

GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX)

Update März 2014

Text: Cosmin Filker, Dominik Gerbing, GBC

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. Sicherergestellt 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: BOND MAGAZINE 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.

Abb. 1: GBC Mittelstandsanleihen Index (MAX)



Quelle: solactive.com

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 Kursituation der GBC MAX-Anleihen. Trotz des herausfordernden Marktumfelds liegt der derzeitige durchschnittliche Kurswert mit 100,7% (letztes Update: 100,0%) leicht über pari.

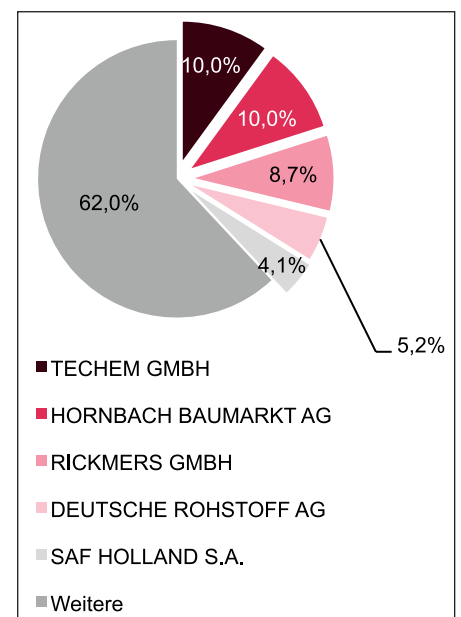
Demzufolge fiel auch die Indexentwicklung in den letzten drei Monaten stabil aus. Seit dem letzten Update reduzierte sich zwar der Indexwert des GBC MAX von 113,0 auf 112,6 Punkte (-0,4%), im Marktvergleich ist dies jedoch als moderat einzustufen.

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

Tab. 1: 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 redu-

zierten 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:

Anleihen im Fokus

7,375% – e.n.o. energy GmbH-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 Erneuerbare Energien-Branche 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 dem allgemeinen Branchenumfeld, 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. Euro 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-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 Bau dienstleisters 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. Euro konnte das operative Ergebnis EBIT um 40,3% auf 10,3 Mio. Euro gesteigert werden. Daraus errechnet sich ein sehr solider EBIT-Zinsdeckungsgrad von über 5, was einen ausreichenden Puffer für die Anleiheinvestoren bedeutet.

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

Tab. 2: 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 |

Disclaimer: Bei oben analysierten Unternehmen sind folgende mögliche Interessenkonflikte gegeben: HELMA Eigenheimbau AG (4;5;7); e.n.o. energy GmbH (4;5)

Einen Katalog möglicher Interessenkonflikte finden Sie unter: www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm