

## GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) – Update April 2014

ISIN: DE000SLA1MX8

Analysten: Cosmin Filker, Dominik Gerbing

Der GBC Mittelstandsanleiheindex (GBC MAX) bildet unter Anwendung bestimmter Selektionskriterien den Markt für Mittelstandsanleihen ab. Die Indexauswahl findet auf Basis festgelegter Auswahlkriterien und entsprechender Analysteneinschätzungen statt. Dabei ist es das langfristige Ziel von GBC Research, eine möglichst stabile Entwicklung innerhalb des Index zu erzielen und einen Qualitätsindex des Mittelstandsanleihebereichs zusammenzustellen. Eine Mindestrendite auf Basis der Umlaufrendite zuzüglich 150 Basispunkte und ein Mindestrating von BB- gelten dabei als wichtige Mindestkriterien für eine Indexaufnahme.

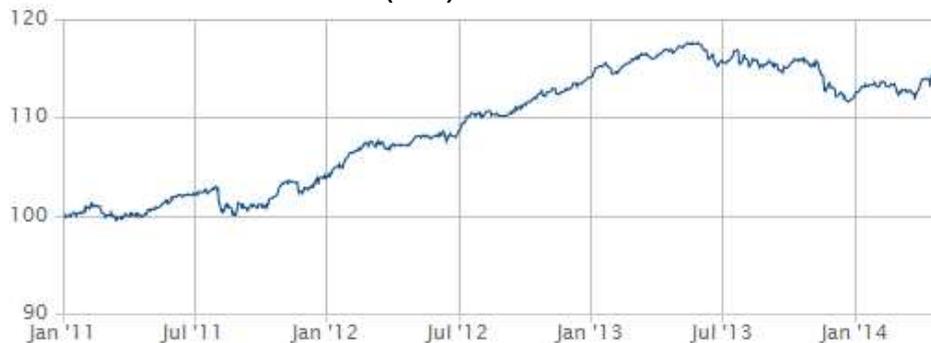
### Entwicklung und aktuelle Zusammensetzung des GBC MAX

Der GBC MAX umfasst zum 23.04.2014 insgesamt 40 Anleihen von mittelständischen Unternehmen. Seit dem letzten Update im März (erschieden in: BOND MAGAZINE Ausgabe Nr. 67; 20.03.2014) reduzierte sich demnach die Anzahl der Mittelstandsanleihen netto um zwei Positionen. Dabei führten vor allem zwei Ratingherabstufungen und die unsichere politische Lage in der Ukraine/Russland zu den entsprechenden Änderungen. Aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung und einem guten Ausblick wurde die Anleihe der Grand City Properties S.A. in den Index neu aufgenommen und stellte die einzige Indexaufnahme seit dem letzten Update dar.

Trotz der zwei Indexabgänge erhöhte sich das abgebildete ausstehende Anleihevolumen von 2,53 Mrd. € auf nun 2,68 Mrd. €, was in erster Linie auf das vergleichsweise hohe Volumen der neu aufgenommenen Grand City-Anleihe zurückgeführt werden kann. Seit dem letzten Update hat sich die Effektivrendite des GBC MAX leicht verringert und ging von 6,4 % auf nun 5,7 % zurück. Letztendlich ist die rückläufige Effektivrendite auf die positive Kursentwicklung der Anleihen des GBC MAX und demnach auf die nachhaltigen Selektionskriterien zurückzuführen. Mit einem durchschnittlichen Kurswert von 100,3 %, liegen die Anleihen des GBC MAX im Durchschnitt weiterhin über 100 % und somit leicht über pari.

Die positive Entwicklung des Anleiheportfolios spiegelt sich daher auch im Kurs des Index wider. Seit dem letzten Update stieg der GBC MAX von 112,6 Punkten auf 114,5 Punkten, was einer Steigerung um 1,7 % entspricht.

### GBC Mittelstandsanleihen Index (MAX)

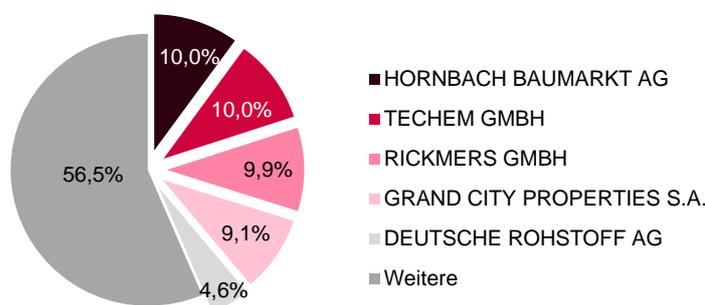


Quelle: solactive.com

Verglichen mit den Kursständen zum 01.01.2014 haben sich damit sowohl der breite Micro Bond Index (MiBoX), als auch der Auswahlexindex GBC MAX positiv entwickelt. Dabei umfasst der MiBoX alle Unternehmensanleihen, die an einer der Mittelstandsbörsen gelistet sind und bildet somit die breiteste Vergleichsgrundlage in Bezug auf die Indexperformance. Mit einem Plus von 1,9 % liegt der GBC MAX in 2014 leicht über dem Gesamtmarkt (MiBoX), der eine positive Entwicklung von 1,8 % seit Jahresbeginn vorweisen kann.

<b>GBC MAX – MiBoX (Entwicklung seit 01.01.2014)</b>	
Micro Bond Index	+1,8 %
<b>GBC MAX</b>	<b>+1,9 %</b>

**Top 5 Positionen im GBC MAX**



**Weiterhin geringe Emissionstätigkeit im Bereich der Mittelstands-anleihen – Selektion der bestehenden Anleihen als Erfolgsfaktor**

Im GBC MAX wurden seit dem letzten Update drei Anleihen aus dem Index genommen und nur eine Anleihe neu aufgenommen. Dabei spiegelt die Aufnahme von nur einer Anleihe zum einen das schwierige Marktumfeld zum Anfang des Jahres und zum anderen die geringe Emissionstätigkeit seitens der Emittenten wider. Innerhalb der Indexausschlüsse wurde die Ekosem Agrar aufgrund der Krise in der Ukraine/Russland und der damit verbundenen unsicheren politischen Lage aus dem Index entfernt. Sowohl bei der Friedola Gebr. Holzapfel, als auch bei der Semper Idem Underberg wurde der Indexausschluss aufgrund einer Ratingherabstufung vorgenommen. Die bisherigen Selektionen und die strategische Ausrichtung des Index haben demnach dazu geführt, dass größere Volatilitäten vermieden wurden und gleichzeitig eine sehr gute Effektivverzinsung erzielt werden konnte.

Aufgrund der sehr guten operativen Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 und des weiterhin stabilen Ausblicks für 2014 wurde die Anleihe der Grand City Properties S.A. in den Index neu aufgenommen.

<b>Indexabgänge</b>		
ISIN	Unternehmen	Grund
DE000A1MLSJ1	Ekosem Agrar	Unsichere politische Lage
DE000A1MLYJ9	Friedola Gebr. Holzapfel	Ratingabstufung auf B
DE000A1H3YJ1	Semper Idem Underberg	Ratingabstufung auf B+

<b>Indexzugänge</b>		
ISIN	Unternehmen	Grund
XS0937063310	Grand City Properties S.A.	Positiver Geschäftsverlauf

## Highlights GBC MAX – Anleihe im Fokus

### **7,0 % - SAF Holland S.A.-Anleihe (DE000A1HA979)**

Der Anleiheemittent SAF-Holland S.A., der zu den weltweit führenden Herstellern und Anbietern von Produktsystemen für Nutzfahrzeuge (Truck und Trailer, Busse, Wohnmobile) zählt, hat in den letzten Jahren eine Erfolgsgeschichte geschrieben und zählt mittlerweile zu den solidesten mittelständischen Unternehmen in Deutschland. Die belastenden Effekte der Finanzkrise gehören damit der Vergangenheit an.

Die Geschäftsentwicklung im vergangenen Geschäftsjahr 2013 kann dies bestätigen. Zwar hat die Gesellschaft mit Umsatzerlösen in Höhe von 857,0 Mio. € (VJ: 859,6 Mio. €) den Vorjahreswert knapp verfehlt, die Entwicklung ist dennoch als solide zu bezeichnen. Hauptsächlich ist der leichte Umsatzrückgang auf ungünstigere Marktbedingungen in Nordamerika (government shutdown hat z.B. geringere Aufträge der öffentlichen Hand zur Folge gehabt) sowie auf Wechselkurseffekte zurückzuführen. Im Gegensatz dazu konnten die Umsätze in Europa und besonders in den BRIC-Staaten weiter ausgebaut werden.

Trotz der soliden Umsatzentwicklung war die SAF-Holland in der Lage eine weitere Verbesserung des EBIT zu erreichen. Mit einem kommunizierten EBIT von 49,4 Mio. €, konnte der Vorjahreswert von 45,5 Mio. € deutlich übertroffen werden. Werden die Finanzaufwendungen in Höhe von 18,9 Mio. € in Bezug zum EBIT gesetzt, so lässt sich beim EBIT-Zinsdeckungsgrad mit einem Wert von 2,6 eine solide Größenordnung errechnen. Noch wichtiger für die Anleihegläubiger ist das Verhältnis des operativen Cashflows zum Finanzaufwand, welcher sich auf 2,9 beläuft und damit einen ebenfalls guten Wert ausweist. Dementsprechend ist das von der Euler Hermes angehobene Rating auf „BBB“ (zuvor: BBB-) nachvollziehbar. Ratingverbesserungen sind im Bereich mittelständischer Anleihen derzeit nur selten anzutreffen.

Die SAF Holland S.A. hatte im Jahr 2012 eine mit 7,0 % verzinste Unternehmensanleihe mit einem Anleihevolumen von 75,0 Mio. € erfolgreich platziert. Ein Großteil der Anleihemittel wurde entsprechend der Mittelverwendung im Rahmen der finanziellen Restrukturierung zur Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten verwendet. Damit konnte die Finanzierungsstruktur diversifiziert und die Abhängigkeit von Kreditinstituten reduziert werden.

Ohnehin war die SAF Holland S.A. in den letzten Jahren in der Lage, die Nettoverschuldung sukzessive zu reduzieren. Zum 31.12.2013 beläuft sich diese auf 123,0 Mio. € (VJ: 141,8 Mio. €). Noch Ende 2010 lag die Nettoverschuldung bei 302,1 Mio. €. Damit verfügt die SAF Holland S.A. mittlerweile über eine solide Basis, um das geplante weitere Unternehmenswachstum zu stemmen, wodurch sich letztendlich die für die Anleihegläubiger wichtigen Kennzahlen weiter verbessern dürften. Bereits im kommenden Geschäftsjahr 2015 soll die Umsatzmilliarde übertroffen werden, bei einer bereinigten EBIT-Marge von 9 - 10 %. Dann könnte der bereinigte EBIT-Zinsdeckungsgrad sogar auf einen Wert von über 4,0 ansteigen.

Angesichts der guten Aussichten sowie der soliden Situation der SAF Holland S.A., notiert der Anleihekurs mit 111,5 % deutlich über pari. Trotz der damit verbundenen geringeren Effektivrendite von 3,8 %, stufen wir das Chance-Risiko-Verhältnis als attraktiv ein.

<b>Eckdaten zur SAF Holland S.A.*-Anleihe</b>	
ISIN:	DE000A1HA979
WKN:	A1HA97
Stückelung/Mindestanlagevolumen:	1.000 €
Laufzeit:	5,5 Jahre; Fälligkeit: 26.04.2018
Kupon (Effektivzins):	7,00 % p.a. (3,8 % p.a.)
Anleihekurs:	111,5 %
Zahlung:	jährliche Zinszahlung erstmals 26.04.2013
Rückzahlung:	100,0 %
Börsennotierung:	Prime Standard Frankfurt
Rating:	BBB; (Euler Hermes); letzte Aktualisierung: 24.09.2013

\* Hinweis gemäß Finanzanalyseverordnung: Bei dem analysierten Unternehmen sind die folgenden möglichen Interessenskonflikte gemäß Katalog möglicher Interessenkonflikte gegeben: Nr. (-)

## 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: SAF Holland S.A. (-)**

**§ 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](mailto: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 (B.A.), Junior Analyst**

**§ 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)