



Researchstudie (Initial Coverage/IPO)



**Aussichtsreicher Player auf dem internationalen
CO2-Markt mit attraktiver Bewertung**

Kursziel: CHF 0,72

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 26



Rating: KAUFEN

Kursziel: 0,72

aktueller Kurs: 0,30

07.12.2010 / Bern

Währung: CHF

Stammdaten:

ISIN: CH0100605242

WKN: A0RNQC

Börsenkürzel: PKS

Aktienanzahl³: 5,677

Marketcap³: 1,70

EnterpriseValue³: 1,05

³ in Mio. / in Mio. CHF

Freefloat: 52,8 %

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 28

Pure Klimaschutz AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Energie

Fokus: Entwicklung von CO2-Projekten, Handel mit CO2-Zertifikaten

Mitarbeiter: 3 Stand: 30.6.2010

Gründung: 2008

Firmensitz: St. Gallen/Schweiz

Vorstand: Helge Hannaske



Quelle: Berne eXchange

Die Pure Klimaschutz AG investiert in Klimaschutzprojekte oder direkt in CO2-Zertifikate mit dem Ziel, nachhaltige Erträge aus dem Erwerb, dem Halten und Verwalten von sowie dem Handel mit CO2-Zertifikaten zu erwirtschaften. Die Pure Klimaschutz AG hat es sich zur Aufgabe gemacht, durch die Finanzierung von Klimaschutz Projekten und CO2-Zertifikaten einen signifikanten Beitrag zum Klimaschutz zu leisten. Die Gesellschaft bietet privaten und institutionellen Anlegern Zugang zu einem Portfolio bestehend aus Klimaschutzprojekten, die im Rahmen des Kyoto-Protokolls vom 11. Dezember 1997 CO2-Zertifikate generieren sollen. Dabei sieht das Kyoto-Protokoll mehrere Mechanismen vor, deren sich die Pure Klimaschutz AG bedient. Diese Mechanismen dienen dazu, dass Staaten oder Unternehmen die ihnen vorgegebenen Emissionsreduktionsziele mit minimalem Kostenaufwand erreichen können und bieten zugleich ökonomische Anreize zur Investition in Klimaschutztechnologien in Entwicklungs- und Schwellenländern.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. CHF \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatzerlöse	0	0,14	0,84	3,68
EBIT	-3,71	-1,24	-0,45	2,25
Jahresüberschuss	-3,54	-1,19	-0,49	1,95

Kennzahlen in CHF

Gewinn je Aktie*	-0,80	-0,21	-0,04	0,16
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

* 2009 und 2010 auf Basis von 5,67 Mio. Aktien, ab 2011 auf Basis von 12,34 Mio. Aktien

Kennzahlen

EV/Umsatz	k.A.	7,48	1,25	0,28
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	0,47
KGV	neg.	neg.	neg.	0,87
KBV		0,27		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

08.12.2010: MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in CHF / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	3
Kapitalerhöhung.....	3
Organe.....	4
Management Team.....	4
Verwaltungsrat.....	5

Markt und Marktumfeld

Hintergrund.....	6
Rechtliche Hintergründe.....	7
Nachfragerbranchen nach CO2-Zertifikaten.....	8
Mechanismen und Zertifikatetypen.....	8
Markt für Clean Development Mechanism (CDM).....	9
Registrierungsprozess von CDM-Projekten.....	10
Preisentwicklung und Preisprognosen für CERs.....	11

Unternehmensentwicklung und Strategie

Geschäftsmodell und strategische Grundlagen.....	13
Bilanz und Portfolio.....	14
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	15
Portfolioübersicht.....	15
Geschäftsentwicklung.....	16
Finanzergebnis.....	16
Aufwendungen und Ergebnis.....	16

Prognosen und Modellannahmen

Projektpipeline.....	18
Umsatzprognosen.....	19
Ergebnisprognosen.....	21
SWOT-Analyse PKAG.....	22

Bewertung

Bestimmung des Bewertungsverfahrens.....	23
DCF-Bewertung.....	23
Bestimmung der Kapitalkosten	23
Residualeinkommens-Modell.....	24
Sensitivitätsanalyse.....	24

Fazit

25

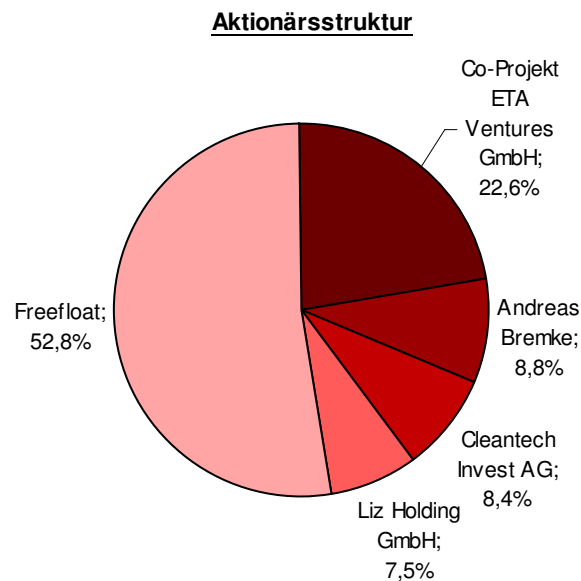
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	26
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	28

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Aktionäre	in %
Co-Projekt ETA Ventures GmbH	22,6 %
Andreas Bremke	8,8 %
Cleantech Invest AG	8,4 %
Liz Holding GmbH	7,5 %
Freefloat	52,8 %
Summe	100,0%



Quelle: PKAG, GBC

Kapitalerhöhung - Bezugspreis mit 73,5 % Abschlag zum NAV

Um die geplanten Investitionen in neue und bestehende Projekte umsetzen zu können (siehe Seite 15), wird die PKAG im Januar 2011 eine Kapitalerhöhung durchführen. In diesem Zuge soll zunächst ein Kapitalschnitt von 1:5 durchgeführt werden und so der Nennwert je Aktie von CHF 1,00 auf CHF 0,20 abgesenkt werden. Im Anschluss daran soll das Grundkapital um bis zu 15,00 Mio. Aktien zu einem Platzierungspreis von CHF 0,30 erhöht werden. Die Anzahl der Aktien erhöht sich bei Vollplatzierung auf 20,68 Mio. Aktien, bei einem Bruttoemissionserlös von CHF 4,50 Mio.

Angesichts der Tatsache, dass sich der NAV der PKAG zum 30.06.2010 auf CHF 1,13 belief, erscheint der Bezugspreis je Aktie in Höhe von CHF 0,30, mit einem Abschlag zum NAV von 73,5 %, sehr attraktiv. Die Frist zur Zeichnung der neuen Aktien läuft dabei bis zum 26.01.2011.

Nominalwert je Aktie zum 30.06.2010	Nominalwert je Aktie nach Kapitalherabsetzung	Angebotspreis der Kapitalerhöhung	NAV zum 30.06.2010*
CHF 1,00	CHF 0,20	CHF 0,30	CHF 1,13

* Berechnung gemäß Unternehmensangabe

Organe

Management Team - Langjährige Erfahrung in den Bereichen Finanzen, Controlling, Beteiligungsmanagement und Erneuerbare Energien

Herr Helge Hannaske, CEO/CFO



Herr Hannaske blickt auf 12 Jahre Erfahrung in führenden Positionen und im Projektmanagement zurück. Zunächst begann er seine berufliche Laufbahn nach absolviertem Studium der Volkswirtschaft im Jahr 1995 als Prüfungsassistent und Mitarbeiter in der Steuerabteilung bei der NR Nordrevision. Anschließend arbeitete er als Head of German Desk bei Ernst & Young in Polen und war dort verantwortlich für deutsche Mandanten. Auch die Entwicklung neuer Geschäftsfelder gehörte zu seinem Aufgabenbereich. Im Anschluss wechselte er zur Ernst & Young Deutsche Allgemeine Treuhand AG in Frankfurt und arbeitete dort im Bereich Audit und Corporate Finance.

Seit dem Jahr 2002 arbeitete Herr Hannaske dann als Verbandsprüfer und Steuerberater beim Verband Norddeutscher Wohnungsunternehmen e.V. in Hamburg, wo er als Teamleiter für die Erstellung von Jahresabschlüssen und Steuerbilanzen- und -erklärungen für mittelgroße Wohnungsunternehmen verantwortlich war. Die Bestellung zum Steuerberater erfolgte im Jahr 2003.

In den Jahren 2006 bis 2008 war Herr Hannaske als Leiter der Abteilung Steuern/Kostenleistungsrechnung/Beteiligungssteuerung bei der SAGA GWG tätig. Dabei umfasste sein Aufgabenbereich die Steuerplanung und verantwortliche Leitung der strategischen und operativen Steuerberatungsaufgaben für sämtliche Unternehmen des SAGA GWG-Konzerns.

Von 2008 bis 2009 übernahm er dann die Bereichsleitung Konzernrechnungswesen/Steuern bei der TAG Immobilien AG und war dort für die Planung und Überwachung des quartalsweisen Reportingprozesses der ca. 50 Gesellschaften des TAG-Konzerns verantwortlich.

Seit 2009 hält er zudem eine Dozentur an der Fresenius Hochschule für Internationale Rechnungslegung in Hamburg.

Herr Markus Knödseder, Director Project Development



Herr Markus Knödseder belegte einen MBA im Bereich Marketing & Finance an der Depaul University of Chicago und arbeitete zunächst als CO2-Gutachter bei der TÜV Süd Industrie Service GmbH. Anschließend war er Projektanalyst und Projektmanager bei AgCert International in Irland, bevor er seine Laufbahn als CDM Monitoring Manager bei der RWE Power AG fortsetzte.

Insgesamt weist Herr Knödseder eine 9-jährige Berufserfahrung im CO2-Geschäft auf und sammelte in diesem Bereich Beratungserfahrung unter anderem bei Unternehmen wie HeidelbergCement, BASF oder Dow Chemical Germany.

Verwaltungsrat - langjährige Erfahrung in der Projektentwicklung und Finanzierung

Herr Gabriel J. Meurer, Präsident

Herr Gabriel Meurer ist studierter Diplom-Kaufmann und begann seine Karriere im Bereich Projektfinanzierung bei der Mannesmann Anlagenbau AG und der Krupp Industrietechnik GmbH, Duisburg. Danach war er Finanzleiter bei der SIG Combibloc GmbH, Linnich. Im Anschluss daran gründete er in Bangkok, Thailand die Combibloc Asia Ltd. und war bei dieser als CFO und Mitglied des Board of Directors verantwortlich für die Errichtung von neuen Fertigungsstätten im asiatischen Raum. Danach arbeitete er für die Hochtief AG, Essen, als Leiter Strategische Projekte und M&A und leitete später den Bereich Financial Services der Hochtief AG. Seit 2004 übernahm Herr Meurer verschiedene Geschäftsführungsaufgaben auf dem Markt für erneuerbaren Energien und initiierte und leitete nationale und internationale Transaktionen in den Sektoren Wind, Biogas und Photovoltaik für die renergys GmbH, Ladenburg/St. Gallen und die agri.capital GmbH, Münster/Luxemburg. Insgesamt blickt Herr Meurer damit auf 25 Jahre Berufserfahrung in verantwortlichen Finanzpositionen im In- und Ausland zurück.

Herr Dr. Leo Schruett, Vize-Präsident

Dr. Leo Schruett unterstützt das Team der PKAG in den Bereichen Asset Management und Investments. Zwischen den Jahren 1998 und 2007 war Dr. Leo Schruett in verschiedenen Positionen für die Julius Bär Gruppe tätig. Unter anderem war er dort Mitglied der Geschäftsführung und Vorsitzender des Vorstandes von Julius Bär Asset Management in Zürich, Frankfurt, London und New York. Seine Verantwortung lag hier im Bereich Asset Management und Research. Darüber hinaus bekleidete er Managementpositionen bei der Swiss Bank Corporation in Basel und bei der UBS in Zürich. Nach seiner Doktorarbeit arbeitete er zusätzlich für die Schweizer Nationalbank. Dr. Schruett engagierte sich als Gremienmitglied an verschiedenen internationalen Instituten und lehrt an der Universität Lichtenstein und der Fachhochschule Aarau, Schweiz.

Herr Markus Althausen, Beiratsmitglied

Nach einigen Jahren im internationalen Investment Banking wechselte Markus Althausen im Jahr 2000 in die Unternehmens- und Strategieberatung zu KPMG Consulting in Wien. Im Rahmen des Wiederaufbauprogramms der Vereinten Nationen und der Europäischen Union im Kosovo war Markus Althausen in der Folge für die wirtschaftliche Entwicklung der größten Provinz des Landes verantwortlich, bevor er ab 2005 bei AgCert International, einem der weltweit führenden Entwicklern von Klimaschutzprojekten, zunächst die Position eines Europa-Managers und schließlich die Funktion des Vice President Operations übernahm. Anfang 2009 gründete Markus Althausen mit zwei Partnern die ClimeCo Corporation, die sich insbesondere auf den jungen CO2-Markt in den USA spezialisiert hat.

Herr Jürgen Habichler, Beiratsmitglied

Jürgen Habichler ist seit 1995 als Unternehmer aktiv und legte damals den Grundstein zur Gründung der Datenhighway Entwicklungs-GmbH, einem der ersten alternativen Anbieter von Telekommunikations- und Internet-Dienstleistungen in Österreich. Neben einer Expertentätigkeit bei der Europäischen Kommission arbeitete er u.a. im Bereich Investment Banking von Morgan Stanley. Er stieg nach seinem MBA im Jahr 2001 an der Wharton Business School (USA) bei Siebel Systems in deren Silicon Valley Office ein, wo er mit dem "Siebel Produkt Marketing Star Award" und dem „Siebel CEO Award“ ausgezeichnet wurde. Ab 2004 war Jürgen Habichler bei Atlas Venture tätig und prägte dort den Aufbau des Cleantech-Bereichs entscheidend mit. Anfang 2007 war er Mitgründer der Mountain Cleantech AG. Im Januar 2009 wurde Jürgen Habichler von der renommierten Zeitschrift CNBC European Business zusammen mit dreißig weiteren Personen als „Green Hero 2009“ ausgezeichnet.

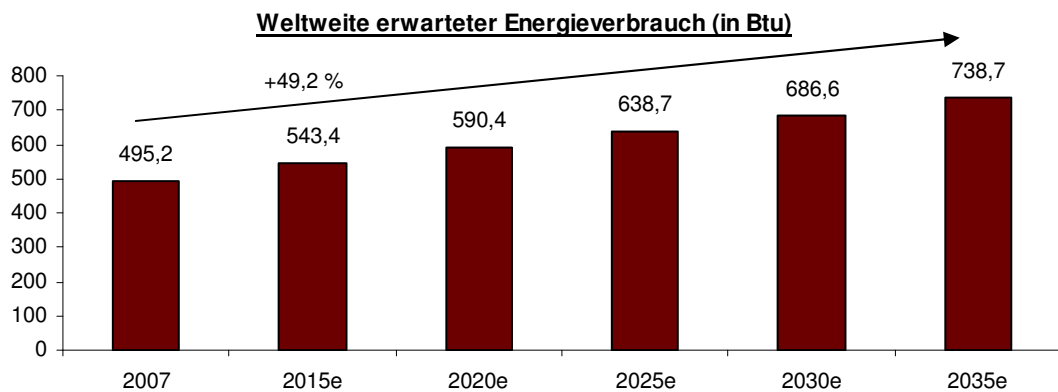
Herr Jürgen Wahl, Beiratsmitglied

Nach seinem Studium arbeitete Jürgen Wahl als Projektmanager bei der adc Development Corporation Austria GmbH in Bhutan/Südasiens sowie bei McDonald's Development Company Central Europe. Danach war Herr Wahl insgesamt 5 Jahre persönlicher Berater im Kabinett des österreichischen Umweltministers und parallel dazu auch Leiter der Abteilung Internationale Projektentwicklung und -finanzierung der Verbundplan GmbH. Er baute bei Verbundplan ein CO2-Beratungs- und Finanzierungsteam auf und entwickelte auch JI & CDM-Projekte, unter anderem im Jahr 2003 das erste JI-Projekt in Europa, welches vom „Euromoney and Finance“-Magazin als „Deal of the Year“ ausgezeichnet wurde. Im Jahr 2007 gründete Herr Wahl sein eigenes Beratungsunternehmen, die Wahl & Partner GmbH und arbeitet für Finanzierungsinstitutionen, Energieversorgungsunternehmen und Cleantech-Start-ups. In den letzten Jahren hat er erfolgreich am Aufbau von 3 Unternehmen maßgeblich mitgewirkt und ist unter anderem auch Vorstand der EXAA, Energy Exchange Austria AG, die er seit 2006 nach eigenen Angaben erfolgreich auf Wachstumskurs setzen konnte.

Markt und Marktumfeld

Hintergrund - Energieverbrauch und CO₂-Emissionen nehmen massiv zu

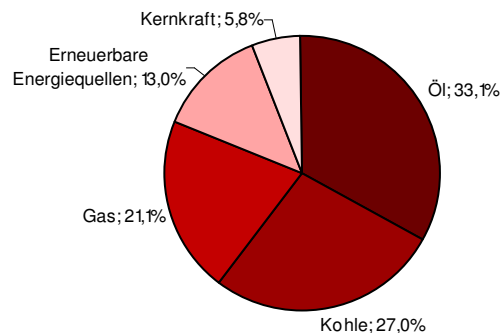
Vor dem Hintergrund eines rasanten Anstiegs der Weltbevölkerung, einer zunehmenden Industrialisierung in Schwellenländern und einer voranschreitenden Urbanisierung steigt der weltweite Energiebedarf seit Jahrzehnten kontinuierlich an. Im Jahr 2007 lag der weltweite Energieverbrauch bei 495,2 Milliarden Btu (British Thermal Unit). Angesichts der Tatsache, dass sich die genannten Trends weiter fortsetzen werden, wird davon ausgegangen, dass der Energiebedarf bis zum Jahr 2035 weiter rasant um +49,2 % auf dann 738,7 Milliarden Btu ansteigt. Dabei werden insbesondere die Schwellenländer einen großen Anteil am Anstieg des Bedarfs haben, mit einem erwarteten Anstieg um sogar +83,6 %, während die Industrienationen verhältnismäßig nur moderat um +14,2 % zulegen werden.



Quelle: U.S. Energy Information Administration (EIA)

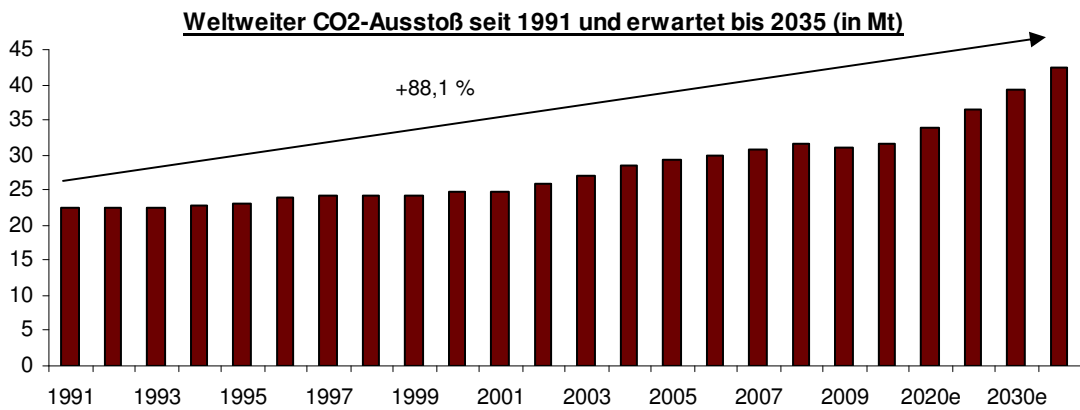
Dabei wird der Energiebedarf auf dem heutigen Stand noch mit Abstand überwiegend mit fossilen Energieträgern gedeckt. Im Jahr 2008 wurden mit 81,2 % deutlich mehr als drei Viertel des Energiebedarfs mittels Öl, Kohle und Gas gedeckt. Mit 33,1 % repräsentierte dabei Öl den Hauptanteil, gefolgt von Kohle und Gas mit 27,0 %, respektive 21,1 %. Ein weiterer Teil von 5,8 % wird zudem durch Atomstrom/Kernkraft gedeckt. Auf Grund des hohen Wirkungsgrades und der günstigen Erzeugung von Kernenergie ist der Anteil hier weltweit steigend. Während weltweit derzeit 438 Atomkraftwerke in Betrieb sind, wird die Zahl in den kommenden Jahren weiter stark steigen. Aktuell befinden sich 57 weitere Anlagen im Bau; die meisten davon in Russland und China. Immerhin stagniert die Menge der bezogenen Kernenergie seit der Jahrtausendwende und war in den letzten drei Jahren sogar rückläufig. Der Anteil an erneuerbaren Energien ist in den vergangenen Jahren, weltweit betrachtet, stabil verlaufen und betrug im Jahr 2008 13,0 %.

Anteile der Energiequellen an der Gesamtenergieversorgung 2008



Quelle: International Energy Agency (IEA)

Der steigende Energiebedarf und vor allem der anhaltend hohe Anteil an fossilen Brennstoffen führt zu einem stetigen Anstieg der CO₂-Emissionen. Laut der überwiegenden Meinung von Umweltforschern und Fachleuten sind CO₂ und andere Treibhausgase eine der entscheidenden Ursachen für die globale Erderwärmung, mit entsprechend negativen Konsequenzen.



Quelle: International Energy Agency (IEA)

Von 1991 bis 2009 nahm der weltweite CO₂-Ausstoß um +37,9 % zu. Darin berücksichtigt ist bereits ein Rückgang um -1,3 % im Jahr 2009, als Folge der weltweiten Wirtschaftskrise. Ein Ende der aufwärts gerichteten Entwicklung ist indes nicht in Sicht. Insbesondere die stark wachsenden Schwellenländer werden auch in den kommenden Jahren starke Treibhausgasemissionen verursachen, da diese gemäß Schätzungen zu großen Teilen weiterhin auf die Nutzung von fossilen Brennstoffen zurückgreifen werden. So wird auch bis zum Jahr 2035 mit einem weiteren Anstieg des CO₂-Ausstoßes um +36,3 % gerechnet. Im Gesamtzeitraum 1991 bis 2035 wird sich der weltweite CO₂-Ausstoß dann mit +88,1 % in nur 44 Jahren nahezu verdoppelt haben.

Rechtliche Hintergründe - Kyoto-Protokoll und EU-Richtlinie regeln Emissionsziele

Um diesen für das Weltklima schädlichen Entwicklungen entgegenzuwirken, wurde im Dezember 1997 das Kyoto-Protokoll von den Vertragsstaaten der Klimarahmenkonvention der Vereinten Nationen (UNFCCC) verabschiedet. Man einigte sich im Rahmen dessen auf eine Reduktion der Treibhausgasemissionen um insgesamt -5,2 % bis 2012, ausgehend vom Stand des Basisjahres 1990. In Kraft trat das Kyoto-Protokoll jedoch erst im Jahr 2005, als mit der Unterzeichnung Russlands 55 Unterzeichnerstaaten, die zugleich 55 % der Treibhausgasemissionen aus den Industriestaaten verursachen, ratifiziert hatten. Im Rahmen der Vereinbarung kann ein Teilnehmerstaat seine Reduktionsverpflichtung alternativ auch erfüllen, indem er Emissionszertifikate von anderen Ländern erwirbt und so sein Reduktionsdefizit ausgleicht. Zudem können Industriestaaten Investitionen in klimafreundliche Technologien in Entwicklungsländern vornehmen (sog. Clean Development Mechanism = CDM) und sich die dort erzielten Reduktionen selbst anrechnen lassen. Das Kyoto-Protokoll behält seine Gültigkeit zunächst bis 2012. Ein verbindliches Regelwerk für die Zeit nach 2012 ist derzeit noch nicht existent, was zuletzt ein Ziel der Klimakonferenz in Kopenhagen war.

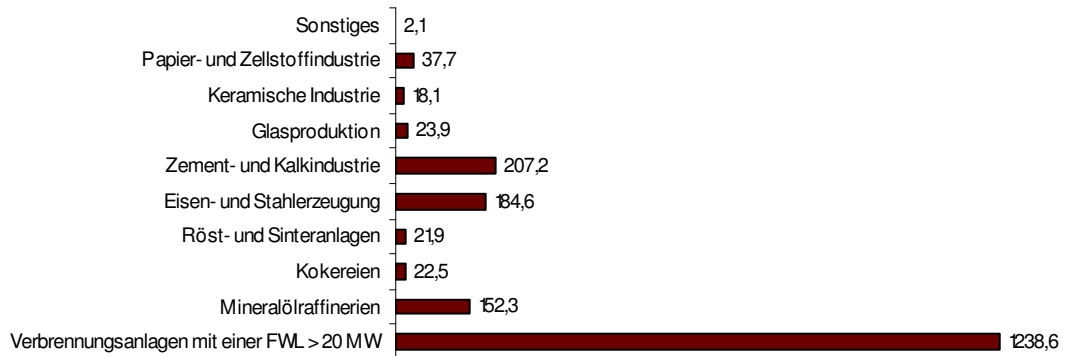
In der Europäischen Union (EU) wurde der Grundstein für die Umsetzung des Kyoto-Protokolls mit der Emissionshandelsrichtlinie gelegt, die im Oktober 2003 in Kraft trat. Darin haben sich die Mitgliedsstaaten der EU dazu verpflichtet, ihre Emissionen im Zeitraum von 2008-2012 um -8 % gegenüber dem Basisjahr 1990 zu senken. Die verschiedenen Mitgliedsstaaten haben sich dabei zu unterschiedlichen Reduktionszielen verpflichtet. Deutschland beispielsweise hat eine Reduktion um -21 % zugesagt. Neben den 27 EU-Mitgliedsstaaten sind auch Norwegen, Island, Lichtenstein und die Schweiz an das europäische Emissionshandelssystem angeschlossen.

Um keine wirtschaftlichen Verwerfungen zu verursachen, wurde zur Umsetzung der Richtlinie ein Drei-Phasen-Modell entworfen:

Phase 1:	2005-2007	„Lernphase“, 100 % kostenlose Zuteilung der Zertifikate an Unternehmen
Phase 2:	2008-2012	Verknappung der kostenlos zugeteilten Menge, teilweise Verauktionierung der Zertifikate; wer oberhalb der zulässigen Emissionsgrenze liegt, muss sich zum Ausgleich zusätzliche Zertifikate beschaffen.
Phase 3:	2013-2020	Geplant ist es, einen Großteil der Zertifikate zu versteigern; Post-Kyoto-Vereinbarung ist derzeit jedoch nicht beschlossen

Nachfragerbranchen für CO2-Zertifikate - 1,9 Mrd. zugeteilte Zertifikate pro Jahr

Jährliche kostenlose Zuteilung der EU von CO2-Zertifikaten von 2008 bis 2012 nach Branchen (in Mio. Stück)



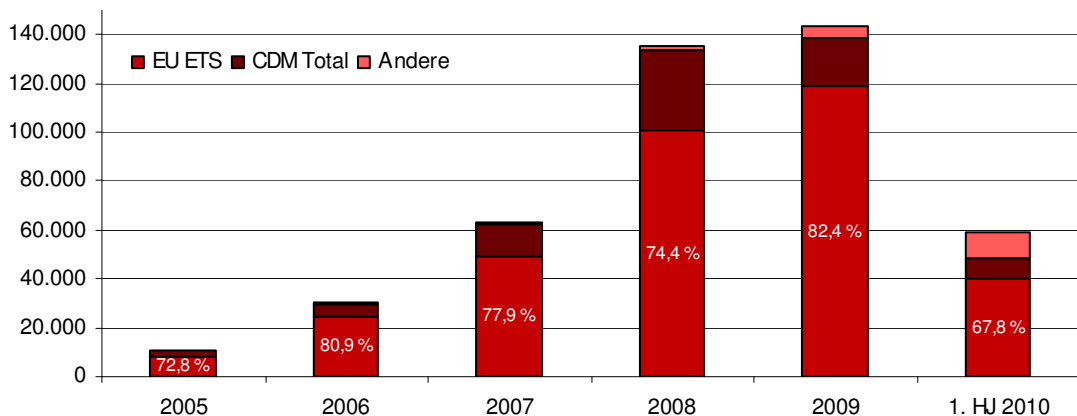
Quelle: CITL; FWL = Feuerungswärmeleistung

Während den Jahren 2008 bis 2012 werden EU-weit jährlich rund 1,9 Mrd. CO2-Zertifikate (EUA) kostenlos zugeteilt. Rund zwei Drittel davon entfallen auf Verbrennungsanlagen mit einer Feuerungswärmeleistung von mehr als 20 Megawatt. Weitere große Empfängerindustrien sind Mineralölraffinerien, die Zement- und Kalkindustrie sowie die Eisen- und Stahlerzeugung. Neben den 1,9 Mrd. kostenlos zugeteilten Zertifikaten werden EU-weit mittlerweile bereits jährlich rund 60 Mio. CO2-Zertifikate versteigert.

Mechanismen und Zertifikatetypen - EU ETS dominiert - CERs äquivalent zu EUAs

Das EU-Emissionshandelssystem (EU Emission Trading Scheme = EU ETS) nimmt mit einem Anteil von 82,4 % am weltweiten CO2-Markt mit Abstand eine Vorreiterrolle ein und stellt den wichtigsten Teilmarkt dar. Im Jahr 2009 betrug das gesamte Marktvolumen 143,7 Mrd. US-Dollar, +6,4 % mehr als noch im Vorjahr. Das Wachstum setzte sich auch im ersten Halbjahr 2010 fort, wonach ein Anstieg gegenüber dem Vorjahreszeitraum um rund 5 % auf 59 Mrd. US-Dollar festgestellt werden konnte (Quelle: Point Carbon).

Weltweiter CO2-Markt (Volumen in Mio. US-\$)



Quelle: World Bank, Point Carbon, Berechnungen GBC

Neben dem EU ETS gibt es zwei weitere im Kyoto-Protokoll festgelegte Mechanismen: Joint Implementation (JI) und Clean Development Mechanism (CDM).

JI: JI gibt Industriestaaten oder Unternehmen die Möglichkeit, gemeinsam mit anderen Kyoto-Unterzeichnerstaaten emissionsmindernde Projekte umzusetzen. Die dabei erzielten Emissionsminderungen werden in Form von Zertifikaten vom Gastgeberland an das Investorenland transferiert.

CDM: CDM-Projekte werden von Staaten oder Unternehmen in Entwicklungs- und Schwellenländern ohne eigene Reduktionsverpflichtung realisiert. Die hierfür erworbenen Emissionsgutschriften werden dabei nicht von den staatlichen Emissionsbudgets ausgeteilt, sondern zusätzlich von den Vereinten Nationen (UN) ausgestellt.

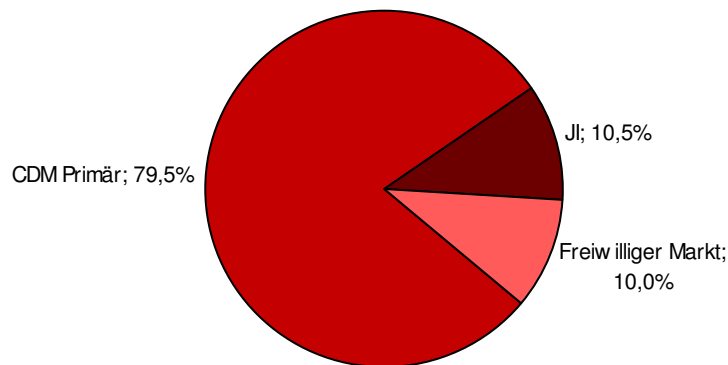
Zertifikatetypen:

AAU	Assigned Amount Unit	Zertifikate, die an Staaten im Rahmen des Kyoto-Protokolls nach dem nationalen Allokationsplan zugeteilt werden, können nur zwischen Staaten gehandelt werden
EUA	European Union Allowance	Emissionszertifikate innerhalb des EU-Emissionshandels auf Unternehmensebene, ein EUA berechtigt zur Emission von einer Tonne CO ₂
ERU	Emission Reduction Unit	Emissionsreduktionseinheiten für durchgeführte JI-Klimaschutzprojekte
CER	Certified Emission Reduction	Zertifizierte Emissionsreduktionen für durchgeführte CDM-Klimaschutzprojekte
VER	Verified Emission Reduction	Werden im freiwilligen Klimaschutz als Zertifikate aus Emissionsminderungsprojekten eingesetzt

Während AAUs und EUAs den Staaten, respektive Unternehmen, gemäß den jeweiligen Allokationsplänen zugeteilt werden, werden ERUs und CERs erst nach erfolgreicher Implementierung von JI- oder CDM-Projekten vergeben. CERs werden dabei vom CDM-Register des UN-Klimasekretariats erzeugt, zusätzlich zu den national allokierten AAUs. Da die EU CERs als Äquivalent zu EUAs akzeptiert hat, können die von der UN ausgestellten CERs in Europa problemlos gehandelt werden.

Markt für Clean Development Mechanism (CDM) - PKAG im größten Teilmarkt aktiv

Marktanteile der projektbasierten Mechanismen 2009



Quelle: World Bank: „ State and Trends of the Carbon Market 2010, Seite 37

Neben dem EU ETS können CO₂-Zertifikate auch auf Basis projektbasierter Mechanismen erzielt werden. Unter den projektbasierten Mechanismen ist der CDM-Markt mit Abstand der Größte. Im Jahr 2009 belief sich das Marktvolumen auf 2,68 Mrd. US-Dollar, was einem Anteil von 79,5 % entsprach. Gegenüber dem Vorjahr musste jedoch ein scharfer Rückgang des Volumens um 58,9 % hingenommen werden, was insbesondere auf die internationale Wirtschaftskrise zurückzuführen war und damit Finanzierungen von zahlreichen Projekten eingestellt wurden. Gleichzeitig machte sich das Scheitern der Klimakonferenz in Kopenhagen in 2010 belastend bemerkbar. Da kein Konsens über eine Verlängerung des Kyoto-Protokolls über das Jahr 2012 hinaus gefunden wurde, herrscht Unsicherheit über die zukünftige Situation nach 2012. Jedoch ist in diesem Zusammenhang zu bemerken, dass die EU in ihrer überarbeiteten ETS-Richtlinie klarstellte, dass CERs aus CDM-Projekten, die vor dem 31.12.2012 registriert werden, weiterhin bis zum Jahr 2020 akzeptiert werden.

Insgesamt stellt der CDM-Markt damit das interessanteste Teissegment für die Generierung von Emissionszertifikaten aus Investorensicht dar. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass der CDM-Markt gut entwickelt ist und eine Vielzahl von Handelsmöglichkeiten (Börse, OTC, Futures, Optionen etc.) bestehen. In diesem interessanten CDM-Markt, bei welchem CERs generiert werden können, ist auch die PKAG aktiv.

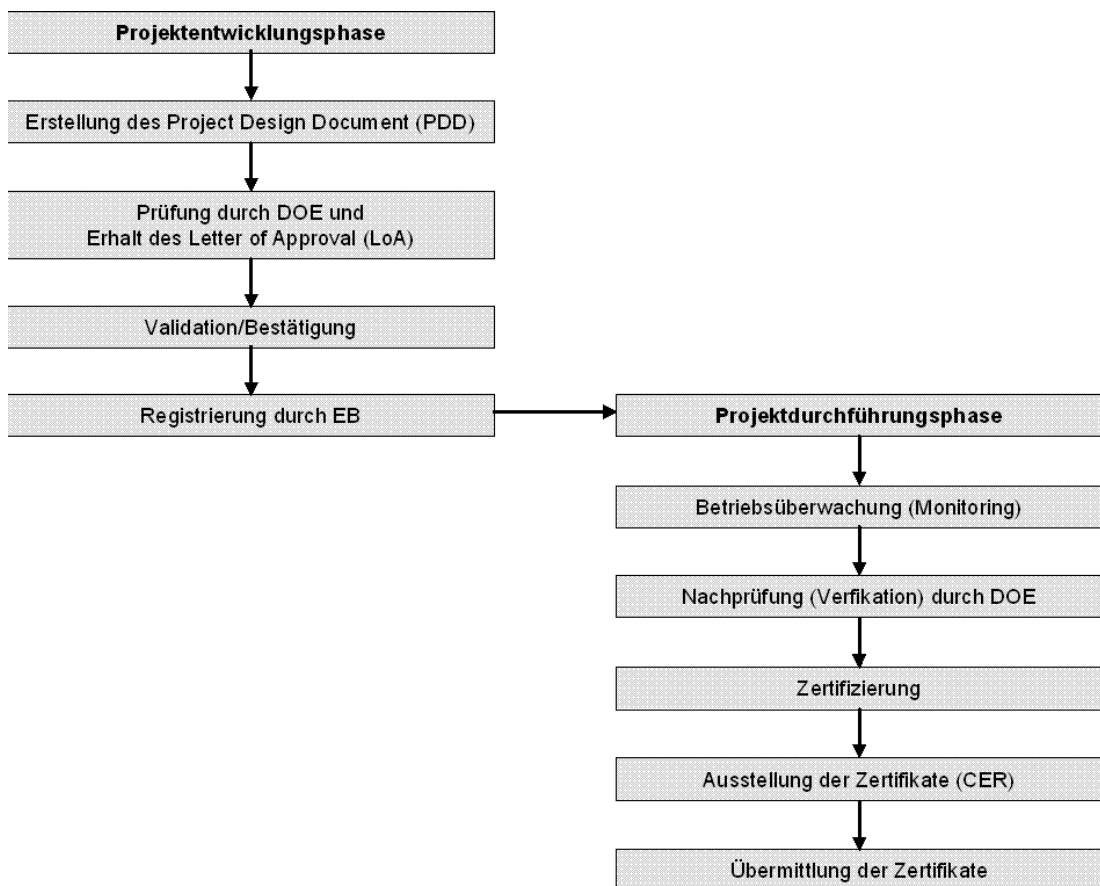
Registrierungsprozess von CDM-Projekten - Registrierungsdauer in Schnitt 511 Tage

Die Registrierung von CDM-Projekten erfolgt beim UN-Klimasekretariat und umfasst einen durchaus komplexen Registrierungsprozess, der mit strengen Kriterien versehen ist und daher eine nicht unerhebliche Kapazitätsbindung beim Antragsteller verursacht. Auch die Zeitdauer des Prozesses ist nicht zu unterschätzen. Im Jahr 2009 betrug die Gesamtdauer bis zur Registrierung eines Projektes im Durchschnitt 511 Tage. Damit ist die Prozedur gegenüber dem Vorjahr zwar um 20 Tage beschleunigt worden, ist jedoch weiterhin ein stark zu berücksichtigender Erfolgsfaktor.

Zunächst wird ein sogenanntes Project Design Document (PDD) erstellt, welches die gesamte technische Dokumentation des Projektes beinhaltet, inklusive einer Schätzung für die Treibhausgasminderung. Das Projekt wird dann von einem unabhängigen dritten Gutachter (Designated Operational Entity = DOE) danach beurteilt, ob es den festgelegten Anforderungen für ein CDM-Projekt entspricht. Das Land, in welchem das Projekt umgesetzt werden soll, genehmigt das Projekt dann durch einen Letter of Approval (LoA), falls das Projekt den Kriterien entspricht und die Registrierung erfolgen kann. Die Registrierung ist ein formaler Prozess, der durch das CDM Executive Board (EB) erfolgt.

Ist eine Registrierung erfolgt, wird die Performance einer Anlage regelmäßig (üblicherweise jährlich) durch einen weiteren DOE überprüft. Entspricht die Leistung der Anlage den eingereichten Daten, erfolgt die Zertifizierung. Nachdem das EB die Daten dann nochmals geprüft hat, werden die CO₂-Zertifikate (CERs) ausgestellt und dem Projekteigner oder Projektentwickler zur Nutzung übermittelt.

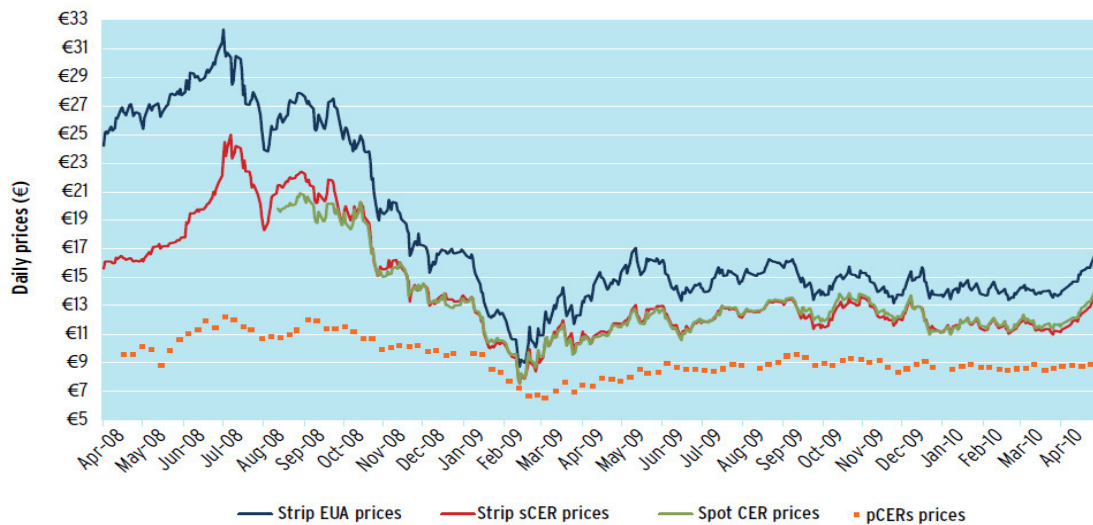
Schematische Darstellung des Registrierungsprozesses für CDM-Projekte



Quelle: www.cdmmrulebook.org/305, GBC

Preisentwicklung und Preisprognosen für CERs - Erholung des Preisniveaus erwartet

CO2-Preisentwicklung April 2008 bis April 2010



Quelle: *State and Trends of the Carbon Market 2010, S.5*

CO2-Zertifikate (EUAs und CERs) sind über verschiedene Börsen handelbar. Mit über 90 % des Gesamtvolumens ist dabei die European Climate Exchange (ECX) in London derzeit führend. In Deutschland stellt die Leipziger Energiebörse (EEX) derzeit den größten Handelsumsatz. Aber auch an der Bayerischen Börse greenmarket in München können die Zertifikate gehandelt werden. Im Jahr 2009 belief sich das Handelsvolumen für EUAs und CERs an der ECX auf 5,12 Mrd. Kontrakte. Von Januar bis Juli 2010 lag das kumulierte Volumen in diesem Jahr bereits bei 3,37 Mrd. Kontrakten.

Die internationale Wirtschaftskrise hatte auch auf die Preisentwicklung von Emissionszertifikaten einen maßgeblichen Einfluss. Auf der einen Seite wurde zwar das Angebot an neu registrierten Projekten (CDM und JI) deutlich geringer, da finanzielle Engpässe bei Investoren zu Verzögerungen oder Stopps bei den Projektrealisierungen führten. Andererseits geriet aber auch die Nachfrage nach Zertifikaten unter Druck, da durch die Krise deutlich weniger CO2-Emissionen ausgestoßen wurden. EU-weit wurde damit ein Zertifikateüberschuss ausgewiesen. In Deutschland lag das CO2-Emissionsvolumen 2009 beispielsweise um 6,6 % unterhalb des Vorjahresniveaus (*Quelle: BP Statistical Review of World Energy June 2010*). Dies führte dazu, dass deutlich weniger zusätzliche Zertifikate durch die Privatindustrie erworben werden mussten, mit der Folge, dass das Preisniveau stark unter Druck geriet. Nach Preisen von über 30 € im Juli 2008 (EUA) sanken die Preise im Februar 2009 massiv auf unter 9 €. Die Entwicklung bei CERs verlief ähnlich.

Auch die unbefriedigenden Ergebnisse der Weltklimakonferenz in Kopenhagen haben zu einer Unsicherheit über die Zukunft der globalen Anstrengungen zur Emissionsreduktion beigetragen, was entsprechend negativ auf die Preisniveaus der Zertifikate wirkte.

Mittlerweile haben sich die Preisniveaus seit den Tiefständen wieder deutlich erholt und liegen derzeit bei rund 11,62 € für CERs und 14,76 € für EUAs (Stand: 07.12.2010). Diese aufsteigende Tendenz sollte sich gemäß Prognosen auch in den kommenden Jahren weiter fortsetzen. Es hat sich nicht nur die volkswirtschaftliche Aktivität wieder deutlich belebt, sondern auch die kostenlose Zuteilung von Zertifikaten wurde bereits stark verringert, so dass mehr und mehr Zukäufe seitens der Nachfragerbranchen notwendig werden. Damit ist der Preismechanismus für Klimazertifikate relativ gut vorhersehbar. CERs notierten dabei mit einem Abschlag zu EUAs, was auf die nicht fristgemäße Implementierung des ITL (International Transaction Log), das weltweite Registersystem der UN zum Einbuchen von CERs, zurückzuführen ist. Weil CERs in den entsprechenden Ländern dadurch nicht eingebucht werden können, finden diese nur mit Preisabschlägen ihren Weg über Banken zu den Kunden in Europa.

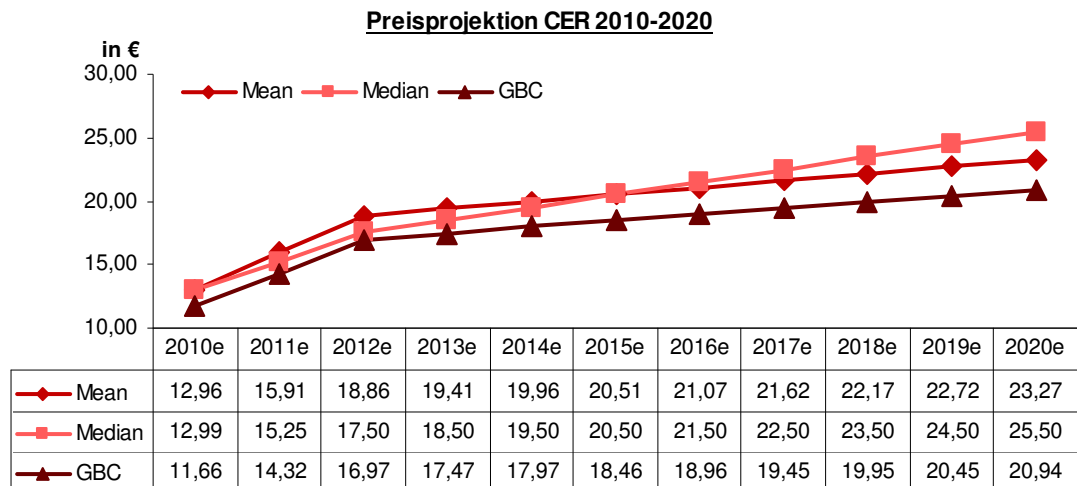
Die Verknappung der Zertifikate wird sich erwartungsgemäß weiter verschärfen, sobald der Luftverkehr ab dem Jahr 2012 in den EU-Emissionshandel eingebunden wird. Auch weitere Maßnahmen, wie die derzeitigen Überlegungen seitens der EU das Reduktionsziel von -20 % auf -30 % zu erhöhen, hätten eine entscheidende positive Wirkung auf die Zertifikatspreisentwicklung.

Derzeit gibt es auf Grund der Vielzahl von möglichen Einflussfaktoren eine Reihe von Prognosetendenzen. Die nachfolgende Grafik stellt die derzeitigen Preisprognosen für CERs gegenüber:

€/ CER			
	2010	2012	2020
Minimum	9,00	9,00	9,00
Maximum	16,00	33,00	26,32
Arith. Mittel	12,96	18,86	23,27
Median	12,99	17,50	25,50

Quelle: acs - alternative carbon solutions, CO2-Preistendenzen September 2010

Diese Erwartungen zugrundegelegt, ergeben sich nachfolgende Preisprojektionen bis zum Jahr 2020. Die GBC-Prognosen sehen dabei einen Preisabschlag von 10 % zu den durchschnittlich erwarteten Preisprojektionen vor, um den derzeitigen Preisniveau von CER Rechnung zu tragen (derzeit 11,62 €, Stand: 07.12.2010)



Quelle: Berechnungen GBC

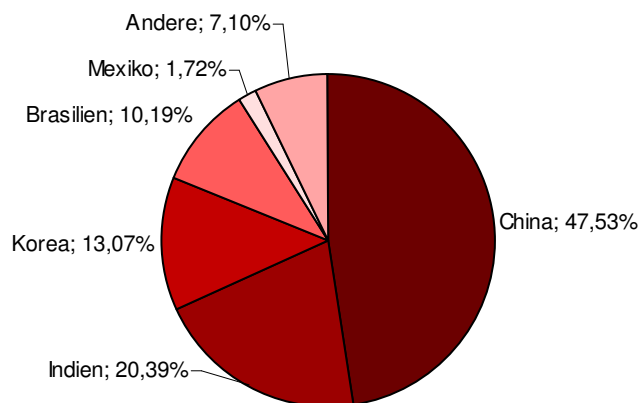
Unternehmensentwicklung und Strategie

Geschäftsmodell und strategische Grundlagen - Wertschöpfung soll ausgeweitet werden

Die PKAG investiert in erneuerbare Energien-Projekte mit dem Ziel, CO₂-Zertifikate zu generieren, um diese auf dem freien Markt und über die Börse zu veräußern und daraus signifikante Einkommensströme zu erzielen. Dabei übernimmt das Unternehmen bei den Projekten die direkte Kontrolle und führt die notwendige Registrierungsadministration durch. Die PKAG konzentriert sich dabei auf Projekte, die auf bekannten Technologien beruhen und eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche Registrierung aufweisen. Neben dem Erhalt von CO₂-Zertifikaten aus den Projekten sollen zukünftig zudem auch weitere Erlösquellen genutzt werden. So kann der produzierte Strom beispielsweise auf Basis von öffentlichen Power Purchase Agreements (PPA) in das öffentliche Stromnetz eingespeist werden oder die Rohstoffe, etwa von Biogas- oder Biomasseanlagen, als Düngemittel veräußert werden.

Die PKAG hat sich bei den Projekten auf sogenannte CDM-Projekte (siehe Seite 9) spezialisiert, woraus ab dem Jahr 2011 erste CER-Zertifikate generiert werden sollen. CDM-Projekte können nur in Entwicklungs- bzw. Schwellenländern unternommen werden, um dort eine nachhaltige ökologische Entwicklung zu unterstützen und einen Technologietransfer zu erreichen. Fast 50 % der bisher weltweit umgesetzten CDM-Projekte wurden in diesem Rahmen in China verwirklicht; rund ein Fünftel in Indien.

Weltweit ausgegebene CER 2009, nach Gastland



Quelle: UNFCCC, GBC

Die PKAG hat in Projekte in China und Thailand investiert (siehe Portfolioübersicht Seite 15), die ab 2011 erste CERs generieren sollen. Derzeit erhält die PKAG noch keine CERs, sondern es bestehen vertragliche Übereinkommen mit den jeweiligen Projektbesitzern. Diese so genannten Emission Reduction Purchase Agreements (ERPA) berechtigen die PKAG später zum Bezug der CERs, sobald diese ausgegeben werden. Dabei ist im Rahmen des ERPA ein Einkaufspreis vordefiniert, zu welchem die CER später vom Projektbesitzer bezogen werden müssen. Damit ist ein ERPA vergleichbar mit einem Forward. Zum 30.06.2010 verfügte die PKAG über 11 ERPAs mit einem Gesamtwertansatz in Höhe von CHF 5,94 Mio.

Bilanz und Portfolio - konservative Bilanzierung mit stillen Reserven

In Mio. CHF	2008	HJ 2009	2009	HJ 2010
Liquide Mittel	0,64	0,73	1,81	0,66
Finanzanlagevermögen	9,14	7,30	6,70	6,42
Davon ERPA	7,72	6,06	6,31	5,94
Eigenkapital	9,46	7,51	7,19	6,42
Eigenkapitalquote	90,5 %	87,8 %	84,5 %	89,6 %
NAV	3,51	1,72	1,62	1,13
Aktienanzahl	2,69	4,37	4,44	5,68
Bilanzsumme	10,45	8,55	8,51	7,16

Quelle: PKAG, Berechnungen GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation - 89,6 % Eigenkapitalquote - keine Kredite

Die Aktivseite der PKAG setzt sich hauptsächlich aus Finanzanlagen zusammen. Die Finanzanlagen bestanden zum 30.06.2010 dabei zu 83,0 % aus Emission Reduction Purchase Agreements (ERPA), also Ansprüchen auf Emissionszertifikate gegenüber den Projekteigentümern (siehe Seite 13). Zum 30.06.2010 umfasste der Wertansatz 11 ERPA. Darüber hinaus verfügt die PKAG über weitere 10 Kontrakte, deren Wertansatz auf Grund der frühen Entwicklungsphase der Projekte jedoch konservativ mit Null erfasst ist und damit auf Basis der kaufmännischen Vorsicht nicht mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass hieraus zukünftige Zahlungsströme generiert werden können.

Die weiteren Finanzanlagen entsprechen Darlehen gegenüber Projektpartnern, die im Rahmen der Projektumsetzung zur Unterstützung der Projektfinanzierung ausgegeben wurden. Der Beteiligungsansatz der ERPA hat sich in den vergangenen zwei Jahren sukzessive reduziert. Dies ist vor allem auf den Rückgang der CER-Preise zurückzuführen (siehe Seite 11). Da die ERPA als Derivate (Forward) einzustufen sind, findet eine Bewertung zum beizulegenden Zeitwert statt, der sich an den erwarteten zukünftigen Zahlungsströmen orientiert. Je niedriger der CER-Preis, desto niedriger fallen die erzielbaren Zahlungsströme aus. Zudem wurden im 2. HJ 2009 Projekte im Bereich Kohleminen-Methan eingestellt, mit der Folge einer entsprechenden Korrektur der Wertansätze der ERPA auf Null.

Des Weiteren verfügte die PKAG zum 30.06.2010 über einen Cashbestand in Höhe von CHF 0,66 Mio. und war damit ausreichend mit liquiden Mitteln versorgt.

Die Passivseite ist dominiert durch Eigenkapital. Dieses belief sich zum letzten Bilanzstichtag auf CHF 6,42 Mio., was einer Eigenkapitalquote von 89,6 % entsprach. Dies ist vor allem auch mit dem strategischen Hintergrund zu sehen, dass die Gesellschaft üblicherweise keinen Gebrauch von Bankdarlehen macht.

Trotz der über die vergangenen Jahre stets markant hohen Eigenkapitalquote, sank der Net Asset Value (NAV), als Ausdruck des Substanzwertes, von CHF 3,51 auf nunmehr CHF 1,13. Dies ist insbesondere auf die Anpassung der Bewertungsansätze der ERPA über die vergangenen Perioden hinweg zu sehen, die im Zuge einer konservativeren Bilanzierung vorgenommen wurden. Die möglichen stillen Reserven, die sich aus den Projekten ergeben, sind insofern nicht im NAV inkludiert. Damit ist der NAV als konservativer Wertindikator der Gesellschaft zu sehen.

Ende 2009 hat sich das Grundkapital der PKAG im Rahmen einer Kapitalerhöhung von CHF 4,37 Mio. auf CHF 5,68 Mio. erhöht. Auch die Aktienanzahl der Gesellschaft erhöhte sich im Zuge dessen auf 5,68 Mio. Stück. Der Emissionserlös lag bei rund CHF 1,30 Mio.

Auch wenn das Unternehmen über keine Bankverbindlichkeiten verfügt, bestanden zum 30.06.2010 außerhalb der Bilanz Eventualverbindlichkeiten in Höhe von CHF 0,68 Mio. Diese beruhen auf den Annahmeverpflichtungen der zukünftig generierten CERs im Rahmen der ERPA. Die Höhe der Eventualverbindlichkeiten bestimmt sich nach vereinbarten Einkaufspreisen mit den Projekteigentümern, die für die generierten CERs bezahlt werden.

Portfolioübersicht der PKAG - 9 Projekte mit einem Wertansatz von CHF 5,94 Mio.

Nr.	Projekt	Kategorie	Fair Value zum 31.12.2008	Fair Value zum 30.06.2009	Fair Value zum 31.12.2009	Fair Value zum 30.06.2010
1	Biogas-Projekt in Krabi, Thailand	1	518.603	495.804	261.499	306.617
2	Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Roi Et, Thailand	1	471.840	155.520	50.408	182.162
3	Abwärmennutzungs-Projekt in Shuncheng, Henan, China	1	-	-	1.275.259	927.389
4	Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Sanmexia, Henan, China	2	1.258.479	974.427	286.665	265.242
5	Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Anyang Guangyuan, Henan, China	2	-	-	557.631	541.124
6	Energieeffizienz-Projekt in Shangrao, Jiangxi, China	2	-	-	2.115.830	2.092.986
7	Wasserenergie-Projekt in Youfang Zhenxiong, Yunnan, China	2	-	-	389.450	240.893
8	Wasserenergie-Projekt in Houziwan Zhenxiong, Yunnan, China	2	-	-	254.681	292.222
9	Wasserenergie-Projekt in Wenshui Zhenxiong, Yunnan, China	2	-	-	404.248	382.859
Summe Emission Reduction Purchase Agreements (ERPA)			7.718.244	6.057.143	6.310.917	5.937.206

Quelle: PKAG, GBC; Angaben in CHF; *Projekte der Kategorie 3 sind in der Übersicht nicht dargestellt

Der Reifegrad der Projekte wird in drei Kategorien unterteilt. Während bei Projekten der Kategorie 1 der Registrierungsprozess bereits begonnen hat und eine erfolgreiche Projektimplementierung sehr wahrscheinlich ist, hat bei Projekten der Kategorie 2 noch kein Registrierungsprozess begonnen. Kategorie 2-Projekte unterliegen gewissen Gegenparteirisiken und sind daher in der Umsetzungswahrscheinlichkeit untergeordnet. Bei Kategorie 3-Projekten ist eine zukünftige Registrierung höchst unwahrscheinlich, so dass diese nicht weiter verfolgt werden. Ein Wertansatz erfolgt entsprechend nicht. Zum 30.06.2010 befanden sich bei der PKAG 3 Projekte in Kategorie 1, 6 weitere in Kategorie 2 und 12 in Kategorie 3. Die obige Übersicht der Projekte mit den jeweiligen Wertansätzen beinhaltet ausschließlich die Projekte der Kategorien 1 und 2.

Der vergleichsweise hohe Anteil an Kategorie 3-Projekten ist im Zusammenhang mit einer unternommenen Restrukturierung des Portfolios zu sehen. Im Rahmen der Fokussierung auf die aussichtsreichsten Projekte wurden einige der sich unter den Erwartungen entwickelnden Projekte in Kategorie 3 eingestuft und nicht weiter verfolgt. Hintergrund dieser erfolgten Fokussierung ist vor allem auch die Notwendigkeit, dass CDM-Projekte spätestens bis zum 31.12.2012 registriert sein müssen, um in den Folgejahren noch CERs zugeteilt zu bekommen. Für die Zeit ab 2013 wurde auf multinationaler Ebene bislang noch keine rechtlich verbindliche Einigung zur Fortführung erzielt, wobei eine Fortführung vor dem Hintergrund der Klimadiskussion wahrscheinlich ist.

Der beizulegende Zeitwert der Projekte (Fair Value) verändert sich zudem auf Grund von Marktpreisschwankungen der CERs. Da sich der Wertansatz auf die zukünftig zu erhaltenen CERs bezieht, sinkt mit sinkenden CER-Preisen auch der Wert der zu erwartenden zukünftigen Zahlungsströme. Auf Grund des starken Zertifikatpreisverfalls von Mitte 2008 bis Anfang 2009 ergaben sich entsprechende Korrekturen.

Der Wertansatz der Projekte ist darüber hinaus als konservativ einzustufen. Da für den Zeitraum nach 2012 bislang noch keine Nachfolgeregelung zum Kyoto-Protokoll beschlossen wurde, eine solche aber als sehr wahrscheinlich gilt, nimmt die PKAG beim Wertansatz der Projekte einen Risikoabschlag in Höhe von 70 % für den Zeitraum nach 2012 vor. Für alle Projekte, für welche noch keine endgültige Registrierung vorliegt, wird zudem ein Risikoabschlag auf den Wertansatz der zukünftig zu erwartenden CERs vorgenommen. Damit sollten die fairen Projektwerte unter der Annahme einer vollständigen Registrierung deutlich über den derzeitigen Bilanzausweisen liegen.

Geschäftsentwicklung

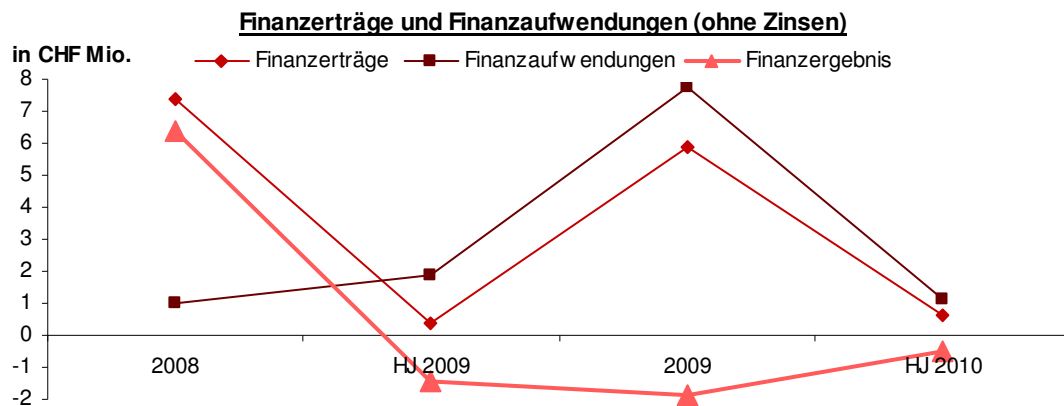
In Mio. CHF	2008	HJ 2009	2009	HJ 2010
Finanzerträge (ohne Zinsen)	7,35	0,41	5,90	0,63
Finanzaufwendungen (ohne Zinsen)	-0,97	-1,87	-7,75	-1,13
Finanzergebnis (ohne Zinsen)	6,38	-1,46	-1,86	-0,49
Operative Kosten	-0,60	-0,79	-1,85	-0,46
EBIT	5,78	-2,25	-3,71	-0,95
Jahresüberschuss	5,22	-1,95	-3,54	-0,78

Quelle: Berechnungen GBC

Finanzergebnis - von Restrukturierung und konservativer Bilanzierung geprägt

Da die PKAG derzeit noch keine Erlöse aus der Veräußerung von CERs erzielt, setzt sich das Finanzergebnis ausschließlich aus Bewertungsveränderungen der aktivierten ERPA zusammen. Zuschreibungen und Abschreibungen auf die Finanzinstrumente ergeben das Finanzergebnis (ohne Zinsen). Im 1. HJ 2010 betrug die Finanzerträge auf Grund von Aufwertungen von ERPA CHF 0,63 Mio. Die Finanzaufwendungen setzten sich im gleichen Zeitraum aus CHF 0,31 Mio. Abwertungen von ERPA, CHF 0,69 Mio. Währungsverlusten auf ERPA sowie CHF 0,10 Mio. Währungsverlusten auf ausgegebene Darlehen zusammen. Insgesamt lag das Finanzergebnis damit bei CHF -0,49 Mio.

Die negativen Finanzergebnisse im GJ 2009 sowie 1. HJ 2010 sind dabei insbesondere im Zusammenhang mit der Bereinigung des Projektportfolios zu sehen. Im Rahmen dieser Portfolioliumstrukturierung wurden nur die aussichtsreichsten Projekte fortgeführt und andere, wie beispielsweise die Aktivitäten im Bereich Kohleminenmethan, eingestellt bzw. nicht weiter verfolgt. Daraus resultierte eine Absenkung der Bewertungsansätze der bestehenden ERPA. Die Aussichten der fortzuführenden Projekte wurden indes nicht gesenkt. Dennoch erfolgte auch hier zuletzt ein konservativerer Bilanzansatz und eine Senkung des beizulegenden Zeitwertes der ERPA auf Grund der Preisveränderung der CERs, an welchem sich der Wertansatz maßgeblich orientiert.



Quelle: Berechnungen GBC

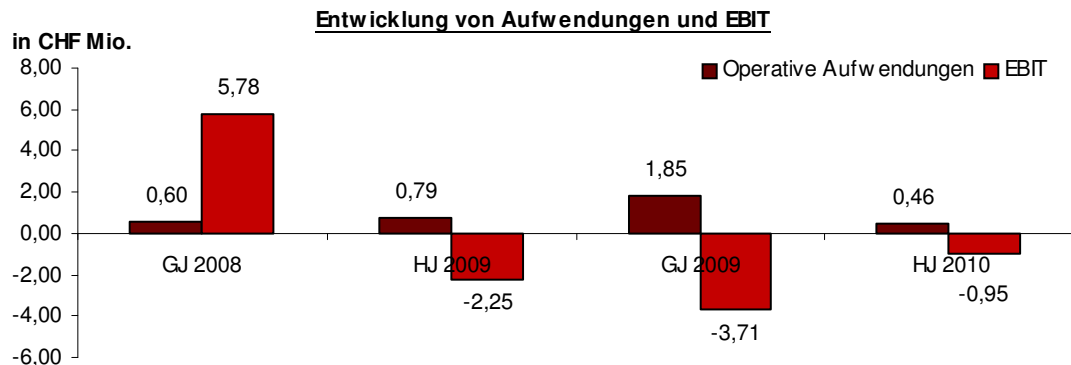
Aufwendungen und Ergebnis - niedrige Fixkostenbasis durch schlanke Struktur

Die größten Aufwandspositionen in den vergangenen Perioden waren die projektbezogenen Aufwendungen, welche Leistungen an Projektpartner beinhalteten, um den Registrierungsprozess der Projekte zu unterstützen und voranzutreiben. Im 1. HJ 2010 war eine starke Reduzierung der projektbezogenen Aufwendungen zu beobachten (1.HJ 2009: CHF 0,66 Mio., 1. HJ 2010: CHF 0,16 Mio.), was darauf zurückzuführen war, dass keine neuen ERPA eingegangen wurden, sich die PKAG auf das bestehende Portfolio konzentriert hat und damit auch nur Kosten für bestehende Projekte entstanden.

Die Fixkostenbasis der PKAG ist sehr gering. So lag der Administrationsaufwand im GJ 2009 bei CHF 0,34 Mio. und beinhaltete insbesondere die Gehälter für das Management und Mitarbeiter, als auch die Vergütung für die Beratungsleistungen durch den Projektman-

ager und andere Dritte. Im 1. HJ 2010 blieben die Administrationsaufwendungen gegenüber dem VJ nahezu unverändert und lagen bei CHF 0,13 Mio.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen zu einem maßgeblichen Teil Aufwendungen für Rechtsberatung und Wirtschaftsprüfungsdienstleistungen und beliefen sich im Jahr 2009 auf CHF 0,58 Mio. Im 1. HJ 2010 lagen diese bei CHF 0,24 Mio.



Quelle: Berechnungen GBC

Damit ergab sich im GJ 2009 ein negatives EBIT in Höhe von CHF –3,71 Mio., was insbesondere auf die Abwertungen von Finanzanlagen (ERPA) im Rahmen der Neustrukturierung des Projektportfolios zurückzuführen war. Auch im 1. HJ 2010 lag das EBIT aus den gleichen Gründen noch mit CHF –0,95 Mio. im negativen Bereich.

Die PKAG generiert zudem aus den gegebenen Darlehen an die CDM-Projektbesitzer Zinserträge, die sich im 1. HJ 2010 auf CHF 0,14 Mio. beliefen. Zinsaufwendungen fallen nur in vernachlässigbarer Höhe an, da kein Gebrauch von Darlehen gemacht wird.

Auf Grund der Tatsache, dass die Gesellschaft noch defizitär ist, fallen zudem keine Steueraufwendungen an.

Auch das Periodenergebnis lag im GJ 2009 und im 1. HJ 2010 mit CHF –3,54 Mio., respektive CHF –0,78 Mio., noch im negativen Bereich.

Prognosen und Annahmen

Projektpipeline - Neue Projektbeteiligungen angestrebt - Asien bleibt Zielmarkt

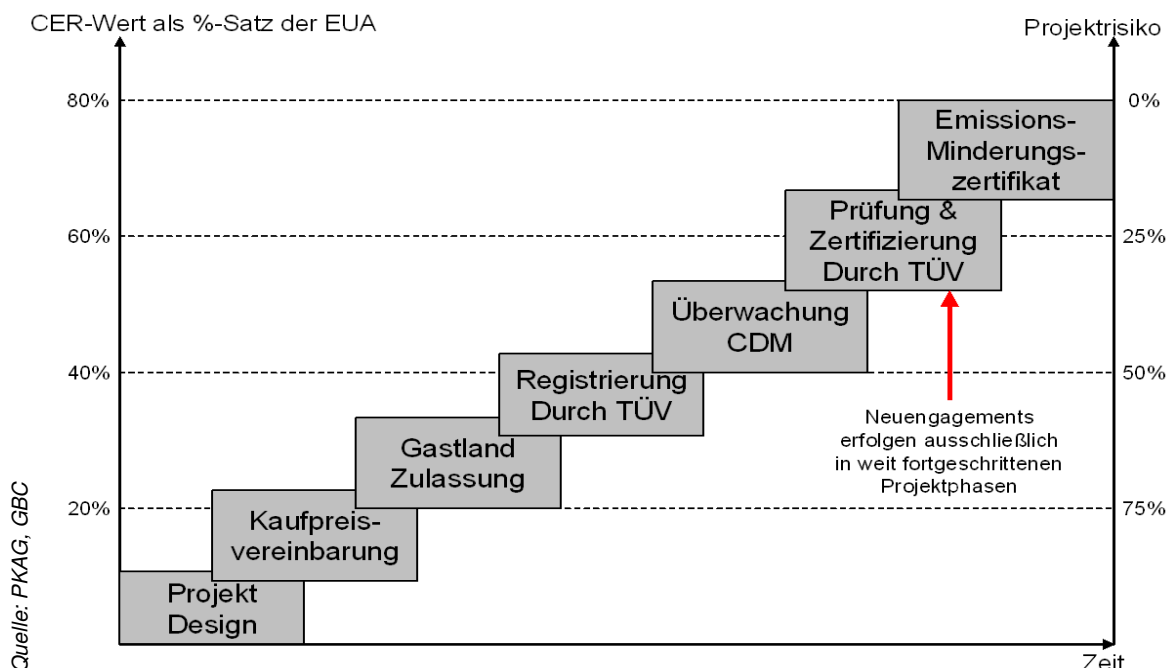
Während der internationalen Finanzkrise ist der Markt für CDM-Projekte massiv unter Druck geraten. Allein im Jahr 2009 sanken die Investitionen in solche Projekte um 59 %. Hintergrund waren die schwierigen finanziellen Rahmenbedingungen bei vielen der finanzierenden Parteien. Aus diesem Grund hat sich der CDM-Markt zu einem Käufermarkt entwickelt, mit einer Reihe von Projekten die zwar bereits weit vorangeschritten sind bzw. sich bereits in der Prüfungs- und Zertifizierungsphase befinden, aber eine Projektfortsetzung von neuen Finanziers und Investoren abhängig ist, da bisherige Kapitalgeber eine Fortsetzung nicht durchführen konnten oder wollten.

Mit diesem Hintergrund ergeben sich attraktive Möglichkeiten, neue Projekte in bereits fortgeschrittenen Projektphasen zu akquirieren und diese schnell zu finalisieren, um entsprechende CERs zu erhalten. Die PKAG hat in diesem Rahmen derzeit 51 Projekte identifiziert. Davon befinden sich 47 Projekte in Südostasien, was insgesamt weiterhin die Region der meisten ansässigen CDM-Projekte bleibt. Technologisch hat sich die PKAG mit der Reorganisation des Projektportfolios auf die Bereiche Biomasse, Biogas und Wasserkraft fokussiert. In diesen Bereichen sind auch die benannten potenziellen Zielobjekte aktiv.

Alle potenziellen Neuprojekte befinden sich in einer fortgeschrittenen Projektphase, kurz vor oder bereits in der Registrierung, womit der Erhalt von CERs noch vor dem 31.12.2012 als wahrscheinlich erachtet werden kann. Von einer vollständigen Realisierung der Projektpipeline ist dabei nicht auszugehen. Laut Unternehmensaussagen ist eine Zahl von 5-10 Projekten nach einer eingehenden Prüfung und Due Dilligence als Investitionsobjekt wahrscheinlich.

Ziel bei den neuen Projekten, anders als bei den schon bestehenden Projekten, ist ein Co-Investment neben dem bisherigen Eigentümer. Mit diesem Hintergrund ist es der PKAG möglich, eine stärkere Kontrolle als bisher über das Projekt auszuüben und so die Wahrscheinlichkeit einer rechtzeitigen Registrierung zu erhöhen. Zudem erlaubt eine Beteiligung an den Projekten eine Erweiterung der Erlösquellen, da neben dem Erhalt von Zertifikaten auch aus der Einspeisung der erzeugten Energie profitiert werden kann. Auch der Verkauf von Abfallprodukten aus Biogas- und Biomasseprojekten, etwa als Düngemittel, ist hierbei eine weitere mögliche Ertragsquelle.

Die Investition in fortgeschrittene Projekte verringert das Ausfallrisiko erheblich und erhöht im Umkehrschluss die Wahrscheinlichkeit CERs zu erhalten (siehe Grafik unten). Zudem steigt der Wert der CERs mit zunehmendem Projektverlauf weiter an, bis hin zum aktuellen Marktwert bei final registrierten Projekten. Insgesamt wird damit auch das zukünftige Risiko weiterer Abschreibungen auf ERPA's gemindert.



Umsatzprognosen - deutlicher Umsatzzuwachs in den kommenden Jahren erwartet

Nr.	Projekt	Erwartete Anzahl der Zertifikate (CER) pro Jahr	Erwartete Registrierung	Zeitraum des Erhalts von CERs in Jahren	Vereinbarter Kaufpreis CERs in CHF
1	Biogas-Projekt in Krabi, Thailand	40.004	Q2 2011	10	10,67
2	Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Roi Et, Thailand	64.260	Q1 2011	10	10,67
3	Abwärmenutzungs-Projekt in Shuncheng, Henan, China	129.888	2. HJ 2011	7	10,67
4	Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Sanmexia, Henan, China	107.616	Q1 2012	7	10,67
5	Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Anyang Guangyuan, Henan, China	100.514	1. HJ 2012	7	10,67
6	Energieeffizienz-Projekt in Shangrao, Jiangxi, China	174.000*	1. HJ 2014	7	10,67
7	Wasserenergie-Projekt in Youfang Zhenxiong, Yunnan, China	18.480	1. HJ 2012	7	10,67
8	Wasserenergie-Projekt in Shanshuxiang, Yunnan, China	31.010	1. HJ 2012	7	10,67
9	Wasserenergie-Projekt in Wenshui Zhenxiong, Yunnan, China	32.420	2. HJ 2011	7	10,67
	Summe	698.192			

Quelle: PKAG, GBC; * Projekt 6 wird auf Grund der erwarteten Fertigstellung in 2014 nicht in den Umsatzschätzungen berücksichtigt

Die obige Tabelle wiederholt das derzeitige Portfolio der PKAG zum 30.06.2010. Alle Projekte sind der Kategorie 1 und 2 zuzuordnen und haben damit eine hohe Wahrscheinlichkeit im Zeitraum bis 31.12.2012 fertiggestellt und registriert zu werden. Eine Ausnahme bildet dabei das Projekt 6, das voraussichtlich erst im Jahr 2014 zur Registrierung kommen wird. Da eine rechtsverbindliche Grundlage über das Jahr 2012 hinaus aktuell noch nicht existiert, beziehen wir dieses Projekt nicht in unsere Planungen mit ein, auch wenn wir davon ausgehen, dass in den kommenden Jahren eine multinationale Nachfolgevereinbarung zum Kyoto-Protokoll gefunden werden wird. Bereits im Q1 2011 soll die erste Registrierung eines Projektes (Projekt 2) erfolgen. Bis zum Ende des Jahres 2011 sind dann insgesamt 4 Fertigstellungen geplant (Projekte 1, 2, 3 und 9).

Die obigen Planungen berücksichtigen nur den Anteil an CERs, welche die PKAG im Rahmen der abgeschlossenen ERPA tatsächlich erhalten wird und nicht die Gesamtzahl an aus den Projekten generierten CERs. Mit Registrierung aller Projekte zum Ende des Jahres 2012 werden in der Folge erwartungsgemäß 524.192 CERs pro Jahr generiert werden (ohne Projekt 6). Die Laufzeit der Vereinbarungen ist dabei zwischen 7 und 10 Jahre angelegt. Für alle bis zum 31.12.2012 finalisierten und registrierten Projekte werden die CER dann auf Grund der überarbeiteten ETS-Richtlinie der EU bis zum Jahr 2020 akzeptiert, so dass diese bis dahin in Europa als Äquivalent zu den europäischen EUAs gehandelt werden können.

Mit Finalisierung und Registrierung der Projekte erhalten die Projektbesitzer die entsprechenden CERs ausgehändigt. In den ERPAs mit den Projektbesitzern hat die PKAG feste Abnahmepreise der CERs vereinbart. Im Durchschnitt schätzen wir einen Abnahmepreis von 8 € (CHF 10,67) pro Zertifikat.

Zu bemerken ist, dass wir in den Umsatzprognosen keine weiteren Akquisitionen von Neuprojekten berücksichtigt haben. Vielmehr haben wir nur die bereits bestehenden Projekte der Kategorien 1 und 2 in Betracht gezogen. Die erfolgreiche Akquisition von weiteren Projekten in den kommenden Jahren könnte die zukünftigen Umsatzerlöse höher ausfallen lassen. Konkrete Bemühungen hierfür unternimmt das Unternehmen bereits (siehe Seite 18). Aus Vorsichtsgründen haben wir dieses Szenario jedoch nicht berücksichtigt.

Als Verkaufspreiserwartung haben wir die durchschnittliche Preiserwartung für CERs basierend auf den derzeitigen Prognosen herangezogen und diese nochmals mit einem Sicher-

heitsabschlag von 10 % versehen (siehe Seite 12). Die Umsatzerwartungen berechnen sich damit aus dem Produkt der erhaltenen CERs und der Differenz aus dem erwarteten Marktpreis (GBC-Erwartung inkl. Abschlag zum Konsens) und dem vereinbarten Abnahmepreis vom Projekteigentümer (Anzahl CERs * [erwarteter Marktpreis CERs - Abnahmepreis CERs]).

Diese Annahmen zu Grunde gelegt, resultieren für die Jahre 2011 bis 2020 die folgenden erwarteten Umsatzerlöse aus den bestehenden CDM-Projekten:

in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Erwartete CER-Preise in CHF (siehe S. 12)**	15,55	19,09	22,63	23,29	23,96	24,62	25,28	25,94	26,60	27,26	27,92
1 Biogas-Projekt in Krabi, Thailand		0,169	0,479	0,505	0,532	0,558	0,585	0,611	0,637	0,664	0,690
2 Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Roi Et, Thailand		0,406	0,769	0,811	0,854	0,896	0,939	0,981	1,024	1,066	1,109
3 Abwärmennutzungs-Projekt in Shuncheng, Henan, China		0,274	1,554	1,640	1,726	1,812	1,898	1,984	1,552		
4 Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Sanmexia, Henan, China			0,644	1,359	1,430	1,501	1,572	1,644	1,715	0,893	
5 Biomasse-Verbrennungs-Projekt in Anyang Guangyuan, Henan, China			0,601	1,269	1,336	1,402	1,469	1,535	1,602	0,834	
7 Wasserenergie-Projekt in Youfang Zhenxiong, Yunnan, China		0,039	0,221	0,233	0,246	0,258	0,270	0,282	0,221		
8 Wasserenergie-Projekt in Shanshuxiang, Yunnan, China			0,186	0,392	0,412	0,433	0,453	0,474	0,494	0,257	
9 Wasserenergie-Projekt in Wenshui Zhenxiong, Yunnan, China			0,194	0,409	0,431	0,452	0,474	0,495	0,517	0,269	
Summe	0,000	0,887	4,647	6,619	6,966	7,312	7,659	8,006	7,762	3,984	1,799

Quelle: Berechnungen GBC; * Projekt 6 wird auf Grund der erwarteten Fertigstellung in 2014 nicht in den Umsatzschätzungen berücksichtigt; ** Umrechnung erfolgt auf Basis eines Wechselkurses CHF/EUR von 0,75

Da sich die Vielzahl der Projekte noch in der Errichtungsphase befinden und eine Registrierung dieser bis zum 31.12.2012 zwar geplant und möglich, aber dennoch mit Unsicherheiten belastet ist, nehmen wir konservativ auf die obig kalkulierten Umsatzerwartungen pauschal einen Risikoabschlag (Abschlagsfaktor) in Höhe von 25 % vor. Damit ergeben sich entsprechend die folgenden Umsatzplanungen, welche wir für die weitere Kalkulation heranziehen.

in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse nach Abschlag in Höhe von 25 %	0,000	0,665	3,486	4,964	5,224	5,484	5,744	6,004	5,821	2,988	1,349

Zusätzlich zu den Umsatzerlösen aus den zu erhaltenen CERs (aus den bestehenden CDM-Projekten) erwarten wir, dass die PKAG Umsatzerlöse aus Consultingdienstleistungen erzielen wird. So wurde beispielsweise im Oktober 2010 eine strategische Kooperation mit dem amerikanischen erneuerbare Energien Projekt-Integrator ClimeCo abgeschlossen. Durch die Kooperation sollen beide Gesellschaften voneinander profitieren können. So bringt die PKAG ihre Expertise in den Bereichen der Projektregistrierung und –finanzierung in die Partnerschaft ein und kann im Gegenzug von ClimeCo's Know-how im technologischen Bereich profitieren. Auch neue Märkte, wie etwa die USA, könnten damit erschlossen werden.

Zudem bestehen Kooperationen mit Einrichtungen wie dem TÜV Nord, TÜV Süd und anderen Partnern, mit welchem wir pro Jahr Consultingumsätze im niedrigen sechsstelligen Bereich erwarten, wobei auch für weitere Parteien ähnliche Consultingdienstleistungen erbracht werden könnten. Darüber hinausgehende mögliche Erfolge aus der Kooperation haben wir indes in unseren Planungen noch unberücksichtigt belassen.

Damit ergibt sich für die Jahre 2010 bis 2020 folgende Gesamtumsatzprojektion:

in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse nach Abschlag in Höhe von 25 %	0,000	0,665	3,486	4,964	5,224	5,484	5,744	6,004	5,821	2,988	1,349
Consultingumsätze	0,140	0,175	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Gesamtumsatzerlöse	0,140	0,840	3,686	5,164	5,424	5,684	5,944	6,204	6,021	3,188	1,549

Ergebnisprognosen - positive Ergebnisse bereits in 2012 erwartet

in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtumsatzerlöse	0,140	0,840	3,686	5,164	5,424	5,684	5,944	6,204	6,021	3,188	1,549
Projektaufwendungen	-0,440	-0,500	-0,715	-1,400	-1,900	-0,050	-0,050	-0,050	-0,050	-0,050	-0,050
Personalaufwand	-0,410	-0,450	-0,500	-0,550	-0,600	-0,600	-0,600	-0,600	-0,600	-0,600	-0,600
Verwaltungsaufwand und sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,525	-0,340	-0,225	-0,250	-0,300	-0,300	-0,300	-0,300	-0,300	-0,300	-0,300
EBIT	-1,235	-0,450	2,246	2,964	2,624	4,734	4,994	5,254	5,071	2,238	0,599
Zinsergebnis	0,046	0,015	0,010	0,060	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Steueraufwand	0,000	-0,059	-0,307	-0,437	-0,460	-0,483	-0,506	-0,528	-0,512	-0,263	-0,119
Jahresüberschuss	-1,189	-0,493	1,949	2,587	2,364	4,452	4,689	4,926	4,759	2,175	0,681

Quelle: Berechnungen GBC

Die Kostenbasis der PKAG ist sehr schlank angelegt. In den kommenden drei Jahren sollten insbesondere noch die Aufwendungen für die verschiedenen CDM-Projekte im Portfolio verstärkt anfallen, um diese zu errichten und zur Registrierung zu begleiten. Ab dem Jahr 2015 sollten diese projektbezogenen Aufwendungen dann entfallen und nur noch Kosten für das Monitoring der Anlagen in sehr geringen Größenordnungen anfallen.

Bei den Personalaufwendungen (inkl. Managementvergütung) erwarten wir über die kommenden Jahre keine starken Veränderungen und gehen davon aus, dass ein Anstieg über einen Betrag von CHF 0,60 Mio. hinaus nicht erfolgen wird, da eine wesentliche Erweiterung des bestehenden Teams aus aktueller Sicht nicht erforderlich scheint.

Die Verwaltungs- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen liegen erwartungsgemäß im Jahr 2010 deutlich über dem erwarteten Schnitt der kommenden Jahre. Dies ist insbesondere auf Transaktionskosten, Due Dilligence-Kosten und Rechtsberatungskosten im Zuge von Projektakquisitionen zu sehen. Die erwarteten Kosten für die Kapitalerhöhung haben wir im Jahr 2011 mit 7 % vom Emissionsvolumen (CHF 2 Mio.) berücksichtigt.

In den kommenden Jahren sollten diese Kosten dann nicht mehr in diesem Umfang anfallen und auf ein normalisiertes Niveau zurückfallen. Insbesondere sind in dieser Position dann Kosten für Wirtschaftsprüfung, Rechtsberatung, Büromieten, Börsennotiz und ähnliches enthalten.

Die verstärkt anfallenden CERs in den kommenden Jahren werden zu einer starken Erhöhung der Cash-Zuflüsse führen, was sich entsprechend positiv auf das Zinsergebnis auswirken sollte. Dies gilt insbesondere für die Perioden nach 2014, da dann keine erheblichen Investitionen in die Projekte mehr zu erwarten sind. Zinsaufwendungen erwarten wir hingegen nicht, da die PKAG keinen Gebrauch von verzinlichem Fremdkapital macht.

Durch die Beteiligungen der PKAG an ausländischen Unternehmungen gilt ein ermäßigter Steuersatz in Höhe von 8,8 %. Entsprechend niedrig fällt der erwartete Steueraufwand in den kommenden Jahren aus, trotz stark steigender Umsatzerlöse und Vorsteuerergebnisse.

Entsprechend diesen Projektionen erwarten wir bereits für das Jahr 2012 einen positiven Jahresüberschuss von CHF 1,95 Mio. und stark steigende Ergebnisse in den Folgejahren. In den Perioden 2019 und 2020 flachen die Ergebnisse dann wieder ab, da für den Großteil der Projekte die ERPAs dann bereits ausgelaufen sind und keine weiteren Zertifikate mehr erhalten werden.

Hinweis: Es sei darauf hingewiesen, dass wir keine Akquisition weiterer Projekte antizipiert und lediglich die Erwartungen und CER-Zuflüsse für die bestehenden Projekte prognostiziert haben. Bei entsprechenden neuen rechtlichen Grundlagen könnten zudem auch Zertifikate für die bestehenden Projekte über den von uns prognostizierten Zeitraum hinaus ausgegeben werden. Zudem haben wir in den Prognosen einen Mittelzufluss aus der geplanten Kapitalerhöhung in Höhe von CHF 2,0 Mio., zur Umsetzung der bestehenden Projekte, berücksichtigt.

SWOT - ANALYSE PURE Klimaschutz AG

Stärken

- Verwaltungsrat und Management Team mit langjährigen Erfahrungen in den Bereichen Beteiligungen, Corporate Finance und Erneuerbare Energien
- Flache Kostenstruktur ermöglicht Turnaround bereits wenige Monate nach erfolgter Registrierung der Projekte
- Starke Kompetenz im Bereich des Registrierungsprozesses von CDM-Projekten erhöht nicht nur die Wahrscheinlichkeit der Projektfinalisierung, sondern ermöglicht auch die Weitergabe von Know-how an Dritte und damit zusätzliche Einkommensquellen
- Die erfolgte Konsolidierung des Portfolios ermöglicht eine Konzentration auf die aussichtsreichsten Projekte und damit eine schnelle Finalisierung dieser Projekte

Schwächen

- Die Diversifikation der Projekte ist zahlenmäßig und regional noch sehr gering
- Die noch sehr kleine Unternehmensgröße und der damit geringe finanzielle Spielraum limitiert derzeit noch das Wachstumspotenzial
- Erst drei Projekte sind derzeit der Kategorie 1 zuzuordnen und stehen damit kurz vor einer Registrierung

Chancen

- Die klimapolitischen Ziele in Europa sind eindeutig definiert und unangefochten. Eine Beibehaltung der Anreize für klimaschonende Energieprojekte ist damit sehr wahrscheinlich
- Mit einer rechtlich verbindlichen Nachfolgevereinbarung zum Kyoto-Protokoll könnte eine Emission von Klimazertifikaten oder ähnlichen Anreizen auch nach dem Jahr 2020 erfolgen
- Mit dem Erwerb von direkten Anteilen an Projekten könnte die PKAG zusätzlich zu den CERs auch von weiteren Einkommensströmen, wie etwa Einspeisevergütungen, profitieren
- Kooperationen mit anderen Unternehmen (wie z.B. jüngst bekanntgegeben mit ClimeCo) könnten die Expansion auf andere Märkte und den Einstieg in neue Technologiebereiche beschleunigen

Risiken

- Der Zertifizierungsprozess einiger Projekte könnte bis Ende 2012 noch nicht abgeschlossen sein und damit die CERs nicht für den europäischen Emissionshandel zugelassen werden
- Die Registrierung von Projekten könnte verweigert werden, da diese nicht den hohen Anforderungen für CDM-Projekte entsprechen
- Die Marktpreise für CERs könnten in den kommenden Jahren fallen, was die Erträge der PKAG entsprechend mindern würde
- Geopolitische Probleme in den Drittstaaten in denen die CDM-Projekte betrieben werden (derzeit China und Thailand), könnten dazu führen, dass die Umsetzung verzögert oder behindert wird.

Bewertung

Bestimmung Bewertungsverfahren

Der Erhalt von CERs durch die PKAG aus den CDM-Projekten ist auf Grundlage der heutigen internationalen und europäischen Gesetzgebung zeitlich beschränkt. Auch wenn die Förderung von erneuerbaren Energien auf internationaler Ebene ein maßgebliches Thema bleiben wird, kann vom heutigen Kenntnisstand konservativ noch nicht davon ausgegangen werden, dass Cashflows aus den derzeit bestehenden Projekten auch nach dem Jahr 2020 generiert werden können. Vor diesem Hintergrund ist die Auswahl eines adäquaten Bewertungsverfahrens eine zentrale Problemstellung.

Eine Bewertung anhand des Multiplikatorverfahrens (Peer-Group-Bewertung) erscheint uns auf Grund der unterschiedlichen Größenordnungen und Reifegrade von möglichen Vergleichsunternehmen, wie Camco International Ltd. oder Trading Emissions plc., nicht geeignet. Zudem ist der lange Prognosehorizont bis 2020 für eine Multiple-Bewertung nicht angebracht.

Ein Bewertungsverfahren nach der Discounted Cash Flow-Methode erscheint uns hier passender, da die Zuflüsse aus dem Erhalt von CERs bis zum Jahr 2020 prognostizierbar sind und zudem auf einer sicheren Rechtsgrundlage gründen.

Da wir gemäß unseren Prognosen nicht davon ausgehen, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren Dividenden ausschütten wird, scheidet ein Dividendendiskont-Verfahren als mögliche Alternative aus. Auch eine Bewertung auf Basis der erwarteten Free-Cash-Flows erscheint uns nicht geeignet. Zwar gehen wir davon aus, dass die PKAG bereits ab dem Jahr 2012 positive freie Cashflows erwirtschaften wird, jedoch entfällt bei der Anwendung eines Free Cashflow-Modells der Großteil des berechneten Unternehmenswertes in den Endwert (Terminal Value). Da die Zuflüsse aus den ERPAs (CERs) derzeit nicht über das Jahr 2020 hinaus gesichert sind, würde diese Bewertungsmethode zu inadäquaten Ergebnissen führen, welche die Erfolge der kommenden 10 Jahre nur unzureichend reflektiert.

Anwendbar erscheint uns daher ausschließlich das Residualeinkommens-Modell (RI-Modell), bei welchem sich der Unternehmenswert aus den zwei Komponenten Buchwert des Eigenkapitals und der Summe der abgezinsten erwarteten Residualeinkommen zusammensetzt. Das Residualeinkommen bestimmt sich dabei aus dem erwarteten Jahresüberschuss, abzüglich den in Geldeinheit ausgedrückten Eigenkapitalkosten (Equity Charge).

Das RI-Modell gewichtet die Wertschöpfung der nahen Zukunft stärker, was im vorliegenden Fall zu keinen Verzerrungen durch eine Endwertbetrachtung führt und daher im Fall der PKAG als realitätsnäher zu erachten ist und auch den NAV-Charakter von Beteiligungsgesellschaften stärker widerspiegelt. Aus diesen Gründen haben wir das RI-Modell als heranzuziehendes adäquates Bewertungsverfahren gewählt.

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die erwarteten Residualeinkommen werden mit den erwarteten Eigenkapitalkosten abgezinst. Diese bestimmen sich gemäß dem Capital Asset Pricing Modell (CAPM) aus dem Produkt der Marktrisikoprämie und dem Unternehmensbeta, zuzüglich der risikolosen Rendite.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 2,5 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktrisikoprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,91.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 13,0 %. Eine Berücksichtigung der Fremdkapitalkosten zur Berechnung der Gesamtkapitalkosten ist nicht erforderlich, da das Unternehmen über keinerlei verzinsliches Fremdkapital verfügt und auch in den kommenden Jahren ausschließlich auf Eigenkapital zurückgreifen will.

Residualeinkommens-Modell - fairer Wert errechnet sich mit CHF 0,72

Für die Jahre 2010 bis 2020 haben wir folgende Jahresüberschüsse ermittelt (siehe Seite 21):

in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss (JÜ)	-1,189	-0,493	1,949	2,587	2,364	4,452	4,689	4,926	4,759	2,175	0,681

Ausgehend von einem ausgewiesenen Eigenkapital zum 30.06.2010 in Höhe von CHF 6,416 Mio. ergeben sich auf Basis der obig erwarteten Jahresüberschüsse sowie der Annahme das keine Dividenden ausgeschüttet werden, folgende Eigenkapitalprojektionen (z.B. EK 2014e = EK 2013e + Jahresüberschuss 2013e). Im GJ 2011 haben wir dabei einen Zufluss aus der geplanten Kapitalerhöhung in Höhe von CHF 2,0 Mio. angenommen.

in Mio. CHF	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Eigenkapital (EK)	6,003	7,510	9,459	12,046	14,410	18,862	23,551	28,477	33,236	35,411	36,092

Unter der Verwendung des bestimmten Eigenkapitalkostensatzes von 13,0 % lassen sich nun die in Geldeinheiten ausgedrückten Eigenkapitalkosten (Equity Charge) bestimmen (z.B. Equity Charge 2014e = EK 2013e * 13,0 %).

in Mio. CHF	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Equity Charge (EC)	0,780	0,976	1,230	1,566	1,873	2,452	3,062	3,702	4,321	4,603

Das Residualeinkommen (RI) bestimmt sich nun aus der Differenz zwischen erwartetem Jahresüberschuss und erwartetem Equity Charge (z.B. RI 2014e = JÜ 2014e - EC 2014e).

in Mio. CHF	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Residualeinkommen (RI)	-1,274	0,973	1,358	0,799	2,578	2,237	1,864	1,057	-2,146	-3,923

Die ermittelten Residualeinkommen werden nun unter Verwendung des ermittelten Eigenkapitalkostensatzes von 13,0 % auf den Bewertungsstichtag (31.12.2010) abgezinst.

in Mio. CHF	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Diskontiertes Residualeinkommen (RI)	-1,127	0,762	0,941	0,490	1,399	1,074	0,792	0,398	-0,714	-1,156

Als fairer Unternehmenswert ermittelt sich nun, aus der Summe des erwarteten Buchwertes zum Ende des GJ 2010 (Buchwert 30.06.2010 + JÜ im 2. HJ 2010) zuzüglich der Summe der abgezinsten Residualeinkommen, ein Wert von **CHF 8,86 Mio.** Durch eine Kapitalerhöhung um CHF 2,0 Mio. zu einem Platzierungspreis von CHF 0,30 je Aktie sollte sich die Aktienanzahl von derzeit 5,68 Mio. Stück um 6,67 Mio. Stück auf 12,34 Mio. Stück erhöhen. Der Wert pro Aktie entspricht damit **CHF 0,72.**

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert bei vollständiger Projektumsetzung bei CHF 1,02

Die Sensitivität des fairen Unternehmenswertes ermittelt sich aus der Variation der Eigenkapitalkosten sowie dem Abschlagsfaktor, welcher die Wahrscheinlichkeit der Realisierung aller derzeit im Portfolio befindlichen Projekte widerspiegelt. In unserem Basisszenario sind wir von einer 75 %igen Umsetzung der Projekte ausgegangen (Abschlagsfaktor 0,25). Mit einer vollständigen Umsetzung (100 %) der bestehenden Projektpipeline (Abschlagsfaktor 0,0) würde sich der erwartete faire Wert entsprechend deutlich erhöhen.

	Eigenkapitalkosten				
	11,0 %	12,0 %	13,0 %	14,0 %	15,0 %
Abschlagsfaktor					
0,00	1,25	1,13	1,02	0,92	0,84
0,25	0,88	0,80	0,72	0,65	0,58
0,50	0,52	0,47	0,42	0,37	0,33

Fazit - Interessante Investmentchance im Bereich Klimaschutz - Fairer Wert je Aktie von CHF 0,72 - attraktives Kurspotenzial - Rating KAUFEN

Um den schädlichen Emissionsausstößen und der globalen Erderwärmung entgegenzuwirken, wurde 1997 das Kyoto-Protokoll verabschiedet. Dieses trat 2005 in Kraft und verpflichtet die Unterzeichnerstaaten bis zum Jahr 2012 zu einer Reduktion der Treibhausgasemissionen um insgesamt -5,2 %, verglichen mit dem Basisjahr 1990. Innerhalb der Europäischen Union beträgt die Reduktionsverpflichtung -8 %; in Deutschland - als größte Industrialisierung - sogar -21 %.

Um diese Ziele zu erreichen, wurden verschiedene Mechanismen ins Leben gerufen. Dabei ist in Europa mit dem EU-Emissionshandelssystem (EU Emission Trading Scheme = EU ETS) das größte Handelssystem entstanden, mit einem Anteil am weltweiten CO₂-Markt von über 80 % im Jahr 2009.

Während die CO₂-Zertifikate über das EU ETS zugeteilt oder versteigert werden, können CO₂-Zertifikate auch über zwei weitere im Kyoto-Protokoll vorgesehene Mechanismen erworben werden: Joint Implementation (JI) und Clean Development Mechanism (CDM). Die PURE Klimaschutz AG (PKAG) ist im Bereich der CDM aktiv, wobei emissionsmindernde Projekte in Entwicklungs- und Schwellenländern umgesetzt werden, welche keine eigene Reduktionsverpflichtung haben. Als Ausgleich für die Emissionsminderung erhalten die Projekteigentümer von den Vereinten Nationen Zertifikate (sog. Certified Emission Reduction = CER). Diese im Rahmen von CDM-Projekten erworbenen CERs sind innerhalb des europäischen Handelssystems akzeptiert und können als Äquivalent zu den Emissionszertifikaten der EU (European Union Allowances = EUA) gehandelt werden.

Im Bereich der projektbasierten Mechanismen, also der nicht zugeteilten oder versteigerten Zertifikate, ist der CDM-Markt mit einem Anteil von rund 80 % mit Abstand der Größte. Entsprechend interessante Möglichkeiten ergeben sich in diesem Bereich, in welchem auch die PKAG aktiv ist.

Derzeit befinden sich 9 Projekte der PKAG im Umsetzungs- bzw. Registrierungsprozess. Diese sind dabei in Thailand und China angesiedelt. Der Wertansatz aller dieser Projekte betrug zum 30.06.2010 CHF 5,94 Mio. Es wird erwartet, dass bereits im Q1 2011 das erste dieser Projekte den Registrierungsprozess erfolgreich durchlaufen haben wird und erste CERs generiert. Weitere 3 Projekte sollen bereits im Jahresverlauf 2011 und 4 Projekte in 2012 folgen.

Daher gehen wir davon aus, dass bereits in 2012 8 Projekte CER generieren, womit auch der Break-even erreicht werden sollte. Dies ist auch mit dem Hintergrund der flachen Kostenstruktur der PKAG zu sehen. PKAG wird die CER aus den Projekten mindestens über Laufzeiten von 7-10 Jahren erhalten, womit bis 2020 stetige Einnahmen erzielt werden sollten. Denn für CDM-Projekte, die bis Ende 2012 registriert werden, akzeptiert die EU die daraus generierten CERs bis zum Jahr 2020.

Die Bewertung der PKAG haben wir anhand eines Residualeinkommens-Modells vorgenommen. Dabei setzt sich der Unternehmenswert aus dem Buchwert des Eigenkapitals zuzüglich der abgezinsten erwarteten Residualeinkommen zusammen. Dabei haben wir nur die bestehenden Projekte zur Bewertung herangezogen, welche bis zum 31.12.2012 voraussichtlich zur Registrierung kommen. Damit ist der Bewertungsansatz als sehr konservativ zu erachten. Zudem haben wir im Zuge der geplanten Kapitalerhöhung einen Zufluss an liquiden Mitteln in Höhe von CHF 2,0 Mio. angenommen. Entsprechend unserer Prognosen errechnet sich ein fairer Unternehmenswert von CHF 8,86 Mio. Bei einer Aktienanzahl von 12,34 Mio. Stück (nach Kapitalerhöhung), ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie in Höhe von CHF 0,72.

Angesichts eines derzeitigen Börsenkurses von CHF 0,30 (Aktie derzeit an der Börse Bern handelbar) und einem Zeichnungspreis für die geplante Kapitalerhöhung von ebenfalls CHF 0,30 errechnet sich ein attraktives Kurspotenzial. Das Rating für die PURE Klimaschutz AG lautet daher KAUFEN.

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 Angebotschreiben 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. 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/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: (5)

§ 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

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



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