

## GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) - Monatsupdate Juni 2013

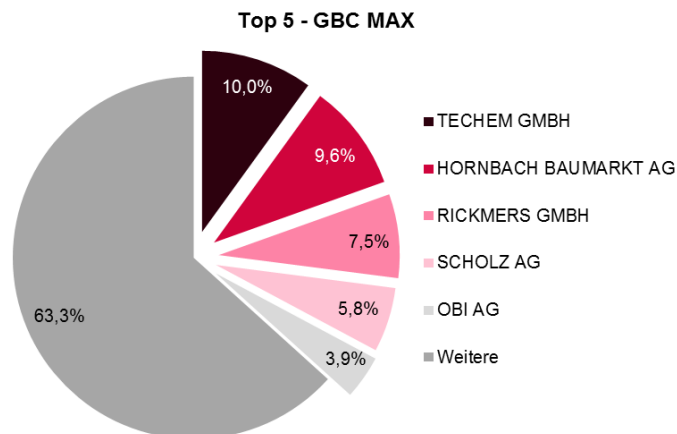
Unter Anwendung verschiedener Selektionskriterien bildet der GBC Mittelstandsanleiheindex (GBC MAX) den noch jungen Markt für Mittelstandsanleihen ab. Ziel ist es, einen Qualitätsindex und Qualitätsstandard im Mittelstandsanleihebereich zu setzen. Sichergestellt wird dies in erster Linie durch die von der GBC AG implementierten Auswahlkriterien. So muss der hinter der Anleihe stehende Anleiheemittent von z.B. einer Ratingagentur mit einem Rating von mindestens BB- oder besser eingestuft werden.

Darüber hinaus stellt auch die Mindestrendite, welche einen Mindestaufschlag von 150 Basispunkten auf die deutsche Umlaufrendite aufweisen soll, ein ebenfalls wichtiges Auswahlkriterium dar (derzeitige Mindestrendite: 2,8 %). Aus unserer Sicht wird damit dem erhöhten Risiko von Mittelstandsanleihen Rechnung getragen.

### Entwicklung und aktuelle Zusammensetzung des GBC MAX

Derzeit umfasst der GBC MAX 53 Anleihen und damit drei Werte mehr als bei unserem letzten Monatsupdate (09.05.2013). Dies ist in erster Linie eine Folge der verhältnismäßig hohen Emissionsaktivität der letzten beiden Monate.

Bei einem derzeitig ausstehenden Volumen von 2,75 Mrd. Euro liegt die durchschnittliche jährliche Effektivrendite des GBC MAX bei 6,5 %. Die durchschnittliche Effektivrendite des letzten Monatsupdates (Mai 2013) lag noch bei 5,4 %, was die Schlussfolgerung tendenziell niedrigerer Kursniveaus zulässt. Bestätigt wird dies durch den niedrigeren Indexwert in Höhe von 115,9 %, welcher damit leicht gefallen ist (Indexwert am 09.05.13: 117,2 %). Die aktuell größten Positionen im Index sind die Anleihen von Techem GmbH, Hornbach Baumarkt AG und Rickmers Holding GmbH & Cie. KG. Die Gewichtung im Index erfolgt auf Basis des ausstehenden Volumens, wobei eine Kappung pro Emittent bei einer Obergrenze von 10 % erfolgt. Die 10 größten Positionen repräsentieren aktuell einen Anteil von 50,6 %.



Reguläre Anpassungen des GBC MAX erfolgen monatlich, außerordentliche Anpassungen wöchentlich. Seit dem letzten Update haben wir einerseits der hohen Emissionsaktivität Rechnung getragen und insgesamt acht Neuzugänge aufgenommen. Andererseits haben wir gemäß unserer Selektionskriterien auch drei Unternehmensanleihen aus dem GBC MAX herausgenommen. Bei den aus dem Index ausgeschiedenen Anleihen handelt es sich im Einzelnen um die 8,75%-Kuka-Anleihe (DE000A1E8X87), die 7,25%-Dürr-Anleihe (DE000A1EWGX1) sowie die 7,125%-Katjes-Anleihe (DE000A1KRBM2).

Trotz einer erst kürzlich erfolgten Aufnahme der Kuka-Anleihe, haben wir diese aufgrund des Unterschreitens des Selektionskriteriums Mindestrendite bereits wieder herausnehmen müssen. Aufgrund einer vorzeitigen Kündigungsmöglichkeit von Kuka zum 15.11.2014 (Kündigungskurs: 104,38 %), welche wir nach unseren Erkenntnissen als wahrscheinlich einstufen, reduzierte sich die errechnete Effektivrendite unterhalb der von uns geforderten Mindestrendite von 2,81 Punkten (Umlaufrendite plus 150 Basispunkte). Auch die 7,25%-Dürr-Anleihe würde im Falle einer vorzeitigen Kündigung zum 28.09.2014, welche wir als ebenfalls

wahrscheinlich einstufen, ein Unterschreiten der jährlichen Mindestrenditeforderung zur Folge haben.

Die Herausnahme der 7,125%-Katjes-Anleihe beruht hingegen auf der operativen Entwicklung der Gesellschaft, welche gemäß internen GBC-Analysen als nicht zufriedenstellend eingestuft wurde. Zwar wurde der Katjes International GmbH & Co. KG durch die Creditreform Rating AG erneut ein Rating von BB+ zugesprochen, die Vermögenssituation (EK-Quote: 4,9 %) sowie die Geschäftsentwicklung der Gesellschaft deuten aber auf eine erhöhte Risikokomponente hin. Der im Geschäftsjahr 2012 ausgewiesene negative Cashflow sowie ein EBIT-Zinsdeckungsgrad unterhalb von 1 unterstützen unsere Einschätzung.

Indexzugänge
HALLHUBER Beteiligungs GmbH
Sanha GmbH & Co. KG
DF Deutsche Forfait AG
PNE Wind AG
Rickmers Holding GmbH & Cie. KG
S&T AG
Cloud No. 7 GmbH
Deutsche Rohstoff AG

Indexabgänge
KUKA AG
Katjes International GmbH & Co. KG
Dürr AG

Flankierend hierzu haben wir insgesamt acht Neuzugänge in den Index aufgenommen (siehe Tabelle). Speziell eingehen möchten wir auf die Anleihe der DF Deutsche Forfait AG sowie der PNE Wind AG.

### Neuzugänge DF Deutsche Forfait AG und PNE Wind AG<sup>7</sup> im Fokus

Die Nachfrage nach der **7,875%-Unternehmensanleihe der DF Deutsche Forfait AG** war sehr groß. Der Spezialist für Außenhandelsfinanzierung konnte das anvisierte Volumen von 30 Mio. Euro in kurzer Zeit am Markt platzieren. Sowohl die solide Vermögenslage als auch die positive Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 sind unseres Erachtens wichtige Faktoren für den Platzierungserfolg der Anleihe. Der Spezialist für Außenhandelsfinanzierung erzielte in 2012 ein Wachstum des Rohergebnisses um 7,4 % auf 13,00 Mio. Euro. Unterm Strich blieb ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,5 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahreswert von -3,9 Mio. Euro einer deutlichen Verbesserung entspricht. Angesichts der Anleiheemission, welche sowohl das Wachstum im Kerngeschäft (Forfaitierung) als auch den Einstieg ins Fondsgeschäft unterstützen soll, dürfte das Unternehmenswachstum fortgesetzt werden. Die Bonitätskennzahlen (EBIT-Zinsdeckungsgrad: 3,0; EK-Quote 27,5%) sind ebenfalls überzeugend.

Die aus der Anleiheemission erlösten Mittel der **PNE Wind AG** belaufen sich nach Unternehmensangaben auf 66,3 Mio. Euro. Zwischenzeitlich hat die Gesellschaft die Anleihemittel gemäß Mittelverwendung eingesetzt und den profitablen Projektierer WKN AG mehrheitlich übernommen. Diese Transaktion dürfte sich auf das weitere Unternehmenswachstum positiv auswirken. Ohnehin kann die PNE Wind AG, als größter börsennotierter Projektierer von Windparks in Deutschland, auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2012 zurückblicken. Insbesondere stechen die erfolgreichen Veräußerungen der Offshore-Windparks „Gode Wind“ I bis III heraus, welche in 2012 an den dänischen Energiekonzern DONG Energy veräußert wurden. Hieraus verzeichnete die PNE Wind AG Erträge in Höhe von 82,0 Mio. Euro. Weitere 75,0 Mio. Euro sind im Rahmen von Milestone-Zahlungen noch möglich. Die Umsatz- und Ertragsituation dürfte auch in den kommenden Jahren dementsprechend positiv geprägt sein. Hinzu kommt auch eine gut gefüllte Projektpipeline von über 6,5 GW. Auch die Bonitätskennzahlen, wie ein EBIT-Zinsdeckungsgrad von 4,6 und eine EK-Quote von 47,4 % können überzeugen.

*\* Bei oben analysierten Unternehmen sind folgende mögliche Interessenkonflikte gegeben: (7)  
Einen Katalog möglicher Interessenkonflikte finden Sie unter: [www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm](http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm)*

# 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 Angebotschreiben 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 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. 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 (siehe Seite 2):**

**§ 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**

**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](mailto:compliance@gbc-ag.de)