



## Ertragsstabilität europäischer Corporates: Vorsicht vor Pauschalurteilen

**AUTOR**

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

**REDAKTION**

Stefan Rausch  
Leiter Credit Research

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

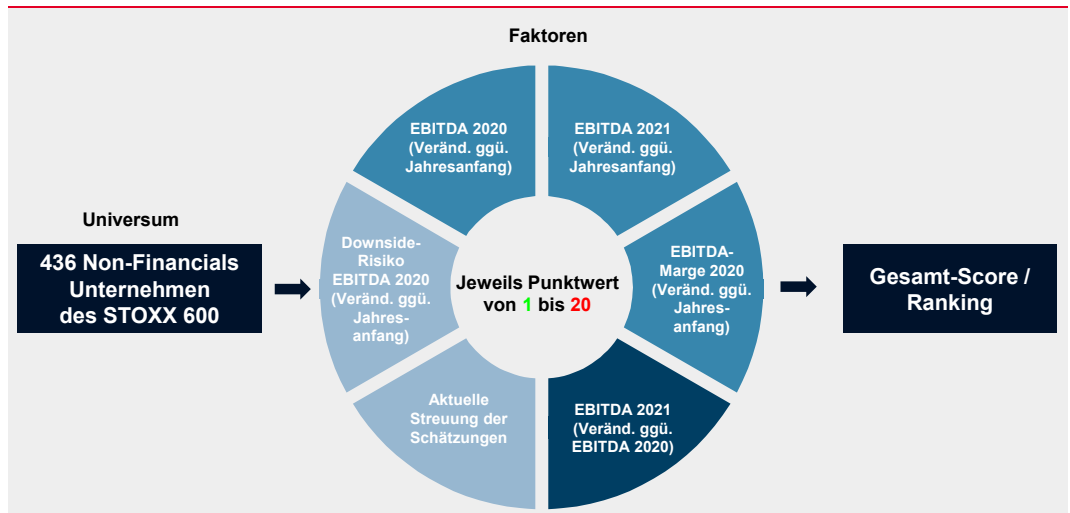
Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Die Halbjahres-Berichte vieler (nicht nur) europäischer Unternehmen waren bislang von kräftigen Ertragseinbrüchen geprägt. Die negativen Auswirkungen der Corona-Krise fielen je nach Branche und individuellem Geschäftsmodell jedoch recht unterschiedlich aus.
- Eine ähnlich differenzierte Entwicklung dürfte auch für das 2. Halbjahr zu erwarten sein. Wir haben mit Hilfe eines Scoring-Modells auf Basis der EBITDA-Schätzungen der von Bloomberg befragten Analysten für 2020 und 2021 untersucht, welche Firmen die höchsten Ertragsrisiken aufweisen bzw. welche Gesellschaften am besten durch die Krise kommen.
- Wie zu erwarten, finden sich unter den stabilsten Unternehmen viele Vertreter aus defensiven Branchen. Zyklische Corporates bleiben dagegen tendenziell die Sorgenkinder für Investoren und Kreditgeber.
- Unser Scoring-Modell zeigt aber auch, dass die Branchenzugehörigkeit alleine nicht entscheidend ist: Es gibt erhebliche Unterschiede innerhalb eines Sektors. So kann sich etwa das beste Unternehmen der schwer in Mitleidenschaft gezogenen Branche Freizeit & Reise in puncto Ertragsstabilität durchaus mit Vertretern des Versorgersektors messen. Die Einzelwertanalyse sollte also bei Investitionsentscheidungen weiterhin eine zentrale Rolle spielen.

### Helaba-Scoring-Modell: Ranking auf Basis von 6 Faktoren

Basis: Bloomberg-Konsensschätzungen per 23.06.2020



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

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. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden

## Mehrdimensionales Scoring-Modell

Um die Ertragsperspektiven der 436 Unternehmen aus dem um die Finanzwerte bereinigten STOXX 600 einzuschätzen, haben wir sechs Faktoren herangezogen. Die Basis bilden die EBITDA-Schätzungen der von Bloomberg befragten Analysten für die Jahre 2020 und 2021. Ergänzt wird die Analyse durch zwei Unsicherheitsfaktoren: Die Streuung der Analystenschätzungen für 2020 sowie die Einschätzung des pessimistischsten Analysten im Vergleich zum Median aller Schätzungen (Downside-Risiko). Die Scoring-Werte für jeden Faktor ergeben sich aus der relativen Rangfolge der Unternehmen in der jeweiligen Kategorie. Ein hoher Wert auf einer Skala von 1 bis 20 entspricht einer schlechten Faktorausprägung. Der Gesamtscore ergibt sich aus dem Mittelwert der gleichgewichteten Einzelergebnisse.

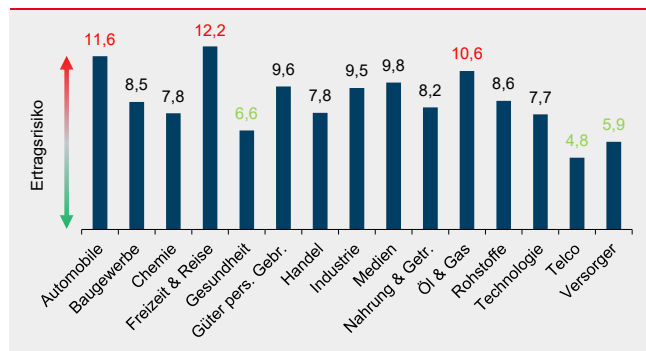
Seit Jahresanfang sind die EBITDA-Schätzungen 2020 / 2021 für unser Beobachtungsuniversum in Median um 14 % bzw. 10 % gefallen. Die operative Marge für das laufende Geschäftsjahr hat sich zudem um knapp 6 % verschlechtert. Immerhin erwarten die Analysten für das kommende Jahr eine Erholung der operativen Erträge um durchschnittlich 14 %. Für 2020 bleibt die Unsicherheit aber vergleichsweise hoch: Die pessimistischsten EBITDA-Prognosen liegen gegenwärtig im Schnitt rund 13 % unter der Konsens-Schätzung – zu Jahresanfang betrug der Abstand nur 8 %.

## Zyklischer am schwersten getroffen, ...

Auf Sektorebene weisen nur die Unternehmen der drei zyklischen Branchen Reisen & Freizeit, Automobile & Zulieferer und Öl & Gas einen Gesamt-Score von über 10 aus. Erwartungsgemäß sind sie damit in den kommenden Quartalen mit vergleichsweise hohen Ertragsrisiken konfrontiert. Bei den weniger konjunkturabhängigen Gesellschaften der Sektoren Telekommunikation, Versorger und Gesundheit bleiben Score und EBITDA-Risiko hingegen erwartungsgemäß recht niedrig.

### Reisen, Auto und Öl am schwersten betroffen, ...

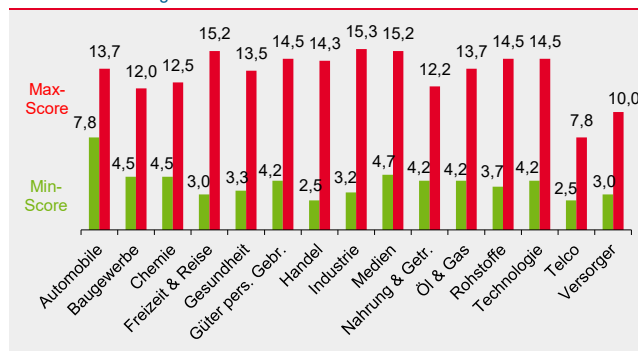
Gesamt-Score nach Sektoren



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ... Variation innerhalb eines Sektors jedoch erheblich

Höchster und niedrigster Unternehmens-Score nach Sektoren



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## ... Einzeltitel-Screening bringt einige Überraschungen zutage

Gleichwohl ist in vielen Fällen die Spanne zwischen den besten und schlechtesten Unternehmen recht hoch ist. Es lassen sich in den meisten Sektoren sowohl Hochrisiko-Unternehmen als auch Corporates mit sehr soliden Ertragsaussichten finden. So können sich die besten Unternehmen der Bereiche Öl & Gas oder Freizeit & Reise durchaus mit den besten Unternehmen aus den wenig konjunkturabhängigen Branchen Versorger und Gesundheit messen. Dies mag zum einen daran liegen, dass die von den Indexbetreibern vorgenommene Sektor-Zuordnung nicht in jedem Fall glücklich gewählt ist. Zum anderen variieren die individuellen Geschäftsmodelle auch innerhalb eines Sektors deutlich. Die Einzelwertanalyse sollte bei Investitionsentscheidungen daher weiterhin eine zentrale Rolle spielen.

## Top 80 – Ertragsstabile Unternehmen

Ranking nach Gesamt-Score

Rang	Unternehmen	Sektor	Gesamt-Score	Entwicklung Ertragsarten			Erholungs-	Unsicherheit		
				EBITDA 2020	EBITDA 2021	EBITDA-Marge 2020	potenzial	Var.koeff.	EBITDA	Downside-
				Score	Score	Score	EBITDA 2021 / EBITDA 2020	2020	Risiko	
1	GALENICA AG	Handel	2,5	2	2	4	4	2	1	
2	CELLNEX TELECOM	Telekommunikation	2,5	1	1	4	2	6	1	
3	KONINKLIJKE AHOL	Handel	2,7	2	2	4	5	2	1	
4	EVOLUTION GAMING	Freizeit und Reise	3,0	1	1	3	2	3	8	
5	ITALGAS SPA	Versorger	3,0	4	3	4	4	1	2	
6	SARTORIUS A.G.-PFD	Industrie	3,2	2	1	4	3	2	7	
7	ALTICE EUROPE NV	Telekommunikation	3,2	4	4	5	4	1	1	
8	LIAD SA	Telekommunikation	3,2	3	3	5	3	2	3	
9	ENDESA	Versorger	3,2	3	3	4	4	2	3	
10	CHR HANSEN HOLDI	Gesundheit	3,3	4	4	4	4	1	3	
11	SUNRISE COMMUNIC	Telekommunikation	3,3	2	2	4	4	2	6	
12	SWEDISH ORPHAN B	Gesundheit	3,5	1	2	4	4	5	5	
13	E.ON SE	Versorger	3,5	3	4	4	4	4	2	
14	CENTAMIN PLC	Rohstoffe	3,7	1	1	3	5	10	2	
15	SIG COMBIBLOC GR	Industrie	3,7	5	4	5	4	1	3	
16	AXFOOD AB	Handel	3,7	4	5	5	4	1	3	
17	ICA GRUPPEN AB	Handel	3,7	3	4	5	4	1	5	
18	RED ELECTRICA	Versorger	3,7	5	4	5	5	1	2	
19	ELISA OY J	Telekommunikation	3,8	3	4	5	4	1	6	
20	FRESENIUS SE & C	Gesundheit	4,0	4	3	5	4	3	5	
21	NOVO NORDISK-B	Gesundheit	4,0	3	3	4	4	2	8	
22	IDORSIA LTD	Gesundheit	4,0	2	7	2	5	5	3	
23	VIFOR PHARMA AG	Gesundheit	4,0	4	7	4	3	3	3	
24	TERNA SPA	Versorger	4,0	3	4	5	4	1	7	
25	CRANSWICK PLC	Nahrungsmittel und Getr.	4,2	2	3	4	3	4	9	
26	RECORDATI SPA	Gesundheit	4,2	5	5	5	3	1	6	
27	COLOPLAST-B	Gesundheit	4,2	4	4	4	3	2	8	
28	SNAM SPA	Öl und Gas	4,2	4	4	5	4	1	7	
29	SWEDISH MATCH AB	Güter des pers. Gebrauchs	4,2	1	2	4	4	3	11	
30	COLRUYT SA	Handel	4,2	2	2	4	4	4	9	
31	UNITED INTERN-RE	Technologie	4,2	6	5	5	4	2	3	
32	KPN (KONIN) NV	Telekommunikation	4,2	4	7	4	4	1	5	
33	HEPA SPA	Versorger	4,2	4	4	5	4	1	7	
34	HKMA PHARMACEUT	Gesundheit	4,3	3	3	4	4	8	4	
35	SWISSCOM AG-REG	Telekommunikation	4,3	3	3	4	5	1	10	
36	EDP	Versorger	4,3	5	8	4	4	1	4	
37	POLYMETAL	Rohstoffe	4,5	1	1	4	4	13	4	
38	AIR LIQUIDE SA	Chemie	4,5	5	5	4	4	2	7	
39	ACCIONA SA	Baugewerbe	4,5	7	4	4	3	3	6	
40	TEAMVIEWER AG	Technologie	4,5	1	1	4	1	10	10	
41	FRENET AG	Telekommunikation	4,5	5	5	4	4	1	8	
42	TELEFONICA DEUTS	Telekommunikation	4,5	3	3	4	4	7	6	
43	VODAFONE GROUP	Telekommunikation	4,5	3	9	4	5	1	5	
44	IBERDROLA SA	Versorger	4,5	4	3	4	4	2	10	
45	BHP GROUP PLC	Rohstoffe	4,7	6	9	4	5	3	1	
46	VISCOFAN	Nahrungsmittel und Getr.	4,7	2	3	5	4	4	10	
47	TECAN GROUP A.G.-R	Gesundheit	4,7	5	5	5	4	5	4	
48	GERRESHEIMER AG	Gesundheit	4,7	5	6	5	3	2	7	
49	EUROFINS SCIEN	Gesundheit	4,7	2	2	4	3	8	9	
50	SARTORIUS STEDIM	Gesundheit	4,7	2	2	5	3	4	12	
51	UCB SA	Gesundheit	4,7	4	3	5	3	6	7	
52	INDUTRADE AB	Industrie	4,7	8	6	5	3	3	3	
53	WOLTERS KLUWER	Medien	4,7	3	4	4	4	4	9	
54	KESKO OY J-B	Handel	4,7	5	6	4	4	2	7	
55	ENEL SPA	Versorger	4,7	4	4	5	4	2	9	
56	GVAUDAN-REG	Chemie	4,8	4	4	5	4	3	9	
57	BELIMO HOLDING-R	Baugewerbe	4,8	4	4	4	4	5	8	
58	NOVOZYMES-B SHS	Gesundheit	4,8	3	3	4	4	3	12	
59	ORANGE	Telekommunikation	4,8	4	5	5	4	1	10	
60	TELENOR ASA	Telekommunikation	4,8	2	2	3	4	4	14	
61	LINDE PLC	Chemie	5,0	7	6	4	3	4	6	
62	QIAGEN NV	Gesundheit	5,0	2	3	4	4	13	4	
63	SIGNIFY NV	Industrie	5,0	7	2	5	4	11	1	
64	HOMESERVE PLC	Handel	5,0	6	7	4	4	3	6	
65	BECHTLE AG	Technologie	5,0	2	2	4	3	3	16	
66	RIO TINTO PLC	Rohstoffe	5,2	7	5	5	5	8	1	
67	GETINGE A.B.-B SHS	Gesundheit	5,2	1	2	4	5	10	9	
68	GENUS PLC	Gesundheit	5,2	7	6	5	3	6	4	
69	IPSEN	Gesundheit	5,2	5	6	5	4	6	5	
70	LONZA GROUP-REG	Gesundheit	5,2	5	5	5	3	3	10	
71	BT GROUP PLC	Telekommunikation	5,2	5	11	4	5	1	5	
72	A2A SPA	Versorger	5,2	8	8	6	4	1	4	
73	SYMRSE AG	Chemie	5,3	5	5	5	4	3	10	
74	AAK AB	Nahrungsmittel und Getr.	5,3	6	6	4	3	2	11	
75	AMBU A/S-B	Gesundheit	5,3	2	4	5	2	8	11	
76	VOPAK	Industrie	5,3	7	5	5	4	8	3	
77	TOMRA SYSTEMS AS	Industrie	5,3	5	2	5	3	13	4	
78	SBM OFFSHORE NV	Öl und Gas	5,3	6	11	4	3	2	6	
79	YARA INTL ASA	Chemie	5,5	7	8	4	4	7	3	
80	GRIFOLS SA	Gesundheit	5,5	5	3	5	3	7	10	

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Bottom 80 – Unternehmen mit den hohen Ertragsrisiken

Ranking nach Gesamt-Score

Rang	Unternehmen	Sektor	Gesamt-Score	Entwicklung Ertragsarten			Erholungs-	Unsicherheit	
				EBITDA 2020	EBITDA 2021	EBITDA-Marge 2020	potenzial	Var.koeff. EBITDA	Dow nside-
				Score	Score	Score	EBITDA 2021 / EBITDA 2020	2020	Risiko
357	JD SPORTS FASHIO	Handel	11,5	6	20	4	8	13	18
358	VOLKSWAGEN-PREF	Automobile und Zulieferer	11,7	15	12	6	2	18	17
359	FAURECIA	Automobile und Zulieferer	11,7	17	14	6	1	15	17
360	MCHIELIN	Automobile und Zulieferer	11,7	16	13	6	1	16	18
361	PEUGEOT SA	Automobile und Zulieferer	11,7	16	9	6	1	19	19
362	NETWORK INTERNAT	Industrie	11,7	18	18	6	1	16	11
363	SIEMENS GAMESA R	Öl und Gas	11,7	17	7	7	1	19	19
364	REXEL SA	Industrie	11,8	15	13	6	3	17	17
365	GETLINK SE	Industrie	11,8	18	17	6	1	12	17
366	RIGHTMOVE	Medien	11,8	19	16	5	1	12	18
367	TGS NOPEC GEOPHY	Öl und Gas	11,8	19	20	5	4	12	11
368	BELLWAY PLC	Güter des pers. Gebrauchs	11,8	17	19	5	5	13	12
369	SOPRA STERIA GRO	Technologie	11,8	14	13	6	3	17	18
370	VOESTALPINE AG	Rohstoffe	12,0	11	20	6	7	9	19
371	KGHM	Rohstoffe	12,0	14	12	6	3	18	19
372	FERROVIAL SA	Baugewerbe	12,0	16	12	7	1	18	18
373	MORPHOSYS AG	Gesundheit	12,0	1	20	1	10	20	20
374	INFORMA PLC	Medien	12,0	18	16	6	1	18	13
375	ENI SPA	Öl und Gas	12,0	19	19	8	1	19	6
376	OMV AG	Öl und Gas	12,0	18	16	6	1	15	16
377	CEFINANC-REG	Güter des pers. Gebrauchs	12,0	11	19	5	7	16	14
378	ADEVINTA ASA	Handel	12,0	17	18	7	1	11	18
379	MOWI ASA	Nahrungsmittel und Getr.	12,2	17	15	8	1	16	16
380	DEWANT A/S	Gesundheit	12,2	18	11	7	1	16	20
381	FLUKA SE	Güter des pers. Gebrauchs	12,2	17	11	7	1	19	18
382	CONTINENTAL AG	Automobile und Zulieferer	12,5	18	16	8	1	16	16
383	COVESTRO AG	Chemie	12,5	18	18	8	1	16	14
384	MTU AERO ENGINES	Industrie	12,5	16	18	5	3	17	16
385	TRAVIS PERKINS	Industrie	12,5	16	17	5	3	18	16
386	NOKIAN RENKAAT	Automobile und Zulieferer	12,7	17	17	6	2	17	17
387	STRALMANN HLDG-R	Gesundheit	12,7	17	16	6	1	17	19
388	RANDSTAD NV	Industrie	12,7	18	13	7	1	18	19
389	ABB LTD-REG	Industrie	12,7	17	16	7	1	19	16
390	GALP ENERGIA	Öl und Gas	12,7	19	17	7	1	15	17
391	EQUINOR ASA	Öl und Gas	12,7	19	18	6	1	14	18
392	ELECTROLUX AB-B	Güter des pers. Gebrauchs	12,7	19	16	8	1	17	15
393	FLUGHAFEN ZLU-REG	Industrie	12,8	20	10	8	1	19	19
394	PEPSIMMON	Güter des pers. Gebrauchs	12,8	18	18	6	2	15	18
395	TAYLOR WIMPEY PL	Güter des pers. Gebrauchs	12,8	19	19	6	1	16	16
396	SODEXO SA	Freizeit und Reise	12,8	18	15	8	1	16	19
397	MEGGITT PLC	Industrie	13,0	17	18	6	3	15	19
398	FISCHER(GEO)-REG	Industrie	13,0	19	16	8	1	17	17
399	TOTAL SA	Öl und Gas	13,0	19	19	7	1	15	17
400	ALTBN	Technologie	13,0	17	17	7	2	17	18
401	AKER BP ASA	Öl und Gas	13,2	19	19	5	1	18	17
402	FIAT CHRYSLER AU	Automobile und Zulieferer	13,3	20	18	9	1	17	15
403	REPSOL SA	Öl und Gas	13,3	19	18	6	1	17	19
404	TECHNIFMFC PLC	Öl und Gas	13,3	18	20	7	4	15	16
405	ADIDAS AG	Güter des pers. Gebrauchs	13,3	19	14	8	1	18	20
406	HOWDEN JOINERY G	Handel	13,3	17	17	6	2	19	19
407	GALAPAGOS NV	Gesundheit	13,5	20	20	10	10	20	1
408	RATIONAL AG	Industrie	13,5	20	19	9	1	15	17
409	PROSUS NV	Technologie	13,5	12	20	6	4	19	20
410	INTERCONTINENTAL	Freizeit und Reise	13,5	20	17	7	1	17	19
411	DAIMLER AG	Automobile und Zulieferer	13,7	18	16	8	1	20	19
412	ROLLS-ROYCE HOLD	Industrie	13,7	18	19	6	1	19	19
413	ADECO GROUP AG	Industrie	13,7	19	17	8	1	18	19
414	AIRBUS SE	Industrie	13,7	18	19	6	2	19	18
415	BP PLC	Öl und Gas	13,7	19	18	6	1	19	19
416	COMPASS GROUP	Freizeit und Reise	13,7	19	18	8	1	18	18
417	SAFRAN SA	Industrie	13,8	18	19	6	2	18	20
418	GREGGS PLC	Handel	14,0	20	14	9	1	20	20
419	AENA SME SA	Industrie	14,2	20	17	7	1	20	20
420	OCADO GROUP PLC	Handel	14,3	20	18	10	1	20	17
421	TENARIS SA	Rohstoffe	14,5	20	20	8	3	18	18
422	LFP	Güter des pers. Gebrauchs	14,5	19	20	7	1	20	20
423	SWATCH GROUP-BR	Güter des pers. Gebrauchs	14,5	20	18	9	1	19	20
424	AMADEUS IT GROUP	Technologie	14,5	20	19	8	1	19	20
425	FRAPORT AG	Industrie	14,8	20	18	10	1	20	20
426	ADP	Industrie	15,0	20	19	10	1	20	20
427	CNH INDUSTRIAL N	Industrie	15,0	20	19	10	1	20	20
428	ACCOR SA	Freizeit und Reise	15,0	20	19	10	1	20	20
429	INTL CONS AIRLIN	Freizeit und Reise	15,0	20	19	10	1	20	20
430	THYSSENKRUPP AG	Industrie	15,2	20	20	10	1	20	20
431	CTS EVENTIM AG &	Medien	15,2	20	20	10	1	20	20
432	TUI AG-DI	Freizeit und Reise	15,2	20	20	10	1	20	20
433	EASYJET PLC	Freizeit und Reise	15,2	20	20	10	1	20	20
434	DEUTSCHE LUFT-RG	Freizeit und Reise	15,2	20	20	10	1	20	20
435	CARNIVAL PLC	Freizeit und Reise	15,2	20	20	10	1	20	20
436	HAYS PLC	Industrie	15,3	19	20	9	6	19	19

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research