



**Credit Research**



**7,25 % Unternehmensanleihe  
(Inhaberschuldverschreibung)**

**- Ressourcen schonen - Versorgung sichern -  
„Klimaschutz und attraktive Rendite für Ihr Depot“**

**Rating: Überdurchschnittlich attraktiv**

---

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

---



**Rating: Überdurchschnittlich attraktiv**

**FFK Environment GmbH <sup>\*4;5</sup>**



**Branche:** Ersatzbrennstoffe

**Mitarbeiter (Gruppe):**  
116 (31.12.10)

**Gründung:** 1992

**Firmensitz:** Peitz

**Geschäftsführer:** Frank Kochan; Friedrich Kochan; Roman Toedter

Die FFK Environment GmbH zählt zu den führenden Herstellern von klimafreundlichen Ersatzbrennstoffen aus Abfällen in Deutschland. Ersatzbrennstoffe ersetzen fossile Brennstoffe wie Braun- oder Steinkohle bei der Energieerzeugung in Kraftwerken und in der Zementindustrie. In den Geschäftsbereichen Logistik & Entsorgung, Rohstoffproduktion und Rohstoffhandel bietet das Unternehmen Leistungen rund um die Abfallentsorgung und die Rückführung von Sekundärrohstoffen in den Wertstoffkreislauf. Die FFK Environment betreibt die größte Anlage zur Herstellung von Ersatzbrennstoffen in Brandenburg mit einer jährlichen Verarbeitungskapazität von rund 280.000 Tonnen. Zu den Kunden der Gesellschaft zählen große Energieversorger wie Vattenfall oder E.ON sowie führende europäische Zementhersteller wie HeidelbergCement, Cemex oder Dyckerhoff. Im Jahr 2010 erwirtschaftete die FFK Environment eine Gesamtleistung von 26,5 Mio. € und mit einem EBIT von 3,3 Mio. € das beste Ergebnis der Unternehmensgeschichte.

**Stammdaten Anleihe**

Kupon:	7,25 %
Zins (eff.):	7,45 %
Laufzeit:	5 Jahre
Volumen:	bis zu 25 Mio. €
Ausgabe:	100 %

Stückelung:	1.000 EUR
Mindestanlage:	1.000 EUR
Zinszahlungen:	<b>1/4 jährlich*</b>
Rückzahlung:	100 %

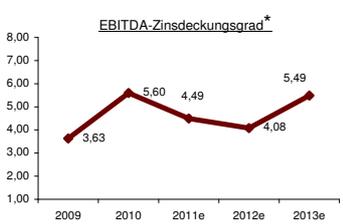
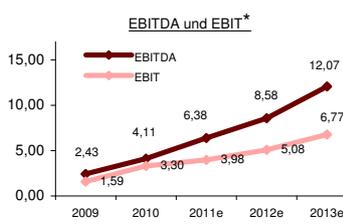
ISIN:	DE000A1KQ4Z1
WKN:	A1KQ4Z
Rating:	BB+
Rating von:	Creditreform

\*Zinstermine: 01.03.; 01.06; 01.09; 01.12

**Marktdaten Anleihe:**

Notierung: Qualitätssegment  
mittelstandsmarkt Düsseldorf

Zeichnung ab: 16.05.2011  
Zeichnung bis: 31.05.2011  
vorzeitige Schließung vorbehalten



**Historische Daten und Prognosen:**

GuV in Mio. EUR/GJ-Ende	31.12.09	31.12.10	31.12.11e*	31.12.12e*	31.12.13e*
Gesamtleistung	23,86	26,46	27,43	37,28	45,07
EBITDA	2,43	4,11	6,38	8,58	12,07
EBIT	1,59	3,30	3,98	5,08	6,77
Jahresüberschuss	0,90	1,94	1,76	2,02	3,40

**Kennzahlen**

Operativer Cashflow	-0,06	5,82
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	3,63	5,60
EBIT-Zinsdeckungsgrad	2,37	4,49
ROCE	16,2 %	41,6 %
Total Net Debt/EBITDA	2,92	2,08
Total Debt/Capital	66,4 %	61,6 %
EK-Quote	23,2 %	26,4 %

**Investorenschutzklauseln (Covenants) / Kündigungsoptionen**

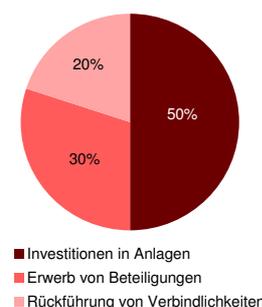
**Kündigungsoptionen (Emittentin)**

- frühestens zum 31.05.2014 und 31.05.2015

**Kündigungsoptionen (Anleihegläubiger)**

- Change of Control
- Zahlungsverzug > 60 Tage
- Ausschüttungssperre: Die Emittentin verpflichtet sich zur Einhaltung einer jährlichen Ausschüttungssperre von max. 250.000 € des Jahresgewinns

**Geplante Mittelverwendung aus Anleiheemission in %**



\*Post-Money, nach Anleiheemission auf Konzernbasis / FFK-Gruppe

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite IV

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Geschäftstätigkeit und Strategie.....	1
Unternehmensstruktur.....	1
Historie.....	1
Wertschöpfungskette.....	2
Zahlungsstromprofil.....	4
Organe der Gesellschaft.....	6

## Markt und Marktumfeld

Hintergrund.....	7
Energie aus Abfall.....	7
Marktumfeld in Deutschland.....	8
Marktumfeld und Potenziale in Europa.....	9
Polen, Ukraine und Rumänien.....	10
Nutzung von Energie aus Abfall.....	11

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	13
Geschäftsentwicklung 2009-2010.....	14
Umsatzentwicklung.....	14
Kostenentwicklung.....	14
Ergebnisentwicklung.....	15
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	16
Entwicklung Cashflow.....	17
Entwicklung Zinsdeckungsgrade.....	17
Anleiheinformationen und erwartete Mittelverwendung.....	19
Prognose und Modellannahmen.....	20
Strategie und Investitionsplanung.....	20
Umsatzprognosen.....	21
Ergebnisprognosen.....	22
Prognose der Bonitätskennzahlen (Holding).....	23
Prognose der Bonitätskennzahlen (Emittentin).....	25
Marktvergleich.....	26
Fazit .....	28

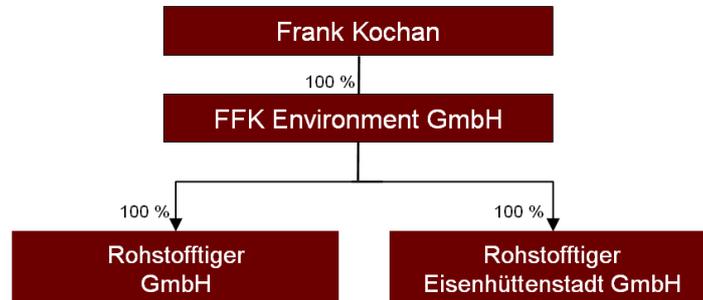
## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

## Unternehmen und Strategie

### Geschäftstätigkeit und Strategie

#### Unternehmensstruktur - klare Unternehmens- und Eigentümerstruktur

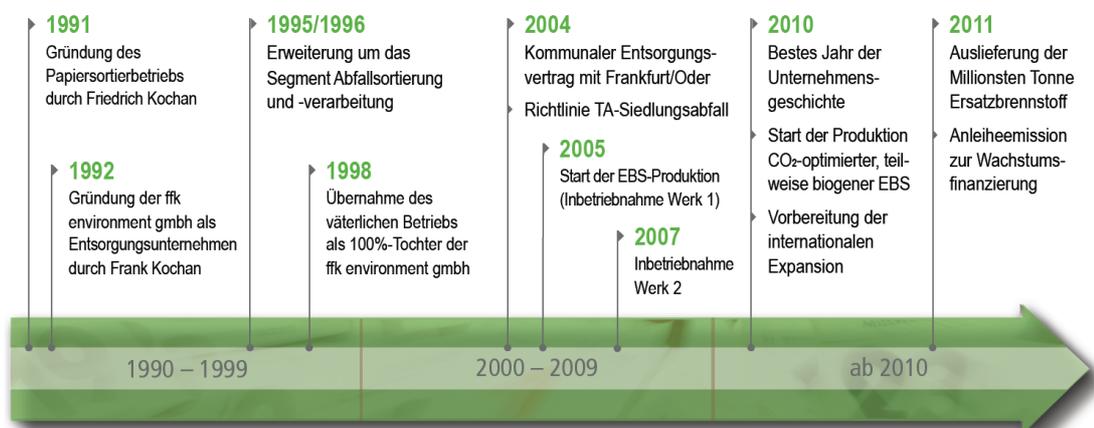


Quelle: FFK Environment GmbH

Die FFK Environment GmbH („FFK“) wurde im Jahr 1992 vom alleinigen Gesellschafter Frank Kochan in Peitz gegründet und fungiert als Holdinggesellschaft der FFK-Unternehmensgruppe. Das operative Geschäft wird indes derzeit überwiegend durch die Tochtergesellschaft Rohstoffiger GmbH ausgeübt. Die Rohstoffiger GmbH verfügt über zwei Verwertungsanlagen in Jänschwalde sowie Peitz (Brandenburg). Während der Standort Peitz zu einem Recyclingzentrum für die Aufbereitung von Altpapier und Kunststoffen ausgebaut wurde, entstanden am Standort Jänschwalde in den vergangenen Jahren vier Produktionslinien zur Herstellung von Ersatzbrennstoffen (EBS). Im Jahr 2011 soll zudem ein weiteres Werk in Berlin in Betrieb genommen werden. Die Anlagen gehören dabei laut FFK zu den effizientesten EBS-Produktionsanlagen Deutschlands, was die stetige Erhöhung des Outputs und der Produktqualität in den vergangenen Jahren bewiesen haben.

Die Rohstoffiger Eisenhüttenstadt GmbH wurde erst im August 2010 gegründet. Derzeit ist am Standort Eisenhüttenstadt die Errichtung eines weiteren Ersatzbrennstoffwerkes geplant, das dann im Jahr 2012 in Betrieb genommen werden soll (siehe Prognose und Modellannahmen auf Seite 21).

#### Historie - langjährige Erfahrung im Bereich der Abfallbeseitigung



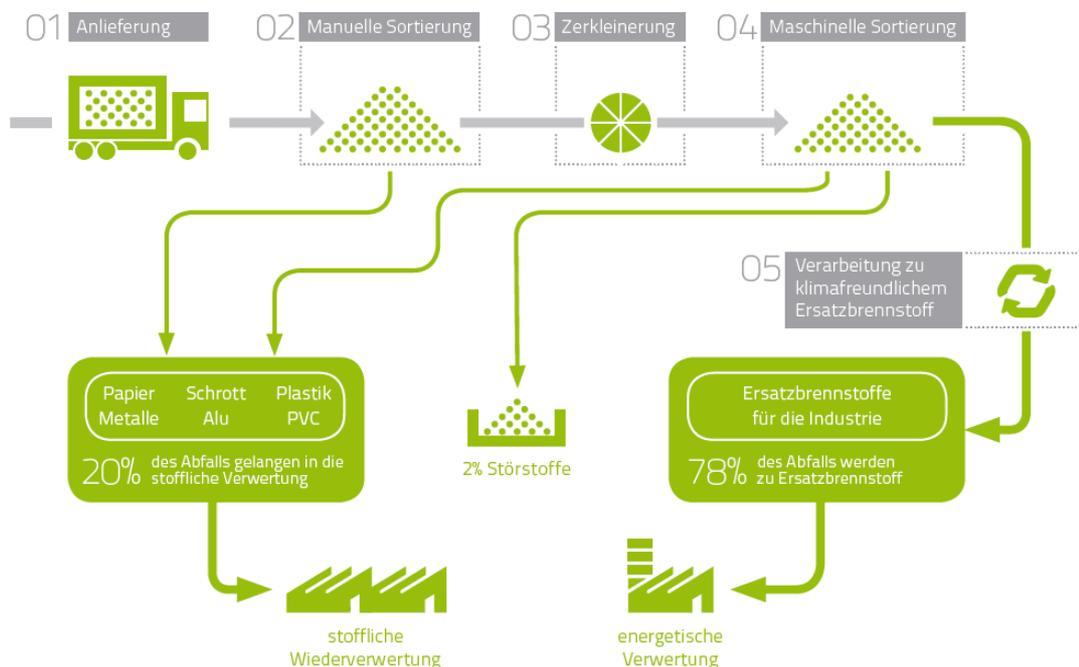
Quelle: FFK Environment GmbH

## Wertschöpfungskette - Rückgewinnung von Rohstoffen und Erzeugung von klimafreundlichen Ersatzbrennstoffen aus Abfällen

Mit der Umsetzung der EU-Richtlinie 1999/31/EG vom April 1999 ist die klassische Deponierung von Abfällen in Deutschland faktisch abgeschafft worden. Seither hat sich die Situation dahingehend verschoben, dass keine Deponierung ohne vorherige Vorbehandlung mehr stattfinden darf. Seit dem Jahr 2005 hat sich der Markt für Abfallaufbereitung vor diesem Hintergrund stark entwickelt. Während die Sammlung von Abfällen überwiegend regional von kleinen und mittelgroßen Unternehmen betrieben wird, ist die Wertschöpfungsstufe der Aufbereitung und Verwertung von mittelgroßen Mittelständlern bis großen Unternehmen besetzt, da die erforderlichen Investitionsvolumina für die Produktionslinien vergleichsweise hoch sind.

Das Kerngeschäft der FFK-Gruppe ist gemäß eigenen Angaben die Herstellung alternativer klimafreundlicher Brennstoffe aus Abfallströmen (sog. Ersatzbrennstoffe = EBS), was somit zur Ressourcenschonung beiträgt. Die EBS können von den Kunden wie etwa Zementherstellern und Kraftwerksbetreibern als Ersatz für fossile Energieträger verwendet werden. Damit wird Emission von Treibhausgasen vermindert. Da EBS zur Minderung von CO<sub>2</sub> beitragen, werden für die Verwendung zudem weniger CO<sub>2</sub>-Zertifikate im Rahmen der EU-Emissionsrichtlinie benötigt, womit sich für die Kunden der FFK neben dem ökologischen Aspekt auch ein ökonomisch gewichtiger Vorteil ergibt. Darüber hinaus werden EBS gemäß unserer Einschätzung auch auf Grund der erwartungsgemäß weiter steigenden Rohstoffpreise und der schnelleren Umsetzung der Energiewende durch den geplanten Atomausstieg eine weiterhin dynamisch steigende Bedeutung erlangen.

### Überblick Wertschöpfungsprozess FFK - aus Abfällen werden Ersatzbrennstoffe



Quelle: FFK

### Stufe 1. Gewinnung und Anlieferung von Abfällen

Als Inputstoffe dienen neben Hausmüll auch Baustellenabfälle, Gewerbeabfälle sowie Sortierreste von anderen Entsorgungsunternehmen. Die Hausabfälle werden dabei im Rahmen von langfristigen Verträgen zu einem großen Teil von Städten und Kommunen geliefert. Damit ist eine stabile Versorgung der Inputseite gesichert. Volatiler sind hingegen die Belieferungen durch Privat- und Geschäftskunden mit Baustellenabfällen, die in der Regel über Einzelverträge stattfinden. Um die Schwankungen so gering wie möglich zu halten, wird hier ein aktiver Vertrieb betrieben. Die Vertragslaufzeiten über Gewerbeabfälle mit Ge-

schäftskunden variieren je nach individueller Vereinbarung. Schwankungsausgleichend wirken nicht zuletzt Belieferungsverträge mit anderen Entsorgungsunternehmen.

Kunden für die Lieferung von Abfällen sind dabei etwa Kommunen wie die Stadt Frankfurt/Oder, Geschäftskunden wie bspw. die Metro-Gruppe, Entsorgungsunternehmen wie Veolia, aber auch Privat- und Geschäftskunden.

## **Stufe 2. Manuelle Sortierung von werthaltigen Rohstoffen (Recycling)**

Die Aufbereitung der Rohstoffe findet über eine systematische Trennung und Reinigung in den Produktionsstätten Jänschwalde statt. Im Rahmen dieses Prozesses werden im Durchschnitt ca. 20 % des Abfalls, insbesondere Metalle, Papier und Kunststoffe, aussortiert. Diese werden aufgrund der hohen Wertigkeit nicht für die Weiterverarbeitung zu EBS verwendet, sondern auf den lokalen und globalen Märkten gewinnbringend zu Marktpreisen weiterveräußert. Hierbei ist die FFK nicht an langfristige Verträge gebunden, da die Preise für diese Wertstoffe Schwankungen unterliegen. Ohne eine vertragliche Bindung kann die Veräußerung zu einem preislich günstigen Zeitpunkt erfolgen und unter Umständen bis zu diesem Zeitpunkt gelagert werden. Abnehmer für die Wertstoffe sind dabei Unternehmen aus der kunststoff- oder metallverarbeitenden Industrie im In- und Ausland.

## **Stufe 3./4. Zerkleinerung & Maschinelle Sortierung**

Die zur Weiterverarbeitung geeigneten Wertstoffe werden im Anschluss an die manuelle Sortierung zerkleinert und nochmals maschinell sortiert. Dabei werden insbesondere Störstoffe herausgefiltert, die zur Herstellung des EBS nicht tauglich sind. Im Rahmen dieses Prozesses werden jedoch lediglich 2 % des gesamten Inputs als untauglich herausgefiltert. Insgesamt erfolgt damit eine Aufbereitung und Weiterverwertung des Inputs in Höhe von 98 % und weist damit eine hohe ökologische und ökonomische Wertschöpfung auf.

## **Stufe 5. Verarbeitung zu klimafreundlichen Ersatzbrennstoffen (EBS)**

Die herausgefilterten und zerkleinerten Materialien werden nun aufbereitet, zu Ersatzbrennstoffen verarbeitet und an die Kunden ausgeliefert. Dabei werden laut FFK insgesamt durchschnittlich 78 % des Inputs zu EBS verarbeitet. Abnehmer für hochkalorische EBS, also EBS mit einem hohen Brennwert (>18 Megajoule/kg), sind dabei überwiegend Kunden aus der Zementindustrie. Große nationale und internationale Zementhersteller wie HeidelbergCement, CEMEX oder Dyckerhoff zählen zum Kundenkreis der FFK, wobei mittelfristige Lieferverträge abgeschlossen werden. Abnehmer für mittelkalorische EBS (12-18 Megajoule/kg) sind darüber hinaus Großkraftwerksbetreiber wie beispielsweise Vattenfall und E.ON. Mit diesen bestehen langfristige Lieferverträge.

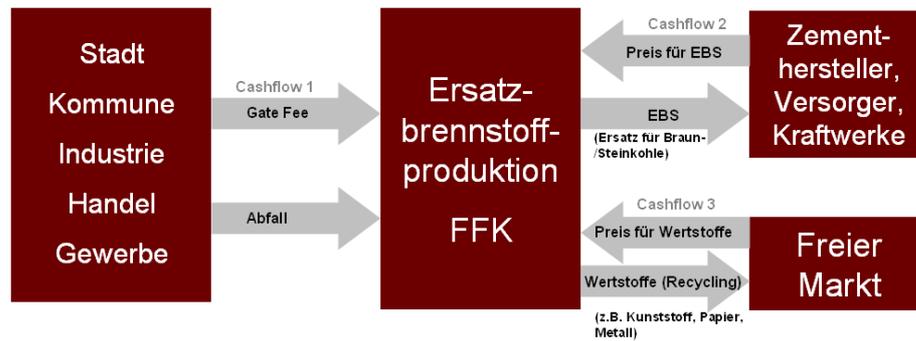
Mit einem Output von 280.000 Tonnen Ersatzbrennstoffen pro Jahr ist die FFK-Gruppe nach eigenen Angaben der größte Produzent von Ersatzbrennstoffen in Brandenburg. Besonderes Wachstumspotenzial in den kommenden Jahren besteht für das Unternehmen neben Deutschland zudem in Osteuropa. Durch die Deponierichtlinie der Europäischen Union wird die Deponierungsmöglichkeit von Abfällen stark eingeschränkt. Insbesondere in Polen, Ukraine und Rumänien besteht diesbezüglich noch ein enormer Nachholbedarf, weshalb hier zusätzlich besondere Wachstumschancen für die nächsten Jahre gesehen werden (siehe Prognose und Modellannahmen Seite 21ff).

Neben dem Kernbereich Rohstoffproduktion untergliedert sich das Geschäft der FFK in die zwei weiteren Bereiche Rohstoffhandel sowie Logistik & Entsorgung. Während im Bereich Rohstoffhandel die durch die Aufbereitung gewonnenen stofflichen Bestandteile wie Papier, Metall oder Kunststoff der Industrie als Rohstoffe wieder zugeführt werden, beschäftigt sich der Bereich Logistik & Entsorgung mit der Beseitigung von Abfällen der Bauwirtschaft, der Industrie sowie der Kommunen.

Dabei wickelt die FFK im Bereich Logistik & Entsorgung die Beschaffungstransporte von Grundstoffen für die Ersatzbrennstoffgewinnung ab und organisiert innersuropäische Abfalltransporte. Zudem werden in diesem Bereich Sanierungs- und Entsorgungskonzepte für Deponien, Kasernen, industrielle Anlagen und Großobjekte angeboten. Auch die Realisierung dieser Konzepte, etwa in Form von Altlastsanierungen oder Gebäuderückbauten gehört zum Leistungsumfang der Gesellschaft. Gefährliche Abfälle befinden sich dabei be-

wusst nicht im Fokus und Leistungsspektrum der Gesellschaft.

Zahlungsstromprofil - Drei starke Cashflowströme im Mix



Quelle: FFK

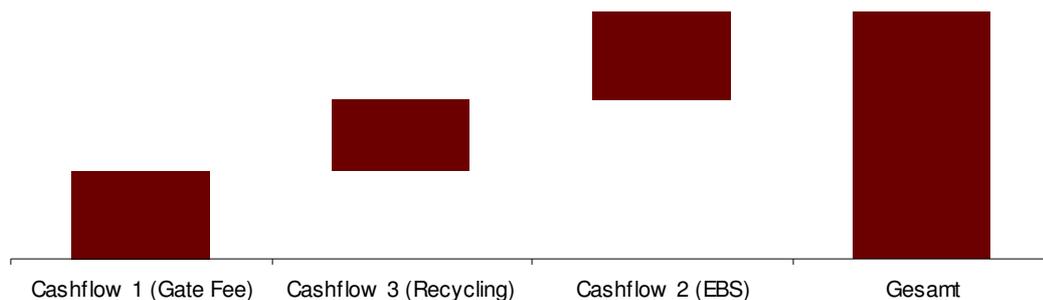
Die FFK-Gruppe generiert ihre Cashflows im Wege der Herstellung der EBS auf drei verschiedenen Wegen. Zum Einen bezahlen die Lieferanten der Input-Abfälle i.d.R. eine sogenannte Gate-Fee (**Cashflow 1**), also eine Gebühr für die Abnahme und umweltgerechte Entsorgung der Abfälle. Hierbei ist der deutsche Markt mittlerweile dadurch geprägt, dass die installierte Kapazität zur energetischen Verwertung die verfügbaren Stoffströme übersteigt, was dazu führte, dass in den vergangenen Jahren ein Preisverfall bei den Gate-Fees für Abfälle zu beobachten war. Daher ist es entscheidend über langfristige Lieferverträge zu verfügen, um eine konstante Auslastung der Produktionsanlagen zu gewährleisten. FFK hat dies wie oben beschrieben sichergestellt.

Die bei der Sortierung getrennten Wertstoffe, insbesondere Papier, Metalle und Kunststoffe, werden zudem auf dem freien Markt veräußert, woraus ebenfalls entsprechende Cashflows (**Cashflow 3**) erzielt werden. Nicht zuletzt werden die hergestellten EBS an die Zementhersteller und Kraftwerksbetreiber (**Cashflow 2**) veräußert. Für die Zukunft werden die Cashflows hieraus weiter massiv an Bedeutung gewinnen, da hier mit stark steigenden Preisen zu rechnen ist. Zum anderen ist es bedeutsam, dass die FFK effizienteste und effektivste „Entsorgungskonzepte“ anbietet.

Der Fokus der FFK liegt damit klar auf die Produktion und dem Angebot von EBS, als Ersatz von Braun- oder Steinkohle, für Zementhersteller und Kraftwerke. Ein besonderer Abnahmeanreiz für die FFK-Kunden besteht neben der direkten Kostenersparnis zudem besonders in der Reduktion der CO2-Emissionen und damit in der Einsparung von Kosten für CO2-Zertifikate. EBS sind dabei als vollwertiger Ersatz für fossile Brennstoffe zu sehen und leisten aufgrund einer erheblichen Reduktion der CO2-Emissionen einen Beitrag zum Klimaschutz.

Folgende Darstellung soll einen beispielhaften Überblick über die mögliche Zusammensetzung der FFK-Cashflow-Ströme (Gate Fee; Preis für EBS; Preis für Wertstoffe) geben. Wie bereits erwähnt, sollen die Cashflows für EBS zukünftig eine übergeordnete Rolle spielen.

**Mögliche Aufteilung des CF-Mix (in €/Tonne)**



Quelle: GBC AG

Seit etwa zwei Jahren fokussiert die FFK auch das Wachstumsfeld „Biogener Brennstoff“ und befindet sich seit dem Jahr 2009 in einer Entwicklungskooperation mit Vattenfall zur Steigerung des biogenen Anteils in EBS. Im letzten Jahr wurden des Weiteren die ersten konkreten Versuche mit den so genannten Kompositpellets durchgeführt. Neben einer noch stärkeren Senkung von CO<sub>2</sub>-Emissionen und damit größeren Ersparnis an CO<sub>2</sub>-Zertifikaten ist der Einsatz von Kompositpellets als Energieersatz zu 100 % möglich. Hieraus sollte eine steigende Nachfrage von Energieerzeugern und Zementherstellern generiert werden.



## Organe der Gesellschaft

### Geschäftsführung - Eigentümergeführtes Unternehmen mit Gründergeschäftsführung

#### Herr Frank Kochan (Geschäftsführender Gesellschafter)

Nach dem Abschluss der gymnasialen Ausbildung gründete Herr Kochan im Jahr 1992 die FFK Environment GmbH und baute das Unternehmen zusammen mit seinem Vater, Friedrich Kochan, auf. Dabei ist Herr Kochan seit Gründung Geschäftsführer des Unternehmens. Gleichzeitig studierte Herr Kochan bis 1994 Betriebswirtschaftslehre (Grundstudium an der Universität Frankfurt Oder). Heute verantwortet er die Bereiche Strategie, Planung, Personal, Logistik und Finanzen. Herr Frank Kochan ist alleiniger Gesellschafter der FFK Environment GmbH und alleinvertretungsberechtigt.

#### Herr Friedrich Kochan (Geschäftsführer)

Herr Friedrich Kochan durchlief seine schulische Ausbildung in Peitz und absolvierte im Anschluss daran eine Ausbildung zum Instandhaltungsmechaniker. 1976 beendete er zudem ein Fernstudium zum Schweiß- und Maschinenbauingenieur. Nachdem er 1991 eine Gesellschaft für Altpapiersammlung und -sortierung gründete (heute 100%ige FFK-Tochtergesellschaft Rohstofftiger), arbeitet er seit 1992 mit seinem Sohn Frank Kochan am Aufbau und der Weiterentwicklung der FFK Environment GmbH. 1996 wurde er zudem zum Geschäftsführer der Gesellschaft bestellt und verantwortet den Bereich Technik.

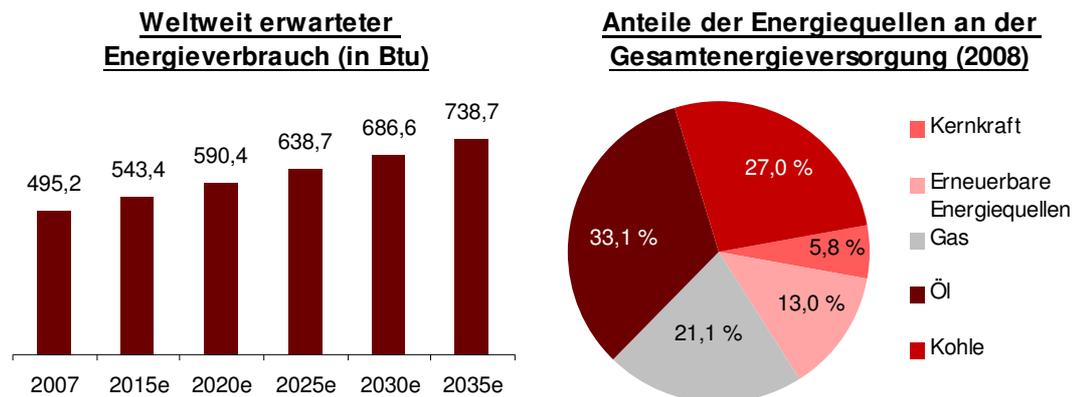
#### Herr Roman Toedter (Geschäftsführer)

Herr Toedter studierte von 1990 bis 1995 Umweltingenieurwesen und Verfahrenstechnik mit der Spezialisierung auf Abfallwirtschaft und Entsorgungstechnik in Cottbus. In der Folge durchlief er mehrere Weiterbildungen, Lehrgänge und Fachkundefhrgänge. Nach seiner Assistenzttätigkeit am Lehrstuhl für Abfallwirtschaft der BTU Cottbus, wechselte er dann im Jahr 1997 in die Privatwirtschaft und ist seither für die FFK Environment GmbH tätig. Während er zunächst als Projektmanager tätig war, wurde er im Jahr 2000 zum Prokuristen ernannt. Im Februar 2011 wurde Herr Toedter zum Geschäftsführer bestellt und verantwortet seither die Bereiche Fachtechnik und Vertrieb.

## Markt und Marktumfeld

### Hintergrund - Energieverbrauch und CO<sub>2</sub>-Emissionen nehmen massiv zu

Vor dem Hintergrund eines rasanten Anstiegs der Weltbevölkerung, einer zunehmenden Industrialisierung in den 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 an der Zunahme des Bedarfs haben, mit einem erwarteten Zuwachs von sogar +83,6 %, während die Industrienationen verhältnismäßig moderat aber dennoch um +14,2 % zulegen werden.



Quelle: International Energy Agency (IEA); U.S. Energy Information Administration (EIA)

Derzeit wird dem Energiebedarf noch überwiegend mittels fossiler Energieträger begegnet. Im Jahr 2008 wurden mit 81,2 % deutlich mehr als drei Viertel des Energiebedarfs durch 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. Der Anteil an erneuerbaren Energien ist in den vergangenen Jahren, weltweit betrachtet, stabil verlaufen und betrug im Jahr 2008 13,0 %.

Durch die verheerenden Ereignisse in Japan um das Atomkraftwerk Fukushima wurde die politische Diskussion um eine Energiewende neu entfacht. Dabei wird aber nicht nur die Nutzung von Atomkraft überdacht, sondern auch die fossilen Energieträger sollen mehr und mehr durch regenerative Energiequellen ersetzt werden. Laut der überwiegenden Meinung von Umweltforschern und anderen Fachleuten sind CO<sub>2</sub> und andere Treibhausgase eine der entscheidenden Ursachen für die globale Erderwärmung, mit entsprechend negativen Konsequenzen. Die Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes ist daher ein zentrales Thema in der amtierenden und zukünftigen Energiedebatte.

In diesem Zusammenhang sind die ersten konkreten Bemühungen der Politiker in Deutschland hinsichtlich einer Beschleunigung der Energiewende erwähnenswert. Ein guter Beleg hierfür sind die aktuellen Diskussionen um den von Umweltminister Norbert Röttgen und Wirtschaftsminister Rainer Brüderle vorgelegten „Sechs-Punkte-Plan“, der eine klare Position zum Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland enthält. Zwar ist sowohl die Finanzierungsfrage als auch die Umsetzung einer Energiewende derzeit noch nicht konkretisiert, es ist jedoch ein allgemeiner Trend zu erkennen. Ein beschleunigter Atomausstieg und Ausbau der erneuerbaren Energien wird nur eine Frage der Zeit sein.

### Energie aus Abfall - Wichtiger Beitrag zur Energiewende

Eine echte Alternative zu den vielfach im Fokus stehenden erneuerbaren Energieformen wie bspw. Windkraft, Biogas oder Solar liefert die Abfallbranche, deren positive Klimapotenziale in der jüngsten Vergangenheit stärker in den Blickpunkt geraten.

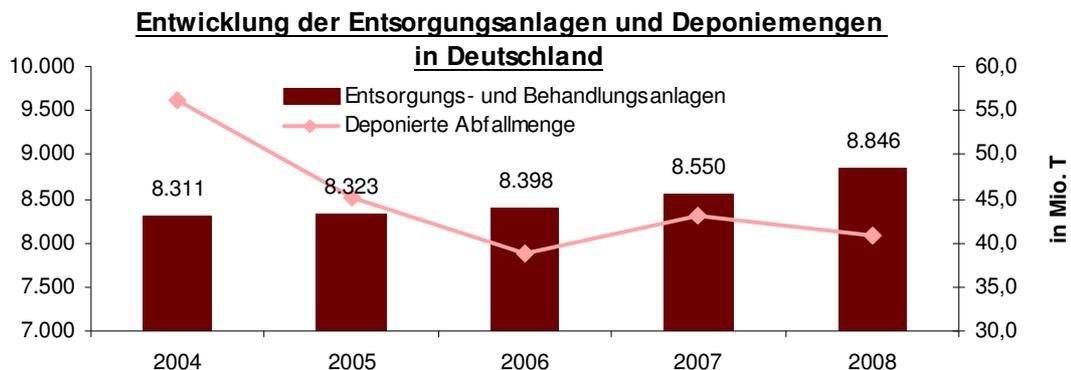
So kann die energetische Nutzung von Abfall gleich zweifach zum Klimaschutz beitragen. Gemäß Analysen des Bundesumweltamtes (BMU) trägt die Schließung von Deponien erheblich zum Klimaschutz bei. Hintergrund ist, dass die deponierten biogenen Abfälle aufgrund von biologischen und chemischen Reaktionen klimaschädliche Emissionen in Form von Kohlenmonoxid und Methangas freisetzen. Methangas gilt dabei als rund 21-mal klimaschädlicher als CO<sub>2</sub>. Durch die energetische Nutzung von Abfall wird dies vermieden.

Nach Angaben des BMU (Quelle: Strategie für die Zukunft der Siedlungsabfallentsorgung - Ziel 2020) waren die Deponien in Deutschland vor über 20 Jahren für etwa 25 % der Gesamtemissionen an Methan verantwortlich. Im Jahr 1990 wurden noch rund 1,5 Mio. Mg Methan aus Deponien freigesetzt. Dieser Wert reduzierte sich bis zum Jahr 2004 aufgrund Deponieschließungen oder der Nutzung von Deponiegas massiv auf rund 0,5 Mio. Mg Methan. Damit wurde in 14 Jahren eine signifikante Reduktion von 21 Mio. Mg CO<sub>2</sub>-Äquivalenten erzielt. Diese Werte können noch weiter reduziert werden und die Abfallwirtschaft kann auch proaktiv einen Umwelt- und Klimabeitrag leisten.

So können über die Nutzung des stofflichen und energetischen Potenzials von Abfällen Einsparungen von Primärenergie und damit eine zusätzliche massive Reduktion der Emissionen erzielt werden. Durch die stoffliche Verwertung (Recycling) wird dabei zum einen das Potenzial der Abfälle durch die Aufbereitung und Rückführung in den Stoffkreislauf genutzt. Auf der anderen Seite kann durch eine thermische und energetische Aufbereitung (Mitverbrennung vorher bearbeiteter Abfälle) die Energie direkt nutzbar gemacht werden. Bereits heute nutzen die führenden Zementhersteller Europas diese Energieform und erreichen Mitverbrennungsquoten von bis zu 60 % (Quelle: Einschätzung FFK). Für die Einbindung der Abfallwirtschaft in den Energiekreislauf hat der Gesetzgeber in Deutschland und auf europäischer Ebene eine Reihe von Regelungen (wie z.B. TASI/Deponieverordnung) implementiert.

#### Marktumfeld Deutschland - Gesetzgebung ist die Grundlage für Wachstum der Abfallbranche über Energieträger

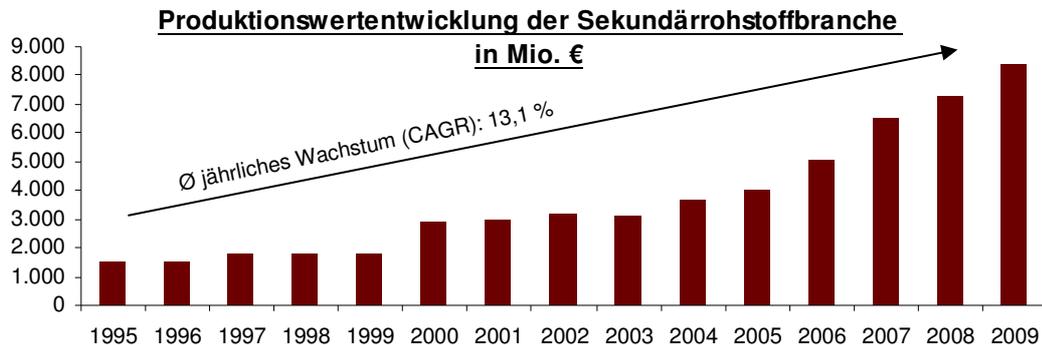
Mit der „TASI/Deponieverordnung“ wurde im Jahr 2005 die bis dato klassische Deponierung von Abfall faktisch abgeschafft. Gemäß dieser Verordnung, welche die deutsche Umsetzung der EG-Deponierichtlinie darstellt, darf Hausmüll oder Restmüll bei Gewerbeabfällen nicht mehr ohne Vorbehandlung abgelagert werden. Gemäß dem Bundesministerium für Umweltschutz, Naturschutz und Reaktorsicherheit darf nur noch Abfall, der durch vorherige Verbrennung oder mechanisch-biologische Vorbehandlung bearbeitet wurde, auf einer Deponie abgelagert werden. Für Verbrennungsanlagen gelten dabei mit die strengsten Standards der Industrie. Wie man der folgenden Grafik entnehmen kann, hat die Gesetzgebung erfolgreich zu einem deutlichen Rückgang der deponierten Mengen bei einem gleichzeitigen Anstieg von Entsorgungs- und Behandlungsanlagen in Deutschland geführt.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die deponierte Abfallmenge in Deutschland hat sich im Zuge der Gesetzgebung aber auch durch den Bedeutungszuwachs von Abfall für den Rohstoff- und Energiekreislauf auf ein sehr niedriges Niveau eingependelt. Der Anteil des deponierten Abfallaufkommens in Deutschland lag im Jahr 2009 bei nur noch 2,0 %. Dementsprechend wurde der Großteil des Abfallaufkommens sowohl dem Recycling als auch der Abfallverbrennung zugeführt. Damit haben sich die Prioritäten der Abfallhierarchie, die bisher eine Deponierung, Verwer-

tung und Beseitigung vorsah, hin zur Abfallverwertung und -vermeidung verschoben. Gleichzeitig hat dies zu einem deutlichen Wachstum der Sekundärrohstoffbranche geführt, welche mit einem Anstieg der Produktionswertentwicklung von etwa +520 % innerhalb der letzten 15 Jahre zu den dynamischsten Branchen in Deutschland gehört.



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

In einer Untersuchung zur volkswirtschaftlichen Bedeutung der Entsorgungs- und Rohstoffwirtschaft, kommt das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW) hinsichtlich der Abfallbranche zum positiven Fazit „Die Recyclingbranche schafft Versorgungssicherheit“. Die Versorgungssicherheit in Deutschland hat also zugenommen. Darüber hinaus können deutsche Unternehmen laut Studie aufgrund geringerer Entsorgungsaufwendungen und einer Substitution von Primärrohstoffen sogar Kosten sparen. Diese Vorteile haben lt. IW dazu geführt, dass die Sekundärrohstoffbranche unter allen Branchen beim Produktionswert den ersten Platz in der Wachstumsdynamik belegt.

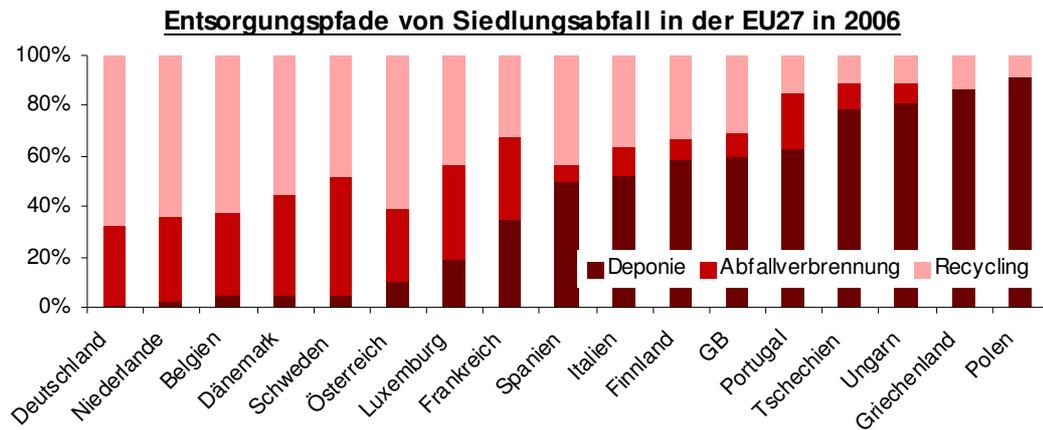
Zwar hat die Regulierung des Marktes in der Vergangenheit bereits zu einer Reduktion der Marktteilnehmer geführt, so dass die verbliebenen Marktteilnehmer höhere Produktionsvolumina aufweisen. Dennoch ist das deutsche Marktumfeld aber immer noch regional geprägt. Mittelständischen und kleinen Marktteilnehmern, deren Geschäftstätigkeit in der Regel lokal und regional eng gebunden ist, stehen dabei große international tätige Unternehmen gegenüber.

Eine Besonderheit des Marktes ist der Umstand, dass nahezu jedes Abfallentsorgungsunternehmen in der Sammlung von Abfall tätig ist, auf der anderen Seite jedoch positionieren sich nur wenige Unternehmen in der Weiterverarbeitung und Produktion von Ersatzbrennstoffen. Zurückführen lässt sich dies auf einen hohen Investitionsbedarf und eine erforderliche hohe Spezialisierung im Bereich von Ersatzbrennstoffen, so dass hier hauptsächlich große mittelständische Unternehmen oder Großunternehmen tätig sind. Zudem ist der Zugang zu Großunternehmen wie Kraftwerksbetreibern und Zementherstellern ein entscheidender Faktor. Denn die energetische Verwertung wird hauptsächlich von Zementherstellern und Großkraftwerksbetreibern in Anspruch genommen. Da in der Branche eine weitere Konsolidierung zu erwarten ist, kann die FFK über ein anorganisches Wachstum profitieren und weiter wachsen. Laut eigenen Angaben zählt die FFK zu den führenden Produzenten von klimafreundlichen Ersatzbrennstoffen in Brandenburg und als deren Hauptexporteur nach Polen und hat dementsprechend einen soliden Kundenstamm aufgebaut.

#### Marktumfeld in Europa - Wachstumschancen in Süd- und Osteuropa

Deutschland setzt sich mit der erfolgreichen Umsetzung der Deponieverordnung und der damit zusammengehörenden Nutzung des stofflichen und energetischen Potenzials von Abfällen an die europäische Spitze. Trotz allgemein geltender EU-Vorschriften ist das europäische Bild hinsichtlich der Umsetzung dabei noch als sehr heterogen zu bezeichnen.

Mit einer Deponierungsquote der Siedlungsabfälle von gerade einmal 0,7 % wies Deutschland bereits im Jahr 2006 die geringste Deponierungsquote auf. Aufgrund unterschiedlicher Strukturen und technischer Niveaus zeigen besonders die Länder im Süden und Osten Europas noch die höchsten Deponierungsquoten auf. Hier stecken interessante Potenziale für ein starkes Wachstum in der Zukunft. Folgende Grafik untermauert diese Aussage:



Quelle: Deutsches Umweltbundesamt

### Polen, Ukraine und Rumänien - Zukunftsmärkte für Ersatzbrennstoffe

So weist etwa Polen geografisch gesehen, eine der wichtigsten möglichen europäischen Expansionsregionen für die FFK, mit etwa 91 % noch die höchste Deponierungsquote aller hier betrachteten Länder auf. Das Potenzial zur stofflichen und energetischen Verwertung von Abfall ist hier besonders groß.

Schwerwiegender gestaltet sich sogar noch die Situation in der Ukraine, eine für die FFK ebenfalls sehr interessante Region. Gemäß Daten der Exportinitiative Recycling und Effizienztechnik (RETech) werden in der Ukraine gerade einmal 7,3 % der Siedlungsabfälle dem Recycling zugeführt. Der Rest in Höhe von 40,8 % wird über kommunale Deponien und 51,9 % über so genannte wilde Deponien (nicht offiziell genehmigte Deponien) entsorgt. Insgesamt wurden bis Ende 2004 mehr als 50 Gesetze verabschiedet, welche die abfallwirtschaftliche Situation in der Ukraine verbessern und andererseits eine Anpassung an die EU-Standards gewährleisten sollen.

Die Umsetzung der EU-Richtlinien steht in Rumänien ebenfalls aus. Derzeit beschränkt sich die Haushalts- und Gewerbeabfallsammlung lediglich auf die großen Städte und Rumänien erreicht damit eine ebenfalls sehr hohe Deponierungsquote von rund 95 %. Dementsprechend werden lediglich 5 % der ankommenden Abfälle in Rumänien wiederverwertet. Die Umsetzung der EU-Richtlinien soll in den kommenden Jahren mittels hoher Investitionen realisiert werden.

Es wird ersichtlich, dass insbesondere diese Märkte (Polen, Ukraine und Rumänien) noch erhebliches Aufholpotenzial bezüglich der Verwertung von Abfällen aufbieten. Inputmengen an Hausmüll und Gewerbeabfällen in Polen von über 11 Mio. T, in der Ukraine von über 12 Mio. T und in Rumänien von ca. 10,5 Mio. T pro Jahr, liefern dabei eine sehr gute Basis für die Herstellung von Ersatzbrennstoffen. Parallel hierzu würde ein erheblicher Beitrag zu einer EU-konformen umweltgerechten Abfallbeseitigung geleistet werden.

Potenzielle Abnehmer für EBS in diesen Ländern sind wiederum insbesondere Zementwerke der großen Hersteller (z.B. CEMEX und HeidelbergCement, welche beide bereits Kunden der FFK sind). Polen verfügt über elf Zementwerke mit einer gesamten Klinkerproduktionskapazität von über 12 Mio. Tonnen pro Jahr. Bei einer kompletten Implementierung von Ersatzbrennstoffen würde sich der gesamte Bedarf auf rund 2,8 Mio. Tonnen pro Jahr belaufen. Derzeit wird hier eine Mittverbrennungsquote von rund 40 % erreicht, so dass gemäß Trend:research GmbH ein kurzfristiger Bedarf an Ersatzbrennstoffen von rund 1,7 Mio. Tonnen jährlich entsteht. Hierfür ist eine Abfallmenge (Input) von rund 2,5 Mio. Tonnen erforderlich, welche verfügbar ist.

Die Klinkerproduktionskapazität der Ukraine beläuft sich auf rund 18 Mio. Tonnen pro Jahr. Hieraus lässt sich bei einer kompletten Implementierung der Abfallverbrennungstechnik ein Bedarf von 3,6 Mio. Tonnen an EBS ableiten. Hierfür wird eine jährliche Abfallmenge von rund 5,0 Mio. Tonnen benötigt, eine Größenordnung, die alleine durch die Siedlungsabfälle gut erreicht wird. Rumäniens EBS-Bedarf, welcher aktuell noch kaum ausgeschöpft ist, wird derzeit auf 2,0 Mio. Tonnen geschätzt.

## Nutzung von Energie aus Abfall birgt massive Einsparpotenziale bei CO2

Um schädlichen Entwicklungen für das Weltklima 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, das Protokoll ratifiziert hatten.

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 hohe Reduktion um 21 % zugesagt.

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 für die Zeit nach 2020 ist derzeit jedoch nicht beschlossen

Während den Jahren 2008 bis 2012 werden EU-weit jährlich noch 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 Mineralö Raffinerien, 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 kostenpflichtig versteigert.

Im Jahr 2010 wurde während der zweiten Phase weiterhin ein Großteil der Zertifikate zugeteilt. Zwar nahmen die CO2-Emissionen im Zuge der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung wieder auf rund 1,76 Mio. Tonnen zu, diese lagen EU-weit insgesamt aber noch unterhalb der frei zugeteilten Menge.

Im Jahr 2013 beginnt dann mit Phase 3 die zweite Verpflichtungsperiode. Bereits in zwei Jahren werden CO2-ausstößende Unternehmen dann also voraussichtlich verstärkt gezwungen sein, Zertifikate zuzukaufen, bzw. um diese Kostenbelastung zu vermeiden ihren CO2-Ausstoß zu reduzieren. Inzwischen nehmen die betroffenen Branchen und Unternehmen das Thema CO2-Zertifikate durchaus sehr ernst. Eine Umfrage von Point Carbon Anfang 2011 hat ergeben, dass 59 % der Unternehmen aus der Energiebranche und Schwerindustrie in der EU bereits ihren CO2-Ausstoß verringert haben. Zu diesem Resultat kommt man auch bei einer Betrachtung der ausgestoßenen Mengen. Trotz der starken Erholung der Wirtschaft lag der CO2-Ausstoß in 2010 17 % unterhalb des Niveaus von 2008.

Insbesondere für energieintensive Unternehmen wird es daher in den kommenden Jahren ein entscheidender Wettbewerbsfaktor sein, CO2-Emissionen zu reduzieren und neue Wege der Emissionseinsparung bzw. Energiegewinnung durch alternative und damit CO2-sparende klimafreundliche Ersatzbrennstoffe zu ergründen. Die Ersatzbrennstoffe von FFK rücken damit weiter in den Fokus.

### Preisentwicklung und Preisprognosen für CO2-Zertifikate

Die internationale Wirtschaftskrise hatte auch auf die Preisentwicklung von Emissionszertifikaten einen maßgeblichen Einfluss. Die Nachfrage nach Zertifikaten geriet zwischenzeitlich unter Druck, da durch die Krise deutlich weniger CO2-Emissionen ausgestoßen wurden. EU-weit wurde damit ein Zertifikateüberschuss ausgewiesen.

Mittlerweile haben sich die Preisniveaus der Emissionszertifikate seit den Tiefständen wie-

der deutlich erholt und liegen derzeit bei rund 16 € pro EU-Allowance (Stand: 11.04.2011). 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 und erwartungsgemäß aufwärtsgerichtet.

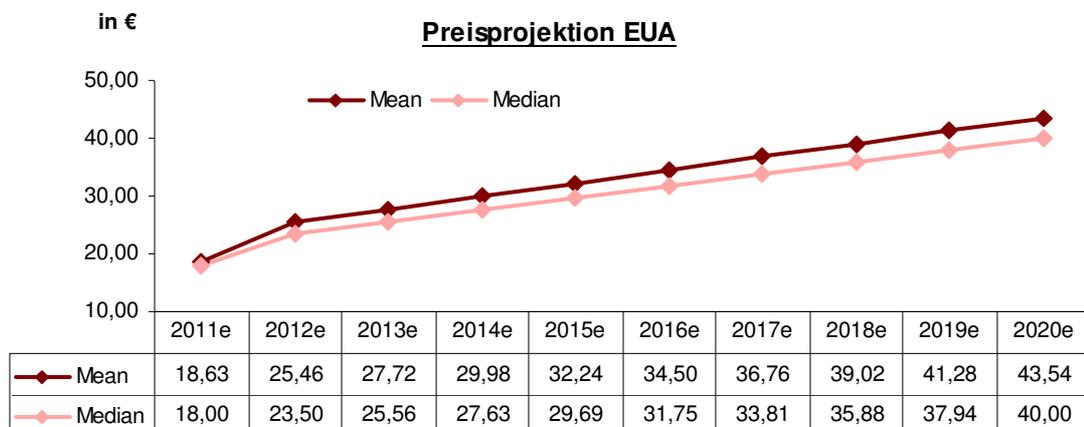
Die Verknappung der Zertifikate sollte sich erwartungsgemäß zudem weiter verschärfen, sobald der Luftverkehr ab dem Jahr 2012 in den EU-Emissionshandel eingebunden wird. Auch weitere Maßnahmen, wie die derzeitigen Überlegungen seitens der Bundesregierung das Reduktionsziel von -20 % auf -30 % zu erhöhen,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

Derzeit gibt es auf Grund der Vielzahl von möglichen Einflussfaktoren eine Reihe von Prognose-tendenzen, die aber im Mittel allesamt aufwärtsgerichtet sind. Die nachfolgende Grafik stellt die derzeitigen Preisprognosen für EUAs gegenüber:

Prognose CO2-Zertifikatspreise in € / EUA			
	2011e	2012e	2020e
Minimum	13,90	14,14	30,00
Maximum	24,00	45,00	68,00
Arith. Mittel	18,63	25,46	43,54
Median	18,00	23,50	40,00

Quelle: acs - alternative carbon solutions, CO2-Preistendenzen Februar 2011

Diese Erwartungen zugrundegelegt, ergeben sich nachfolgende Preisprojektionen bis zum Jahr 2020.



Quelle: Berechnungen GBC

Vor dem Hintergrund einer erwarteten signifikanten Verteuerung für die Preise von Emissionsrechten werden zukünftig besonders Unternehmen aus den energieintensiven Branchen nach Lösungen suchen, um ihre CO2-Emissionen zu reduzieren. Letztendlich lassen sich so auch massive Kosteneinsparungen realisieren. Eine künftige Sensibilisierung der Industrie wird u.E. zwangsläufig eine Nachfrageerhöhung nach Ersatzbrennstoffen zur Folge haben. Hiervon sollte die FFK stark profitieren.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

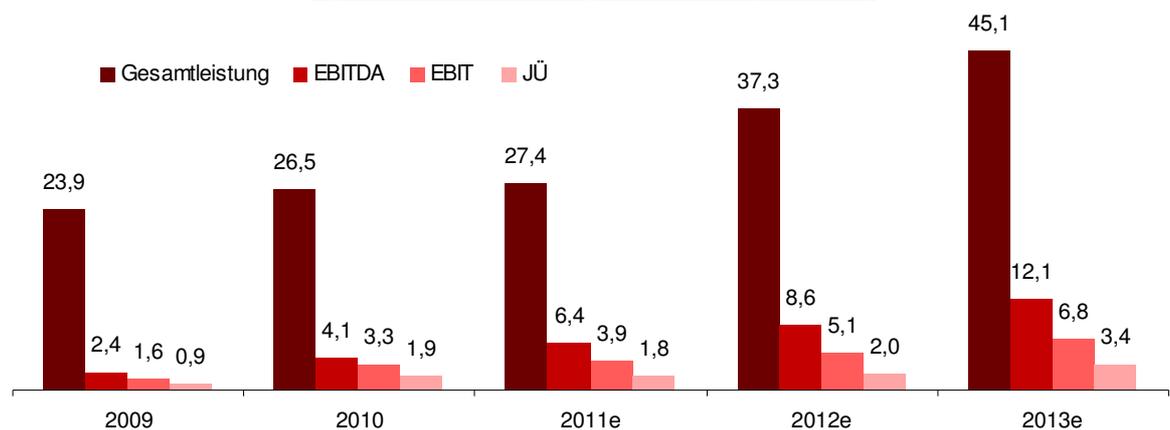
### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e*	Δ in %	GJ 2012e*	Δ in %	GJ 2013e*
<b>Gesamtleistung</b>	<b>23,858</b>	<b>10,9 %</b>	<b>26,461</b>	<b>3,7 %</b>	<b>27,432</b>	<b>35,9 %</b>	<b>37,278</b>	<b>20,9 %</b>	<b>45,073</b>
Materialaufwand	-15,473	-1,6 %	-15,229	-6,8 %	-14,200	49,3 %	-21,200	18,9 %	-25,200
Personalaufwand	-2,334	18,1 %	-2,756	3,4 %	-2,850	15,8 %	-3,300	6,1 %	-3,500
Abschreibungen	-0,846	-4,0 %	-0,811	195,8 %	-2,400	45,8 %	-3,500	51,4 %	-5,300
sonstige betriebl. Aufwendungen	-3,619	20,7 %	-4,368	-8,4 %	-4,000	5,0 %	-4,200	2,4 %	-4,300
<b>EBIT</b>	<b>1,587</b>	<b>107,7 %</b>	<b>3,297</b>	<b>20,8 %</b>	<b>3,982</b>	<b>27,5 %</b>	<b>5,078</b>	<b>33,4 %</b>	<b>6,773</b>
Beteiligungserträge	0,010	73,6 %	0,017		0,000		0,000		0,000
Zinserträge	0,069	-11,6 %	0,061		0,000		0,000		0,000
Zinsaufwendungen	-0,671	9,4 %	-0,734	93,5 %	-1,420	47,9 %	-2,100	4,8 %	-2,200
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>0,995</b>	<b>165,3 %</b>	<b>2,641</b>	<b>-3,0 %</b>	<b>2,562</b>	<b>16,2 %</b>	<b>2,978</b>	<b>53,6 %</b>	<b>4,573</b>
Steuern	-0,043	1434,0 %	-0,660	21,2 %	-0,800	19,6 %	-0,957	22,8 %	-1,175
sonstige Steuern	-0,057	-24,6 %	-0,043		0,000		0,000		0,000
<b>JÜ</b>	<b>0,896</b>	<b>116,4 %</b>	<b>1,938</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>1,762</b>	<b>14,7 %</b>	<b>2,021</b>	<b>68,1 %</b>	<b>3,397</b>

EBITDA	2,433		4,108		6,382		8,578		12,073
in % von der Gesamtleistung	10,2		15,5		23,4		23,0		26,8
EBIT	1,587		3,297		3,982		5,078		6,773
in % von der Gesamtleistung	6,7		12,5		14,6		13,6		15,0

\* Auf Basis der FFK-Gruppe

### Operative Entwicklung 2009-2013e (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2009-2010 - Bestes Geschäftsjahr der Unternehmenshistorie

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	22,82	+6,9 %	24,38
Gesamtleistung*	23,86	+10,9 %	26,46
EBITDA	2,43	+68,9 %	4,11
EBIT	1,59	+107,7 %	3,30
Jahresüberschuss	0,90	+116,4 %	1,94

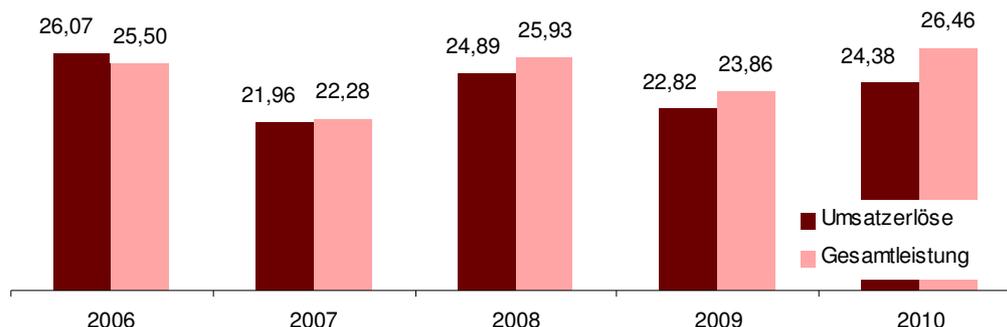
\* Umsatzerlöse inkl. Bestandsveränderungen und sonstige betriebliche Erträge

Quelle: FFK Environment GmbH; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Gutes Marktumfeld sorgt für steigende Umsätze

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 konnte die FFK einen positiven Umsatztrend mit einem Umsatzwachstum von +6,9 % auf 24,38 Mio. € (VJ: 22,82 Mio. €) aufzeigen. Nachdem die zum Ende 2008 beginnende Weltwirtschaftskrise auch an der Entsorgungsbranche zeitweise nicht spurlos vorüberging und bei der FFK den Verlauf des Geschäftsjahres 2009 noch belastete, profitierte das Unternehmen 2010 von einer spürbaren Verbesserung der Auftragslage und den wieder gestiegenen Niveaus bei den Wertstoffpreisen.

#### Umsatz- und Gesamtleistungsentwicklung (2006-2010) in Mio. €



Quelle: FFK Environment GmbH

In der obigen Grafik zur Umsatzentwicklung über die letzten fünf Geschäftsjahre wird gut ersichtlich, dass bereits wieder neue Höchststände erreicht wurden. So lagen die Umsätze in den vergangenen zwei Geschäftsjahren zwar noch leicht unterhalb des Niveaus von 2008. Auf Basis der Gesamtleistung hingegen, die zu den Umsätzen auch die Bestandsveränderungen und die sonstigen betrieblichen Erträge einbezieht, konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 mit 26,46 Mio. € (VJ: 23,86 Mio. €) schon wieder ein neuer Rekordwert erzielt werden. Die FFK profitierte im abgelaufenen Geschäftsjahr von einem signifikanten Anstieg der Nachfrage nach Sekundärrohstoffen und Ersatzbrennstoffen.

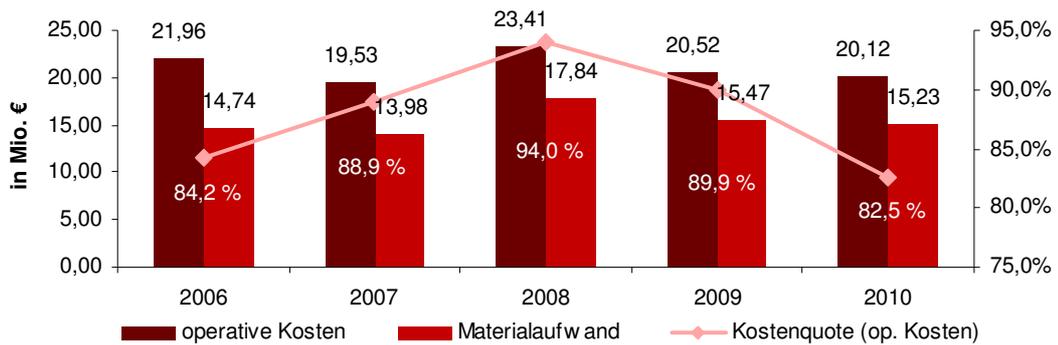
### Kostenentwicklung - Materialkostenquote deutlich zurückgegangen

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Materialkosten (Kostenquote in % auf GL)	17,84 (68,8 %)	15,47 (64,9 %)	15,23 (57,6 %)
Personalaufwand (Kostenquote in % auf GL)	2,27 (8,7 %)	2,33 (9,8 %)	2,78 (10,4 %)
Sonst. Kosten (Kostenquote in % auf GL)	4,34 (16,7 %)	3,62 (15,2 %)	4,37 (16,5 %)

Quelle: FFK Environment GmbH; GBC AG

Die operativen Kosten der Gesellschaft reduzierten sich trotz der ausgeweiteten Gesamtleistung von 20,52 Mio. € (GJ 09) leicht auf 20,12 Mio. €. Die auf die Gesamtleistung bezogene Gesamtkostenquote minderte sich analog hierzu von 89,9 % (GJ 09) deutlich auf 82,5 %. Der besondere Treiber hinter dieser Entwicklung ist die Materialkostenquote, welche sich erneut deutlich reduzierte.

### Materialaufwand und Aufwandquote (2006-2010)



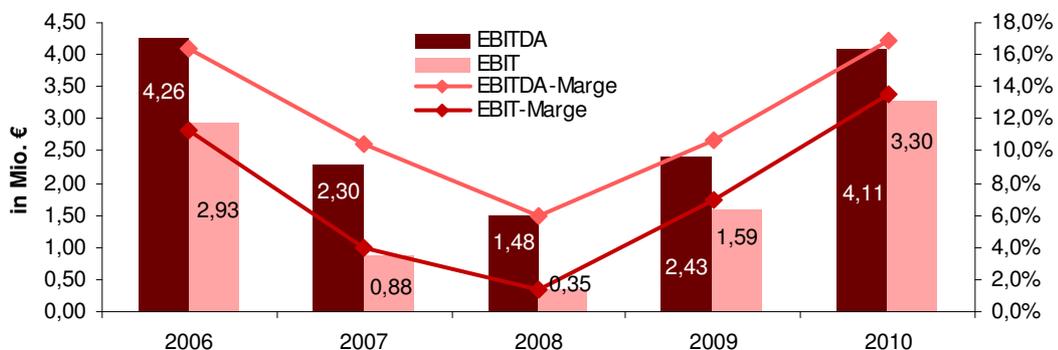
Quelle: FFK Environment GmbH; GBC AG

Die Senkung der Kostenquote im Materialbereich hat ihren Ursprung auf der Abnehmerseite. Während noch in den Vorjahren Kosten für die Teilentsorgung von Abfall angefallen waren, so hat sich diese Situation aufgrund der gestiegenen Wahrnehmung von Abfall als Energieträger geändert. Denn die FFK konnte in den letzten Jahren einen immer größeren Anteil an bearbeiteten Abfällen als EBS gewinnbringend veräußern.

### Ergebnisentwicklung - Neue Rekordwerte in 2010 - Bestes Ergebnis der Unternehmensgeschichte

Dementsprechend positiv gestaltete sich die Ergebnisentwicklung der Gesellschaft mit dem besten Ergebnis der Unternehmensgeschichte. Mit einem EBITDA von 4,11 Mio. € und damit einem signifikanten EBITDA-Anstieg gegenüber dem Vorjahr um +68,9 % (VJ: 2,43 Mio. €) konnten nun neue Rekordwerte erzielt werden. Auch das EBIT kletterte mit einem Wert von 3,30 Mio. € auf neue Rekordhöhen.

### Ergebnisse und Ergebnismargen (2006-2010)



Quelle: FFK Environment GmbH; GBC AG

Das Nachsteuerergebnis von 1,94 Mio. € (VJ: 0,90 Mio. €) rundet die positive Geschäftsentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2010 ab.

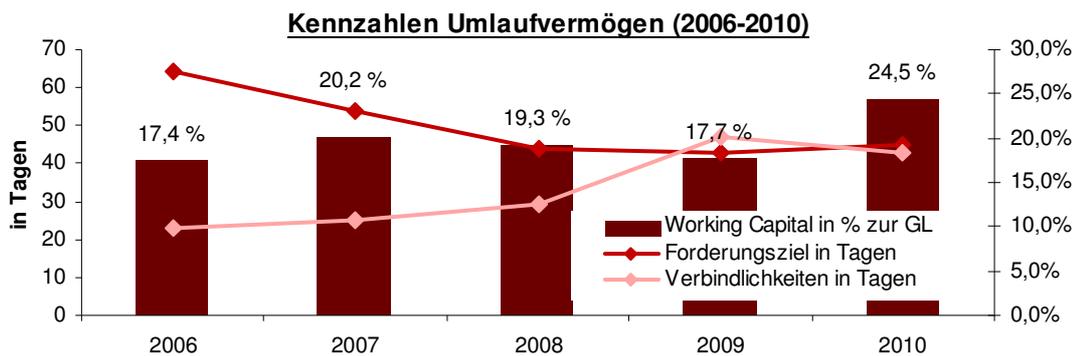
**Bilanzielle und finanzielle Situation - Solide Bilanz konnte weiter verbessert werden**

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	2,84	3,74	5,43
EK-Quote	20,1 %	23,2 %	26,4 %
Finanzverbindlichkeiten	8,74	7,38	8,70
Operatives Anlagevermögen	4,34	5,58	6,45
Working Capital	5,02	4,22	6,47

Quelle: FFK Environment GmbH; GBC AG

Ein wesentlicher Vorgang des abgelaufenen Geschäftsjahres sind die gewährten Ausleihungen an verbundene Unternehmen, welche sich zum Bilanzstichtag 31.12.2010 auf 5,00 Mio. € belaufen. Diese betreffen ein langfristig gewährtes Darlehen an die 100%ige operative Tochtergesellschaft Rohstoffiger GmbH. Konkret handelt es sich hierbei um ein ungesichertes Darlehen für Betriebsmittel mit einer jährlichen Verzinsung in Höhe von 3,0 %. Da es sich hierbei um ein Darlehen innerhalb des FFK-Konzerns handelt, sprechen wir diesem einen Working Capital-Charakter zu.

Insgesamt steigerte sich damit das Working Capital von 5,58 Mio. € (31.12.09) auf 6,45 Mio. €. Diese Erhöhung reflektiert dabei in erster Linie das ausgeweitete Geschäftsvolumen der Gesellschaft. Im Verhältnis zur Gesamtleistung weist die FFK eine Working Capital-Quote (in % der Gesamtleistung) von 24,5 % auf. Zum Bilanzstichtag des Vorjahres lag dieser Wert bei 17,7 %.



Quelle: FFK Environment GmbH; Berechnungen GBC AG

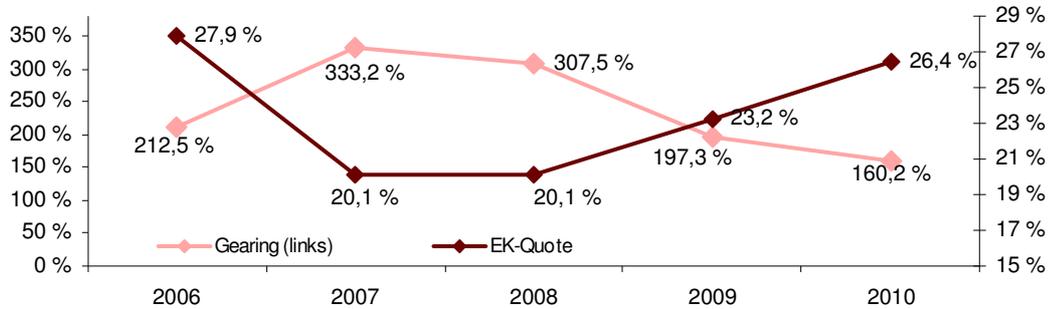
Wie der vorstehenden Grafik zu entnehmen, konnte die FFK über die letzten Geschäftsjahre hinweg das Forderungsziel (in Tagen) deutlich reduzieren bei einer gleichzeitigen Erhöhung des Zahlungsziels von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Damit konnte eine frühere Lücke von 41 Tagen (31.12.2006) deutlich auf 2 Tage (31.12.2010) gemindert. Somit besteht derzeit nahezu eine Fristenkongruenz und dies ist ein Indiz für eine gutes Working Capital-Management.

Insgesamt ist das Bilanzbild der FFK als solide einzustufen. Infolge des positiven Jahresergebnisses in 2010 steigerte sich das Eigenkapital von 3,74 Mio. € auf 5,43 Mio. €. Damit erhöhte sich die EK-Quote trotz der ausgeweiteten Bilanzsumme auf 26,4 % (31.12.09: 23,2 %). Der Anstieg der Bilanzsumme lässt sich dabei sowohl durch das höhere Geschäftsvolumen als auch durch einen Anstieg des operativen Anlagevermögens erklären.

Die Finanzverbindlichkeiten erhöhten sich aufgrund der Aufnahme weiterer Bankkredite leicht auf 8,70 Mio. € (30.12.09: 7,38 Mio. €). Nach wie vor werden die derzeitigen Finanzverbindlichkeiten der FFK von einem Nachrangdarlehen (ehemaliges Mezzanine-Kapital) in Höhe von 6,00 Mio. € dominiert. Dieses war ursprünglich als Genussrechtskapital der Gesellschaft zur Verfügung gestellt worden und im Dezember 2006 in ein Nachrangdarlehen umgewandelt worden.

Analog zu der guten Geschäftsentwicklung weisen die wichtigen Bilanzkenngrößen EK-Quote und Gearing im Verlauf der vergangenen Geschäftsjahre eine positive Tendenz auf. Insbesondere das Gearing, welches das Verhältnis des Fremdkapitals zum Eigenkapital darstellt, konnte dabei von 307,5 % (31.12.2008) deutlich auf 160,2 % (31.12.2010) reduziert werden.

### EK-Quote und Gearing (2006-2010)



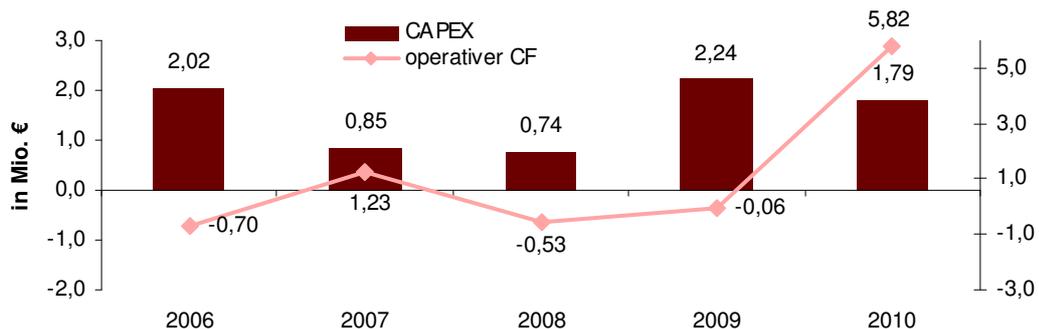
Quelle: FFK Environment GmbH; Berechnungen GBC AG

### Entwicklung Cashflow - Deutlicher Anstieg des operativen Cashflow

Infolge der guten operativen Entwicklung erzielte die FFK einen signifikanten Anstieg des operativen Cashflow. Dieser erhöhte sich dabei von -0,06 Mio. € (GJ 09) auf 5,82 Mio. € (GJ 10). Die Cash Conversion Rate (operativer Cashflow/EBIT), welche ein Indiz zur Qualität des operativen Ergebnisses liefert, steigerte sich analog hierzu signifikant auf 1,76. Im Vergleich zu den Vorjahren kann damit ein überproportionaler Wert ersehen werden, der weit oberhalb der durchschnittlich erzielten Zahlen liegt.

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit war im Wesentlichen von der Gewährung des Darlehens an die operative Tochtergesellschaft Rohstoffiger GmbH beeinflusst. Die liquiditätswirksame Auswirkung aus diesem Vorgang beläuft sich auf -4,08 Mio. €. Komplettiert wird dieser durch die Investitionen ins Anlagevermögen in Höhe von -1,79 Mio. € (VJ: -2,24 Mio. €). Somit belief sich der Investitions-Cashflow auf -5,77 Mio. € (VJ: -1,75 Mio. €).

### Operativer CF und CAPEX (2006-2010)

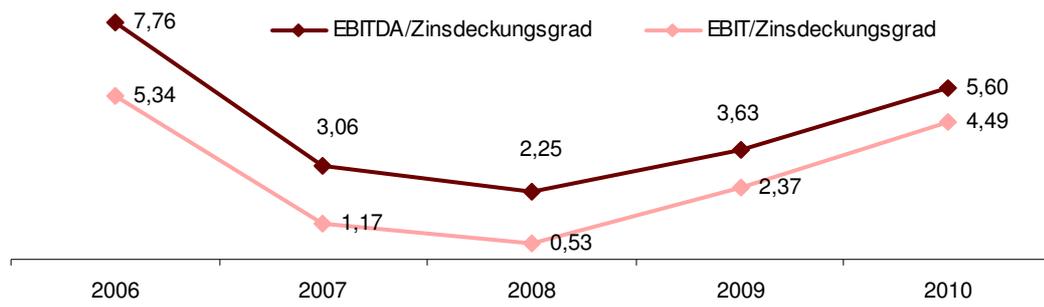


Quelle: FFK Environment GmbH; Berechnungen GBC AG

### Entwicklung Zinsdeckungsgrade - sehr solide Relationen

In Verbindung mit dem deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses in 2010 führt die relativ stabile Entwicklung des Finanzaufwandes zu einer signifikanten Steigerung der Zinsdeckungsgrade. Sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis konnten diese in den letzten Jahren stetig zunehmen und mit 5,6 (EBITDA-Zinsdeckungsgrad) sowie 4,5 (EBIT-Zinsdeckungsgrad) sehr positive Relationen aufzeigen. Das EBIT 2010 konnte also den Finanzierungsaufwand um das 4,5-fache decken.

**Zinsdeckungsgrad (2006-2010)**

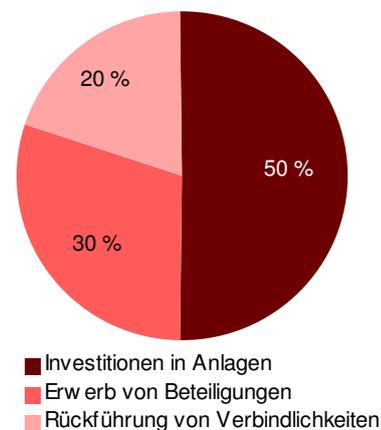


Quelle: Berechnungen GBC AG

## Anleiheinformationen und erwartete Mittelverwendung

Stammdaten der 7,25 % FFK-Unternehmensanleihe	
Emittentin:	FFK Environment GmbH
ISIN:	DE000A1KQ4Z1
WKN:	A1KQ4Z
Emissionsvolumen:	bis zu 25,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 €
Laufzeit (5 Jahre):	01.06.2011 - 31.05.2016
Kupon:	7,25 %
Kuponzahlungen:	1/4jährlich (erstmalig zum 01.09.11)
Zinszahlungen am:	01.03; 01.06; 01.09; 01.12
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist:	16.05.2011-31.05.2011
Börsennotierung:	<b>mittelstandsmarkt</b> Düsseldorf
Unternehmensrating:	BB+

### Geplante Mittelverwendung



Quelle: FFK Environment GmbH; GBC AG

Die FFK Environment GmbH beabsichtigt die Emission einer 5jährigen-Unternehmensanleihe im Qualitätssegment „mittelstandsmarkt“ der Börse Düsseldorf. Das Volumen, der mit einem 7,25%-Kupon ausgestatteten Anleihe, soll sich auf bis zu 25,00 Mio. € belaufen. Mit einer geplanten Erstnotiz zum 01.06.2011 wird die Rückzahlung der Anleihe am Tag nach dem Laufzeitende (31.05.2016) zum 01.06.2016 erfolgen. Eine Besonderheit in der Ausstattung ist das kurze Intervall der Zinszahlungen, welche vierteljährlich erfolgen werden. Aufgrund dieses attraktiven Ausstattungsmerkmals werden zu den folgenden Terminen anteilige Zinszahlungen in Höhe von 1,8125 % (jeweils 1/4 von 7,25 %) der eingezetzten Summe erfolgen:

Jahr	01. März	01. Juni	01. September	01. Dezember	Summe
2011	-	-	1,8125 %	1,8125 %	3,625 %
2012	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	7,25 %
2013	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	7,25 %
2014	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	7,25 %
2015	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	1,8125 %	7,25 %
2016	1,8125 %	1,8125 %	-	-	3,625 %

Quelle: FFK Environment GmbH

Sowohl die Ausgabe als auch die Rückzahlung der Anleihe werden zu 100 % erfolgen. Die Zeichnung über die Zeichnungsfunktionalität der Börse Düsseldorf läuft ab dem 16.05.2011 an und wird bis einschließlich zum 31.05.2011 (vorbehaltlich einer vorzeitigen Schließung) zur Verfügung stehen.

Nach Abzug der Emissionskosten dürften der Gesellschaft im Falle einer vollständigen Platzierung mindestens 23 Mio. € zufließen. Der Platzierungserlös soll dabei in erster Linie für das Unternehmenswachstum verwendet werden. Gemäß der geplanten Mittelverwendung können dabei von der Gesellschaft entweder bereits bestehende Unternehmen erworben oder neue Werke aufgebaut werden. Für den Erwerb von Beteiligungen und demnach für die Übernahme bestehender Unternehmen sind rund 30 % der Emissionserlöse veranschlagt. Gemäß Unternehmensplanungen werden etwa 50 % der Nettoerlöse für Investitionen in neue Werke verwendet. Die restlichen 20 % dienen der Rückführung von Verbindlichkeiten (Mezzanine-Darlehen). Diese vom Unternehmen geplante Verwendung der Emissionserlöse liefert die Grundlage für unsere nachfolgenden Schätzungen der künftigen Umsatz- und Ergebnispotenziale.

## Prognose und Modellannahmen

### Strategie und Investitionsplanung

Wie umseitig beschrieben sollen insgesamt rund 80 % aus dem Emissionserlös der Unternehmensanleihe für das Unternehmenswachstum verwendet werden. Diese Wachstumsstrategie kann dabei sowohl durch den Zukauf bereits bestehender Gesellschaften als auch durch Eigenaufbau neuer Werke umgesetzt werden. Nachfolgend werden die möglichen Projekte vorgestellt, die sich unseres Erachtens bereits in der Planungsphase oder im Bau befinden.



Quelle: GBC AG; FFK Environment GmbH

Nach Regionen aufgeteilt sollen unseren Schätzungen zufolge rund 40 % aus der Anleiheemission ins inländische Wachstum investiert werden. Das erwartete organische Wachstum in Deutschland ergibt sich aus der geplanten Inbetriebnahme eines Splittingwerkes in Berlin im Jahr 2011 sowie der in 2012 geplanten Inbetriebnahme eines EBS-Werkes in Eisenhüttenstadt. Parallel hierzu können zur Sicherung der Inputseite im laufenden Geschäftsjahr 2011 zudem zwei Abfallsammelbetriebe in Berlin erworben werden.

Das ausländische Wachstum, das die gute Wettbewerbsposition in Osteuropa sichern soll, wird gemäß unseren Schätzungen über die Inbetriebnahme eines EBS-Werkes in Polen sowie über den Erwerb eines EBS-Werkes in der Ukraine umgesetzt. Die hierfür aufzuwendenden Mittel aus der Anleiheemission belaufen sich geschätzt auf rund 30-40%. Die finale Umsetzung der osteuropäischen Expansion soll gemäß unserer Erwartung ab dem Geschäftsjahr 2013 stattfinden. Mit diesen Zukunftsinvestitionen will die FFK Environment GmbH das Umsatzwachstum signifikant beschleunigen und parallel hierzu die Profitabilität steigern.

Zusätzlich zu den von uns aufgezeigten erwarteten Investitionsvorhaben soll für die weitere Sicherung der Inputseite eine laufende Überprüfung von M&A-Opportunitäten stattfinden. Im Rahmen dieser Strategie hat die Gesellschaft erst kürzlich einen Anteilskaufvertrag mit der ESR Holding GmbH zum Erwerb der Geschäftsanteile an der ESR Umweltservice & Flächenrecycling GmbH abgeschlossen. Der Vollzug des Vertrages, dessen Finanzierung aus Eigenmitteln geplant ist, steht jedoch aufgrund aufschiebender Bedingungen noch aus und ist daher noch nicht erfolgt. Aufgrund dieser Bedingungen haben wir die ESR Umweltservice & Flächenrecycling GmbH noch nicht in unseren Planungen berücksichtigt. Diese Vorgehensweise erlaubt jedoch noch weiteres Upsidepotenzial bei der Geschäftsentwicklung der FFK, welches wir vor dem Hintergrund einer konservativen Vorgehensweise noch nicht mit eingeplant haben.

Prognose FFK-Gruppe in Mio. €	GJ 2011e	2012e	2013e
Gesamtleistung	27,43	37,28	45,07
EBITDA (Marge auf GL*)	6,38 (23,4 %)	8,58 (23,0 %)	12,07 (26,8 %)
EBIT (Marge auf GL*)	3,98 (14,6 %)	5,08 (13,6 %)	6,77 (15,0 %)
Jahresüberschuss	1,76	2,02	3,40

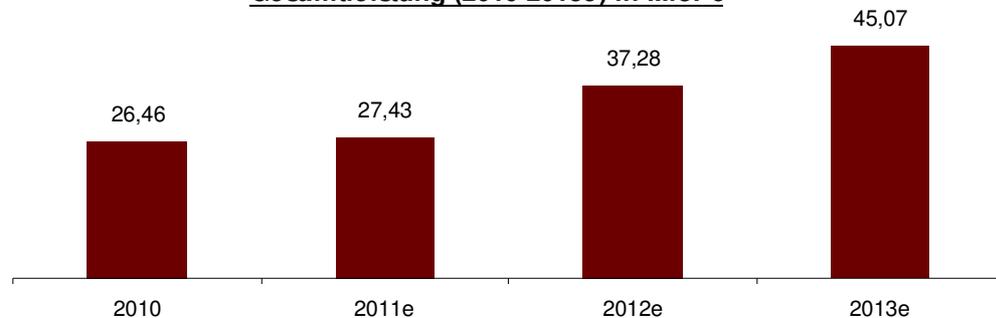
\* Gesamtleistung

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen - Starkes Umsatzwachstum durch Finanzierung aus Anleiheemission erwartet

Unter Berücksichtigung einer erfolgreichen Anleiheemission und der damit verbundenen Realisierung der von uns erwarteten Projekte für die folgenden Geschäftsjahre ergeben sich bei der FFK signifikante Umsatzpotenziale. Die geplante Inbetriebnahme des Berliner Splittingwerkes sowie der anvisierte Erwerb von zwei Berliner Entsorgungsgesellschaften dürften dabei für das laufende Geschäftsjahr 2011, hauptsächlich aufgrund einer nicht ganzjährigen Berücksichtigung, nur noch geringe Umsatzbeiträge für die Gruppe leisten.

**Gesamtleistung (2010-2013e) in Mio. €**



Quelle: GBC AG

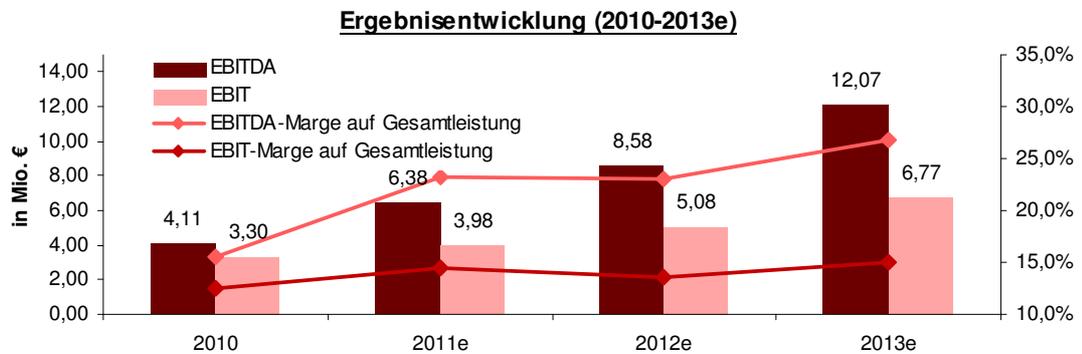
Die von uns prognostizierte Gesamtleistung der FFK Gruppe („Konzern“) für 2011 in Höhe von 27,43 Mio. € kommt dabei gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg von 3,7 % gleich. Dieses Wachstum ist in erster Linie dem organischen Bereich zuzuordnen. Hier haben wir die Tatsache berücksichtigt, dass die Gesellschaft mit ihrem bisherigen regionalen Fokus auf Brandenburg in einem Marktumfeld tätig ist, das von einer Überkapazität im Bereich der thermischen Verwertung gekennzeichnet ist. Aufgrund dessen hat sich die Verhandlungsposition der FFK gegenüber den Kunden aus dem Bereich der energetischen Verwertung aus unserer Sicht deutlich gebessert und bietet damit einen verbesserten Spielraum bei Preisverhandlungen. Parallel hierzu haben wir auch die ganzjährige Einbeziehung der dritten Produktionslinie des Recyclingwerkes in Jänschwalde berücksichtigt. Diese war noch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 noch durch einen Brandschaden beeinträchtigt. Wir stufen unsere Erwartungen hinsichtlich der Gesamtleistung für 2011 als realistisch und gut erreichbar ein.

Die ersten signifikanten Umsatzbeiträge aus der Wachstumsstrategie durch die Anleihe dürfte dann im Geschäftsjahr 2012 das Niveau der Gesamtleistung der FFK deutlich anheben. Mit einer erwarteten Gesamtleistung von 37,28 Mio. € kommt dies einem Anstieg von +35,9 % gleich. Die drei Berliner Gesellschaften werden in dieser Berichtsperiode erstmalig einen ganzjährigen Beitrag zur Gesamtleistung der Gesellschaft beisteuern. Auch für 2012 haben wir eine weitere Verbesserung der Preissituation von EBS zugunsten der FFK angenommen, die aus einem Anstieg der Nachfrage nach Kohlesubstituten resultieren dürfte.

Das im Geschäftsjahr 2013 erwartete Wachstum berücksichtigt sowohl die ganzjährige Einbeziehung des EBS-Werkes in Eisenhüttenstadt (hierfür wurde bereits die entsprechende Tochtergesellschaft „Rohstoffiger Eisenhüttenstadt GmbH“ gegründet) als auch die mögliche internationale Expansion, welche durch die Werke in Polen und der Ukraine abgebildet wird. Das von uns anvisierte Wachstum der Gesamtleistung in Höhe von +20,9 % auf 45,07 Mio. € ist dabei als konservativ zu betrachten.

## Ergebnisprognosen - Deutlicher Anstieg des Gewinns und der Margen erwartet

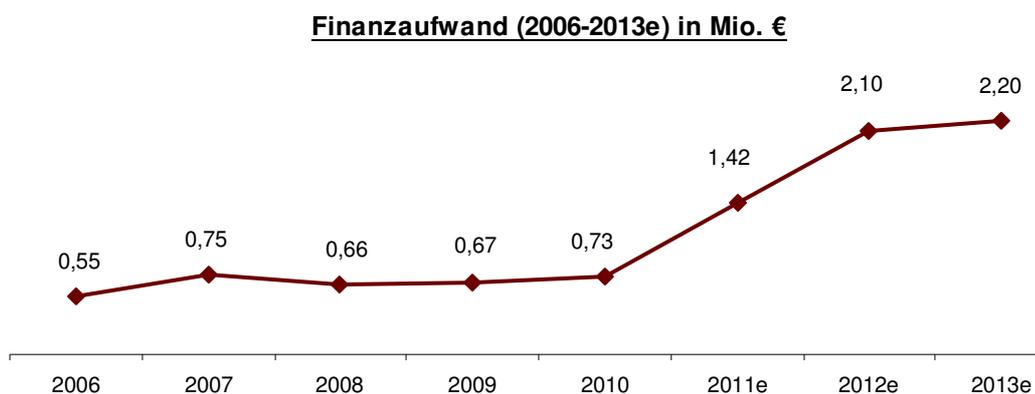
Analog zum Anstieg bei der Gesamtleistung dürfte die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren signifikante Ergebnissteigerungen vorweisen. Zum Teil basieren die von uns erwarteten Umsätze jedoch auch auf einem organischen Wachstum der aktuellen Tochtergesellschaften, welche von einer für die FFK günstigen nachfragegetriebenen Preisentwicklung profitieren sollten.



Quelle: GBC AG

Der erwartete Ergebnissprung in 2011 auf ein EBITDA von 6,38 Mio. € (EBITDA-Marge: 23,4 %) lässt sich hauptsächlich auf die positive Marktsituation und damit einen Anstieg der margenträchtigen Umsätze zurückführen. Die ersten ganzjährigen Ergebnisbeiträge aus der Wachstumsstrategie, welche wir für 2012 erwarten, dürften die Ergebnissituation der nachfolgenden Geschäftsjahre erheblich positiv beeinflussen. Für das kommende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir einen EBITDA-Anstieg auf 8,58 Mio. € und damit eine Steigerung um +34,4 %. Die entsprechende erwartete auf die Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge liegt dann bei 23,0 %. Infolge der weiteren Expansionsprojekte der FFK prognostizieren wir für 2013 einen weiteren Ergebnissprung auf 12,07 Mio. € (EBITDA-Marge: 26,8 %). Langfristig sind unseres Erachtens sogar noch höhere EBITDA-Margen von über 30,0 % möglich.

Eine erfolgreiche Vollplatzierung der Unternehmensanleihe wird naturgemäß aber auch die Zinsaufwendungen der Gesellschaft erhöhen. Da jedoch rund 20 % des Emissionserlöses zur Rückführung eines Nachrangdarlehens (ehemals: Mezzanine-Darlehen) in Höhe von rund 6,00 Mio. € verwendet werden sollten, wird die Finanzverschuldung der FFK lediglich um etwa 19,0 Mio. € zulegen.



Quelle: GBC AG

Die Zinsaufwendungen im laufenden Geschäftsjahr 2011 dürften dann auf 1,42 Mio. € ansteigen, wobei hiervon 1,06 Mio. € im Zusammenhang mit der Anleihe stehen. In den folgenden Jahren wird sich der Zinsaufwand aus der Anleiheemission auf dann 1,81 Mio. € einpendeln, der gesamte Zinsaufwand bei 2,20 Mio. €.

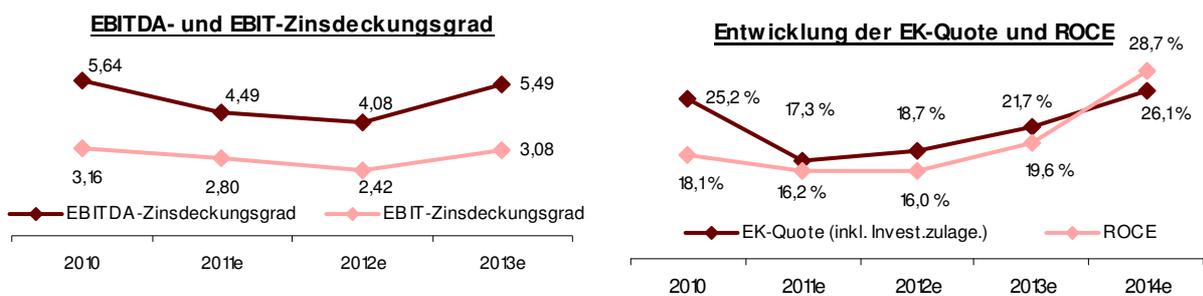
Prognose der Bonitätskennzahlen für die FFK-Gruppe (Konzern) - Auch nach Anleiheemission weiterhin solide

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	2012e	2013e
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	5,64	4,49	4,08	5,49
EBIT-Zinsdeckungsgrad	3,16	2,80	2,42	3,08
EK-Quote in % (inkl. gesetzliche Investitionszulage)	25,2 %	17,3 %	18,7 %	21,7 %
ROCE in %	18,05 %	16,2 %	16,0 %	19,6 %
Total Debt/EBITDA	2,19	4,75	3,72	2,79
Total Net Debt/EBITDA	1,86	3,71	3,34	2,52

Quelle: GBC AG

Wie bereits beschrieben, wird im Nachgang der Anleiheemission naturgemäß ein Anstieg des Finanzaufwandes zu beobachten sein. Dieser wird sich jedoch aufgrund der Tatsache, dass die Gesellschaft die Rückführung des Mezzanine-Darlehens in Höhe von 6,00 Mio. € plant, in Grenzen halten. Dennoch führt die Anleiheemission zu einer kurzfristigen Reduktion der Zinsdeckungsgrade (auf EBITDA und EBIT-Basis) bis die Investitionen fruchten. In 2013 werden die Effekte aus der Wachstumsstrategie gemäß unseren Berechnungen die Finanzierungskosten der Anleihe kompensieren und damit werden die Zinsdeckungsgrade gemäß unseren Prognosen wieder eine ansteigende Tendenz aufweisen. Auch in den Phasen rückläufiger Zinsdeckungsgrade in 2011e und 2012e sind diese jedoch in der Höhe als weiterhin solide zu werten.

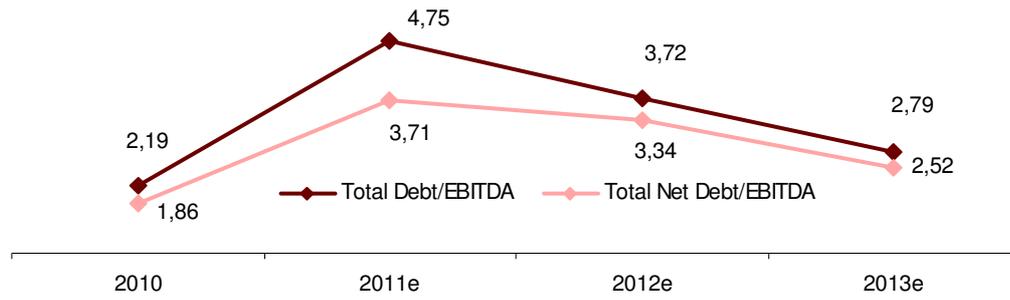
Gleichzeitig wird die Ausweitung der Bilanzsumme zu einem deutlichen Rückgang der EK-Quote führen. Diese wird aufgrund der positiven Ergebnisprognose und der in den Anleihebedingungen festgehaltenen Ausschüttungssperre (FFK darf während der Anleihelaufzeit max. 250 T€ an die EK-Geber ausschütten) in den kommenden Geschäftsjahren aber wieder sukzessive ansteigen. Gleiches gilt für den ROCE (Return on Capital Employed), welcher sich zunächst als Folge der expansiven Strategie der Gesellschaft und der damit zusammengehörenden Erhöhung der eingesetzten Mittel, reduzieren wird. Die erwarteten Größenordnungen sind jedoch im Vergleich zu den Finanzierungskosten (Anleihezins von 7,25 %) als sehr gut zu bewerten und tragen diese bei Weitem.



Quelle: GBC AG

Die guten Relationen Total Debt/EBITDA (Gesamtschulden zu EBITDA) und Total Net Debt/EBITDA (Nettoschulden zu EBITDA) haben bereits zum Geschäftsjahresende 2010 die Solidität des FFK-Geschäftsmodells unterstrichen. Beide Relationen werden als Folge des erhöhten Fremdkapitals in 2011 zunächst zwar ebenfalls ansteigen. Die erwarteten positiven Wachstumseffekte werden in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 aber ebenfalls wieder schnell zu einer Normalisierung des Total Debt/EBITDA und des Total Net Debt/EBITDA führen.

**Total Debt und Total Net Debt / EBITDA**



Quelle: GBC AG

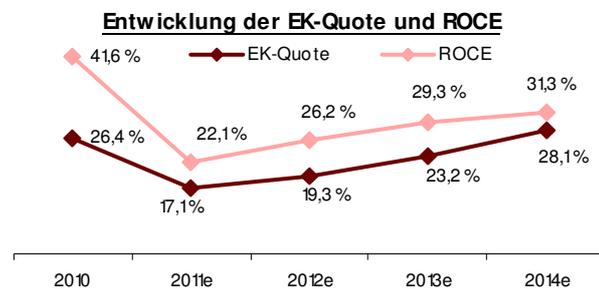
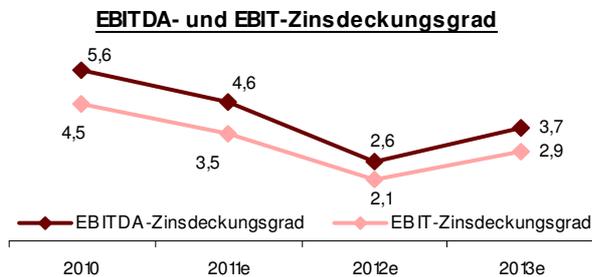
Prognose der Bonitätskennzahlen für die FFK Environment GmbH (Emittentin)

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	2012e	2013e
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	5,60	4,56	2,63	3,70
EBIT-Zinsdeckungsgrad	4,49	3,52	2,05	2,91
EK-Quote in %	26,4 %	17,1 %	19,3 %	23,2 %
ROCE in %	41,6 %	22,1 %	26,2 %	29,3 %
Total Debt/EBITDA	2,12	6,34	5,80	5,68
Total Net Debt/EBITDA	2,08	5,20	5,37	5,28

Quelle: GBC AG

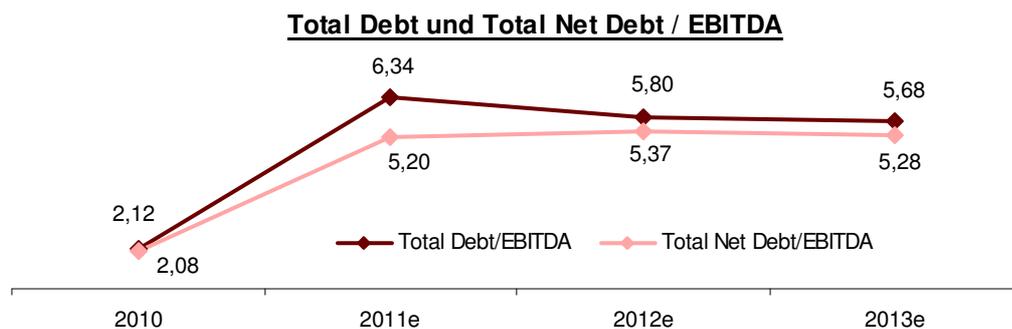
Die Entwicklung der Bonitätskennzahlen gestaltet sich auf Basis unserer Prognosen für den Einzelabschluss der FFK Environment GmbH (Anleiheemittentin ohne Tochtergesellschaften) ähnlich zu der umseitig dargestellten Entwicklung. Die Zinsdeckungsgrade (EBITDA/EBIT-Basis) werden sich infolge der Anleiheemission und der damit verbundenen erhöhten Finanzaufwendungen zunächst reduzieren. Im Zuge eines erwarteten Anstieges des operativen Ergebnisses dürften diese dann ab dem Geschäftsjahr 2012 wieder eine zügig ansteigende Tendenz aufzeigen.

Analog zu unseren Erwartungen einer positiven operativen Entwicklung sollte die FFK Environment GmbH im Nachgang der Anleiheemission einen Anstieg der EK-Quote und des ROCE aufweisen. Auch hier zeigt sich der positive Effekt der Ausschüttungssperre, die mögliche Ausschüttungen auf maximal 250.000 € begrenzt und somit jährlich die Stärkung des Eigenkapitals sichert. Auf Basis des Einzelabschlusses zeigt sich auch eine schnelle Rückkehr der EK-Quote in Richtung 30 % bis 2014. Diese beinhaltet zudem noch keine Kapitalmaßnahmen. Ein möglicher Börsengang würde hingegen sogar zu einem deutlich schnelleren Anstieg der EK-Quote führen.



Quelle: GBC AG

Ebenfalls sollten ähnlich zur Konzernbetrachtung gemäß unseren Erwartungen die Relationen Total Debt/EBITDA und Total Net Debt/EBITDA ansteigen und dann sukzessive in den kommenden Geschäftsjahren zurückgehen. Im Vergleich zur FFK-Gruppe wird der Rückgang schwächer ausfallen, da sich die Expansionsstrategie aufgrund der Gesellschaftsstruktur nur in der Gruppe bemerkbar machen wird.



Quelle: GBC AG

**Marktvergleich - FFK-Anleihe weist überdurchschnittlich attraktive Ausstattung auf**

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. €	Credit Research	Covenants/ Investorenschutzrechte		
							Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
SolarWorld AG	6,125 %	7	21.01.2010	-	400,00	nein	k.A.	k.A.	k.A.
NOVATEC BIOSOL AG	7,250 %	5	01.02.2010	-	10,00	nein	k.A.	k.A.	k.A.
RHÖN-KLINIKUM AG	3,875 %	6	11.03.2010	Baa2 *2	400,00	nein	k.A.	k.A.	k.A.
Heraeus Finance GmbH	4,000 %	7	28.05.2010	BBB+ *2;4	250,00	nein	30	nein	ja
Solar Millenium AG	6,500 %	5	12.07.2010	-	50,00	nein	60	nein	nein
Peri GmbH	5,000 %	5	06.08.2010	BBB-	100,00	nein	k.A.	k.A.	k.A.
KUKA AG	8,750 %	7	18.11.2010	B- *2;4	202,00	nein	ja	nein	ja
HELMA Eigenh. AG	6,500 %	5	01.12.2010	BBB *1	bis 10,00	ja	nein	nein	nein
Marseille-Kliniken AG	7,900 %	1	08.12.2010	-	15,00	nein	k.A.	k.A.	k.A.
S.A.G. Solarstrom AG	6,250 %	5	15.12.2010	BBB+ *1	25,00	ja	20	nein	nein
EXER D GmbH	5,700 %	5	01.02.2011	A5 *5	50,00	nein	7	nein	nein
ARISTON R. Estate AG	7,250 %	5	14.03.2011	-	bis 25,00	nein	nein	nein	nein
golden Gate	6,500 %	3,5	01.04.2011	BBB *1	30,00	nein	60 Tage	nein	nein
Solar8 Energy AG	9,250 %	5	07.04.2011	BB- *1	bis 10,00	nein	60	nein	nein

**Qualitätssegment Bondm (Börse Stuttgart)**

3W Power Holdings S.A.	9,250 %	5	01.12.2010	B- *4	125,00	nein	30	nein	ja
Air Berlin	8,500 %	5	10.11.2010	-	200,00	nein	15	nein	ja
CENTROSOLAR AG	7,000 %	5	15.02.2011	BBB *1	50,00	nein	60	nein	nein
Dürr AG	7,250 %	5	28.09.2010	-	225,00	nein	30	nein	ja
German Pellets GmbH	7,250 %	5	01.04.2011	BBB *1	80,00	nein	60	nein	ja
JOH. F. BEHRENS AG	8,000 %	5	15.03.2011	BB- *1	bis 30	nein	30	nein	ja
KTG Agrar AG	6,750 %	5	14.09.2010	BBB *1	50,00	ja	30	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500 %	5	08.02.2011	BB+ *1	50,00	ja	30	nein	nein
Nabaltec AG	6,500 %	5	15.10.2010	BBB- *1	30,00	nein	nein	nein	nein
Payom Solar	7,500 %	5	08.04.2011	BBB *1	bis 50,00	ja	20	nein	nein
RENA GMBH	7,000 %	5	15.12.2010	BB+ *3	75,00	nein	30	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,125 %	5	01.03.2011	BBB+ *1	bis 100	nein	7	nein	ja
Solarwatt AG	7,000 %	5	01.11.2010	BB+ *1	25,00	nein	60	nein	nein
UNIWHEELS	7,500 %	5	19.04.2011	BB+ *1;3	bis 50,00	ja	30	ja	ja
Windreich AG	6,500 %	5	01.03.2010	BBB *1	50,00	nein	nein	nein	nein

**Qualitätssegment mittelstandsmarkt (Börse Düsseldorf)**

Valensina	7,375 %	5	28.04.2011	BB *1	bis 50,00	nein	45 Tage	nein	ja
Semper Idem Underberg	7,125 %	5	20.04.2011	BB+ *1	bis 50,00	nein	k.A.	nein	ja
<b>Mittelwert (gesamt)</b>	<b>6,967 %</b>	<b>5,05</b>		<b>BB+</b>					
<b>FFK Environment GmbH</b>	<b>7,250 %</b>	<b>5</b>	<b>01.06.2011</b>	<b>BB+ *1</b>	<b>bis 25,00</b>	<b>ja</b>	<b>60</b>	<b>ja</b>	<b>ja</b>

\*1=Creditreform; \*2=Moody's; \*3=Euler Hermes; \*4=Standard&Poor's \*5)L/C= Lince/Cerved Group

- *Zinsverzug*: Nichtzahlung von Zinsen über einen bestimmten Zeitraum berechtigt Anleihegläubiger zur vorzeitigen Kündigung
- *Ausschüttungssperre*: Zur Stärkung der Finanzkraft wurde eine Ausschüttungssperre des Bilanzgewinns vereinbart; Nichteinhaltung führt zur Kündigungsmöglichkeit für Gläubiger
- *Change of Control*: Bei einem Kontrollwechsel ist der Gläubiger zur außerordentlichen Kündigung berechtigt

Ein sehr wichtiger Punkt für die Bewertung der Attraktivität einer Anleihe ist der Marktvergleich zu bereits emittierten Unternehmensanleihen. Wie man umseitig gut erkennen kann, ist die FFK-Anleihe fast allen Vergleichskriterien überdurchschnittlich gut ausgestattet. Demnach liegt der Kupon mit 7,25 % oberhalb der vergleichbaren Anleihen, die im Durchschnitt mit 6,97 % verzinst werden. Ein Alleinstellungsmerkmal der FFK-Anleihe ist das kurze vierteljährliche Intervall der Zinszahlungen, welches eine hohe Zinszahlungsrate mit sich bringt. Zum einen erhält der Anleger bereits zum 1.9.2011 die erste Zinszahlung und anschließend in kurzen Zeiträumen, was eine höhere Sicherheit mit sich bringt. Zum anderen errechnet sich somit eine erhöhte Effektivrendite von 7,45% p.a.

Parallel hierzu werden den FFK-Anleihegläubigern unterschiedliche Kündigungsrechte (Covenants) zur Erhöhung der Sicherheit zugesprochen. Allen voran zu nennen ist die Möglichkeit einer **außerordentlichen Kündigung im Falle einer mehr als 60tägigen Nichtzahlung** von Zinsansprüchen oder Rückzahlungsansprüchen. Dies ist bei einem vierteljährlichen Zinszahlungsmodus ein starkes Recht für Investoren.

Als zusätzliche Sicherung für Investoren hat sich die FFK eine **Ausschüttungssperre** auferlegt, wodurch die Gewinnausschüttungen auf maximal 250.000 € jährlich beschränkt sind. Damit sollen die Gewinne der Gesellschaft in erster Linie thesauriert werden, um die künftige Finanzstärke der FFK stetig zu verbessern. Wie man der Tabelle entnehmen kann, sind Ausschüttungssperren für den Großteil der ausgegebenen Anleihen nicht vereinbart worden und dies stellt ein gutes Sicherungsinstrument und Alleinstellungsmerkmal dar. Gemäß unseren Analysen hat lediglich die UNIWHEELS eine Ausschüttungssperre im Wertpapierprospekt verankert.

Ein weiterer Covenant bezieht sich auf den Fall eines Kontrollwechsels (**Change of Control**). In erster Linie soll damit die Kontinuität der Geschäftsentwicklung gewährleistet werden. Außerdem wird damit eine quasi-Verpflichtung zum Nichtverkauf der Mehrheitsanteile des Unternehmens an andere Gesellschaften abgegeben. Ein Change of Control (CoC) liegt bei der FFK vor wenn: Der geschäftsführende Gesellschafter Frank Kochan nicht mehr die Mehrheit der Stammeinlagen hält und seine Bestellung als Geschäftsführer endet. Diese Klausel lässt sich ebenfalls bei der Mehrzahl der Unternehmen, die im letzten und laufenden Jahr Anleihen emittiert haben, nicht finden und auch dies ist bei der FFK deshalb besonders positiv zu werten.

Auch Seitens der FFK besteht das Recht die Anleihe vorzeitig ordentlich zu kündigen und zurückzahlen, aber frühestens nach drei Jahren (Call Option). Mit Ablauf des 31. Mai 2014 sowie zum Ablauf des 31. Mai 2015 ist die FFK gemäß Wertpapierprospekt berechtigt mit einer Kündigungsfrist von mindestens einem Monat die Anleihe zu 100 % zu kündigen.

Mit der Notierung im speziellen Qualitätssegment **mittelstandsmarkt** der Börse Düsseldorf verpflichtet sich die FFK des Weiteren zu einer Transparenz über die Laufzeit der Anleihe. Zugleich haben Anleger die Möglichkeit eines fortlaufenden Handels der Anleihe und verfügen somit über ein erhöhtes Maß an Flexibilität.

Die Verpflichtungen des Segmentes **mittelstandsmarkt** der Börse Düsseldorf beinhalten folgende anlegerfreundliche Punkte:

- Sicherstellung der Einhaltung der Anforderungen einen zugewiesenen Kapitalmarktpartner
- Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospektes für Emittentin und damit Transparenz für Anleger
- Vorlage von Geschäfts- und Zwischenberichten und damit laufende Transparenz
- Vorlage eines Ratingberichtes mit der Ratingnote von mindestens „BB“ (Update ist 12 Monate nach Ersterscheinen des ersten Berichtes verpflichtend)
- Das Nominalvolumen der Anleihe soll mindestens 10,0 Mio. € betragen, um Handelbarkeit zu gewährleisten

## Fazit

Attraktive Rendite und „Klimaschutz für Ihr Depot“ -  
7,25 %-FFK-Anleihe „Überdurchschnittlich attraktiv“

Der Zeichner einer FFK-Anleihe investiert in ein Unternehmen, welches zu den führenden Herstellern von klimafreundlichen Ersatzbrennstoffen aus Abfällen in Deutschland zählt. Ersatzbrennstoffe ersetzen fossile Brennstoffe wie Braun- oder Steinkohle bei der Energieerzeugung in Kraftwerken und in der Zementindustrie. In den Geschäftsbereichen Logistik & Entsorgung, Rohstoffproduktion und Rohstoffhandel bietet das Unternehmen Leistungen rund um die Abfallentsorgung und die Rückführung von Sekundärrohstoffen in den Wertstoffkreislauf (Recycling). Die FFK Environment betreibt die größte Anlage zur Herstellung von Ersatzbrennstoffen in Brandenburg mit einer jährlichen Verarbeitungskapazität von rund 280.000 Tonnen. Zu den Kunden der Gesellschaft zählen große Energieversorger wie Vattenfall oder E.ON sowie führende europäische Zementhersteller wie HeidelbergCement, Cemex oder Dyckerhoff.

Die FFK konnte zuletzt von einem wieder freundlicheren Marktumfeld profitieren und Rekordergebnisse erzielen. Besonders die Tatsache, dass die energetische Nutzung von Abfall immer ausgereifter wird und damit auch immer höhere Wirkungsgrade erzielt werden, hat zu einer zunehmenden Sensibilisierung gegenüber diesem Energieträger geführt. Der Abfallwirtschaft kommt in Deutschland nicht zuletzt aufgrund gesetzlicher Vorgaben eine zukunftssträchtige Rolle für die Rohstoffsicherheit und Energieversorgung in Deutschland zu. Das Institut der deutschen Wirtschaft in Köln kommt zum positiven Fazit: „Die Recyclingbranche schafft Versorgungssicherheit“. Dabei gilt die Sekundärrohstoffbranche als die wachstumsstärkste Branche in Deutschland.

Daher konnte die FFK in den letzten Jahren eine positive operative Entwicklung aufzeigen. Demnach konnten in 2010 auf Ebene der Gesamtleistung mit +10,9 % und des operativen Ergebnisses (EBIT) mit +107,7 % neue Rekordwerte erzielt werden. Das bilanzielle Bild ist als solide zu bezeichnen. So verfügt die Gesellschaft über eine EK-Quote von 26,4 %. Das Gearing (Verhältnis Fremdkapital zum Eigenkapital) konnte aufgrund der guten Geschäftsentwicklung in den letzten Jahren deutlich abgebaut werden und liegt derzeit bei 160,2 %.

Die Investitionsstrategie der Gesellschaft sieht einen deutlichen Ausbau der Geschäftstätigkeit vor. Die FFK plant dabei sowohl bestehende Unternehmen zu erwerben als auch neue Werke selbst aufzubauen. Zugleich ist eine Ausweitung des regionalen Fokus neben Deutschland auch auf die sehr interessanten Märkte in Polen, Ukraine und Rumänien in Prüfung. Diese Märkte bieten aufgrund einer noch unterentwickelten Nutzung von Abfall als Energieträger sehr hohes Potenzial für die Zukunft.

Die Expansionsstrategie der FFK soll hauptsächlich über die Emission der 7,25%igen Unternehmensanleihe mit einer Laufzeit von 5 Jahren realisiert werden. Das geplante Volumen beläuft sich auf 25,00 Mio. €, wovon rund 80 % für die Expansionsstrategie (organisch und anorganisch) verwendet werden sollen. Die Gesellschaft plant darüber hinaus ein Mezzaninedarlehen in Höhe von 6,00 Mio. € zurückzuführen und damit würde die Verschuldungssituation auch nach der Anleiheemission nur unterproportional zulegen.

Gemäß unseren Planungen dürfte die Expansionsstrategie der Gesellschaft zu einer deutlichen Ausweitung der Umsätze und Ergebnisse führen. Dementsprechend haben wir auch weiterhin gute Werte bei den Bonitätskennzahlen ermitteln können. Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad wird sich gemäß unseren Planungen aufgrund der Anleihe zunächst in 2011 leicht auf 4,49 reduzieren, ist damit aber weiterhin als gut ausreichend zu werten und wird bereits 2013 wieder deutlich auf 5,49 ansteigen.

Auch der prognostizierte EBIT-Zinsdeckungsgrad signalisiert weiterhin eine gute Fähigkeit die Zinsen zu bedienen. Das Rating BB+ der Rating Agentur Creditreform mit Aussage "befriedigende Bonität" geht ebenfalls absolut in Ordnung, denn das Rating-Summary fasst hinsichtlich des Marktes und der Produkte der FFK zusammen "Die Gesamtbetrachtung lässt auf ein verringertes Branchenrisiko für die FFK Environment GmbH im Vergleich zur Gesamtwirtschaft schließen". Und zur aktuellen Entwicklung schreibt die BaFin anerkannte

Ratingagentur: "Wir halten die Planungen für realistisch, da sie auf ein bewährtes Geschäftsmodell setzen, auf starke Partner setzen und sich konservativ an den Finanzierungsmöglichkeiten orientieren":

Die Ausgestaltung der Anleihe ist aus unserer Sicht ebenfalls sehr anlegerfreundlich, da verschiedene Investorensicherungsrechte (Covenants) berücksichtigt wurden. So hat sich die Gesellschaft z.B. eine Ausschüttungssperre für Gewinne während der Anleihelaufzeit auferlegt, was erwartungsgemäß zu einer stetigen Erhöhung der Eigenkapitalquote und einer weiteren Bonitätsverbesserung führt. Und auch die Change-of-Control-Klausel ist eine anlegerfreundliche Maßnahme, um die Kontinuität im Unternehmen zu sichern.

Auch die Ausgestaltung des Coupons ist mit 7,25% sehr attraktiv und zudem erfolgen die Zinszahlungen vierteljährlich, was ein Alleinstellungsmerkmal darstellt und was man bisher bei den deutschen Mittelstandsanleihen noch kaum findet. Zum einen erhält der Anleger bereits zum 1.9.2011 die erste Zinszahlung und anschließend in kurzen Zeiträumen, was eine höhere Sicherheit mit sich bringt. Zum anderen errechnet sich somit eine erhöhte Effektivrendite von 7,45% p.a.

Auch die Notierung im Qualitätssegment „**mittelstandsmarkt**“ der Börse Düsseldorf mit seinen erhöhten Transparenzanforderungen kommt Anlegern zu Gute. Zuletzt haben so bekannte Namen wie Valensina (Rating BB) und Underberg (Rating BB+) ihre Anleiheemissionen dort erfolgreich abgeschlossen.

Somit stufen wir zusammenfassend die 7,25%-FFK-Unternehmensanleihe als "Überdurchschnittlich attraktiv" ein und sehen das Wertpapier als interessante Depotbeimischung.



## 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:**

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grund-

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 $\leq - 10 \%$ .

lage 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.

**Einstufung bei Credit Research Analysen:**

„**Überdurchschnittlich attraktiv**“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen

„**Durchschnittlich attraktiv**“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen

„**Unterdurchschnittlich attraktiv**“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen

**§ 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: (4) (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, mitführend oder beratend 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:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**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](mailto:compliance@gbc-ag.de)





GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)