

Investmentideen im Crossover-Bereich

Special Comment

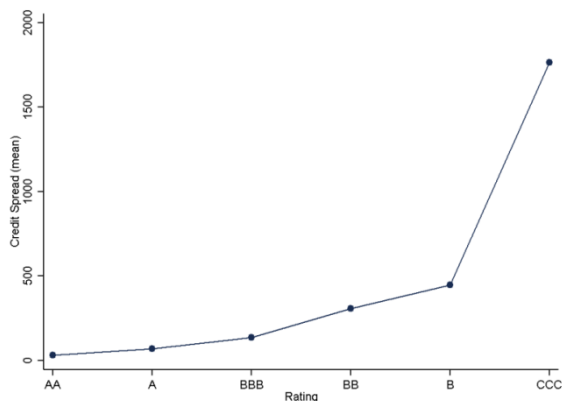
24. September 2014

Executive Summary

Das historisch niedrige Zinsniveau sowie die deutlich gesunkenen Credit Spreads haben europäischen Bondinvestoren in den letzten Jahren fast durchweg hohe Kursgewinne beschert. Zwar dürfte das attraktive Marktumfeld für Corporates kurz- bis mittelfristig, gestützt durch das für Oktober angekündigte Anleihekaufprogramm der EZB, weiter anhalten, allerdings wird durch das mittlerweile erreichte Zins- und Spreadniveau das Identifizieren attraktiver Investmentideen zunehmend schwieriger. Dies macht aus unserer Sicht einen alternativen Bondpicking-Ansatz künftig immer wichtiger, zumal sich die gestiegenen fundamentalen Risiken langfristig nicht ausblenden lassen. Diese zu quantifizieren und mit der aktuellen Anleihebewertung zu vergleichen, ist das Hauptziel des Quant Spread Models (QSM) von Euler Hermes, das für jeden Emittenten ein indikatives Finanzrating und für jede Anleihe handelstäglich einen fairen Spread ermittelt.

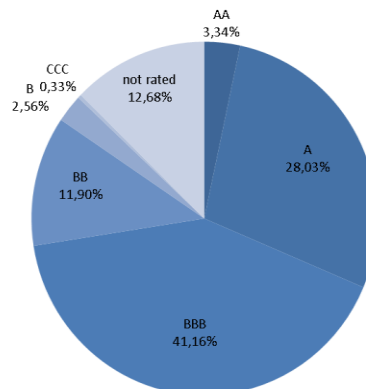
Abbildung 1 zeigt, dass die Spreadunterschiede innerhalb des IG-Bereichs moderat ausfallen, was einen aktiven Investmentansatz erschwert. Der HY-Bereich bietet diesbezüglich mehr Chancen, ist jedoch für viele Investoren (z.B. Versicherungen) aufgrund ihrer Anlagerichtlinien größtenteils tabu und sowohl Anleihevolumen als auch -Liquidität sind bei dieser Assetklasse begrenzt. Vor diesem Hintergrund präsentiert sich insbesondere der Crossover-Bereich als interessantes Segment für Event-getriebene Investmentideen, da Upgrades oder Downgrades sich in diesem Bereich signifikant auf die Risikoprämien auswirken. Zu diesem Zweck haben wir alle europäischen Emittenten unseres Analyseuniversums herausgefiltert, die ein S&P-Rating im erweiterten Crossover-Bereich (BB bis BBB) haben und das Rating mit unserem kennzahlenbasierten, Indikativen Finanzrating verglichen. Bei etwa 80% der Unternehmen insgesamt gibt es keine signifikanten Abweichungen (Delta Rating zum IFR innerhalb von 2 Notches). Im Falle von Abweichungen haben wir die Unternehmen - ausgehend vom Grad der Abweichung - in potentielle „Hidden Champions“ (Aufstieg vom HY in den IG-Bereich) und „Falling Stars“ (Abstieg vom IG in HY) untergliedert. Im weiteren Verlauf haben wir die jeweiligen Anleihen dieser Unternehmen mithilfe unseres QSM (Quant Spread Model) hinsichtlich möglicher Über- oder Unterbewertungen analysiert und drei potenzielle Aufsteiger und sechs mögliche Absteiger identifiziert.

Abb.1: Credit Spread (mean) nach Ratingklasse



Quelle: Standard & Poor's (Ratings), Bloomberg, Eigene Darstellung / Analysen

Abb.2: Verteilung S&P-Ratings im EH-Analyseuniversum



Quelle: Standard & Poor's (Ratings), Eigene Darstellung

Kontakt - Analysten

Hendrik Emrich, CFA

hendrik.emrich@eulerhermes-rating.com

Telefon: +49 40 8834-6427

Mobil: +49 171 4420242

Leif Buscher

leif.buscher@eulerhermes-rating.com

Telefon: +49 40 8834-6431

Mobil: +49 171 3704527

Über Euler Hermes Credit Research / QSM

Im Rahmen unabhängiger Analysen von Corporates und neuerdings auch Financials unterstützt EH-Credit Research institutionelle Investoren bei ihren Anlageentscheidungen. Neben fundamentalen Unternehmens- und Marktanalysen kommen hierbei v.a. quantitative Modelle zum Einsatz. Kernstück ist das QSM (Quant Spread Model), das mittels eines eigens entwickelten Algorithmus aus einer Vielzahl von Markt- und Unternehmensdaten für ein breites Spektrum europäischer Bonds (ca. 360 Emittenten mit rd. 1.200 Anleihen) eine objektive Bewertungsindikation ermittelt. Investoren können so schnell und übersichtlich den Markt sondieren und Investitionsmöglichkeiten identifizieren. Zugangsinformationen zum kostenpflichtigen Web-Portal erhalten Sie unter www.ehrg.de/credit-research.

Investmentideen im Crossover-Bereich

Special Comment

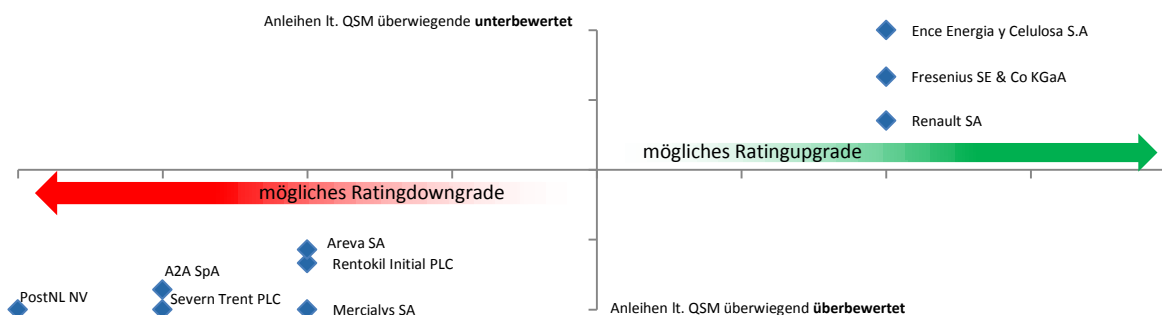
24. September 2014

Vorgehensweise

Schritt 1: Beim Vergleich der aktuellen S&P-Ratings mit den auf Jahresbasis erstellten IFRs können sich Abweichungen von mehreren Notches nach oben oder unten ergeben. Insgesamt gibt es bei ca. 80% der Unternehmen keine signifikanten Abweichungen, über das gesamte Sample ist der Median der Abweichungen 0. Es ist jedoch zu beachten, dass das IFR auf Basis der Jahresabschlüsse für 2013 ermittelt wurde, während das letzte verfügbare S&P-Rating sowohl älter als auch aktueller sein kann. Zudem beruht das IFR ausschließlich auf Finanzdaten der Unternehmen, während ein Rating sowohl das Finanz- als auch Geschäftsrisikoprofil beinhaltet. Obwohl allein dies bestimmte Abweichungen erklären kann, indizieren u.E. vor allem große Differenzen zwischen externen Ratings und IFRs mögliche Ratingveränderungen. Dies gilt insbesondere wenn ein eindeutiger IFR-Trend vorliegt und das externe Rating möglicherweise nicht mehr aktuell ist. Die Höhe der Abweichungen wird in Tabelle 2 dargestellt (+ bzw. ++; grün unterlegt), 0 (weiß) oder - bzw. --; (rot).

Schritt 2: Die antizipierte Ratingmigration haben wir mit der aktuellen Bewertung der Anleihen der Crossover-Emittenten in unserem QSM verglichen, um diejenigen Anleihen zu identifizieren, deren QSM-Bewertungen im Einklang mit einem potenziellen Down- oder Upgrade stehen. Der Anteil der über- bzw. unterbewerteten Anleihen (Y-Achse) wird in Abb. 3 im Verhältnis zu einer möglichen Ratingveränderung (X-Achse) dargestellt. Im rechten oberen Quadranten sind die Emittenten abgetragen, für deren Rating eine (mehr oder weniger hohe) Upgrade-Wahrscheinlichkeit ermittelt wurde und deren Anleihen lt. QSM aktuell überwiegend unterbewertet sind (CHEAP). Der linke untere Quadrant enthält dagegen Unternehmen, deren Ratings sich auf Basis des IFRs verschlechtern dürften und deren Anleihen größtenteils überbewertet sind (RICH).

Abb. 3: Sweet Spot – QSM-Bewertung und mögliche Ratingmigration



Tab 1: Ausgewählte Anleihen

Company	Security	Bloomberg ID	Amount (in m€)	TTM (in Years)	OAS (bid)	"Fair" OAS (QSM)	Valuation
A2A SpA	AEMSPA 4 1/2 11/02/16	EI027902	762	2.1	76.64	162.49	RICH
A2A SpA	AEMSPA 4 1/2 11/28/19	EJ456606	750	5.2	113.47	175.72	RICH
A2A SpA	AEMSPA 3 5/8 01/13/22	EJ981434	500	7.3	134.42	178.41	RICH
Rentokil Initial PLC	RTOLN 3 3/8 09/24/19	EJ367238	500	5.0	92.46	136.56	RICH
Rentokil Initial PLC	RTOLN 3 1/4 10/07/21	EJ856825	350	7.0	101.70	150.31	RICH
Mercialys SA	MERYFP 4 1/8 03/26/19	EJ099490	650	4.5	92.56	135.13	RICH
PostNL NV	PNLNA 3 7/8 06/01/15	ED956401	349	0.7	53.31	141.31	RICH
PostNL NV	PNLNA 5 3/8 11/14/17	EH009369	508	3.1	87.43	207.76	RICH
Areva SA	CEIFP 3 7/8 09/23/16	EH973301	992	2.0	101.07	174.75	RICH
Areva SA	CEIFP 4 3/8 11/06/19	EI024187	750	5.1	175.83	224.72	RICH
Areva SA	CEIFP 4 5/8 10/05/17	EI828777	829	3.0	120.62	208.67	RICH
Severn Trent PLC	SVTLN 5 1/4 03/11/16	EH245910	700	1.4	45.32	99.36	RICH
Renault SA	RENAUL 5 5/8 03/22/17	EI185946	500	2.5	133.01	99.95	CHEAP
Renault SA	RENAUL 4 5/8 05/25/16	EI682482	750	1.7	111.75	75.31	CHEAP
Renault SA	RENAUL 3 5/8 09/19/18	EJ830008	900	3.9	146.32	58.50	CHEAP
Fresenius SE & Co KGaA	FREGR 4 1/4 04/15/19	EJ100584	500	4.5	152.24	85.53	CHEAP
Fresenius SE & Co KGaA	FREGR 4 02/01/24	EK049969	450	9.3	189.90	89.97	CHEAP
Ence Energía y Celulosa S.A	ENCSM 7 1/4 02/15/20	EJ524638	250	5.3	613.09	497.15	CHEAP

Investmentideen im Crossover-Bereich

Special Comment

24. September 2014

Fazit

Unsere Analyse zeigt, dass innerhalb des Crossover-Bereichs aktuell mehr potenzielle Absteiger identifiziert werden können (Post NL NV, A2A, Seven Trent, Areva SA; Rentokil und Mercialis SA) als Aufsteiger (Ence Energia y Cellulosa, Fresenius SE, Renault SA). Dies ist einerseits systemimmanent, da es deutlich mehr Unternehmen mit einem Rating im mittleren bzw. unteren BBB-Bereich gibt (48 Emittenten im Sample) als im mittleren bis oberen BB-Bereich (11 Emittenten, siehe Kasten unten in Tabelle 2). Andererseits könnte dies auch damit zusammenhängen, dass die amerikanischen Ratingagenturen möglicherweise die Qualität der Unternehmen im Investment Grade-Bereich überschätzen und im High Yield-Bereich unterschätzen. Dies kann auch daran liegen, dass aufgrund des „Through-the-Cycle-Ansatzes“ eines Ratings, die Bonitätsnoten bewusst stabil gehalten werden sollen. Insofern wird tendenziell länger an einem Investment Grade festgehalten als dies bei dynamischen „Point-in-Time“ Betrachtungen (wie beim IFR) der Fall ist.

Zudem bleibt festzuhalten, dass das Rating nur eine – wenngleich wichtige – Determinante des Credit Spreads darstellt, die Risikozuschläge jedoch auch von einer Vielzahl weiterer Faktoren abhängen bzw. bestimmt werden. Genau dies ist der Ansatzpunkt des marktbezogenen, multivariaten Regressionsmodells QSM, das neben dem IFR noch weitere unternehmens-, markt- und liquiditätsbezogene Determinanten auf ihren Erklärungsgehalt für den Credit Spread überprüft. Beispielsweise fließen hier Faktoren, wie die Unternehmensgröße, Aktienkursvolatilität, Handelsliquidität des jeweiligen Bonds aber auch Makrothemen, wie das Zinsniveau und die Neigung der Zinsstrukturkurve in die Analyse ein.

Diese können in Summe dafür sorgen, dass für BB+ Unternehmen wie bspw. Remy Cointreau SA (Nr. 55 in Tabelle 2) zwar auf Basis des IFR eine hohe Upgrade-Wahrscheinlichkeit (++) für das künftige Rating ermittelt wird, die Anleihen aber dennoch nicht unterbewertet sind. In diesem Fall ist lt. QSM eine Anleihe sogar RICH und der zweite Bond FAIR bewertet. Desweiteren kann der Markt ähnlich wie das QSM ein mögliches Rating-Upgrade bereits eingepreist haben, so dass keine attraktive Investitionsmöglichkeit mehr indiziert wird.

Interessant sind ausschließlich diejenigen Kombinationen, in denen das IFR ein mögliches Upgrade anzeigt und die Mehrzahl der Bonds unterbewertet sind (CHEAP) bzw. diejenigen Fälle, wo ein mögliches Downgrade mit größtenteils überbewerteten Bonds korrespondiert (RICH). Nur in diesen Fällen besteht für den Investor eine Art Sicherheitspuffer für den Fall, dass die indizierte Ratingmigration nicht eintritt. In Tabelle 1 haben wir nach diesem Kriterium ausgewählte Anleihen dargestellt. Dabei haben wir bewusst Anleihen unterschiedlicher Maturity Buckets (korrespondierend mit den Anlagerichtlinien vieler institutioneller Investoren) ausgewählt.

Anhand des aufgezeigten Vergleichs zwischen einer durch das indikative Finanzrating indizierten Ratingveränderung europäischer Crossover-Emittenten mit den aktuellen Bewertungen der Anleihen derselben Unternehmen sollen sowohl die Vorgehensweise als auch eine mögliche Einsatzmöglichkeit des QSM erläutert werden. Es zeigt sich, dass attraktive Investitionsmöglichkeit zügig auf Basis einer rein kennzahlenbasierten Analyse identifiziert werden können. Zwar bleibt beim IFR das Geschäftsrisiko der Unternehmen, welches im Ratingprozess zusammen mit dem Finanzrisikoprofil die Basis für die Ratingnote bildet, unberücksichtigt, dafür kann ein relativ großes Universum (aktuell beinhaltet das QSM rd. 360 europäische Emittenten mit ca. 1.200 Anleihen) abgedeckt werden. Insofern können hierdurch im ersten Schritt Investitionsmöglichkeiten systematisch und schnell identifiziert werden und sollten im zweiten Schritt durch Fundamentalanalyse plausibilisiert werden, die auch das Geschäftsrisiko des Unternehmens beleuchtet.

Investmentideen im Crossover-Bereich

Special Comment

24. September 2014

Tab. 2: Übersicht europäischer Emittenten im Crossover-Bereich

Ticker	Company	Industry	S&P-Rating	Delta IFR to S&P-	
1	FER SM	Ferrovial SA	Construction & Engineering	BBB	--
2	REE SM	Red Electrica Corp SA	Electric Utilities	BBB	+
3	BT/A LN	BT Group PLC	Diversified Telecommunication Services	BBB	-
4	BEFB BB	Befimmo SA	Real Estate Investment Trusts (REITs)	BBB	-
5	IMT LN	Imperial Tobacco Group PLC	Tobacco	BBB	-
6	AAL LN	Anglo American PLC	Metals & Mining	BBB	++
7	KER FP	Kering	Textiles, Apparel & Luxury Goods	BBB	0
8	SGO FP	Cie de St-Gobain	Building Products	BBB	0
9	WPP LN	WPP PLC	Media	BBB	0
10	CON GR	Continental AG	Auto Components	BBB	0
11	TEF SM	Telefonica SA	Diversified Telecommunication Services	BBB	0
12	IBE SM	Iberdrola SA	Electric Utilities	BBB	0
13	ABE SM	Abertis Infraestructuras SA	Transportation Infrastructure	BBB	-
14	SZU GR	Suedzucker AG	Food Products	BBB	+
15	A2A IM	A2A SpA	Multi-Utilities	BBB	-
16	VIV FP	Vivendi SA	Diversified Telecommunication Services	BBB	+
17	ENEL IM	Enel SpA	Electric Utilities	BBB	0
18	GFC FP	Gecina SA	Real Estate Investment Trusts (REITs)	BBB	0
19	HER IM	Hera SpA	Multi-Utilities	BBB	0
20	RTO LN	Rentokil Initial PLC	Commercial Services & Supplies	BBB	-
21	ETL FP	Eutelsat Communications SA	Media	BBB	0
22	VIE FP	Veolia Environnement SA	Multi-Utilities	BBB	-
23	SDF GR	K+S AG	Chemicals	BBB	0
24	ENG SM	Enagas SA	Gas Utilities	BBB	0
25	AKE FP	Arkema SA	Chemicals	BBB	+
26	MERY FP	Mercialys SA	Real Estate Investment Trusts (REITs)	BBB	-
27	EN FP	Bouygues SA	Construction & Engineering	BBB	0
28	FR FP	Valeo SA	Auto Components	BBB	0
29	TSCO LN	Tesco PLC	Food & Staples Retailing	BBB	0
30	GAS SM	Gas Natural SDG SA	Gas Utilities	BBB	0
31	CO FP	Casino Guichard Perrachon SA	Food & Staples Retailing	BBB-	0
32	ALO FP	Alstom SA	Electrical Equipment	BBB-	+
33	REP SM	Repsol SA	Oil, Gas & Consumable Fuels	BBB-	+
34	PNL NA	PostNL NV	Air Freight & Logistics	BBB-	--
35	COFB BB	Cofinimmo	Real Estate Investment Trusts (REITs)	BBB-	-
36	AC FP	Accor SA	Hotels, Restaurants & Leisure	BBB-	+
37	AREVA FP	Areva SA	Electrical Equipment	BBB-	-
38	DELB BB	Delhaize Group SA	Food & Staples Retailing	BBB-	+
39	BNR GR	Brenntag AG	Trading Companies & Distributors	BBB-	0
40	LXS GR	LANXESS AG	Chemicals	BBB-	0
41	RI FP	Pernod Ricard SA	Beverages	BBB-	0
42	LHA GR	Deutsche Lufthansa AG	Airlines	BBB-	0
43	SVT LN	Severn Trent PLC	Water Utilities	BBB-	-
44	FDR FP	Fonciere Des Regions	Real Estate Investment Trusts (REITs)	BBB-	-
45	KPN NA	Koninklijke KPN NV	Diversified Telecommunication Services	BBB-	-
46	GXI GR	Gerresheimer AG	Life Sciences Tools & Services	BBB-	0
47	GFS LN	G4S PLC	Commercial Services & Supplies	BBB-	0
48	MEO GR	Metro AG	Food & Staples Retailing	BBB-	0
49	BZU IM	Buzzi Unicem SpA	Construction Materials	BB+	0
50	TIT IM	Telecom Italia SpA	Diversified Telecommunication Services	BB+	0
51	HBH3 GR	Hornbach Holding AG	Specialty Retail	BB+	0
52	FNC IM	Finmeccanica SpA	Aerospace & Defense	BB+	0
53	FRE GR	Fresenius SE & Co KGaA	Health Care Providers & Services	BB+	+
54	RNO FP	Renault SA	Automobiles	BB+	+
55	RCO FP	Remy Cointreau SA	Beverages	BB+	++
56	LG FP	Lafarge SA	Construction Materials	BB+	0
57	RXL FP	Rexel SA	Trading Companies & Distributors	BB	0
58	ENC SM	Ence Energia y Celulosa S.A	Paper & Forest Products	BB	+
59	TKA GR	ThyssenKrupp AG	Metals & Mining	BB	-

Quellen: Standard & Poor's (Ratings), Bloomberg, Eigene Darstellung / Analysen

Disclaimer/ Haftungsausschluss

Das vorliegende Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Sämtliche Informationen und Daten aus diesem Special Comment stammen aus Quellen, welche die Euler Hermes Rating GmbH/Credit Research (i.W. EHCR) für zuverlässig hält. Im Rahmen der Analysetätigkeit und Erstellung der Studie haben die Verfasser größtmögliche Sorgfalt angewandt, um sicherzustellen, dass sowohl die verwendeten Daten als auch die geäußerten Meinungen und Prognosen realistisch und zutreffend sind. Trotz der Sorgfaltsbemühungen kann keinerlei Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen werden, weder ausdrücklich noch stillschweigend. Das vorliegende Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Wertpapieren und den Marktgegebenheiten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung.

Außerdem können Teile davon oder gesamte Informationen unvollständig wiedergegeben oder zusammengefasst sein. Weder EHCR noch die Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seiner Inhalte oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang mit Informationen aus dieser Researchstudie entstehen. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Analysten zu dem im Dokument angegebenen Publikationszeitpunkt der Studie wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder von EHCR sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden gilt bereits im Vorwege als ausgeschlossen.

Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe an Dritte ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung durch EHCR zulässig. Sämtliche gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, finden Anwendung und sind sowohl vom Ersteller als auch vom Empfänger des Dokuments einzuhalten.

Zudem wird explizit darauf hingewiesen, dass das vorliegende Dokument weder eine Aufforderung zur Zeichnung noch zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf das Dokument oder Teile davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als 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.

EHCR übernimmt keinerlei Garantie dafür, dass die prognostizierte Rendite oder die abgeleiteten Credit Spreads der untersuchten Anleihen erreicht werden. Veränderte Annahmen, auf denen diese Studie beruht, können einen signifikanten Einfluss auf die angestrebte Rendite, Spreads oder Kursziele haben. Die Rendite aus Investitionen unterliegt Schwankungen, Anlageentscheidungen bedürfen stets der anleger- und objektgerechten Beratung durch einen Anlageberater. Das vorliegende Dokument übernimmt keine Beratungsfunktion.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

Diese Publikation darf, sofern sie in UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die i. S.d. 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). Es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. 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.

Aktualisierung

Eine Aktualisierung des vorliegenden Special Comment erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von EHCR kursrelevant sind. Ein Update bzw. eine Folgeanalyse des vorliegenden Special Comments zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EHCR behält sich vor, eine Aktualisierung des Comments unangekündigt vorzunehmen.

Die vorliegende Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung der im Special Comment erwähnten Emittentinnen nicht zugänglich gemacht. Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind aktuelle Kurse des Vortages des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

EHCR sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende mögliche 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 im folgenden Abschnitt aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse untersuchten Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: keine Konflikte

Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente des Unternehmens.
- (2) Das Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an EHCR oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) EHCR 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 vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) EHCR 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 der Emittentin der Entwurf der Analyse 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.

Wesentliche Methoden und Grundlagen der in der Research-Studie enthaltenen Werturteile

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen von EHCR zugrunde liegen, stützen sich in erster Linie auf ein von EHCR selbst erstelltes quantitatives Analyse- und Bewertungsmodell. In diesem Modell werden faire Credit Spreads von europäischen Unternehmensanleihen mittels multivariater Regressionsanalysen ermittelt. Die

Bewertungsergebnisse werden mit den für die Emittenten ermittelten indikativen Finanzratings verglichen und hieraus Investmentideen generiert.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt

Informationsbasis

Für die Erstellung des vorliegenden Dokuments wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittentin, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Pressemeldungen, Ad-hoc-Mitteilungen, Unternehmenspräsentationen, Wertpapierprospekt, Daten aus Bloomberg etc.) verwendet, die EHRC 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.

Compliance

EHCR hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese - sofern vorhanden - offen zu legen.

Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die Euler Hermes Rating GmbH mit Sitz in Hamburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; BaFin) gemeldet ist. Euler Hermes Rating GmbH wird derzeit vertreten durch ihren Geschäftsführer Ralf Garrn. Der für diese Analyse verantwortliche Analyst ist Hendrik Emrich, Leiter Credit Research.

Urheberrechte

Das vorliegende 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 der Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung von EHCR bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

Euler Hermes Rating GmbH
Friedensallee 254, 22763 Hamburg
Tel.: (+49)040/8834-6427, Fax (+49)040/8834-6413