



Credit Research

- Nur für institutionelle Investoren bestimmt -



**Unternehmensanleihe S.A.G. Solarstrom AG
6,25 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

„Überdurchschnittlich attraktiv“

**Finanzierung für weiteres Wachstum
im Bereich Solarprojekte**

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III

S.A.G. Solarstrom AG

überdurchschnittlich
attraktiv

6,25%
Corporate Bond

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1E84A4

WKN: A1E84A

Emissionsvol.: 50 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

15.12.2010 - 14.12.2015

Zins: 6,25 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 14.12.

Ausgabekurs: 100 %

Rückzahlungskurs: 100 %

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Photovoltaik-Anlagen

Mitarbeiter: 165 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1998

Firmensitz: Freiburg

Vorstand: Dr. Karl Kuhlmann, Oliver Günther,
Christoph Koch



Die S.A.G. Solarstrom AG wurde 1998 gegründet und hat seinen Stammsitz in Freiburg. Der Fokus des Unternehmens liegt auf Fotovoltaik-Anlagen. Dabei unterteilt sich das Unternehmen in vier Geschäftsbereiche: Im Bereich Projektierung und Anlagebau werden komplette Fotovoltaik-Anlagen geplant, entwickelt und realisiert. Die Spezialisierung liegt auf großflächigen Dach- und Freilandanlagen. Der Bereich Partnervertrieb stellt das Handelsgeschäft dar. Der Bereich Anlagenbetrieb und Services umfasst Betreuungs- und Wartungsdienstleistungen, die Internet-basierte Anlagenüberwachung sowie Wetter-Informationendienste und Ertragsprognosen. Dabei kann S.A.G. auf die Wetterdatensammlung der Tochtergesellschaft meteocontrol GmbH zugreifen. Schließlich werden im Bereich Stromproduktion auch eigene Solaranlagen betrieben und Ökostrom produziert.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	97,66	152,89	200,00	240,00
EBITDA	4,19	9,98	13,00	15,55
EBIT	2,81	8,49	10,75	13,05
Jahresüberschuss	1,97	7,73	7,04	7,21*

* vor Zinsaufwand aus zu platzierender Anleihe

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,16	0,64	0,47	0,48
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10

Kennzahlen zum 31.12.2009				
EK in Mio. €	48,88	EBITDA/Zinsaufwand		3,62
EK-Quote	36,60%	EBIT/Zinsaufwand		3,08
Gearing in %	41,16%			
ROA in %	28,29%			
ROCE in %	12,83%			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

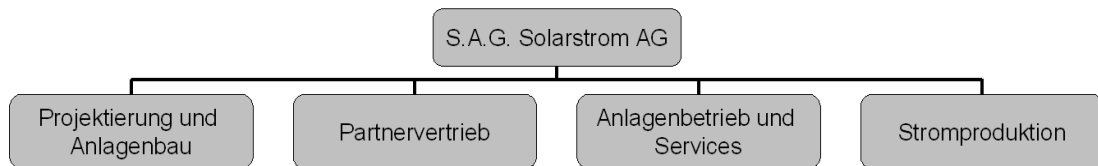
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

GBC-Credit Research - S.A.G. Solarstrom AG - 6,25 % Unternehmensanleihe

Strategie und Marktumfeld - Deutscher Solarmarkt wächst dynamisch - Preise fallen weiter

Die S.A.G. Solarstrom AG (SAG) ist einer der Pioniere in der Solarbranche. Seit 1998 ist das Unternehmen im Bereich Fotovoltaikanlagen aktiv. Dabei errichtet die SAG Solarstromanlagen aller Größenordnungen und bietet Dienstleistungen rund um den gesamten Lebenszyklus einer Anlage an. Das Geschäft ist dabei in vier Segmente unterteilt. Während im Geschäftsfeld Projektierung und Anlagenbau die Projektentwicklung bis hin zum Bau einer Fotovoltaik-Anlage angesiedelt ist, wird im Segment Partnervertrieb das Handelsgeschäft mit Fotovoltaik-Modulen abgewickelt. Im Geschäftsfeld Anlagenbetrieb und Services wird durch die meteocontrol GmbH die gesamte Prozesskette von der technischen Due Diligence über Ertragsgutachten, Bauüberwachung bis hin zum Betrieb und der Überwachung von Anlagen dargestellt. Schließlich betreibt das Unternehmen im Bereich Stromproduktion eigene Solarkraftwerke und produziert Ökostrom.



Quelle: SAG, GBC

Der deutsche Solarmarkt ist seit der Kapazitätsbegrenzung in Spanien mit Abstand der größte Markt, mit einem Weltmarktanteil von über 50 %. Dabei war das Jahr 2010 von der außerordentlichen Absenkung der Einspeisevergütung in Deutschland geprägt. Zum 01.07.2010 wurden die Vergütungssätze für Dachanlagen um 13 % und für größere Anlagen und Freiflächen um 12 % gekürzt. Dies führte dazu, dass im ersten Halbjahr 2010 eine massive Nachfrage nach Solaranlagen zu bemerken war, um noch die alten Vergütungssätze zu erhalten.

Das Resultat dieses Ansturms war eine installierte Leistung von 3,85 GWp allein im ersten Halbjahr. Damit wurde das Gesamtvolumen 2009 (3,80 GWp) bereits zum Halbjahr 2010 überschritten. Zum Ende August kumulierte sich das Volumen dann sogar auf 4,8 GWp, was ein Volumenanstieg um über 300 % gegenüber 2009 bedeutete. Für das Gesamtjahr 2010 könnte sich das neu installierte Volumen damit auf bis 8 GWp belaufen (Quelle: IMS Research).

Trotz der hohen Nachfrage vom deutschen Markt ausgehend, konnten auch in 2010 weiter fallende Preisniveaus für Solaranlagen beobachtet werden. Der durchschnittliche Endkundenpreis für fertig installierte Aufdachanlagen bis 100 kWp fiel in den ersten drei Quartalen um rund 10 % auf 2.834 €/kWp. Noch vor zwei Jahren lag der Preis bei 4.250 €/kWp. Hintergrund dieser Entwicklung ist neben der immer günstiger werdenden Produktion von Solarzellen insbesondere aber eine starke Erhöhung des Angebotes. Vor allem in Asien wurden in den vergangenen Jahren die Kapazitäten stark ausgebaut. Bis Jahresende soll die Branche über eine Gesamtkapazität von 33 GWp verfügen (Quelle: pvXchange). Die internationale Nachfrage kann diese Volumenanstiege mit einem erwarteten installierten Volumen von 20,2 GWp in 2011 (Quelle: iSuppli), zumindest derzeit noch nicht, auffangen.

Mit einer erneuten regulären Absenkung der Einspeisevergütung in Deutschland zum 01.01.2011 wird die Nachfrage auf dem größten Solarmarkt der Welt wahrscheinlich nochmals rückläufig sein. Diese Tendenz wird im ersten Halbjahr 2011 erwartungsgemäß nochmals Druck auf Module und Absatzpreise für Anlagen bringen. Allein im bisherigen Jahresverlauf 2010 gaben die Preise für kristalline Module aus Europa um rund 10 % - und damit äquivalent zu den Absatzpreisen für Anlagen - nach.

Die Rolle der Auslandsmärkte wird im Zuge der immer weiter fallenden Vergütungssätze in Deutschland somit stetig zunehmen. So ist bereits heute Italien einer der wichtigsten Absatzmärkte für deutsche Solarunternehmen. Aber auch andere Märkte wie Frankreich und auch die USA werden wohl in den kommenden Jahren eine tragendere Rolle spielen als bisher. Auf diesen Märkten will SAG in den kommenden Jahren weiter wachsen.

GBC-Credit Research - S.A.G. Solarstrom AG - 6,25 % Unternehmensanleihe

Entwicklung SAG 9M 2010 - Starker Umsatzanstieg um 82,5 % und hohe EBIT-Marge bei 5,4 %

in Mio. €	9M 2009	Δ 09/10	9M 2010
Umsatz	76,45	+82,5 %	139,50
Rohertrag (Marge)	13,78 (18,2 %)	+88,9 %	26,03 (18,6 %)
EBITDA (Marge)	3,47 (4,6 %)	+163,3 %	9,13 (6,5 %)
EBIT (Marge)	2,40 (3,2 %)	+213,8 %	7,52 (5,4 %)
Jahresüberschuss	2,37	+53,6 %	3,64

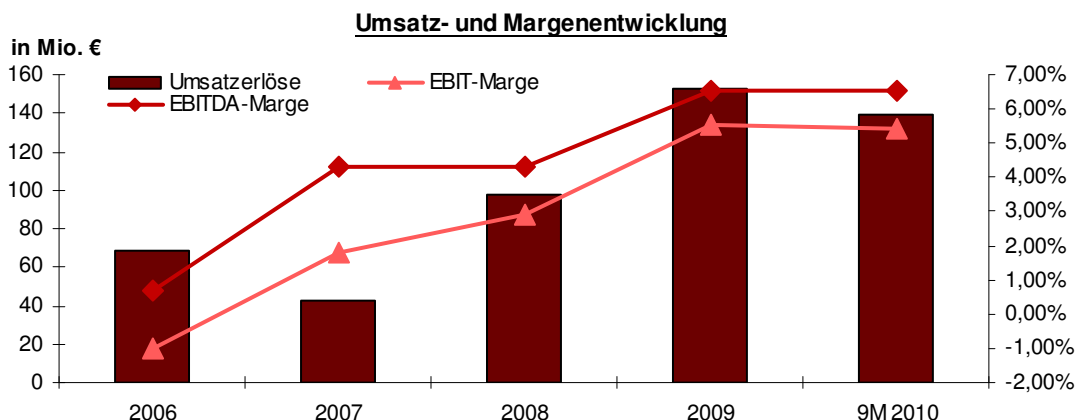
Quelle: SAG, GBC

Der allgemein befürchtete Umsatzrückgang im Zuge der außerordentlichen Absenkung der Einspeisevergütung in Deutschland blieb bei der SAG aus. Auch im dritten Quartal konnten die Umsatzerlöse weiter gesteigert werden. Mit 54,51 Mio. € lagen diese nicht nur um 21,5 % über dem Vergleichsniveau des Vorjahres, sondern auch gegenüber dem starken zweiten Quartal wurde nochmals eine Verbesserung um 1,5 % erzielt. Jedoch wuchs dem Auslandsgeschäft erwartungsgemäß eine wachsende Bedeutung zu. So lag der Auslandsanteil in den ersten drei Quartalen bei 48,0 %, nach 46,2 % im Vorjahr. Damit wird deutlich, dass die SAG eine gezielte und durchdachte Expansionsstrategie verfolgt, um die Risiken auf einzelnen Märkten zu verringern.

Das Geschäftsfeld Projektierung und Anlagenbau war dabei einmal mehr der größte Umsatztreiber. Hier wurde ein Umsatzzuwachs in Höhe von +75,5 % erreicht. Der Anteil dieses Geschäftsbereiches am Gesamtumsatz war hingegen leicht um 2,3 Prozentpunkte rückläufig, was darauf zurückzuführen ist, dass verstärkt die Planung von Auslandsprojekten vorangetrieben wurde und auf dem deutschen Markt nicht alle Mitnahmeeffekte, insbesondere im zweiten Quartal, ausgenutzt wurden. Aber auch die weiteren Geschäftsbereiche entwickelten sich durchweg positiv und wiesen gegenüber dem Vorjahr stark steigende Umsatzerlöse aus.

Ergebnisseitig verbesserte sich die SAG ebenfalls weiter. So konnte die Materialaufwandsquote von 83,7 % auf nunmehr 82,5 % gesenkt werden. Dies ist neben den sinkenden Einstandspreisen auch auf Skaleneffekte in Bezug auf die wachsenden Umsatzgrößen zurückzuführen. Da auch bei den weiteren Kostenpositionen Verbesserungen gegenüber dem Vorjahr erreicht wurden, kletterte die EBIT-Marge auf 5,4 %. Im Vorjahr lag diese noch bei einem Wert von 3,2 %. Über die Quartale 1-3 betrachtet, konnte die SAG in jedem Quartal eine leichte Steigerung der EBIT-Marge erzielen. Absolut gesehen lag das EBIT nach neun Monaten bei starken 7,52 Mio. €, nach 2,40 Mio. € im Vorjahr.

Insgesamt beurteilen wir den bisherigen Geschäftsverlauf 2010 somit als sehr zufriedenstellend. Vor allem der verbesserte Auslandsanteil sowie die konstanten Ergebnismargen sind in diesem Zusammenhang positiv hervorzuheben.

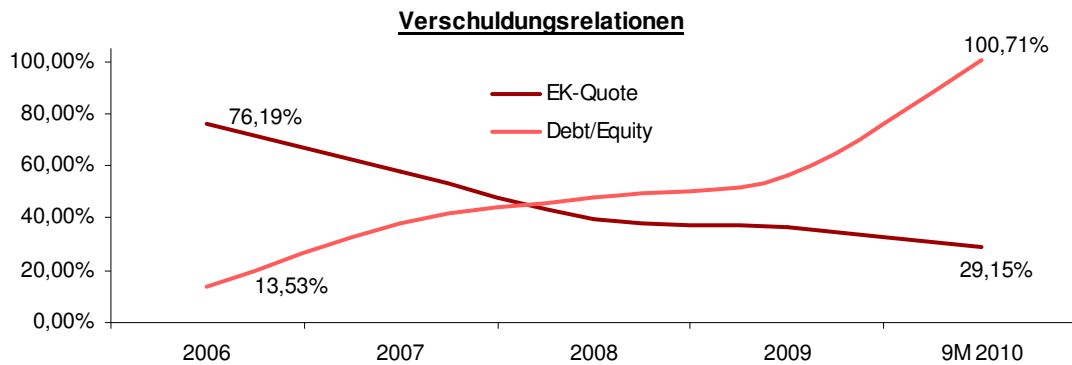


Quelle: SAG, Berechnungen GBC

GBC-Credit Research - S.A.G. Solarstrom AG - 6,25 % Unternehmensanleihe

Bilanzielle Entwicklung - FK-Anteil stark ausgeweitet - Zinsdeckungsgrad mit 3,2 ausreichend hoch

Um das starke Wachstum der vergangenen Jahre zu finanzieren, hat die SAG insbesondere auf Fremdkapitalfinanzierungen zurückgegriffen. In diesen Zusammenhang erhöhte sich das Verhältnis von zinsbaren Verbindlichkeiten zu Eigenkapital (Debt/Equity) von 13,5 % im Jahr 2006 auf nunmehr 100,7 % zum Ende des dritten Quartals 2010. Gleichzeitig verringerte sich die Eigenkapitalquote im gleichen Zeitraum auf 29,2 %.

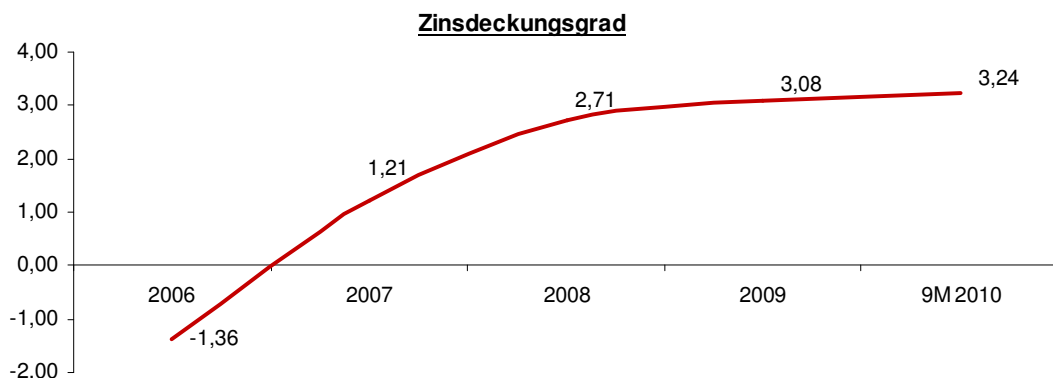


Quelle: Berechnungen GBC

Hierbei ist zu beachten, dass die Ausweitung der kurzfristigen zinsbaren Verbindlichkeiten im dritten Quartal von 7,34 Mio. € auf 13,30 Mio. € insbesondere mit Hinblick auf die Wachstumsfinanzierung zu sehen ist. So wurden die zusätzlich in Anspruch genommenen Kreditlinien dazu benutzt, um Komponenten-Kontingente für die Umsetzung der laufenden Projekte zu sichern. Die langfristigen verzinslichen Darlehen lagen mit 27,49 Mio. € nur leicht oberhalb des Niveaus des zweiten Quartals und dienen insbesondere der Finanzierung eines Fotovoltaik-Projektes.

Auch wenn der Verschuldungsgrad der SAG in den vergangenen Jahren zugenommen hat, ist dies in unseren Augen nicht als negative Tendenz zu sehen. Vielmehr wurde mittels des Fremdkapitals auch eine massive Steigerung der Umsatzerlöse und Ergebnisse herbeigeführt. So verbesserte sich trotz der steigenden Kreditvolumen auch der Zinsdeckungsgrad, als Gradmesser für die Fähigkeit Zinszahlungen aus dem operativen Geschäft heraus decken zu können. Während schon im Geschäftsjahr 2007 ein positives Verhältnis (EBIT/Zinsaufwand) von 1,21 erreicht wurde, lag dieses nach neun Monaten 2010 bereits bei 3,24.

Die SAG hat damit in den vergangenen Perioden zweifelsohne unter Beweis gestellt, dass der zugrundeliegenden Finanzierung auch operative Ertragsstärke folgt. Damit ist der Zinsdienst in den zurückliegenden Geschäftsjahren nie gefährdet gewesen und unterstreicht die strategische Unternehmensentscheidung das Wachstum mit Fremdkapital erfolgreich zu forcieren.



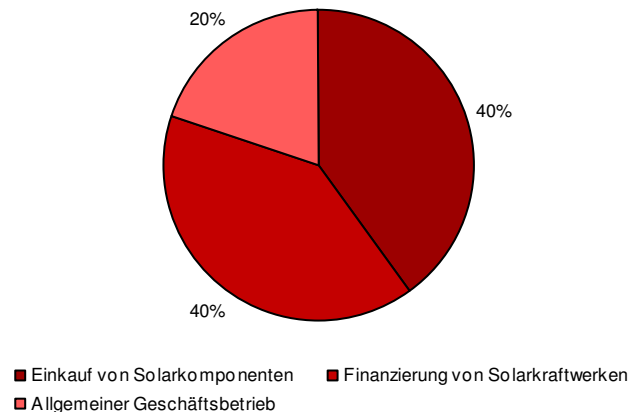
Quelle: Berechnungen GBC

GBC-Credit Research - S.A.G. Solarstrom AG - 6,25 % Unternehmensanleihe

Die Unternehmensanleihe - Finanzierung von weiterem Wachstum zu attraktiven Konditionen

Stammdaten der 6,25 % S.A.G. Solarstrom AG-Anleihe	
ISIN:	DE000A1E84A4
WKN:	A1E84A
Emissionsvolumen:	50,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 €
Mindestanlage:	1.000 €
Laufzeit:	15.12.2010 - 14.12.2015
Zins:	6,25 % p.a.
Zinszahlungen:	jährlich zum 14.12.
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %

Geplante Verwendung des Emissionserlöses



Quelle: SAG

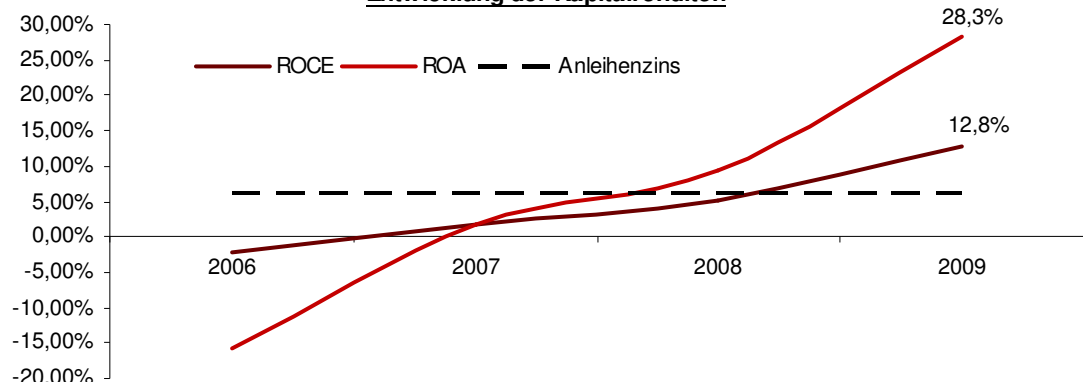
Die SAG hat sich in den vergangenen Jahren eine starke Wettbewerbsposition erarbeitet und befindet sich in einem stetigen Wachstumstrend. Gleichzeitig ist die Rentabilität der Gesellschaft kontinuierlich verbessert worden.

Mit der immer weiter sinkenden Einspeisevergütung auf dem deutschen Markt werden in den kommenden Jahren die Auslandsmärkte einen immer höheren Stellenwert einnehmen. Bereits heute erzielt SAG auf Auslandsmärkten wie Italien oder Frankreich rund die Hälfte der Umsatzerlöse. Diese Prozentzahl sollte sich in Zukunft weiter erhöhen. Vor allem sollten auch bis heute nur unterproportional oder überhaupt nicht adressierte Märkte wie z.B. USA oder Asien verstärkt in den Fokus treten.

Der Emissionserlös der Anleihe soll zur Wachstumsfinanzierung verwendet werden, um die beschriebenen Potenziale umsetzen zu können. Die Beschaffung von Modulen und anderen Komponenten sowie Planungsvorleistungen sind dabei Vorfinanzierungen, die getroffen werden müssen, um Projekte (insbesondere Großprojekte) erfolgreich umsetzen zu können.

Dabei gehen wir davon aus, dass die SAG die Rentabilität der vergangenen Jahre mindestens beibehalten kann. So konnten die Kapitalrenditen in den vergangenen Jahren deutlich verbessert werden. Der Return on Capital Employed (ROCE) lag im Geschäftsjahr 2009 bei 12,8 %, der Return on Assets (ROA) sogar bei 28,3 %. Damit liegen die Kapitalrenditen deutlich über dem Zins der geplanten Anleihe, was eine weitere Wertschöpfung durch die Finanzierung zur Folge hat, sofern die Kapitalrenditen weiterhin beibehalten werden.

Entwicklung der Kapitalrenditen



Quelle: SAG

GBC-Credit Research - S.A.G. Solarstrom AG - 6,25 % Unternehmensanleihe

Auch die Prognosen für die weitere Unternehmensentwicklung der SAG sind sehr positiv. So liegen die Umsatzprognosen (Konsens) gemäß Thomson Reuters für das Jahr 2010 bei 202,18 Mio. €, für 2011 wird ein Umsatz von 244,25 Mio. € erwartet. Der erwartete EBIT für 2010 liegt im Mittel bei 10,58 Mio. €, für 2011 bei 13,10 Mio. €. Auch wir erwarten eine sehr positive Entwicklung (siehe Tabelle untenstehend).

Konsensschätzungen (Mio. €)	2010e	Δ 09/10e	2011e	Δ 10e/11e
Umsatz	202,18	+32,2 %	244,25	+20,8 %
EBITDA	12,27	+23,0 %	14,83	+20,9 %
EBIT	10,58	+29,3 %	13,10	+23,8 %
EAT	6,54	+36,8 %	8,57	+31,0 %

GBC-Schätzungen (Mio. €)	2010e	Δ 09/10e	2011e	Δ 10e/11e
Umsatz	200,00	+30,8 %	240,00	+20,0 %
EBITDA	13,00	+30,3 %	15,55	+19,6 %
EBIT	10,75	+26,7 %	13,05	+21,4 %
EAT	7,04	-9,0 %	7,21*	+2,5 %

Quelle: Thomson Reuters; GBC AG; * vor Zinsaufwand aus zu platzierender Anleihe

Wir erwarten, dass die Margenniveaus sowie die Rentabilität des Geschäftsjahres 2010 auch im kommenden Geschäftsjahr 2011 wiederholt werden können, womit bei einem Anleihezins von 6,25 % eine weitere Wertschöpfung stattfinden sollte.

Insbesondere die weitere Festigung der Auslandsmärkte und die Erschließung neuer Umsatzregionen sollten in den kommenden Jahren zu einem anhaltenden Wachstum führen. Die gute Effizienz des Unternehmens, die sich bereits in den vergangenen Jahren gezeigt hat, wird indes dazu beitragen, dass die absoluten als auch relativen Ergebnisniveaus weiter anziehen.

Mit einem erfolgreich platzierten Emissionsvolumen würde diese Zielrichtung maßgeblich unterstützt und beschleunigt werden können, mit der Folge eines weiteren Ausbaus der Marktanteile bzw. der Marktpositionierung. Insbesondere auf zukünftigen Märkten könnte dadurch ein entscheidender Wettbewerbsvorteil erlangt werden.

Marktvergleich - Zinsniveau über Marktdurchschnitt - SAG-Anleihe im Vergleich attraktiv

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Marktfähigkeit der Anleihe. Hierfür haben wir einen Vergleich der in diesem Geschäftsjahr 2010 emittierten Unternehmensanleihen vorgenommen (siehe folgende Seite).

Die Konditionen der SAG-Anleihe sind im Marktvergleich als attraktiv zu werten. Mit einem Zins von 6,25 % liegt der Kupon leicht über dem Mittelwert, als auch dem Median, der weiteren in 2010 emittierten Unternehmensanleihen. Dabei ist zu bemerken, dass sich zuletzt ein steigender Zinstrend herauskristallisierte. Die vier zuletzt, im September und Oktober, emittierten Anleihen wiesen einen jeweils höheren Zins auf. Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, dass darin ein Risikoaufschlag enthalten war, denn ein solch positives Rating von BBB+ (Ratingagentur: Creditreform, Rating vom 02.11.2010) erreichte im Vergleich zur SAG keiner der Emittenten.

GBC-Credit Research - S.A.G. Solarstrom AG - 6,25 % Unternehmensanleihe

Überblick über Anleiheemissionen in Deutschland im Jahr 2010:

Emittent	WKN	Kupon	Markt- rendite*	Ausgabe	Fälligkeit	Restlaufzeit in Jahren	S&P Rating/ CR-Rating	Volumen in Mio. €	Handel- barkeit
BMW	A1ASBN	3,88%	3,22%	18.01.2010	18.01.2017	6,17	A-	1.500,00	ja
Pauly Biskuit AG	A1A6AJ	7,25%	k.A.	18.01.2010	17.01.2015	4,16	-	8,00	nein
Daimler AG	A1C9VQ	4,13%	3,33%	19.01.2010	19.01.2017	6,17	BBB+	1.000,00	ja
Daimler AG	A1C9VP	3,00%	2,15%	19.01.2010	19.07.2013	2,67	BBB+	1.000,00	ja
HeidelbergCement AG	A1C90N	7,50%	6,75%	19.01.2010	03.04.2020	9,38	BB-	750,00	ja
Solarworld AG	A1CR73	6,13%	5,99%	21.01.2010	21.01.2017	6,18	-	400,00	ja
Novatec Biosol AG	A1CRZ5	7,25%	k.A.	01.02.2010	31.01.2015	4,20	-	10,00	nein
MAN Deutschland AG	A1ATPS	6,00%	5,29%	18.02.2010	18.02.2015	4,25	BBB+	600,00	ja
Metro AG	A1C92S	4,25%	3,52%	22.02.2010	22.02.2017	6,27	BBB	750,00	ja
Windreich AG	A1CRMQ	6,50%	6,50%	01.03.2010	28.02.2015	4,28	BBB	50,00	ja
Rhoen-Klinikum AG	A1C9UX	3,88%	3,65%	11.03.2010	11.03.2016	5,31	-	400,00	ja
Merck AG	A1C983	4,50%	3,96%	24.03.2010	24.03.2020	9,35	BBB+	1.350,00	ja
Energiekontor AG	A1CRY6	6,00%	k.A.	30.03.2010	01.04.2015	4,37	-	10,10	nein
SAP AG	A1ELSK	3,50%	3,49%	08.04.2010	10.04.2017	6,39	-	500,00	ja
Haraeus Finance GmbH	A1ELWC	4,00%	3,94%	28.05.2010	29.05.2017	6,53	BBB+	250,00	ja
WGF AG	WGFH07	5,35%	k.A.	15.06.2010	14.05.2015	4,48	BBB-	100,00	nein
Samonig AG	A1EL5B	7,50%	k.A.	25.06.2010	14.06.2015	4,57	-	10,00	nein
Solar Millenium AG	A1C94H	6,50%	k.A.	12.07.2010	14.07.2015	4,65	-	50,00	nein
Halloren Schokoladen- fabrik AG	A1EV88	6,25%	k.A.	19.07.2010	18.07.2015	4,66	-	10,00	nein
KTG Agrar AG	A1ELQU	6,75%	5,30%	14.09.2010	14.09.2015	4,82	BBB	50,00	ja
Dürr AG	A1EWGX	7,25%	5,22%	28.09.2010	28.09.2015	4,86	-	150,00	ja
PCC SE	A1EWB6	6,50%	k.A.	01.10.2010	01.10.2016	5,87	-	10,00	nein
Nabaltec AG	A1EWL9	6,50%	6,27%	15.10.2010	14.10.2015	4,90	BBB-	30,00	ja
	Mittel- wert	5,67%	4,57%			5,41			
	Median	6,13%	3,96%			4,86			
S.A.G. Solarstrom AG	A1E84A	6,25%	K.A.	06.12.2010	06.12.2015	0,00	BBB+	50,00	ja

Quelle: Euwax, www.anleihen-finder.de; *berechnet auf Basis des Anleihekurses

Fazit - überdurchschnittliche Verzinsung der Anleihe bei sehr guter Bonität

Die S.A.G. Solarstrom AG ist ein profitabel arbeitendes Unternehmen in einem wachstumsstarken Markt. Dabei konnte die Rentabilität in den vergangenen Jahren stets gesteigert werden, trotz zweistelliger Wachstumsraten. Zu Gute kam dem Unternehmen dabei die langjährige Erfahrung im Solarmarkt und eine starke Marktpositionierung. Diese ermöglicht dem Unternehmen flexibel auf sich verändernde Markttrends zu reagieren. Mit dem Emissionserlös der Anleihe soll diese Entwicklung konsequent weitergeführt und vor allem auch die Positionierung im Ausland verstärkt werden.

Die Anleihe ist mit einem Zinssatz von 6,25 % überdurchschnittlich verzinst, verglichen mit den bisher in 2010 im deutschen Mittelstand emittierten Anleihen. Angesichts des durch die Creditreform festgestellten im Marktvergleich überdurchschnittlich guten Ratings (BBB+) ist die Bonität des Unternehmens zudem „stark befriedigend“.

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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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. Aktiensplitts, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (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



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de