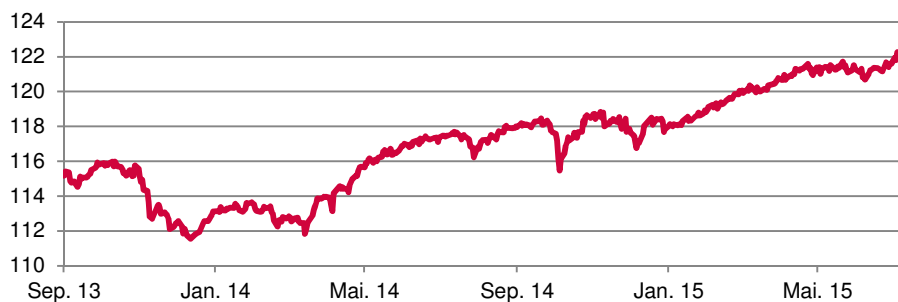


GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) markiert einen neuen historischen Rekordwert, In 2015 bislang +3,8 %; Derzeitige Effektivverzinsung bei 4,4 % p.a.

Analysten: Cosmin Filker, Manuel Hölzle

Beim aktuellen Kurs in Höhe von 122,6 markiert der GBC MAX (ISIN: DE000SLA1MX8) einen neuen historischen Rekordwert. Alleine im laufenden Jahr 2015 liegt die Performance des Anleihe-Index bei 3,8 %, nachdem im Jahr 2014 ein Plus von 5,5 %, bei einer insgesamt niedrigen Volatilität von 3,2 % (Basis: 12 Monate), erreicht wurde.

GBC MAX (ISIN: DE000SLA1MX8)



Quelle: solactive.com; GBC AG

Der gewichtete Kupon aller Unternehmensanleihen des GBC MAX liegt bei 6,5 %. Der gewichtete Effektivzins auf Basis der aktuellen Kurse beläuft sich auf 4,4 % p.a. und liefert damit ein Indiz einer mehrheitlichen Notierung „über pari“. Dies ist ein guter Beleg für den Qualitätsansatz bei der Anleiheauswahl des GBC MAX, wonach entweder ein Mindestrating von BB- oder eine entsprechend positive Analysteneinschätzung vorliegen müssen. Insgesamt umfasst der GBC MAX derzeit 36 Unternehmensanleihen, wobei hier zuletzt eine konstante Entwicklung verzeichnet wurde. Dies ist maßgeblich auf die weiterhin sehr geringe Emissionsaktivität bei Mittelstandsanleihen zurückzuführen.

Indexwert im Fokus: SAF Holland S.A.

Wachstumsdynamik setzt sich fort, Sehr komfortable Anleihekennzahlen

Unternehmen: SAF Holland S.A.^{*11}

Wertpapier: 7,00%-Unternehmensanleihe

ISIN: DE000A1HA979

Anleihekurs: 112,0 % (23.07.2015; 14:30 Uhr, Frankfurt)

Die SAF Holland S.A., ein führender Hersteller und Anbieter von hochwertigen Produktsystemen und Bauteilen für Trailer sowie LKWs, Bussen und Campingfahrzeugen, konnte die Wachstumsdynamik aus 2014 mit ins neue Jahr nehmen und das Wachstum im ersten Quartal 2015 sogar noch einmal ausbauen. Nachdem der Umsatz 2014 um 12,0 % gesteigert wurde, konnte er im ersten Quartal dieses Jahres, auch getrieben durch den starken Dollar sowie ein starkes organisches Wachstum, um 15,2 % zulegen. Auch das um Restrukturierungs- und Integrationskosten sowie zusätzlich Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen (PPA) bereinigte EBIT wurde im ersten Quartal 2015 deutlich überproportional um 32,0 % gesteigert, nach 19,2 % in 2014.

Getrieben wurde das Wachstum durch alle 3 Segmente des Unternehmens, die jeweils um mehr als 10 % beim Umsatz zulegten. Das größte Segment Trailer Systems, welches rund 60 % zum Konzernumsatz beiträgt und in dem beispielsweise Achsen- und

Fahrwerksysteme sowie Anhängerkupplungen oder Ladebordwände vertrieben werden, steigerte im Auftaktquartal den Umsatz um 13,3 % auf 159,6 Mio. € bei einer deutlich gesteigerten bereinigten EBIT-Marge von 5,8 %, nach 3,9 % im Vorjahr. Auf Gesamtjahresbasis wird eine Marge von 6,0 % angestrebt.

Auch die anderen beiden Segmente Powered Vehicle-Systems und Aftermarket konnten beim Umsatz um 24,1 % respektive 14,2 % zulegen. Während in letzterem die bereinigte EBIT-Marge durch Währungsverluste im Mittleren Osten leicht von 16,6 % auf 15,5 % zurückging, konnte sie im Segment Powered Vehicle-Systems von 5,7 % auf 6,6 % gesteigert werden. Treiber hierbei waren unter anderen ein positives Nordamerikageschäft sowie damit verbundene positive Effekte aus der Wechselkursumrechnung und ein verbessertes Marktumfeld in Europa. Im Bereich Aftermarket hingegen hat man den Ausbau der globalen Marktposition weiter vorangetrieben sowie damit begonnen die Außendienstorganisation in Nordamerika auszubauen. Darüber hinaus wurde im Februar dieses Jahres in Dubai ein erweitertes Distributionscenter in Betrieb genommen.

Ebenfalls mit Bekanntgabe des Quartalsberichtes Mitte Mai wurde die neue Wachstumsstrategie 2020 vorgestellt. Diese sieht eine Umsatzsteigerung auf 1,25 Mrd. € bis 1,50 Mrd. € im Jahr 2020 vor, was einem jährlichen Wachstum von durchschnittlich 4,0 % - 7,0 % entspricht und damit deutlich über dem Marktwachstum liegt. Dies soll unter anderem zur Hälfte durch organisches Wachstum erreicht werden, als auch durch Kooperationen sowie Akquisitionen, um das Wachstum außerhalb der Kernmärkte Europa und Nordamerika zu forcieren. Zwar liegt die Messlatte bei der bereinigten EBIT-Marge mit mindestens 8,0 % unterhalb des aktuellen Zielwertes für 2015, jedoch ist aufgrund einer im letzten Jahr verbesserten Finanzierung eine Steigerung von rund 75,0 % beim Ergebnis je Aktie geplant.

Für das laufende Geschäftsjahr hat das Unternehmen seine Prognose bestätigt, welche eine Umsatzsteigerung zwischen 2,1 % und 7,8 % auf 980,0 Mio. € bis 1.035 Mio. € vorsieht. Das bereinigte EBIT soll im Jahresverlauf weiter überproportional um 27,3% auf ca. 90,0 Mio. € ansteigen, sodass die Marge im unteren Bereich des Korridors von 9,0 % - 10,0 % liegen soll, nach 7,4 % im vergangenen Geschäftsjahr. In Anbetracht des starken Umsatzwachstums im ersten Quartal von 15,2 % sowie der auch im zweiten Quartal weiterhin starke Dollar ist ein Erreichen des oberen Umsatzkorridors wahrscheinlich.

Vor diesem Hintergrund ist mit einer weiteren Verbesserung der anleihebezogenen Kennzahlen zu rechnen. Der ohnehin sehr komfortable EBIT-Zinsdeckungsgrad von 7,1 (GJ 2014) dürfte, unseren Berechnungen zufolge, sogar über 10 Punkte ansteigen. Damit verfügen die Investoren der von Euler Hermes mit einem Investmentgrade-Rating von „BBB“ bewerteten Anleihe über einen umfangreichen Sicherheitspuffer. In den letzten beiden Geschäftsjahren lag der durchschnittliche operative Cashflow bei 45,0 Mio. € bei einer Nettoverschuldung von insgesamt ca. 165,0 Mio. €. Damit wäre die Gesellschaft in der Lage die kompletten finanziellen Schulden, innerhalb von 3,7 Jahren aus dem operativen Cashflow zurückzuführen. Alleine diese Kennzahlen verdeutlichen das attraktive Sicherheitsprofil der SAF-Unternehmensanleihe.

Eckdaten zur SAF Holland S.A. Anleihe	
ISIN:	DE000A1HA979
WKN:	A1HF09
Volumen:	75,00 Mio. €
Stückelung/Mindestanlagevolumen:	1.000,00 €
Laufzeit:	26.04.2018, Restlaufzeit: 4,92 Jahre
Kupon (Effektivverzinsung):	7,00 % (2,28 %)
Anleihekurs:	112,01 %
Rating:	BBB (Euler Hermes)

Überblick über die im GBC MAX enthaltenen Anleihen:

ISIN	Unternehmen	Indexgewichtung
XS0889217716	KION Finance S.A.	10,11%
DE000A1R02E0	Hornbach-Baumarkt AG	9,98%
XS0783934911	Techem GmbH	9,77%
AT0000A185Y1	UBM Development AG	8,79%
DE000A1R07G4	Deutsche Rohstoff AG	5,32%
DE000A1R0741	PNE WIND AG	5,24%
DE000A1HA979	SAF HOLLAND S.A.	4,18%
DE000A1H3VN9	KTG Agrar SE	3,56%
DE000A1PGWZ2	Steilmann - Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG	3,02%
DE000A1HSNV2	Porr AG	2,84%
DE000A1ML257	KTG Energie AG	2,78%
AT0000A0XJ15	Porr AG	2,71%
DE000A1YCRD0	Hörmann Finance GmbH	2,64%
DE000A1ML4T7	Fussballclub Gelsenkirchen-Schalke 04 E.V.	2,64%
DE000A1G9AQ4	Enterprise Holdings Ltd.	1,87%
DE000A1TNA70	SANHA GmbH & Co. KG	1,83%
DE000A1TNGG3	Cloud No 7 GmbH	1,75%
DE000A1REWV2	Karlsberg Brauerei GmbH	1,69%
DE000A1R0YA4	Rudolf Wöhrl AG	1,64%
DE000A1RFBP5	IPSAK GmbH	1,59%
DE000A1TNHB2	Hallhuber Beteiligungs GmbH	1,58%
DE000A12T1W6	Beate Uhse AG	1,57%
DE000A1X3HZ2	HELMA Eigenheimbau AG	1,36%
DE000A1K0FA0	EYEMAXX Real Estate AG	1,35%
DE000A12UAA8	KSW Immobilien GmbH & Co. KG	1,31%
DE000A1KQZL5	MS Spaichingen GmbH	1,17%
DE000A11QJA9	VEDES AG	1,07%
DE000A1EWNF4	HAHN-Immob.-Beteilig. AG	1,03%
DE000A1K0FF9	GIF - Gesellschaft für Industrie AG	0,83%
DE000A1HJLL6	S&T AG 2013/2018	0,80%
DE000A1MLWH7	EYEMAXX REAL ESTATE AG	0,77%
DE000A1TM2T3	EYEMAXX REAL ESTATE AG	0,76%
DE000A1TNHC0	BioEnergie Taufkirchen GmbH	0,75%
DE000A1TND93	paragon AG	0,71%
DE000A1K0U44	Procar Automobile Finanz-Hldg	0,65%
DE000A1H3V53	eno energy GmbH	0,34%

Stand: 27.07.2015

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Wertes 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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: (11)
§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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
Manuel Hölzle, Dipl.Kaufmann, Chefanalyst

§ 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