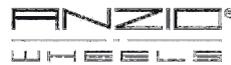




Credit Research

Rasch Holding Ltd.
Konzernobergesellschaft der Emittentin
UNIWHEELS Holding (Germany) GmbH



Unternehmensanleihe UNIWHEELS Holding GmbH
7,50 % Inhaber-Teilschuldverschreibung

„Dynamik für Ihr Fahrzeug, Sicherheit für Ihr Depot“

„überdurchschnittlich attraktiv“

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite II

Rasch Holding Ltd. *6

**überdurchschnittlich
attraktiv**

**7,50%
Corporate Bond**

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1KQ367

WKN: A1KQ36

Emissionsvol.: bis 50 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

19.04.2011-19.04.2016

Zins: 7,50 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 19.04.

erstmalig zum 19.04.2012

Ausgabekurs: 100 %

Rückzahlungskurs: 100 %

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite III

Unternehmensprofil

Branche: Automobilzulieferer

Fokus: Leichtmetallräder

Mitarbeiter: 1.867 Stand: 31.12.2010

Gründung (Dachgesellschaft UNIWHEELS):
2005

Firmensitz (UNIWHEELS): Bad Dürkheim

Geschäftsführer (UNIWHEELS): Ralf Schmid,
Rolf Graf, Mirko Beiser

Konzernobergesellschaft der Emittentin:



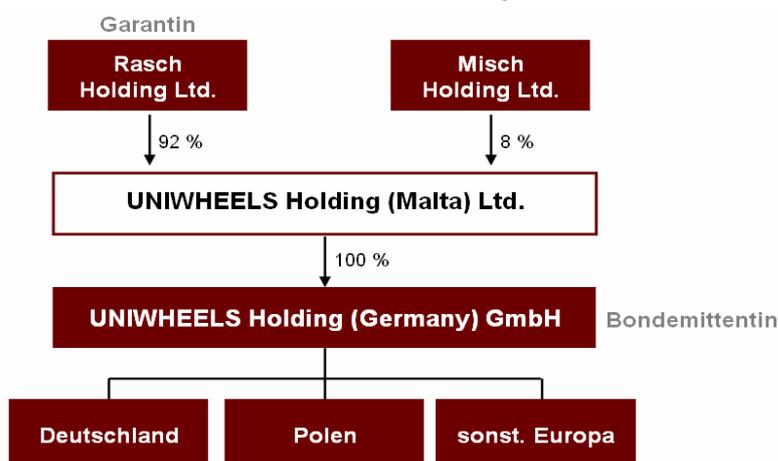
Die im vorliegenden Research analysierte Rasch Holding Ltd. ist die Konzernobergesellschaft der UNIWHEELS Holding (Malta) Ltd. und der UNIWHEELS Holding (Germany) GmbH. Die deutsche Gesellschaft tritt dabei als Emittentin der 7,5 %-Unternehmensanleihe auf, wohingegen sich die Rasch Holding Ltd. als Garantin für die pünktliche Rückzahlung und die Zinszahlungen der Schuldverschreibung verbürgt. Gemäß eigenen Angaben gehört dabei die UNIWHEELS-Gruppe zu den europaweit führenden Herstellern von Leichtmetallrädern mit dem Fokus auf dem Erstausrüstermarkt und den Zubehörmarkt. Im Erstausrüstermarkt werden weltweit die wichtigsten Fahrzeughersteller (OEM) mit Aluminiumrädern beliefert und damit gehört die UNIWHEELS in diesem Bereich der Zulieferbranche der Automobilindustrie an. Die wichtigsten Kunden der UNIWHEELS im Erstausrüstermarkt sind Audi, VW, Volvo, BMW und Mini. Rund 75 % der Absätze werden mit dem OEM-Markt realisiert. Im Zubehörmarkt werden die UNIWHEELS-Produkte über weltweit bekannte Marken wie ATS, RIAL, ALUTEC und ANZIO an Händlerketten der großen Reifenhersteller wie u.a. Euromaster, Vergölst und Reiff.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	222,80	293,43	337,97	384,98
EBITDA	21,62	28,23	33,93	42,01
EBIT	6,03	12,72	16,24	22,82
Jahresüberschuss	-4,95	5,18	8,38	15,58

Kennzahlen zum 31.12.2010			
EK in Mio. €	60,16	EBITDA/Zinsaufwand	4,55
EK-Quote	30,8%	EBIT/Zinsaufwand	2,05
Total Debt/EBITDA	2,75%	Total Net Debt/EBITDA	2,63
ROA	4,8%		

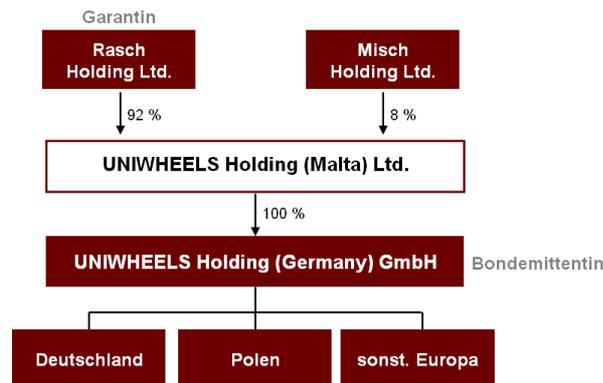
Vereinfachte Darstellung



GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Historie und Konzernstruktur

Die UNIWHEELS Holding hat ihre Ursprünge in den 60er Jahren, als Günter Schmid, der Vater des heutigen Eigentümers Ralf Schmid und der Onkel des Miteigentümers Michael Schmid, zusammen mit Dr. Bruch die ATS - Auto Technische Spezialteile gegründet hatte. Die heutigen Mehrheitseigentümer Michael Schmid und Ralf Schmid sind 1989 in die RIAL Leichtmetallfelgen eingetreten. Im Jahr 2005 erfolgte die Gründung der UNIWHEELS. Nach der Übernahme des Europageschäftes der 2008 insolventen ATS, ist die UNIWHEELS in ihrer heutigen Form entstanden. Die Besitzanteile und Nießbrauchrechte an der in Malta ansässigen Zwischenholding liegen dabei zu 8 % bei Michael Schmid (Misch Holding Ltd.) und zu 92 % bei Ralf Schmid (Rasch Holding Ltd.).



Quelle: Rasch

Gemäß der vereinfachten Darstellung des Konzernkreises ist die im vorliegenden Research analysierte Rasch Holding Ltd. die Konzernobergesellschaft der UNIWHEELS Holding (Malta) Ltd. und der UNIWHEELS Holding (Germany) GmbH. Die deutsche Gesellschaft tritt dabei als Emittentin der 7,5 %-Unternehmensanleihe auf, wohingegen sich die Rasch Holding Ltd. als Garantin für die pünktliche Rückzahlung und die Zinszahlungen der Schuldverschreibung zusätzlich verbürgt. Die Wahl dieser Konzernstruktur erfolgte gemäß Unternehmensaussage unter steuerlichen Gesichtspunkten.

Profil

Gemäß eigenen Angaben gehört die UNIWHEELS-Gruppe zu den europaweit führenden Herstellern von Leichtmetallrädern, mit dem Fokus auf den Erstausrüstermarkt und dem Zubehörmarkt. Im Erstausrüstermarkt werden weltweit die wichtigsten Fahrzeughersteller (OEM) mit Aluminiumrädern beliefert. Damit gehört die UNIWHEELS in diesem Bereich der Zulieferbranche der Automobilindustrien an. Hierbei nimmt die Gesellschaft eine wichtige Stellung als Tier-1 Lieferant ein. Damit werden auch Entwicklungsaufgaben in Zusammenarbeit mit den Fahrzeugherstellern umgesetzt. Die wichtigsten Kunden der UNIWHEELS im Erstausrüstermarkt sind Audi, VW, Volvo, BMW und Mini. Rund 75 % der Absätze werden im OEM-Markt realisiert.

Im Zubehörmarkt werden die UNIWHEELS-Produkte über die weltweit bekannten Marken ATS, RIAL, ALUTEC und ANZIO über eigene Designs an Händlerketten der großen Reifenhersteller wie u.a. Euromaster, Vergölst und Reiff. Im Vergleich zum OEM-Markt, bei dem Design und Preis der Räder vorgegeben sind, muss der Zubehörmarkt mit einem breiten Räder-Portfolio bedient werden. Gleichzeitig weist dieser im Zusammenhang mit der Reifenwechselsaison im Herbst und Frühjahr eine höhere zyklische Ausprägung auf. Rund 25 % der Umsätze werden von der UNIWHEELS in diesem Bereich erzielt.

Die aktuell drei Produktionswerke mit einer Gesamtkapazität von 7 Mio. Rädern verteilen sich auf Deutschland (High-Tech-Geschäft) und auf Polen (Volumengeschäft). Die Gesellschaft adressiert den Zubehörmarkt über eigene Vertriebsniederlassungen in Deutschland, Schweiz, Russland, Polen und Italien. Sie verfügt allerdings mittels Importeure und Händler über einen weitaus größeren internationalen Kundenkreis.

GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Geschäftsentwicklung 2008 - 2010 - Turnaround erfolgreich vollzogen

in Mio. €	2008	Δ ggü. VJ	2009	Δ ggü. VJ	2010
Absatz in Mio. Stück	5,63	-10,5 %	5,04	+26,0 %	6,3
Umsatz	231,22	-3,6 %	222,80	+31,7 %	293,43
EBITDA	-1,97	k.A.	21,62	+30,6 %	28,23
EBIT	-13,28	k.A.	6,03	+110,9 %	12,72
JÜ	-19,70	k.A.	-4,95	k.A.	5,18

Quelle: Rasch Holding Ltd.

Wir haben die nachfolgende Analyse analog zu den oben dargestellten Zahlen auf Ebene der Holdingobergesellschaft Rasch Holding Ltd. vorgenommen.

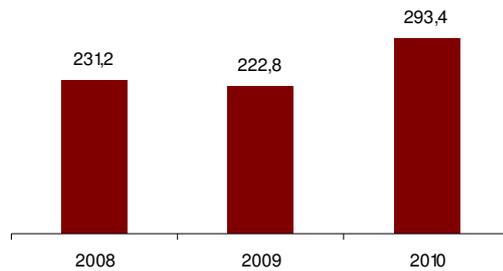
Die im Jahr 2008 erworbene ATS-Gruppe war über einen 9-Monatszeitraum erstmalig in den Umsätzen des Geschäftsjahres 2008 berücksichtigt. Dieses Geschäftsjahr war dabei besonders im zweiten Halbjahr von der einsetzenden Wirtschafts- und Finanzkrise negativ beeinträchtigt. Besondere Belastungen ergaben sich aus einem signifikanten Nachfragerückgang und einer erst zeitverzögerten Anpassung der Kapazitäten- und Personalressourcen, so dass unterm Strich ein negatives Ergebnis von -19,70 Mio. € erzielt wurde.

Die marktbedingten Einbrüche aus dem Jahr 2008 waren bis in das folgende Geschäftsjahr 2009 sichtbar und eine Stabilisierung des Marktumfeldes konnte erst nach der Sommerpause beobachtet werden. Zusätzlich wurde die Absatzentwicklung der UNIWHEELS-Gruppe durch die Nachwirkungen der Übernahme der europäischen ATS-Gruppe aus der Insolvenz belastet, da Neuaufträge aufgrund von Unsicherheiten seitens der Kunden nur begrenzt generiert wurden. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Konjunktorentwicklung liegen die Absatzrückgänge in 2009 auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau. Die Gesellschaft hatte auch in der Krise eine gute Stabilität der Geschäftsentwicklung unter Beweis gestellt. Analog zu den rückläufigen Absatzzahlen reduzierten sich die Umsatzerlöse um 3,6 % auf 222,80 Mio. € (VJ: 231,22 Mio. €). Erste Erfolge aus den eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen wurden in 2009 in einer Reduktion der Kostenquoten sichtbar. Diese konnten den Umsatzrückgang noch nicht vollumfänglich auffangen, das EBITDA erhöhte sich jedoch bereits deutlich auf 21,62 Mio. € (VJ: -1,97 Mio. €).

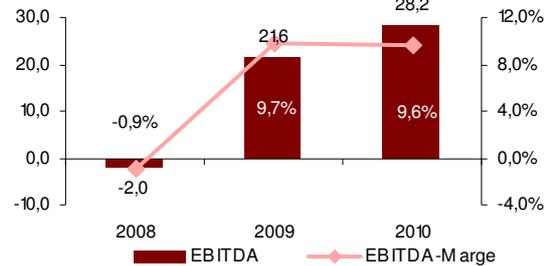
Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 gelang dann wieder dynamisch der Turnaround und aufgrund einer anhaltend positiven Marktentwicklung sowohl im Erstausrüster- als auch im Zubehörgeschäft, konnte die UNIWHEELS im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 sogar neue Rekordwerte aufstellen. Insgesamt konnten die Absatzzahlen im Erstausrüstergeschäft deutlich um über 30 % angehoben werden. Das Zubehörgeschäft profitierte unter anderem von der Einführung eines Strafzolls auf Aluminiumräderimporte aus China. Hier konnte die Gesellschaft ein Absatzwachstum von rund 4 % erzielen. Insgesamt wurden 6,3 Mio. Räder verkauft und damit steigerten sich die Umsätze deutlich um 31,7 % auf 293,43 Mio. €. Das gute EBITDA von +28,23 Mio. € (EBITDA-Marge: 9,6 %) war sogar noch durch Sondereffekte negativ beeinflusst. Mehraufwendungen zum Kapazitätsausbau in Höhe von 5,9 Mio. € und Zusatzaufwendungen für den Aluminiumbezug in Höhe von 5,8 Mio. € belasteten das Ergebnis, so dass für das laufende Geschäftsjahr mit einer weiteren deutlichen Verbesserung zu rechnen ist. Unterm Strich ist somit ein positives Fazit zu ziehen und die UNIWHEELS konnte auf Basis des Nachsteuerergebnisses 2010 mit 5,18 Mio. € in die Gewinnzone zurückkehren.

GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Umsätze 2008-2010 in Mio. €



EBITDA/EBITDA-Marge 2008-2010

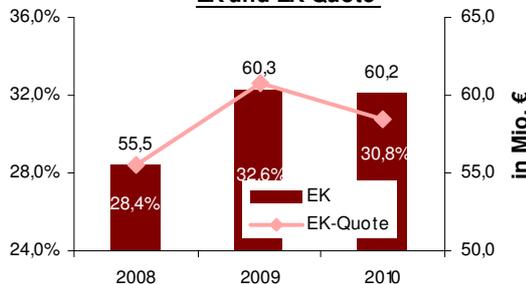


Quelle: Rasch Holding Ltd.

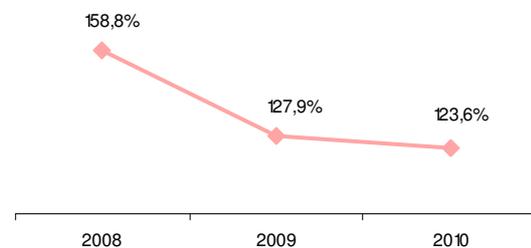
Über die Dauer der letzten Geschäftsjahre hat die Gesellschaft eine hohe Bilanzsolidität bewahrt. Bezeichnend hierfür steht die Entwicklung des Eigenkapitals, welches sich im Geschäftsjahr 2008 noch auf 55,49 Mio. € belief und bis zum Ende des Geschäftsjahres 2010 auf 60,16 Mio. € anstieg. Infolge einer nahezu unveränderten Bilanzsumme steigerte sich in diesem Zeitraum auch die dazugehörige Eigenkapitalquote von 28,4 % auf 30,8 % und ist damit als sehr solide zu werten.

Die Finanzierung des im Jahr 2008 erfolgten ATS-Erwerbes wurde über die Aufnahme von Bankkrediten in Höhe von 87,91 Mio. € umgesetzt. Dies hatte einen deutlichen Anstieg der Verschuldungsrelationen zur Folge. So erhöhten sich die Nettofinanzverbindlichkeiten zum Eigenkapital im Geschäftsjahr 2008 auf 158,8 %. Infolge des sukzessiven Abbaus der Nettoverschuldung und des Anstiegs des Eigenkapitals konnte diese Kennzahl im Jahr 2009 auf 127,9 % und dann in 2010 auf 123,6 % reduziert werden. Hier wird eine positive Tendenz im Zusammenhang mit dem operativen Erfolg der UNIWHEELS sichtbar.

EK und EK-Quote



Nettofinanzverb./EK (2008-2010)



Quelle: Rasch Holding Ltd.

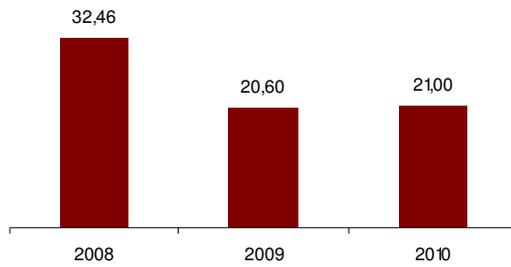
Ein wesentlicher Bestandteil der Konzernbilanz ist traditionell das Working Capital, dessen Niveau zwar in der Regel von der Entwicklung der Umsätze abhängt aber dennoch aktiv von der Gesellschaft beeinflusst werden kann. Gut sichtbar wird dies an der Reduktion des Working Capital, welches trotz einer erhöhten Umsatzbasis nach unseren Berechnungen von 32,46 Mio. € (GJ 2008) auf 21,00 Mio. € (2010) abgebaut werden konnte. Zwar stiegen die Forderungen im Zuge des ausgeweiteten Geschäftes an, die auf der Passivseite der Bilanz erfolgte Erhöhung der nicht zinsbaren Verbindlichkeiten fing diese Entwicklung aber auf und führte zu einer Reduktion des Working Capital.

Besonders positiv wirkte sich der Abbau des Working Capital auf die Entwicklung des operativen Cashflow im Geschäftsjahr 2009 aus. Obwohl das Nachsteuerergebnis in dieser Periode mit -4,95 Mio. € negativ ausfiel, erhöhte sich der operative Cashflow deutlich auf 23,61 Mio. € (2008: 5,81 Mio. €). Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 lag der operative Cashflow bei 15,20 Mio. € und damit auf einem ebenfalls sehr guten Niveau. Zwar konnte die Cash Conversion Rate (operativer Cashflow/EBIT) von 1,2 den Wert des Geschäftsjahres 2009 von 3,9 nicht erreichen, dies ist jedoch eine Folge des deutlich angestiegenen EBIT.

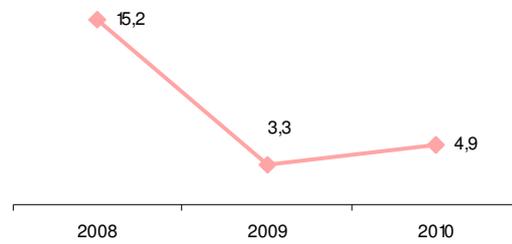
GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Gleichzeitig reduzierte sich der dynamische Verschuldungsgrad (operativer Cashflow/ Nettofinanzverbindlichkeiten) von 15,2 (2008) auf 4,9 (2010).

Working Capital (2008-2010) in Mio. €



Dynamischer Verschuldungsgrad



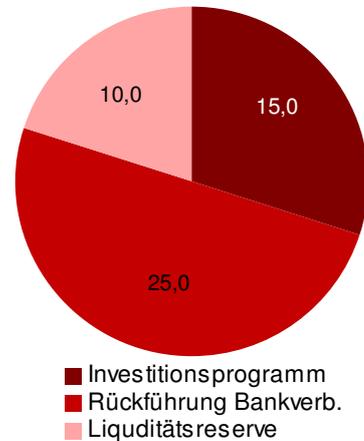
Quelle: Rasch Holding Ltd.; GBC-Berechnungen

GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Anleihebedingungen und Mittelverwendung der Anleihe

Stammdaten der 7,50 % UNIWHEELS GmbH-Anleihe	
ISIN:	DE000A1KQ367
WKN:	A1KQ36
Emissionsvolumen:	bis 50 Mio. €
Stückelung:	1.000 Eur
Laufzeit (5 Jahre):	19.04.2011-19.04.2016
Kupon:	7,50 %
Kuponzahlungen:	jährlich zum 19.04
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist:	04.04.2011 - 15.04.2011
Börsennotierung:	bondm
Unternehmensrating: BB+ (Euler Hermes)/(Creditreform)	

Mittelverwendung in Mio. €



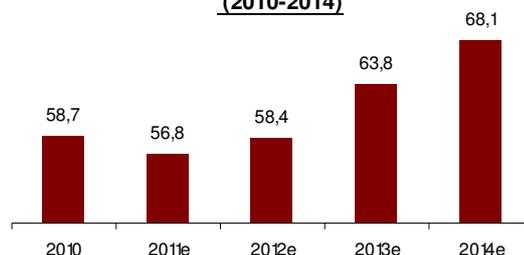
Das Platzierungsvolumen soll sich auf bis zu 50 Mio. € belaufen. Rund 25 Mio. € sollen zur Rückführung von Akquisitionsdarlehen verwendet werden. Diese beliefen sich zum Bilanzstichtag 31.12.2010 auf 67,13 Mio. €. Darüber hinaus beabsichtigt die Gesellschaft rund 15,00 Mio. € für den aktuellen Investitionsplan zu verwenden und somit die aktuellen Kapazitäten vornehmlich in den polnischen Werken auf rund 8,00 Mio. Räder auszuweiten. Ebenfalls ein Bestandteil des Investitionsprogramms ist der Ausbau der Distribution und Logistik sowie der Ausbau von Vertriebsniederlassungen im europäischen Ausland (Schweden und Italien). Damit soll die Wettbewerbsposition im europäischen Zubehörmarkt ausgebaut werden. Rund 10 Mio. € aus der Anleihenplatzierung sollen als Liquiditätspuffer für eine notwendige Working Capital - Finanzierung dienen.

Markt und Marktumfeld

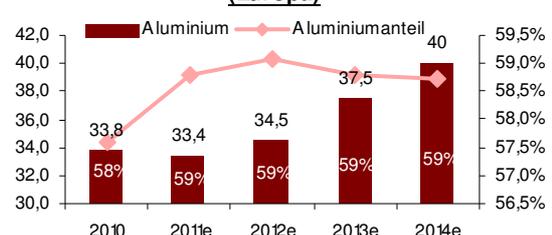
Vor dem Hintergrund der Finanzkrise und der länderspezifischen Prämienregelungen, die größtenteils in 2009 gewährt wurden, musste der europäische Fahrzeugmarkt in 2010 leichte Einbußen von rund 5 % auf knapp 13 Mio. Einheiten hinnehmen. Diese fielen jedoch nicht so hoch aus wie vorher erwartet, so dass sich insgesamt ein positives Stimmungsbild ergibt. Weltweit konnte bei den Verkaufszahlen in 2010 ein Anstieg von rund 12 % auf mehr als 61,7 Mio. verkaufte Pkw's verzeichnet werden. Besondere Wachstumsimpulse lieferte dabei China, mit einem Nachfrageanstieg von mehr als 34 %. Alleine in den letzten zwei Jahren hat sich die Anzahl der verkauften Neufahrzeuge in China mehr als verdoppelt.

Der gesättigtere Markt in Europa soll laut aktuellen Statistiken von J.D. Power und Roland Berger über die kommenden Jahre hinweg ein stabiles Wachstum aufweisen. Mit prognostizierten Pkw-Verkaufszahlen von 15,95 Mio. (2013) dürfte der Markt gegenüber 2010 um +8,7 % zulegen.

Marktvolumen Räder in Europa (2010-2014)



Marktvolumen Aluminiumräder (Europa)



GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Für die UNIWHEELS lässt sich aus den erwarteten Pkw-Neuzulassungen ein OEM-Marktvolumen für Räder von 56,8 Mio. Stück (2011), 58,4 Mio. Stück (2012) und 63,8 Mio. Stück (2013) ableiten. Der aktuelle Anteil an Aluminiumrädern beläuft sich auf rund 58 %. Unter der Annahme eines leichten Anstieges des Anteils an verkauften Aluminiumrädern, dürfte das für die UNIWHEELS relevante Marktumfeld in Europa von derzeit 33,8 Mio. Stück (2010) bis zum Jahr 2013 auf 37,5 Mio. ansteigen.

Mit einer OEM-Absatzmenge von rund 4,8 Mio. Rädern in 2010 liegt der Marktanteil der UNIWHEELS bei etwa 14,0 %. Der geplante Ausbau der Marktposition im europäischen OEM-Markt kann in erster Linie über die Erweiterung der Kundenbasis umgesetzt werden. Hier hat die Gesellschaft bereits die ersten Schritte initialisiert, um volumenstarke neue Kunden zu gewinnen. Die Gesellschaft erwartet einen Ausbau des europäischen OEM-Marktanteiles bis zum Jahr 2013 auf rund 18 %, eine Prognose, die wir als realistisch erachten.

Auch wenn die Umsätze des Zubehörmarktes in der Regel höheren Saisonalitäten unterliegen, so gilt der Zubehörmarkt als vergleichsweise stabil. Zurückführen lässt sich dies auf eine stabile Entwicklung des Pkw-Bestandes in Europa und Deutschland. Besondere Potenziale ergeben sich darüber hinaus durch gesetzliche Vorgaben, wie beispielsweise die Vereinbarung von Strafzöllen auf chinesische Produkte sowie die Einführung der Winterreifenpflicht. Nach eigener Einschätzung belief sich der UNIWHEELS-Marktanteil in 2010 in Europa auf rund 25 %. Um Wachstumspotenziale und Regionen zu erschließen, plant die Gesellschaft Vertriebsniederlassungen in europäischen Märkten (mittelfristig Schweden und Italien) zu eröffnen. Auch ist die Eröffnung eines Logistikzentrums, das alle Zubehörmarken vereint, in Deutschland geplant.

Die besonderen Potenziale des chinesischen Marktes, für den weltweit die höchsten Wachstumsraten erwartet werden, sollen mittelfristig durch den Aufbau einer eigenen Produktionsstätte erschlossen werden. Hierzu ist ein Joint Venture mit einem lokalen Investor geplant. Dieses Szenario haben wir jedoch in unseren Prognosen noch nicht berücksichtigen können, da sich derzeit der Markteintritt in China erst in der Planungsphase befindet. Ein Eintritt würde somit das aufgebaute Potenzial deutlich erweitern.

Prognosen - starkes Wachstum und Anstieg der Profitabilität erwartet

in Mio. €	2011e	2012e	2013e
Ø Absatzmengen in Mio. Stück	7,30	8,00	8,40
Umsatz	337,97	384,98	398,61
EBITDA (Marge)	33,93 (9,9 %)	42,01 (10,9 %)	43,14 (10,8 %)
EBIT (Marge)	16,24 (4,8 %)	22,82 (5,9 %)	22,91 (5,8 %)
JÜ	8,38	15,58	15,79

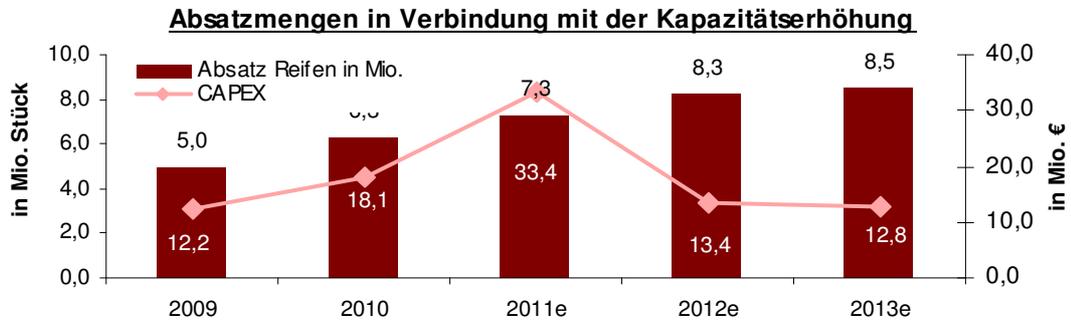
Quelle: GBC AG

Um von den künftigen Marktpotenzialen zu profitieren, plant die Gesellschaft die aktuellen Kapazitäten von 7,00 Mio. Räder auf rund 8,00 Mio. Räder auszubauen. Hierzu wurde ein Investitionsprogramm von 33,4 Mio. € aufgelegt, welches vornehmlich für den Kapazitätsausbau des Volumengeschäftes in Polen angedacht ist. Die Finanzierung dieses Programmes soll zum Teil über die Anleihenemission (15 Mio. €) und zum Teil über die Bankfinanzierungen erfolgen. Etwa 12,4 Mio. € sollen für Kapazitätserweiterungen in Polen und 18,7 Mio. € für den Erwerb von Sachanlagen in den drei Produktionswerken verwendet werden.

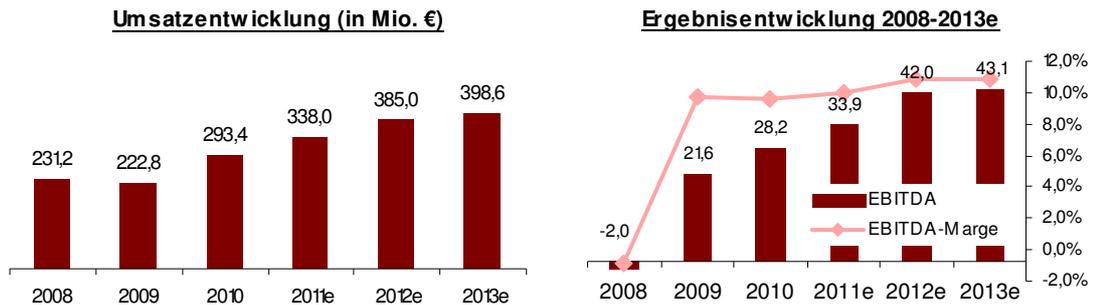
Geplante Erweiterungsinvestitionen für das Geschäftsjahr 2012 belaufen sich auf 15,7 Mio. €. Insgesamt sollen damit die Kapazitäten bis Ende 2011 auf 8,00 Mio. Stück aufgebaut werden. In der Länderaufteilung wird das Hochtechnologiegeschäft in Deutschland rund 18,8 % der Kapazitäten auf sich vereinen (1,5 Mio. Stück) und das Volumengeschäft in Polen rund 81,3% (6,5 Mio. Stück). Erfahrungsgemäß unterliegt der Aufbau der Kapazitäten

GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

einer Anlaufkurve. Darüber hinaus erwartet die Gesellschaft weiteres Wachstum durch Produktivitätssteigerungen auf dann 8,5 Mio. Stück. Unsere Absatzerwartungen sehen für das Geschäftsjahr 2012 rund 8,0 Mio. Stück und für das Geschäftsjahr 2013 rund 8,5 Mio. Stück vor. Eine gute Basis für diese Absatzerwartungen sind die für 2013 bereits vertraglich festgelegten 5,00 Mio. Stück im OEM-Bereich.



Angesichts der Kapazitätsplanungen und des guten Marktumfeldes im OEM-Bereich und im Zubehörgeschäft, sind die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre, welche Umsatzerlöse in Höhe von 337,96 Mio. € (2011), 384,98 Mio. € (2012) und 398,61 Mio. € (2013) in Aussicht stellen, als realistisch und nachvollziehbar zu werten.



Große Kostenblockteile (Aluminiumpreise; Personalkosten in Zloty) sind von der Gesellschaft aufgrund abgeschlossener Sicherungsgeschäfte gut planbar. Dennoch kann man bei den Inputfaktoren leichte Steigerungsraten annehmen, diese werden jedoch durch den Wegfall von Restrukturierungsaufwendungen gut ausgeglichen. Dementsprechend dürfte eine stabile Ergebnisentwicklung sichtbar werden. Das geplante EBITDA in Höhe von 33,93 Mio. € (2011), 42,01 Mio. € (2012) sowie 43,14 Mio. € (2013) entspricht Margenniveaus von 9,9 % (2011), 10,9 % (2012) respektive 10,8 % (2013). Diese EBITDA-Margenniveaus sehen wir als langfristig realistisch erreichbare Zielgrößen an.

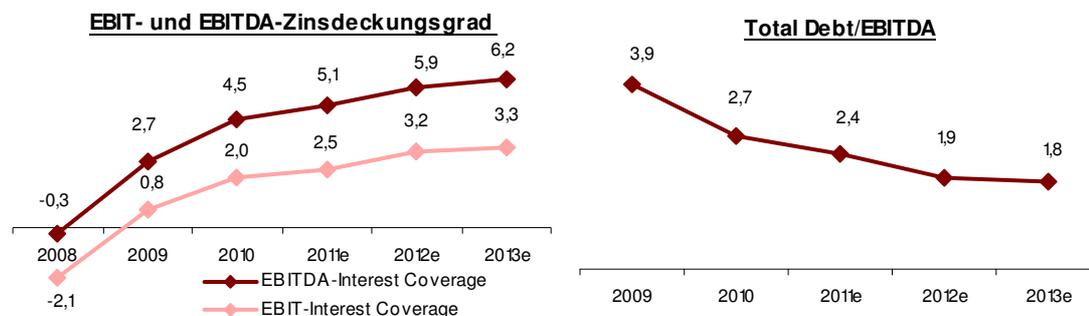
Die vorläufigen Zahlen des ersten Quartals 2011 bekräftigen diese Prognosen. So konnte ein starkes Umsatzwachstum von über 30 % gegenüber dem VJ-Quartal erreicht werden und die EBITDA-Marge lag bei rund 10 %.

Bonitätsbezogene Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA-Interest Coverage	-0,31	2,72	4,55	5,12	5,91	6,24
EBIT-Interest Coverage	-2,11	0,76	2,05	2,45	3,21	3,31
Total Debt / EBITDA	-51,13	3,86	2,75	2,38	1,90	1,82
Total Net Debt / EBITDA	-44,74	3,57	2,63	1,94	1,46	0,91
ROA	-18,5 %	-4,8 %	4,8 %	6,7 %	12,7 %	13,7 %
EK-Quote	28,4 %	34,2 %	30,8 %	32,3 %	37,6 %	41,9 %

GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Auf den Prognosen aufbauend wird eine deutliche Verbesserung bei allen relevanten Kennzahlen ersichtlich. Besonders erwähnenswert ist die Tatsache, dass die Anleihenplatzierung aufgrund der geplanten Kreditschuldung und planmäßigen Tilgung der bestehenden Kredite nur zu einem geringen Anstieg der Finanzverbindlichkeiten führen wird. Damit dürfte der Anstieg des Finanzaufwandes nur geringfügig ausfallen. In Verbindung mit der prognostizierten Ergebniserhöhung werden die Zinsdeckungsgrade in den kommenden Jahren sukzessive auf solide Niveaus ansteigen.



Gleichzeitig wird bei Vollplatzierung der Anleihe die Liquidität um rund 10 Mio. € ansteigen, ein Betrag, der vom Unternehmen als Liquiditätspuffer für die Finanzierung des Working Capital vorgehalten wird. Ein Anstieg des Eigenkapitals wird aufgrund der Thesaurierung der Jahresergebnisse wahrscheinlich. Diese Entwicklung dürfte überproportional zu der investitionsbedingten Ausweitung der Bilanzsumme ausfallen, so dass eine stetige Verbesserung der Eigenkapitalquote ermöglicht wird.

Vergleich der in Qualitätssegmenten „mittelstandsmarkt“ und „bondm“ gelisteten Anleihen

Emittent	Kupon	Laufzeit in Jahren	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. €	Kündigung des Emmit.	Covenants (Gläubiger)
Windreich AG	6,50 %	5	01.03.2010	BBB	50,00	ja	keine
KTG Agrar AG	6,75 %	5	15.09.2010	BBB	50,00	ja	Verzug 30 T.
Dürr AG	7,25 %	5	28.09.2010	-	225,00	ja	Verzug 30 T.
Nabaltec AG	6,50 %	5	15.10.2010	BBB-	30,00	ja	keine
Solarwatt AG	7,00 %	5	01.11.2010	BB+	25,00	ja	Verzug 60 T.
Air Berlin PLC	8,50 %	5	10.11.2010	-	200,00	nein	Verzug 15 T.
3W Power Holdings S.A.	9,25 %	5	01.12.2010	B-	125,00	ja	Verzug 30 T.
Rena GmbH	7,00 %	5	15.12.2010	BB+	75,00	ja	Verzug 30 T.
MAG IAS GmbH	7,50 %	5	08.02.2011	BB+	50,00	ja	Verzug 30 T.
CENTROSOLAR Group AG	7,00 %	5	15.02.2011	BBB	50,00	ja	Verzug 60 T.
SIC Processing GmbH	7,13 %	5	01.03.2011	BBB+	100,00	ja	Verzug 7 T.
Joh. Friedrich Behrens AG	8,00 %	5	15.03.2011	BB-	30,00	ja	Verzug 30 T.
German Pellets GmbH	7,25 %	5	01.04.2011	BBB	80,00	ja	ab 01.04.2013
Semper Idem Underberg	7,13 %	5	20.04.2011	BB+	50,00	ja	ja
Payom Solar AG	7,50 %	5	08.04.2011	BBB	50,00	ja	Verzug 20 T.
Mittelwert	7,35 %	5		BBB-	79,34		
Median	7,13 %	5		BBB-	50,00		
UNIWHEELS Holding GmbH	7,50 %	5	19.04.2011	BB+	50,00	ja	Verzug 30 T.

GBC-Credit Research - UNIWHEELS Holding GmbH - 7,5 % Unternehmensanleihe

Ein wichtiger Punkt im Zusammenhang mit der Anleihenemission ist die Prüfung der Marktfähigkeit im Vergleich. Mit der Notierung im speziellen Handelssegment bondm der Börse Stuttgart verpflichtet sich die UNIWHEELS zu einer nachhaltigen und transparenten Publizität über die Laufzeit. Zugleich haben Anleger die Möglichkeit am fortlaufenden Handel dieses Segmentes teilzunehmen und verfügen somit über ein hohes Maß an Flexibilität. Wir haben die UNIWHEELS-Anleihe einem Vergleich zu den in den Qualitätssegmenten „mittelstandsmarkt“ der Börse Düsseldorf und „bondm“ der Börse Stuttgart notierten Anleihen unterzogen und eine überdurchschnittliche Attraktivität festgestellt. Dabei liegt die Kuponausstattung mit 7,50 % sowohl über dem Mittelwert als auch über dem Median der hier betrachteten Anleihen.

Es wird auch gut ersichtlich, dass nahezu jede in den deutschen Qualitätssegmenten notierte Anleihe mit Kündigungsrechten für den Emittenten und Investor ausgestattet ist. Eine ähnliche Ausgestaltung weist auch die UNIWHEELS-Anleihe auf, die sowohl der Emittentin (Call) als auch dem Gläubiger (Put) Kündigungsrechte eingesteht. Die Emittentin ist dabei berechtigt die im Umlauf befindlichen Anleihen ab dem 19.04.2014 mit einer Frist von 30-60 Tagen zu kündigen und einzuziehen. Sollte von diesem Recht Gebrauch gemacht werden, so beläuft sich der vertraglich festgehaltene Rückzahlungskurs auf 102 % (ab dem 19.04.2014) sowie auf 101 % (ab dem 19.04.2015). Im Falle eines Kontrollwechsels (Change of Control) oder der Nichtzahlung oder verspäteten Zahlung von Zinsen (30 Tage) hat der Gläubiger das Recht einer vorzeitigen Kündigung zu 100 %. Zusätzlich hierzu wurde eine Ausschüttungsbeschränkung bezüglich dividendenfähiger Gewinne vereinbart, was für die Investoren eine weitere Sicherheit darstellt.

Fazit - Attraktive Depotbeimischung

Mit der Zeichnung der UNIWHEELS-Anleihe finanziert der Investor einen führenden Hersteller von Leichtmetallrädern in Europa. Dabei ist die Gesellschaft, deren Konzernobergesellschaft Rasch Holding Ltd. Gegenstand dieser Researchstudie war, auf den Erstausrüster- und Zubehörmarkt positioniert und ist damit auf zwei unabhängigen operativen Standbeinen aufgestellt. Diese Positionierung hatte sich in der Wirtschaftskrise bewährt, denn die Gesellschaft konnte aufgrund der geringeren Zyklizität des Geschäftsmodells eine relativ stabile Umsatzentwicklung aufzeigen. Der Marktanteil im Bereich des Erstausrüstermarktes lässt sich auf etwa 14 % beziffern. Im Zubehörmarkt gehört die UNIWHEELS zusammen mit dem Mitbewerber Alcar mit Marktanteilen von jeweils rund 25 % ebenfalls zu den Marktführern.

Seit der nunmehr erfolgreichen Integration der ATS-Gruppe kann die Gesellschaft vom wieder positiven Branchenumfeld profitieren und konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr auf operativer Ebene neue Rekordwerte aufzeigen. Dabei wurden die Kapazitätsgrenzen von rund 7,0 Mio. Rädern pro Jahr erreicht. Im Zuge eines Investitionsprogramms, welches insbesondere die Ausweitung des Volumengeschäftes in Polen vorsieht, sollen die Kapazitäten bis auf rund 8,5 Mio. Räder ausgebaut werden und damit Spielraum für weiteres Wachstum eröffnen. Die Anleihenemission soll dabei sowohl die Investitionsplanungen der Gesellschaft unterstützen als auch eine Rückführung von Akquisitionskrediten ermöglichen.

Die Ausstattung der Anleihe ist vor allem vor dem Hintergrund der guten Marktpositionierung und guten Zukunftsprognosen als interessant einzustufen. Auch im Vergleich zu den in den deutschen Qualitätssegmenten emittierten Anleihen schneidet die UNIWHEELS-Anleihe überdurchschnittlich gut ab. Unseres Erachtens ist damit die UNIWHEELS-Anleihe eine interessante Depotbeimischung. Wir haben die Anleihe als „überdurchschnittlich attraktiv“ eingestuft. Unterstützt wird unsere Einschätzung durch ein solides „BB+“-Rating der Euler Hermes und Creditreform, welches der Gesellschaft ausreichende zukunftsichernde Strukturen bescheinigt.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: 6

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de