swiss Life 8a; Swisscom 8a; Sydbank 8a; Sysco 8a; Tauron Polska Energia 8a; Telefonica 8a; Telekom Austria 3, 8a; Telenor 8a; Telia Company 8a; Telstra 8a; Terna 3, 8a; Time Warner 3; Toronto-Dominion Bank 8a; Total 8a; Toyota Motor Corp 8a; UBI Banca 3, 8a; Unibail-Rodamco 8a; UniCredit 2, 3, 8a; Unilever 3, 8a; UNIQA 8a; United Technologies 8a; United Utilities Water 8a; UPS 8a; Vale 8a; Veolia Environnement 8a; Verbund 3, 8a; Verizon Communications 8a; VF Corporation 8a; Vienna Insurance Group 8a; Vinci 8a; Vivendi 3, 8a; Vodafone 3, 8a; Volkswagen 3, 8a; Volvo 8a; Walgreens Boots Alliance 8a; WalMart 8a; Wells Fargo & Co 3, 8a; Wesfarmers 8a; Westpac 8a; Whirlpool 8a; Wolters Kluwer 8a; WPP 8a; Xylem 8a; ZFS 8a; Zimmer Biomet 8a;

Key 1a: Die UniCredit Bank AG bzw. eine mit ihr verbundene juristische Gesellschaft halten an der Gesellschaft eine Beteiligung in Höhe von mindestens 2% des Grundkapitals.

Key 1b: Die analysierte Gesellschaft hält an der UniCredit Bank AG bzw. an einer mit ihr verbundenen juristischen Person eine Beteiligung in Höhe von mindestens 2% des Grundkapitals.

Key 2: Die UniCredit Bank AG bzw. eine mit ihr verbundene juristische Person war in den letzten 12 Monaten Lead Manager oder Co-Lead Manager aller öffentlichen Angebote von Finanzinstrumenten der analysierten Gesellschaft oder von sich darauf beziehenden Derivaten.

Key 3: Die UniCredit Bank AG bzw. eine mit ihr verbundene juristische Person betreut die von der analysierten Gesellschaft emittierten Finanzinstrumente an der Börse oder am Markt durch Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen (fungiert also als Market Maker oder als Liquidity Provider für die von der Gesellschaft emittierten Wertpapiere oder sich darauf beziehende Derivate).

Key 5: Die analysierte Gesellschaft und die UniCredit Bank AG bzw. die verbundene juristische Person haben eine Vereinbarung über die Erstellung von Analysen geschlossen.

Key 6a: Angestellte oder Mitglieder des Vorstandes der UniCredit Bank AG und/oder andere Angestellte, die für UniCredit Research arbeiten (also für die gemeinsame Research-Abteilung der UniCredit Group) und/oder Mitglieder des Konzernvorstandes (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) sind Mitglieder des Vorstandes des analysierten Unternehmens. Mitglieder des Vorstandes des analysierten Unternehmens sind Mitglieder des Vorstandes der UniCredit Bank AG (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht). Die Anwendung des gegenständlichen Key 6a beschränkt sich auf Personen, die, obwohl sie nicht an der Erstellung der Analyse beteiligt waren, vor deren Bekanntgabe gegenüber Kunden oder der Öffentlichkeit Zugang zu der Analyse hatten, oder von denen dies in angemessener Weise anzunehmen ist.

Key 6b: Der Analyst ist Mitglied des Aufsichtsrats/Vorstandes der analysierten Gesellschaft.

Key 8a: Die UniCredit Bank AG und/oder eine mit ihr verbundene juristische Person halten eine Netto-Long-Position von mehr als 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten.

Key 8b: Die UniCredit Bank AG und/oder eine mit ihr verbundene juristische Person halten eine Netto-Short-Position von mehr als 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten.

Die UniCredit S.p.A. ist als Spezialist oder Primärhändler an der Emission von Staatsschuldverschreibungen beteiligt, die vom italienischen oder griechischen Finanzministerium begeben werden und als Market Maker von Staatsschuldverschreibungen, die vom spanischen oder portugiesischen Finanzministerium begeben werden.

Die wesentliche Aufgabe des Spezialisten besteht darin, kontinuierlich und effizient an Auktionen für Staatswertpapiere teilzunehmen, durch Market-Making und Preisstellungsanforderungen die Effizienz des Sekundärmarkts zu fördern und an der Verwaltung öffentlicher Schuldtitel und Entscheidungen zur Schuldverschreibungsemissionspolitik mitzuwirken, auch durch Beratungs- und UniCredit Bank AG-Research-Tätigkeiten. UniCredit S.p.A.s eingetragener Firmensitz in Rom: Via Alessandro Specchi, 16 - 00186 Rom. Hauptsitz in Mailand: Piazza Gae Aulenti 3 - Tower A - 20154 Mailand. Eingetragen im Register of Banking Groups und Muttergesellschaft der UniCredit Bankengruppe mit Code 02008.1; Code ABI 02008.1 – Zuständige Behörde: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). Die UniCredit Bank AG ist als Spezialist oder Primärhändler an der Emission von Staatsschuldverschreibungen beteiligt, die vom deutschen oder österreichischen Finanzministerium begeben werden. Die wesentliche Aufgabe des Spezialisten besteht darin, kontinuierlich und effizient an Auktionen für Staatswertpapiere teilzunehmen, durch Market-Making und Preisstellungsanforderungen die Effizienz des Sekundärmarkts zu fördern und an der Verwaltung öffentlicher Schuldtitel und Entscheidungen zur Schuldverschreibungsemissionspolitik mitzuwirken, auch durch Beratungs- und Research-Tätigkeiten.

EMPFEHLUNGEN, ANLAGEURTEILE UND BEWERTUNGSGRUNDLAGEN

Unternehmen	Datum	Anlageurteil.	Unternehmen	Datum	Anlageurteil.	Unternehmen	Datum	Anlageurteil.
AALLN	19/01/2018	Underweight	ENGFP	12/01/2018	Restricted	RBS	27/02/2018	Restricted
ABESM	09/03/2018	Marketweight	ENIIM	13/08/2018	Overweight	RCIBK	30/07/2018	Marketweight
ACAFP	05/02/2018	Marketweight	ENIIM	10/07/2018	Restricted	RCIBK	29/01/2018	Overweight
ACAFP	03/01/2018	Restricted	EOANGR	14/03/2018	Marketweight	RCIBK	03/01/2018	Restricted
ACEIM	23/10/2018	Overweight	EOANGR	12/03/2018	Underweight	RELLN	08/02/2018	Overweight
ACEIM	05/03/2018	Marketweight	ETLFP	01/08/2018	Marketweight	RENAUL	28/09/2018	Marketweight
ACEIM	25/01/2018	Restricted	EVKGR	17/07/2018	Overweight	RENAUL	20/09/2018	Restricted
ACHMEA	05/04/2018	Marketweight	EVKGR	08/05/2018	Marketweight	RIFP	29/08/2018	Overweight
AEGON	05/04/2018	Marketweight	FC	05/03/2018	Underweight	ROSW	01/02/2018	Underweight
AIG	17/05/2018	no rec.	FCABNK	05/06/2018	Overweight	SANFP	18/04/2018	Marketweight
AIRFP	19/01/2018	Overweight	FCABNK	19/04/2018	Restricted	SANFP	14/03/2018	Restricted
ALLRNV	03/04/2018	In transition	FCABNK	29/03/2018	Overweight	SANSCF	12/10/2018	Marketweight
ALOFF	16/07/2018	Underweight	FCABNK	14/02/2018	Restricted	SANSCF	25/09/2018	Restricted
ALV	12/07/2018	Overweight	FCABNK	29/01/2018	Overweight	SANSCF	08/03/2018	Marketweight
AMGN	25/04/2018	Overweight	FCABNK	10/01/2018	Restricted	SANTAN	31/01/2018	Marketweight
AMSSM	05/10/2018	Marketweight	FIREIT	03/04/2018	In transition	SANTAN	09/01/2018	Restricted
AMSSM	05/09/2018	Restricted	FIREIT	08/02/2018	Overweight	SANUK	08/03/2018	Marketweight
AMSSM	08/02/2018	Underweight	FMEGR	23/07/2018	Marketweight	SAPGR	25/04/2018	Underweight
ANNGR	18/07/2018	Overweight	FREGR	24/07/2018	Overweight	SAPGR	07/03/2018	Restricted
ANNGR	15/03/2018	Restricted	GFSLN	24/04/2018	Marketweight	SCMNVX	07/06/2018	Marketweight
ANNGR	11/12/2017	Overweight	GFSLN	09/03/2018	Underweight	SCMNVX	04/04/2018	Restricted
ANZ	08/03/2018	no rec.	GMFIN	27/07/2018	Underweight	SCMNVX	07/02/2018	Marketweight
ASML	08/02/2018	Marketweight	GMFIN	18/06/2018	Marketweight	SCOR	11/12/2017	Marketweight
ATLIM	16/08/2018	Marketweight	GMFIN	25/04/2018	Underweight	SESGFP	27/04/2018	Marketweight
ATLIM	07/08/2018	Overweight	GMFIN	19/03/2018	Restricted	SEVFP	05/09/2018	Restricted
ATLIM	17/05/2018	Restricted	GSK	23/07/2018	Marketweight	SIEGR	08/10/2018	Marketweight
AVLN	17/05/2018	no rec.	GYCGR	18/07/2018	Marketweight	SIEGR	28/08/2018	Restricted
AXASA	25/05/2018	Marketweight	GYCGR	18/05/2018	Overweight	SISIM	15/03/2018	Marketweight
AXASA	27/04/2018	Restricted	GYCGR	17/04/2018	Restricted	SISIM	22/01/2018	Restricted
AXASA	05/04/2018	Marketweight	HANRUE	07/05/2018	Marketweight	SLHNVX	05/04/2018	Marketweight
AXASA	21/03/2018	Restricted	HANRUE	10/04/2018	Restricted	SOLBBB	03/05/2018	Marketweight
AZN	07/08/2018	Marketweight	HEIGR	19/01/2018	Marketweight	SRENVX	11/12/2017	Marketweight
BABLN	22/11/2017	Marketweight	HERIM	23/10/2018	Marketweight	SRGIM	03/10/2018	Marketweight
BAC	17/07/2018	Marketweight	IBESM	30/07/2018	Marketweight	SRGIM	11/09/2018	Restricted
BAC	20/04/2018	Restricted	IBESM	21/06/2018	Restricted	STATK	15/02/2018	Marketweight
BACRED	09/03/2018	no rec.	IBESM	10/01/2018	Marketweight	SUFFP	26/07/2018	Overweight
BASGR	08/12/2017	Marketweight	IBM	29/10/2018	Marketweight	SYNNVX	06/06/2018	Overweight
BATSLN	22/01/2018	Overweight	IBM	08/02/2018	Overweight	SYNNVX	05/04/2018	Restricted
BAYNGR	22/08/2018	Marketweight	IFXGR	08/02/2018	Underweight	SZUGR	21/09/2018	Underweight
BAYNGR	04/06/2018	Restricted	IGYGY	14/08/2018	Marketweight	SZUGR	09/02/2018	Marketweight
BBVASM	25/05/2018	Marketweight	IGYGY	22/05/2018	Restricted	SZUGR	12/01/2018	Hold
BBVASM	03/05/2018	Restricted	IGYGY	14/03/2018	Marketweight	SZUGR	21/11/2017	Restricted
BMW	24/01/2018	Marketweight	IGYGY	12/03/2018	Underweight	T	08/02/2018	Overweight
BMW	03/01/2018	Restricted	IREIM	03/10/2018	Overweight	TELEFO	31/10/2018	Marketweight
BNFP	20/02/2018	Marketweight	IREIM	12/09/2018	Restricted	TELEFO	04/09/2018	Restricted
BNRGR	07/11/2018	Marketweight	JPM	16/07/2018	Marketweight	TELEFO	27/07/2018	Overweight
BNRGR	19/01/2018	Overweight	JPM	05/06/2018	Restricted	TELEFO	26/04/2018	Marketweight
BRITEL	02/11/2018	Marketweight	KERFP	15/11/2018	Overweight	TELEFO	13/03/2018	Restricted
BZUIM	12/09/2018	Overweight	KERFP	28/09/2018	Restricted	TELEFO	08/02/2018	Marketweight
CAFP	27/07/2018	Marketweight	KERFP	23/03/2018	Marketweight	TELEFO	29/11/2017	Restricted
CAFP	05/06/2018	Restricted	KNOGR	17/09/2018	Restricted	TENN	03/04/2018	In transition
CAPFP	08/02/2018	Underweight	KNOGR	29/06/2018	Underweight	TKAAV	08/02/2018	Overweight
CBAAU	08/03/2018	no rec.	KNOGR	06/06/2018	Restricted	TLSAU	20/08/2018	Underweight
CCAMA	03/09/2018	Marketweight	LEGR	12/11/2018	Marketweight	TOYOTA	28/09/2018	Marketweight
CCAMA	05/04/2018	Underweight	LHNVX	19/01/2018	Overweight	TOYOTA	18/09/2018	Restricted
CEZCP	12/11/2018	Restricted	LINGR	19/01/2018	Underweight	TOYOTA	05/06/2018	Marketweight
CEZCP	21/03/2018	Marketweight	LXSGR	19/01/2018	Marketweight	TOYOTA	08/05/2018	Restricted
CMARK	19/04/2018	Marketweight	MAPSM	05/04/2018	Marketweight	TOYOTA	08/12/2017	Underweight
CNHI	28/09/2018	Overweight	MEOGR	23/04/2018	Hold	TRNIM	07/08/2018	Marketweight
CNHI	12/09/2018	Restricted	MEOGR	27/02/2018	Restricted	TRNIM	16/07/2018	Restricted
CNHI	30/04/2018	Overweight	MLFP	28/09/2018	Marketweight	TTLINF	03/04/2018	In transition
CNPFP	30/07/2018	Marketweight	MTNA	17/07/2018	Marketweight	UBS	01/05/2018	Marketweight
CNPFP	14/06/2018	Restricted	MTNA	21/11/2017	Buy	UBS	10/04/2018	Restricted
CNPFP	11/12/2017	Marketweight	NAB	08/03/2018	no rec.	UBS	14/12/2017	Marketweight
COVEGR	26/07/2018	Marketweight	NESNVX	20/11/2018	Underweight	ULFP	18/07/2018	Marketweight
COVEGR	19/01/2018	Underweight	NESNVX	20/09/2018	Marketweight	ULFP	02/05/2018	Restricted
CPPIGR	18/07/2018	Overweight	NESNVX	06/12/2017	Underweight	VGASDE	03/04/2018	In transition
CTEFRA	11/12/2017	Marketweight	NGGLN	03/04/2018	In transition	VIEFP	02/08/2018	Marketweight
DAIGR	25/05/2018	Marketweight	NNGRNV	11/12/2017	Marketweight	VIVFP	31/07/2018	Underweight
DAIGR	03/05/2018	Restricted	NOVNVX	27/03/2018	Marketweight	VOD	09/05/2018	Marketweight
DAIGR	24/01/2018	Marketweight	NTGYSM	29/01/2018	Marketweight	VOD	05/02/2018	Underweight
DAIGR	04/01/2018	Restricted	NWIDE	08/06/2018	no rec.	VW	17/10/2018	Overweight
DAIGR	28/11/2017	Marketweight	ODGR	30/10/2018	Marketweight	VW	09/10/2018	Restricted
DGFP	08/10/2018	Marketweight	ODGR	15/05/2018	Restricted	VW	10/07/2018	Overweight

Unternehmen	Datum	Anlageurteil.	Unternehmen	Datum	Anlageurteil.	Unternehmen	Datum	Anlageurteil.
DGFP	18/09/2018	Restricted	OMVAV	12/11/2018	Marketweight	VW	20/06/2018	Restricted
DLNA	05/04/2018	no rec.	OMVAV	08/02/2018	Underweight	VW	14/06/2018	Overweight
DPWGR	07/03/2018	Underweight	OMVAV	07/12/2017	Restricted	VW	11/04/2018	Restricted
DPWGR	06/12/2017	Restricted	OPELFN	04/04/2018	Marketweight	VW	13/03/2018	Overweight
DSM	03/01/2018	Underweight	OPELFN	09/02/2018	Marketweight	VW	23/01/2018	Restricted
EDPPL	30/07/2018	Marketweight	OPELFN	09/02/2018	no rec.	VZ	08/02/2018	Marketweight
EDPPL	20/06/2018	Restricted	ORAFP	26/04/2018	Overweight	WBA	15/02/2018	Marketweight
EDPPL	08/02/2018	Marketweight	ORAFP	13/03/2018	Restricted	WPPLN	25/10/2018	Marketweight
ENAPHO	16/11/2018	Marketweight	PBBGR	07/03/2018	Marketweight	WPPLN	04/09/2018	Overweight
ENEASA	26/07/2018	Overweight	PBBGR	15/01/2018	Restricted	WPPLN	26/06/2018	Marketweight
ENELIM	15/06/2018	Marketweight	PFE	04/04/2018	Marketweight	WPPLN	01/03/2018	Underweight
ENELIM	14/05/2018	Restricted	PKNPW	27/04/2018	Underweight	WSTP	08/03/2018	no rec.
ENELIM	08/02/2018	Marketweight	POPSM	16/02/2018	Marketweight	WURTH	06/06/2018	Marketweight
ENELIM	09/01/2018	Restricted	PROXBB	24/07/2018	Marketweight	WURTH	15/05/2018	Restricted
ENGIFP	03/10/2018	Marketweight	RBS	12/10/2018	Marketweight	YBS	08/06/2018	no rec.
ENGIFP	15/06/2018	Restricted	RBS	28/08/2018	Restricted	ZFFNGR	04/04/2018	Overweight
ENGIFP	08/02/2018	Marketweight	RBS	04/04/2018	Underweight	ZURNVX	17/05/2018	no rec.

ÜBERBLICK ÜBER UNSERE ANLAGEURTEILE

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile bzw. eine Übersicht der letzten Änderungen finden Sie auf unserer Website http://www.disclaimer.unicreditmb.eu/credit-research-rd/Recommendations_CR_e.pdf

Hinweis bezüglich der Bewertungsgrundlagen für Aktien:

Marketweight (MW): Wir empfehlen eine Portfolio-Gewichtung, die der Gewichtung des Namens im Referenzindex iBoxx entspricht. Wir erwarten, dass die durchschnittliche Gesamtrendite der Instrumente des Emittenten der durchschnittlichen Gesamtrendite des Index entspricht.

Overweight (OW): Wir empfehlen eine höhere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex iBoxx. Wir erwarten, dass die durchschnittliche Gesamtrendite der Instrumente des Emittenten über der durchschnittlichen Gesamtrendite des Index liegt.

Underweight (UW): Wir empfehlen eine geringere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex iBoxx. Wir erwarten, dass die durchschnittliche Gesamtrendite der Instrumente des Emittenten unter der durchschnittlichen Gesamtrendite des Index liegt.

Anlageempfehlungen bezogen auf ein einzelnes Instrument:

Hold (H): Wir empfehlen Investoren, die bereits investiert sind, das Instrument zu halten. Wir erwarten, dass die Gesamtrendite der Instrumente des Emittenten der Rendite entspricht.

Buy (B): Wir empfehlen Investoren, die bereits investiert sind, das Instrument zu kaufen. Wir erwarten, dass die Gesamtrendite der Instrumente des Emittenten über der Rendite liegt.

Sell (S): Wir empfehlen Investoren, die bereits investiert sind, das Instrument zu verkaufen. Wir erwarten, dass die Gesamtrendite der Instrumente des Emittenten unter der Rendite liegt.

Wir verwenden für die verzinslichen Wertpapiere in unserer Coverage drei weitere Kategorien:

Restricted (R): Eine Anlageempfehlung bzw. eine Finanzprognose wird aus Compliance-Gründen oder aufgrund aufsichtsrechtlicher Erwägungen – z.B. eine Blackout-Periode oder ein Interessenkonflikt – nicht veröffentlicht.

Coverage in transition (T): Aufgrund von Veränderungen im Research-Team wurde die Veröffentlichung einer Anlageempfehlung bzw. von finanziellen Informationen vorübergehend ausgesetzt. Das verzinsliche Wertpapier gehört weiterhin zum Research-Universum, und die Veröffentlichung relevanter Informationen wird zu gegebener Zeit wieder aufgenommen.

Not rated (NR): Einstellung der Coverage.

Bei Handlungsempfehlungen für festverzinsliche Wertpapiere wird überwiegend auf den sog. Credit Spread (Renditedifferenz des festverzinslichen Wertpapiers zur entsprechenden Bundesanleihe bzw. des Swap-Satzes) und die Rating-Meinungen und -Methodologien der anerkannten Agenturen (S&P, Moody's, Fitch) fokussiert. Je nach Investorentyp kann der Zeitraum des Anlageurteils kurzfristig sein oder sich auch auf einen Zeitraum von bis zu 6-9 Monaten beziehen. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich die täglichen Kursdaten auf die Schlusskurse des Vortages, und die Merkmale des Anleihenindex iBoxx beziehen sich auf die Merkmale des Index zum Ende des Vormonats.

Coverage-Richtlinien

Eine Liste der von der UniCredit Bank analysierten Unternehmen ist auf Anfrage erhältlich.

Frequenz und Aktualisierungen

Es ist beabsichtigt, dass jede dieser Gesellschaften mindestens einmal im Jahr analysiert wird, sowie fallweise bei wesentlichen operativen Änderungen und/oder Änderung der Empfehlung.

BEDEUTENDE FINANZIELLE INTERESSEN

Die UniCredit Bank und/oder andere ihr nahestehende juristische Gesellschaften oder Personen handelt regelmäßig mit Aktien der analysierten Gesellschaft. Die UniCredit Bank und/oder andere ihr nahestehende juristische Gesellschaften oder Personen hält gegebenenfalls offene Positionen in sich auf die Aktien der analysierten Gesellschaft beziehenden Derivate, die nicht delta-neutral sind.

Die UniCredit Bank AG und/oder andere ihr nahestehende juristische Gesellschaften oder Personen, die die bedeutende finanzielle Interessen an der analysierten Gesellschaft haben oder jederzeit haben können. Da die UniCredit Bank AG und/oder ihr nahestehende juristische Gesellschaften oder Personen vorbehaltlich der anzuwendenden Gesetze berechtigt sind, zukünftige Handlungen durchzuführen, die zu einem bedeutenden finanziellen Interesse führen, ist für die Zwecke dieser Information davon auszugehen, dass die UniCredit Bank AG und/oder eine ihrer nahestehenden juristischen Gesellschaften oder Personen tatsächlich Handlungen durchführen werden, die zu einem bedeutenden finanziellen Interesse an der analysierten Gesellschaft führen.

Analysen können sich auf eine oder auf mehrere Gesellschaften und auf die von ihnen emittierten Wertpapiere beziehen. In bestimmten Fällen haben die analysierten Gesellschaften von sich aus Informationen für diese Analysen bereitgestellt.

WERTPAPIERDIENSTLEISTUNGEN

Zwischen der analysierten Gesellschaft und der UniCredit Bank AG bzw. einer mit dieser verbundenen juristischen Person bestand in den letzten 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, für die die Bank bzw. eine solche verbundene juristische Person eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielt. Da die UniCredit Bank AG bzw. eine mit ihr verbundene juristische Person gemäß dem anzuwendenden Recht berechtigt ist, mit der analysierten Gesellschaft zukünftig jederzeit eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen zu treffen und dafür eine Leistung oder ein Leistungsversprechen zu erhalten, ist für die Zwecke dieser Information davon auszugehen, dass die UniCredit Bank AG bzw. eine mit ihr verbundene juristische Person tatsächlich solche Vereinbarungen schließen und tatsächlich solche Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten wird.

ERKLÄRUNG DES ANALYSTEN

Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.

ORGANISATORISCHE UND ADMINISTRATIVE VORKEHRUNGEN, UM INTERESSENKONFLIKTE ZU VERHINDERN UND ZU VERMEIDEN

Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten haben die UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird. Interessenskonflikte werden durch rechtliche, physische und nicht-physische Informationsschranken (sogenannte „Chinese Walls“) gehandhabt, die den Zweck haben, den Informationsfluss zwischen einer Abteilung/Arbeitsbereich der UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch zu beschränken. Insbesondere die Bereiche Investment Banking, einschließlich der Aktivitäten Corporate Finance, Kapitalmarkt, Finanzberatung- und sonstige Kapitalbeschaffung sind durch physische und nicht-physische Informationsschranken von der Markets- als auch von der Research-Abteilung getrennt.

Bei der Ausführung von Geschäften in Aktien durch die UniCredit Bank AG Milan Branch wird kein Eigenhandel betrieben, mit Ausnahme von Geschäften im Kundenauftrag oder Delta-Hedge-Geschäften von OTC-Werten und börsennotierten Derivaten. Die Offenlegung von öffentlich verfügbaren Interessenskonflikten und anderen wesentlichen Interessen erfolgt im Research. Die Analysten werden von ihren direkten Vorgesetzten, welche keine Verantwortung für Investment-Banking-Aktivitäten (einschließlich Corporate Finance) oder andere Aktivitäten (mit Ausnahme des Verkaufs von Wertpapieren an Kunden) haben, täglich geführt und überwacht.

ZUSÄTZLICHE HINWEISE NACH DEN EINSCHLÄGIGEN BESTIMMUNGEN AUSLÄNDISCHER RECHTSORDNUNGEN

Eine Übersicht über weitere zusätzliche Hinweise nach den einschlägigen Bestimmungen ausländischer Rechtsordnungen finden Sie auf unserer Website <http://www.cib-unicredit.com/research-disclaimer>.

Hinweis für Anleger in Bosnien und Herzegowina: Dieser Bericht richtet sich nur an Kunden von UniCredit in Bosnien und Herzegowina, die im Sinne von Art. 2 *Law on Securities Market* der Föderation Bosnien und Herzegowina bzw. von Art. 2 *Law on Securities Market* der Republik Srpska institutionelle Investoren (Institutionalni investitori) sind, und darf nicht anderen Personen zugänglich gemacht oder übermittelt werden. Das vorliegende Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung dar, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen, und bildet auch keinen Teil eines solchen Angebots oder einer solchen Einladung. Weder dieses Dokument noch sein Inhalt dürfen als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art dienen.

Hinweis für brasilianische Anleger: Die einzelnen Analysten, die diesen Bericht verfasst haben, erklären: (a) dass die hier enthaltenen Empfehlungen nur die persönlichen Ansichten der Analysten widerspiegeln und dass sie in völliger Unabhängigkeit erstellt wurden, auch unabhängig von der UniCredit Group, und (b) dass, abgesehen von den im vorstehenden Abschnitt „Potenzielle Interessenkonflikte“ aufgeführten Interessenkonflikte, die Analysten sich nicht in einer Lage befinden, welche die Objektivität dieses Berichts beeinflussen oder zu einem Interessenkonflikt u. a. in Bezug auf das Nachstehende führen könnte: (i) Die Analysten unterhalten keinerlei Beziehungen zu einer Person, die für eine der in diesem Bericht behandelten Unternehmen arbeiten; (ii) die Analysten und ihre Ehegatten oder Partner halten weder direkt noch indirekt in ihrem eigenen Namen oder im Namen Dritter Wertpapiere, die von einem der in diesem Bericht behandelten Unternehmen emittiert wurden; (iii) die Analysten und ihre Ehegatten oder Partner sind weder direkt noch indirekt an Kauf, Verkauf und/oder Handel von Wertpapieren beteiligt, die von einem in diesem Bericht behandelten Unternehmen emittiert wurden; (iv) die Analysten und ihre Ehegatten oder Partner sind finanziell nicht an den Unternehmen beteiligt, die Gegenstand dieses Berichts sind, und (v) die Vergütung der Analysten hängt weder direkt noch indirekt von den Erträgen ab, die UniCredit mit ihrem Geschäft und ihren Finanztransaktionen erzielt. UniCredit erklärt dass, abgesehen von den potenziellen Interessenkonflikten, die im vorstehenden Abschnitt „Potenzielle Interessenkonflikte“ aufgeführt sind, UniCredit, ihre kontrollierten Unternehmen, die sie kontrollierenden Unternehmen und die Unternehmen unter gemeinsamer Kontrolle (die „UniCredit Group“) sich nicht in einer Lage befinden, welche die Objektivität dieses Berichts beeinflussen oder zu einem Interessenkonflikt in Bezug u. a. auf das Nachstehende führen könnte: (i) Die UniCredit Group hält keine wesentlichen Beteiligungen am Eigenkapital der Unternehmen, die Gegenstand dieses Berichts sind; (ii) die Unternehmen, die Gegenstand dieses Berichts sind, halten keine wesentliche Beteiligung am Eigenkapital der UniCredit Group; (iii) die UniCredit Group ist an den Unternehmen oder den Titeln, die Gegenstand dieses Berichts sind, weder finanziell noch kommerziell wesentlich beteiligt; (iv) die UniCredit Group ist nicht am Kauf, Verkauf und/oder Handel der Wertpapiere, die Gegenstand dieses Berichts sind, beteiligt; und (v) die UniCredit Group wird nicht für Dienstleistungen vergütet, die sie für die in diesem Bericht behandelten oder mit den behandelten Unternehmen verbundenen Unternehmen erbracht hat.

Hinweis für Anleger der Elfenbeinküste: Die in dem vorliegenden Bericht enthaltenen Informationen wurden von der UniCredit Bank AG aus als glaubwürdig erachteten Quellen zusammengetragen. Es werden jedoch keinerlei ausdrückliche oder implizite Zusagen oder Garantien von der UniCredit Bank AG oder anderen Dritten zur Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen gegeben. Sämtliche im vorliegenden Bericht geäußerten Meinungen und Schätzungen stellen eine Einschätzung der UniCredit Bank AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Berichts dar und können sich ohne Vorankündigung ändern. Sie werden nach Treu und Glauben zur Verfügung gestellt, ohne eine rechtliche Haftung zu übernehmen. Dieser Bericht stellt kein Angebot zum Verkauf oder eine Aufforderung zum Angebot eines Kaufs oder einer Anlage in Wertpapiere dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung, und künftige Erträge können nicht garantiert werden. Zudem besteht das Risiko eines Verlusts des ursprünglich investierten Kapitals. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen ohne die vorherige Genehmigung der UniCredit Bank AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden.

Hinweis für Anleger in Hongkong: Dieser Bericht ist für „professionelle Investoren“ im Sinne von Absatz (a) bis (h) in Teil 1, Schedule 1, der Wertpapier- und Termingeschäftsverordnung von Hongkong (Securities and Futures Ordinance – SFO) bestimmt und wird in Hongkong vertrieben durch die UniCredit Bank AG, Niederlassung Hongkong, bei der es sich um ein gemäß SFO zugelassenes Institut handelt. Er darf weder als Ganzes noch in Teilen für irgendeinen Zweck vervielfältigt, genutzt oder an Dritte weitergegeben werden. Dieser Bericht stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar und ist auch nicht Bestandteil eines solchen Angebots bzw. einer solchen Aufforderung, und er sollte weder als Ganzes noch in Teilen als Grundlage für Entscheidungen in Verbindung mit Verträgen oder sonstigen Verpflichtungen dienen. Durch Entgegennahme dieses Berichts sichert der Empfänger zu und garantiert, dass er berechtigt ist, derartige Berichte entsprechend und auf Grundlage der in diesem Abschnitt „Haftungsausschluss“ festgelegten Beschränkungen zu erhalten, und willigt ein, diese Beschränkungen verbindlich einzuhalten.

Hinweis für kanadische Anleger: Diese Kommunikation wurde von der UniCredit Bank AG erstellt. Die UniCredit Bank AG verfügt nicht über eine eingetragene Unternehmenspräsenz in Kanada. Diese Kommunikation beinhaltet lediglich eine allgemeine Diskussion der Chancen und Risiken eines Wertpapiers bzw. von Wertpapieren, und ist in keiner Weise auf die Bedürfnisse und Verhältnisse des Empfängers zugeschnitten. Die Inhalte dieser Kommunikation dienen lediglich zu Informationszwecken. Dies stellt daher keine Beratung in Bezug auf Wertpapiere, kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar.

Hinweis für neuseeländische Anleger: Dieser Bericht ist nur für den Vertrieb an Wholesale-Kunden im Sinne des Financial Advisers Act 2008 („FAA“) vorgesehen. Durch Entgegennahme dieses Berichts stimmen Sie zu und erklären, dass (i) Sie ein Wholesale-Kunde gemäß FAA sind und (ii) Sie diesen Bericht nicht an irgendeine andere Person weitergeben, einschließlich (insbesondere) jener Personen, die keine Wholesale-Kunden gemäß FAA sind. Der vorliegende Bericht stellt in Bezug auf die darin erwähnten Wertpapiere und Produkte (i) kein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren gemäß dem Securities Act 1978 bzw. (ii) kein Angebot für Finanzprodukte zur Emission oder zum Verkauf gemäß dem Financial Markets Conduct Act 2013 dar und bildet keinen Bestandteil solcher Angebote.

Hinweis für österreichische Anleger: Diese Analyse richtet sich nur an professionelle Kunden im Sinne von § 66 WAG (2018)

Hinweis für Anleger von Oman: Diese Kommunikation wurde von der UniCredit Bank AG erstellt. Die UniCredit Bank AG verfügt nicht über eine eingetragene Unternehmenspräsenz in Oman und führt dort keine Bankgeschäfte durch. Des Weiteren erbringt sie keine Finanzdienstleistungen und keine Beratung in Bezug auf Wertpapiere, Produkte oder Finanzdienstleistungen in Oman, noch bietet sie diese in Oman zur Zeichnung an. Die Inhalte dieser Kommunikation richten sich an anspruchsvolle Kunden, die sich der Risiken bewusst sind, die mit Anlagen in ausländischen Wertpapieren verbunden sind. Die Inhalte stellen weder ein Angebot von Wertpapieren gemäß dem Companies Law of Oman (Royal Decree/Königlicher Erlass 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree/Königlicher Erlass 80/98) in Oman dar noch ein Angebot für den Verkauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von nicht-omanischen Wertpapieren in Oman, gemäß Artikel 139 des Executive Regulations to the Capital Market Law (vide Beschluss der Capital Market Authority von 1/2009). Diese Kommunikation wurde nicht durch die Zentralbank oder die Capital Market Authority (CMA) von Oman bewilligt und die UniCredit Bank AG unterliegt nicht deren Aufsicht.

Hinweis für pakistanische Anleger: Die Informationen, Kommentare und Empfehlungen bezüglich Anlagen in diesem Bericht sind keine Beratungsaktivitäten im Sinne von Unterabschnitt I, Abschnitt 2, des pakistanischen *Securities and Exchange Ordinance*, 1969. Anlageberatung wird im Rahmen eines Anlageberatungsvertrags erteilt, der mit einem Brokerhaus, einer Vermögensverwaltungsfirma oder einer *Nicht-Depositenbank* und dem Kunden abgeschlossen wird. Dieser Bericht dient ausschließlich Informationszwecken, richtet sich nur an professionelle Investoren und die in ihm enthaltenen Informationen und Einschätzungen dürfen weder in ihrer Gesamtheit noch einzeln als Grundlage für einen Vertragsabschluss, das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung oder als eine Einladung dazu betrachtet werden.

Hinweis für polnische Anleger: Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne von Art. 3.39b *Trading in Financial Instruments Act* vom 29. Juli 2005 (in der jeweils gültigen Fassung). Das Unternehmen, das dieses Dokument veröffentlicht und verteilt, erklärt, dass es bei der Erstellung die erforderliche Sorgfalt walten ließ, haftet jedoch weder für dessen Vollständigkeit noch dessen Richtigkeit. Dieses Dokument ist kein Werbematerial und ist nicht als Entscheidungsgrundlage geeignet und kann eine unabhängige Beurteilung nicht ersetzen.

Hinweis für serbische Anleger: Diese Analyse richtet sich nur an professionelle Kunden (*profesionalni klijenti*) im Sinne von Art. 172 des *Law on Capital Markets*.

Hinweis für Anleger im Vereinigten Königreich: Diese Mitteilung richtet sich nur an Kunden der UniCredit Bank, die (i) Berufserfahrung auf dem Gebiet von Anlagen besitzen, oder (ii) an Personen im Sinne von Art. 49(2)(a) bis (d) („*high net worth companies, unincorporated associations, etc.*“) des *United Kingdom Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* oder (iii) an Personen, denen sie laut Gesetz übermittelt werden darf (alle diese Personen werden kollektiv als „relevante Personen“ bezeichnet). Diese Mitteilung darf Personen, die keine relevanten Personen sind, keinesfalls als Grundlage für Entscheidungen dienen. Anlagen oder Anlageaktivitäten, auf die sich diese Mitteilung bezieht, stehen nur relevante Personen zur Verfügung und werden nur mit relevanten Personen ausgeführt.

Hinweis für zypriotische Anleger: Dieses Dokument richtet sich nur an Kunden der UniCredit Bank im Sinne des Zweiten Anhangs (Abschnitt 2, Professionelle Kunden) zum Gesetz über die *Provision of Investment Services, the Exercise of Investment Activities, the Operation of Regulated Markets and other Related Matters 144(I)/2007*, sowie an Personen, denen es nach dem Gesetz übermittelt werden darf, weil sie die Erfahrung, das Wissen und die Sachkenntnis besitzen, um ihre eigenen Anlageentscheidungen zu treffen und die Risiken angemessen einzuschätzen, die sie eingehen (alle diese Personen werden kollektiv als „relevante Personen“ bezeichnet). Dieses Dokument darf Personen, die keine relevanten Personen sind, oder relevante Personen, die als Retail-Kunden behandelt werden wollen, in keiner Weise als Grundlage für Entscheidungen dienen. Anlagen oder Anlageaktivitäten, auf die sich diese Mitteilung bezieht, stehen nur relevante Personen zur Verfügung und werden nur mit relevanten Personen ausgeführt. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung für Personen dar, die ein solches Angebot oder eine solche Einladung nicht erhalten dürfen.

CR d 18/4

UniCredit Research*

Credit & Credit Strategy Research



Erik F. Nielsen
Group Chief Economist
Global Head of CIB Research
+44 207 826-1765
erik.nielsen@unicredit.eu



Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
& Regulatory Control
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicredit.de

Head of Credit Research

Heads of Strategy Research



Dr. Sven Kreitmair, CFA
Head of Credit Research
+49 89 378-13246
sven.kreitmair@unicredit.de



Dr. Philip Gisdakis
Co-Head of Strategy Research
+49 89 378-13228
philip.gisdakis@unicredit.de

Financials Credit Research



Franz Rudolf, CEFA
Head
Covered Bonds
+49 89 378-12449
franz.rudolf@unicredit.de



Valentina Stadler
Deputy Head
Sub-Sovereigns & Agencies, Green Bonds
+49 89 378-16296
valentina.stadler@unicredit.de



Holger Kapitza
Securitization, Real Estate
+49 89 378-28745
holger.kapitza@unicredit.de



Tobias Keller
Banks
tobias.keller@unicredit.de



Julian Kreipl, CFA
Covered Bonds
+49 89 378-12961
julian.kreipl@unicredit.de



Natalie Tehrani Monfared
Regulatory & Accounting Service, Insurance
+49 89 378-12242
natalie.tehrani@unicredit.de



Dr. Michael Teig
Banks
+49 89 378-12429
michael.teig@unicredit.de



Dr. Martina von Terzi
Sub-Sovereigns & Agencies, Green Bonds
+49 89 378-12004
martina.vonterzi@unicredit.de

Corporate Credit Research



Dr. Sven Kreitmair, CFA
Co-Head
Automotive & Mobility
+49 89 378-13246
sven.kreitmair@unicredit.de



Stephan Haber, CFA
Co-Head
Telecoms, Technology
+49 89 378-15192
stephan.haber@unicredit.de



Gianfranco Arcovito, CFA
Utilities, Hybrids
gianfranco.arcovito@unicredit.de



Mehmet Dere
Oil & Gas, EEMEA Energy, Consumer
+49 89 378-11294
mehmet.dere@unicredit.de



Jonathan Schroer, CFA
Media/Cable, Logistics, Business Services
+49 89 378-13212
jonathan.schroer@unicredit.de



Dr. Silke Stegemann, CEFA
Health Care & Pharma, Food & Beverage,
Personal & Household Goods
+49 89 378-18202
silke.stegemann@unicredit.de

Credit Strategy Research



Dr. Philip Gisdakis
Head
+49 89 378-13228
philip.gisdakis@unicredit.de



Dr. Christian Weber, CFA
Deputy Head
+49 89 378-12250
christian.weber@unicredit.de



Dr. Stefan Kolek
EEMEA Corporate Credits & Strategy
+49 89 378-12495
stefan.kolek@unicredit.de

UniCredit Research, Corporate & Investment Banking, UniCredit Bank AG, Am Eisbach 4, D-80538 Munich, globalresearch@unicredit.de
Bloomberg: UCCR, Internet: www.research.unicredit.eu

C/CS 18/14

*UniCredit Research is the joint research department of UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich or Frankfurt), UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), UniCredit Bank New York (UniCredit Bank, New York), UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania.