

GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) – Update März 2014

ISIN: DE000SLA1MX8

Analysten: Cosmin Filker, Dominik Gerbing

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 GBC Research implementierten Auswahlkriterien. So muss der hinter der Anleihe stehende Anleiheemittent z.B. von 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 muss, ein ebenfalls wichtiges Auswahlkriterium dar (derzeitige Mindestrendite: 2,75 %). Aus unserer Sicht wird damit dem erhöhten Risiko von Mittelstandsanleihen Rechnung getragen.

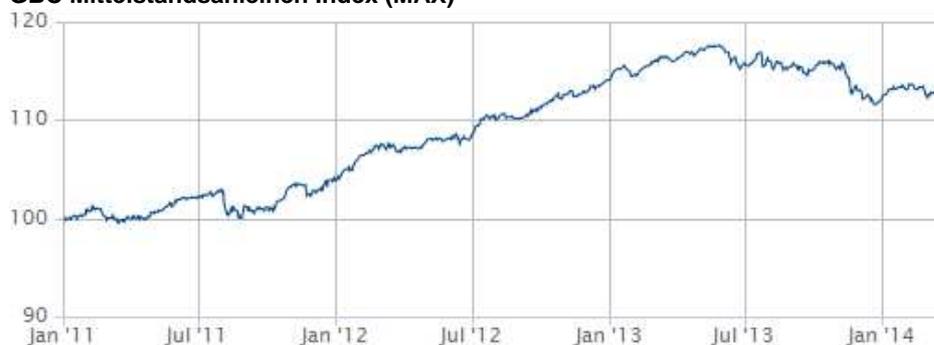
Entwicklung und aktuelle Zusammensetzung des GBC MAX

Derzeit umfasst der GBC MAX 42 Anleihen und damit fünf Positionen weniger als bei unserem letzten Update (erschieden in: BONDMAGAZINE Ausgabe Nr. 64; 09.12.2013). Vordergründig ist dies auf die immer noch vorherrschende, typisch geringe Emissionstätigkeit zum Jahresende und Jahresanfang zurückzuführen. Darüber hinaus haben wir den GBC MAX um 5 Anleihen bereinigt, da diese unsere Auswahlkriterien nicht mehr erfüllt haben.

Vor diesem Hintergrund hat sich das abgebildete ausstehende Volumen von bisher 2,66 Mrd. Euro auf 2,53 Mrd. Euro jedoch nur unterproportional reduziert. Die aus dem GBC MAX eliminierten Anleihen wiesen eine nur geringe Gewichtung aus, wodurch sich das ausstehende Volumen wenig verändert hat. Auch bei der durchschnittlichen jährlichen Effektivrendite von 6,4 % (letztes Update: 6,5 %) haben sich nur minimale Änderungen ergeben. Dies ist ein Resultat der vergleichsweise soliden Kurssituation der GBC MAX-Anleihen. Trotz des herausfordernden Marktumfelds liegt der derzeitige durchschnittliche Kurswert mit 100,7 % (letztes Update: 100,0 %) leicht über pari.

Demzufolge fiel auch die Indexentwicklung in den letzten drei Monaten stabil aus. Seit dem letzten Update reduzierte sich zwar der Indexwert des GBC MAX von 113,0 auf 112,6 Punkten (-0,4 %), im Marktvergleich ist dies jedoch als moderat einzustufen.

GBC Mittelstandsanleihen Index (MAX)



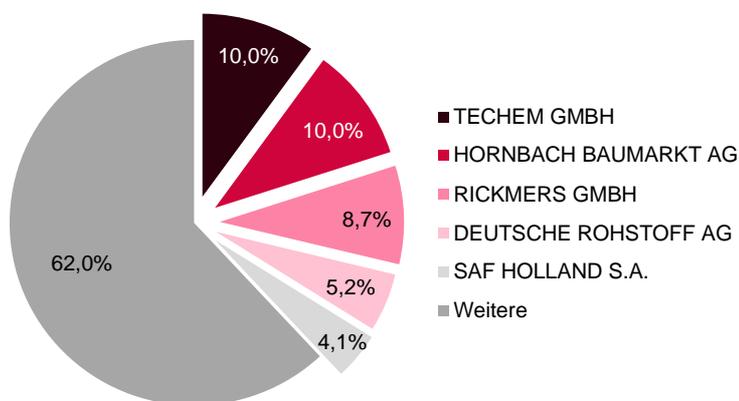
Quelle: solactive.com

Vergleichbare Mittelstandsanleiheindizes weisen, abgesehen vom zuvor stark gebeutelten Mittelstandsmarkt Index, im gleichen Zeitraum stärkere Kursrückgänge auf:

GBC MAX – Peergroup (Entwicklung seit 09.12.2013)

Mittelstandsmarkt Index	+0,1 %
Micro Bond Index	-1,7 %
Bondm-Index	-1,9 %
Entry Corporate Bond Index	-1,2 %
GBC MAX	-0,4 %

Weiterhin werden die größten Positionen des GBC MAX von den Anleihen der Techem GmbH, Hornbach Baumarkt AG sowie Rickmers Holding GmbH & Cie. KG repräsentiert. 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 46,0 % am Index.



Weniger Anleihen im GBC MAX aufgrund geringer Emissionstätigkeit

Erwartungsgemäß kamen die Emissionen mittelständischer Anleihen zum Jahresende und Jahresanfang nahezu zum Erliegen. Erschwerend auf das Emissionsumfeld haben sich auch die Insolvenzen zum Ende des abgelaufenen Jahres ausgewirkt, wodurch wir allgemein eine geringere Risikobereitschaft der Investoren erkennen. Auch der Umstand, wonach viele bereits emittierte Anleihen von Ratingherabstufungen, im Zuge negativer Unternehmenszahlen und Meldungen betroffen waren, hat eine negative Auswirkung auf den Anleihemarkt.

Das allgemein gestiegene Risiko hinterlässt auch beim GBC MAX, in Form einer reduzierten Anzahl von Anleihen, seine Spuren. Gegenüber dem letzten Index-Update (Dezember 2013) haben wir insgesamt fünf Anleihen aus dem Index entfernt. Im Einzelnen handelt es sich um die Anleihen der Golfino AG, der S.A.G. Solarstrom AG, der DF Deutsche Forfait AG sowie der Albis Leasing AG. Mit Ausnahme der insolventen S.A.G. Solarstrom AG wurde die Indexherausnahme der Anleihen ausschließlich vor dem Hintergrund einer ungenügenden Ratingnote oder negativer Analysteneinschätzungen vorgenommen:

Indexabgänge		
ISIN	Unternehmen	Grund
DE000A1E84A4	S.A.G. Solarstrom AG (2010/2015)	Kurs unter 50%; Insolvenz
DE000A1K0K53	S.A.G. Solarstrom AG (2011/2017)	Kurs unter 50%; Insolvenz
DE000A1CR0X3	ALBIS Leasing AG	Kein gültiges Rating
DE000A1MA9E1	GOLFINO AG	Downgrade auf B+
DE000A1R1CC4	DF Deutsche Forfait AG	Negative Analysteneinschätzung

Highlights GBC MAX – Anleihen im Fokus

7,375 % - e.n.o. energy GmbH^{*4;5;7} -Anleihe (DE000A1H3V53)

Der Anleihekurs des Windanlagenbauers und Windparkprojektierers e.n.o. energy GmbH weist aus Sicht von drei Monaten die beste Entwicklung im GBC MAX auf. Der Anleihekurs kletterte von zuvor 64,0 % auf mittlerweile 75,0 % und damit um 11,0 Prozentpunkte. Nachdem der Anleihekurs der e.n.o. energy GmbH im November 2013 von einer starken Verkaufswelle geprägt war, setzte Ende Januar 2014 eine Trendumkehr ein. Wir erkennen hier einen klaren Zusammenhang zur Insolvenzwelle von Anleihen in der zweiten Jahreshälfte 2013, wodurch insbesondere Unternehmen aus der erneuerbaren Energiebranche in Sippenhaft genommen wurden. Auch die Anleihe der e.n.o. energy GmbH konnte sich diesem Trend nicht entziehen. Allerdings war die Gesellschaft Ende Januar 2014 in der Lage, entgegen des allgemeinen Branchenumfelds, von einer sich abzeichnenden positiven Tendenz in der Geschäftsentwicklung zu berichten. So wurden, gemäß Pressemitteilung, im letzten Quartal 2013 Windenergieanlagen im Wert von nahezu 27,0 Mio. € ausgeliefert und errichtet. Darüber hinaus berichtete die e.n.o. energy GmbH von einer gut gefüllten Projektpipeline, wodurch die positive Tendenz der Geschäftsentwicklung auch im laufenden Geschäftsjahr fortgesetzt werden soll.

Das im April 2013 bestätigte Rating von BB+ ist laut Creditreform Rating AG weiterhin gültig. Auch sonst erfüllt die e.n.o. energy GmbH alle Voraussetzungen, um weiterhin ein Bestandteil des GBC MAX zu bleiben.

5,875% - HELMA Eigenheimbau AG^{*4;5;7} – Anleihe (DE000A1X3HZ2)

Die in der zweiten Jahreshälfte 2013 aufgenommene zweite Unternehmensanleihe der HELMA Eigenheimbau AG, hat sich ebenfalls sehr positiv entwickelt. Mittlerweile notiert das Wertpapier mit 105,6 % deutlich über pari und gehört damit ebenfalls zu den Bestperformern im GBC MAX. Die sehr positive operative Entwicklung des Baudienstleisters im Bereich des Wohnungsbaus, liefert eine solide Grundlage für die aufwärtsgerichtete Kursentwicklung. So konnten gemäß vorläufigen Zahlen im Geschäftsjahr 2013 erneut Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis erzielt werden. Mit einem Umsatzwachstum von 21,1 % auf 138,0 Mio. € konnte das operative Ergebnis EBIT um 40,3 % auf 10,3 Mio. € gesteigert werden. Daraus errechnet sich ein sehr solider EBIT-Zinsdeckungsgrad von über 5, was ein ausreichender Puffer für die Anleiheinvestoren bedeutet.

Vor dem Hintergrund des sehr positiven Marktumfelds für Hausbauer sowie angesichts der sehr guten Auftragseingänge, dürfte die HELMA weiterhin stark wachsen. Die finanzielle Basis hierfür wurde jüngst durch die Aufstockung der Anleihe um weitere 10,0 Mio. € sowie durch eine erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 6,8 Mio. € gelegt.

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 5

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 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: HELMA Eigenheimbau AG (4;5;7); e.n.o. energy GmbH (4;5;7)

§ 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 Interessenskonflikte 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
Dominik Gerbing, 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