

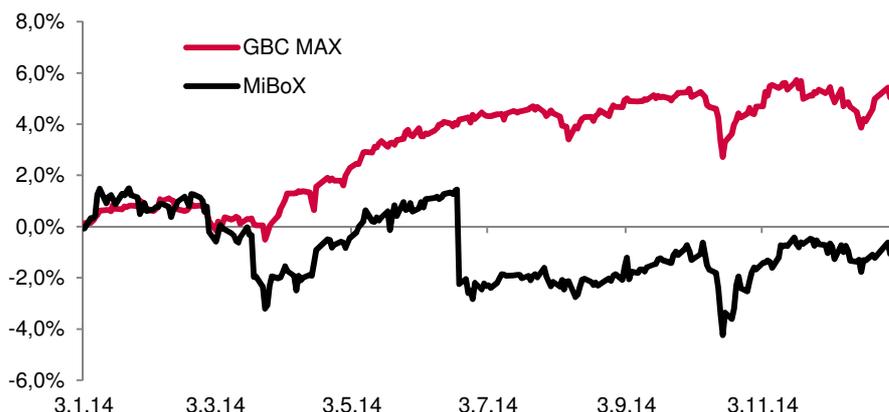
## UPDATE GBC MITTELSTANDSANLEIHEN INDEX (GBC MAX)

### GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) hat sich in 2014 mit +5,1% deutlich besser als die Vergleichsindizes entwickelt

Analysten: Manuel Hoelzle, Cosmin Filker

Die Entwicklung des GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX; ISIN: DE000SLA1MX8) ist im abgelaufenen Kalenderjahr 2014, entgegen der allgemeinen Marktentwicklung bei mittelständischen Unternehmensanleihen, als äußerst erfolgreich einzustufen. Mit einer Gesamtjahresrendite in Höhe von +5,1% hat sich der GBC MAX signifikant besser als alle Vergleichsindizes in diesem Bereich entwickelt. So weist etwa der MiBoX (Micro Bond Index) mit -1,1% eine negative Wertentwicklung auf. Das schwierige Marktumfeld für „kleinere“ Unternehmensanleihen wird auch anhand der Börsenindizes ersichtlich. Während der „Mittelstandsmarkt Index“ der Börse Düsseldorf mit 0,0% auf der Stelle trat, weist der „XETRA Entry Standard Corporate Index“ der Börse Frankfurt einen nur leichten Kursgewinn in Höhe von +1,6% auf. Der „Bondm Index“ der Stuttgarter Börse fiel sogar um -10,2% unter seine Jahreseröffnung.

#### GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX)



Quelle: comdirect.de

Kursentwicklung	Performance 2014	Jahresvolatilität 2014
Micro Bond Index (MiBoX)	-1,1%	6,4%
Mittelstandsmarkt Index	0,0%	8,2%
XETRA Entry Standard Corporate Index	+1,6%	5,0%
Bondm Index	-10,2%	8,4%
<b>GBC MAX</b>	<b>+5,1%</b>	<b>3,4%</b>

Die gegenüber dem Gesamtmarktumfeld überdurchschnittlich gute Entwicklung des GBC MAX ist ein Ergebnis des Qualitätsansatzes bei den Auswahlkriterien. So muss beispielsweise der hinter der Anleihe stehende Emittent von einer Ratingagentur mit einem Rating von mindestens BB- eingestuft werden. Darüber hinaus ist die Erfüllung einer Mindestrendite (Aufschlag von 150 Basispunkten auf die deutsche Umlaufrendite) eine Voraussetzung für die Aufnahme in den GBC MAX. In Verbindung mit weiterführenden Mindestvoraussetzungen wird somit dem erhöhten Risiko von Mittelstandsanleihen Rechnung getragen und eine Qualitätsauswahl getroffen.

Der Erfolg zeigt sich auch in einer deutlich niedrigeren Schwankung (Volatilität) des GBC MAX. Mit nur 3,4 % weist dieser eine signifikant geringere Volatilität und damit ein deutlich niedrigeres Risiko als die Vergleichsindizes auf.

## Zusammensetzung des GBC MAX

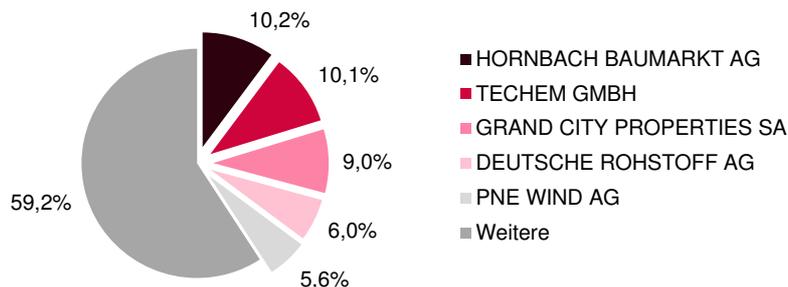
Im abgelaufenen Kalenderjahr 2014 wurden unsere Mindestvoraussetzungen für den Verbleib von Wertpapieren im GBC MAX insgesamt elf Mal nicht mehr erfüllt, was die Herausnahme der entsprechenden Anleihen nach sich gezogen hat. Hauptsächlich handelte es sich dabei um Ratingherabstufungen, wodurch unsere Forderung eines Mindestratings von BB- nicht mehr erfüllt war. Diese Entwicklung ist analog zum Gesamtmarkt zu betrachten, wo die Tendenz niedrigerer Folgeratings vorherrscht. Eine Bestätigung des Ratings oder sogar eine Verbesserung der Bonitätseinstufung durch die Ratingagenturen sind derzeit Ausnahmereischeinungen. Folgende Wertpapiere wurden in 2014 aus dem GBC MAX herausgenommen:

Indexabgänge		
ISIN	Unternehmen	Grund
DE000A1CR0X3	Albis Leasing AG	Kein gültiges Rating
DE000A1MA9E1	Golfino AG	Ratingabstufung auf B+
DE000A1R1CC4	DF Deutsche Forfait AG	Negative Analysteneinschätzungen
DE000A1MLYJ9	Friedola Holzapfel GmbH	Ratingabstufung auf B
DE000A1H3YJ1	Semper Idem Underberg GmbH	Ratingabstufung auf B+
DE000A1MLSJ1	Ekosem Agrar AG	Unsichere politische Lage
DE000A1K0169	Bastei Lübbe AG	Effektivrendite < Mindestverzinsung
DE000A1K0NJ5	Mitec Automotive AG	Ratingaussetzung durch Creditreform
DE000A1R07C3	Constantin Medien AG	Negative Analysteneinschätzung
DE000A1TNA39	Rickmers GmbH	Ratingabstufung auf B
DE000A1K0SE5	Textilkontor W. Seidensticker GmbH	Ratingabstufung auf B+

Den insgesamt elf Indexabgängen standen in 2014 lediglich vier Neuaufnahmen entgegen, so dass sich die Gesamtzahl der im GBC MAX enthaltenen Anleihen auf 37 reduziert hat. Zusätzlich zur tendenziellen Herabstufung bei den Folgeratings ist diese Reduktion auf eine rückläufige Entwicklung bei den Neuemissionen von Mittelstandsanleihen von 48 (2013) auf 30 (2014) zurückzuführen. Folgende Wertpapiere haben unsere Mindestvoraussetzungen für eine Aufnahme in den GBC MAX erfüllt:

Indexzugänge		
ISIN	Unternehmen	Grund
XS0937063310	Grand City Properties SA	Positiver Geschäftsverlauf
DE000A11QJA9	VEDES AG	Neuemission/Aufnahmekriterien erfüllt
DE000A12UAA8	KSW Immobilien GmbH & Co. KG	Neuemission/Aufnahmekriterien erfüllt
DE000A12T1W6	Beate Uhse AG	Neuemission/Aufnahmekriterien erfüllt

Die größten Positionen des GBC MAX werden Ende 2014 von den Anleihen der Hornbach Baumarkt AG, Techem GmbH, Grand City Properties SA, Deutsche Rohstoff AG und PNE Wind AG 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 stellen aktuell einen Anteil von 59,8 % am Index.



Die zum 31.12.2014 im Index enthaltenen Unternehmensanleihen sind:

XS0783934911	Techem GmbH
DE000A1R02E0	Hornbach AG
XS0937063310	Grand City Properties SA
DE000A1R07G4	Deutsche Rohstoff AG
DE000A1R0741	PNE Wind AG
DE000A1HA979	SAF-Holland S.A.
DE000A1R0VD4	Homann Holzwerkstoffe
DE000A1H3VN9	KTG Agrar AG
DE000A1PGWZ2	Steilmann-Boecker Fashion
DE000A1HSNV2	Porr-Anleihe 2013/2018
DE000A1ML4T7	FC Schalke 04 Anleihe
AT0000A0XJ15	Porr-Anleihe 2012/2016
DE000A1ML257	KTG Energie AG
DE000A1TNA70	Sanha GmbH & Co. KG
DE000A1TNGG3	Cloud No 7 GmbH
DE000A1G9AQ4	Enterprise Holdings Ltd.
DE000A1REWV2	Karlsberg Brauerei GmbH
DE000A1R0YA4	Rudolf Woehrl AG
DE000A1RFBP5	Immobilien Projekt Slmdr.
DE000A1H3F20	Albert Reiff GmbH Co. KG
DE000A12T1W6	Beate Uhse AG
DE000A1TNHB2	Hallhuber Beteiligungs GmbH
DE000A1X3HZ2	Helma Eigenheimbau AG
DE000A1K0FA0	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A1KQZL5	MS Spaichingen GmbH
DE000A12UAA8	KSW Immobilien GMBH & CO
DE000A1EWNF4	HAHN Immobilien-Beteil. AG
DE000A11QJA9	Vedes AG
DE000A1HJLL6	S&T AG 2013/2018
DE000A1K0FF9	GIF mbH
DE000A1MLWH7	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A1TNHC0	Bioenergie Taufkirchen
DE000A1TM2T3	EYEMAXX REAL ESTATE AG
DE000A1TND93	Paragon AG
DE000A1K0U44	Procar GmbH & Co. KG
DE000A1PGQR1	Rene Lezard Mode GmbH
DE000A1H3V53	e.n.o.energy GmbH

## 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: -**

**§ 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:

**Manuel Hoelzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH); 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)