



**Credit Research (Update)**

**e.n.o energy GmbH**



**Unternehmensanleihe e.n.o. energy GmbH  
7,375 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

**„Frischer Wind und attraktive Rendite für das Depot“**

**„Überdurchschnittlich Attraktiv“**

---

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

---

Fertigstellung: 14.10.2011

Veröffentlichung: 17.10.2011



**e.n.o. energy GmbH <sup>\*5</sup>**

**Überdurchschnittlich**

**Attraktiv**

**7,375 %**

**Corporate Bond**

**Effektivzins: 9,04 %**

Währung: EUR

**Stammdaten:**

DE000A1H3V53

WKN: A1H3V5

Emissionsvol.:

bis 25,00 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

30.06.2011-30.06.2016

Kupon: 7,375 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 30.06

erstmalig zum 30.06.2012

Aktueller Kurs\*: 94,5 %

Rückzahlungskurs: 100 %

\*Kursdatum: 11.10.2011

Börse Düsseldorf

**Analyst:**

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

**Unternehmensprofil**

Branche: Windkraft, Erneuerbare Energien

Fokus: Herstellung, Projektentwicklung,  
Finanzierung, Wartung, Service von WKA

Mitarbeiter: 78 Stand: 30.06.11

Gründung: 1999

Firmensitz: Ostseebad Rerik

Geschäftsführer: Karsten Porm



Das Kerngeschäft der e.n.o. energy GmbH ist die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Windparks in Deutschland. Dabei fungiert die Gruppe als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft. Innerhalb der Gruppe werden darüber hinaus Produkte und Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von WEA (Windenergieanlagen) angeboten. Neben der Projektplanung und Entwicklung, dem Bau und der Windenergieanlagenherstellung werden auch die Bereiche Service & Wartung sowie Vertrieb und Finanzierung abgedeckt.

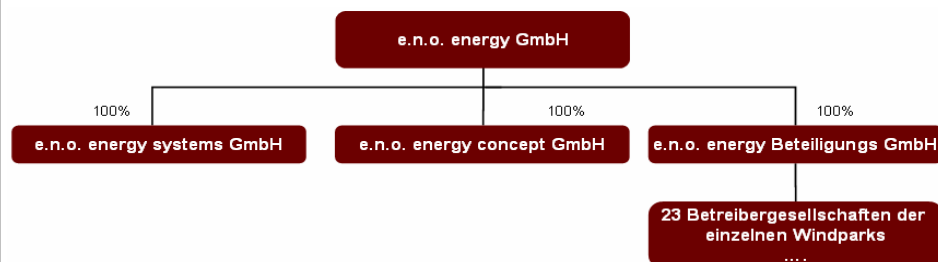
**Prognosen auf Konzernbasis**

| in Mio. €/GJ-Jahr | 2010  | 2011e | 2012e  | 2013e  |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| Gesamtleistung    | 45,11 | 65,00 | 115,95 | 134,14 |
| EBITDA            | 4,43  | 3,70  | 11,71  | 15,08  |
| EBIT              | 3,97  | 3,24  | 11,22  | 14,60  |
| Jahresüberschuss  | 2,30  | 1,81  | 5,87   | 8,24   |

**ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)**

|                       |        |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA-Zinsdeckung    | 2,11   | 2,28   | 4,13   | 5,32   |
| EBIT-Zinsdeckung      | 1,89   | 1,38   | 3,96   | 5,15   |
| EK-Quote              | 24,9 % | 19,3 % | 27,4 % | 35,4 % |
| Total Debt/EBITDA     | 3,04   | 12,39  | 3,82   | 2,87   |
| Total Net Debt/EBITDA | -2,03  | 6,37   | 1,96   | 1,43   |

**Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)**

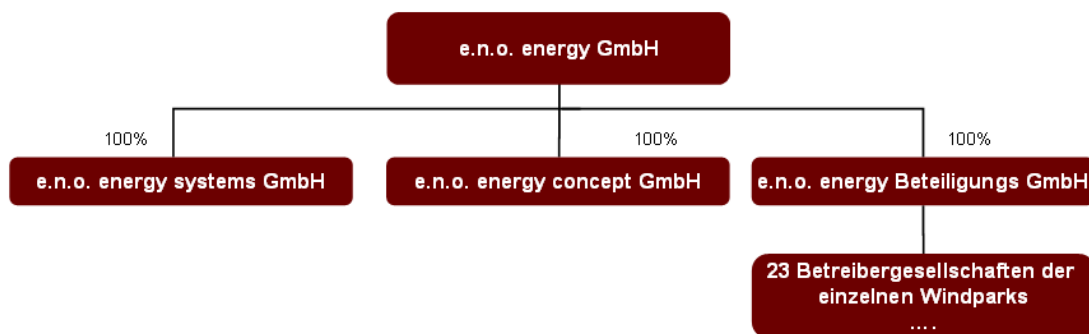


**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

**Geschäftstätigkeit und Strategie**

Das Kerngeschäft der e.n.o. ist die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Windparks in Deutschland. Die Gruppe fungiert dabei als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft. Darüber hinaus werden Produkte und Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von Windenergieanlagen (WEA) angeboten. So werden neben der Projektplanung und Entwicklung, der Bau und die Windanlagenherstellung, Service & Wartung sowie auch der Vertrieb und die Finanzierung von WEA abgedeckt.

**Unternehmensstruktur**



Quelle: e.n.o. energy GmbH

Die e.n.o. energy GmbH ist als Emittentin der 7,375 %-Unternehmensanleihe hinsichtlich der Eigentümerstruktur zu 100 % dem alleinigen Geschäftsführer und Gründer Herrn Karsten Prom zuzurechnen. Das Unternehmen unterhält zudem drei 100%ige Tochterunternehmen, die jeweils in der Form einer GmbH geführt sind.

Die Muttergesellschaft **e.n.o. energy GmbH** übernimmt die strategische und operative Führung innerhalb der Unternehmensgruppe sowie Kernaufgaben wie Rechnungswesen, Controlling, Personal, Projektmanagement, Vermarktung oder allgemeine Verwaltung. Auch die kaufmännische und technische Betriebsführung von Windparks wird von der Muttergesellschaft übernommen. Über die e.n.o. energy GmbH wird demzufolge die Planung und der Bau von Onshore-Windkraftprojekten abgewickelt. Für die Errichtung werden dabei WEA, je nach Eignung und Wirtschaftlichkeit für das jeweilige Projekt, von allen namhaften Herstellern verwendet. Und auch eigene von der e.n.o. hergestellte Windenergieanlagen (e.n.o. 82 - 2.0 MW, e.n.o. 82 - 2.2 MW und e.n.o. 92 - 2.2 MW) werden zur Bestückung von Windkraftprojekten verstärkt eingesetzt.

Die Herstellung von WEA erbringt die Tochtergesellschaft **e.n.o. energy systems GmbH**. Seit dem Jahr 2008 wird in der eigenen Fertigungshalle die WEA e.n.o. 82 - 2.0 MW, e.n.o. 82 - 2.2 MW sowie seit 2010 die WEA e.n.o. 92 - 2.2 gefertigt. Die Anlagen kommen dabei entweder in den eigenen Windparks zum Einsatz oder werden an Dritte veräußert.

Die **e.n.o. energy concept GmbH** ist im Bereich der Finanzierung aktiv, speziell im Bereich der Vermittlung und Abwicklung von Projektfinanzierungen. Dabei verfügt e.n.o. über mehrere langjährige Partner auf der Bankenseite, die bereits zahlreiche Projekte finanziert haben. Auch auf Investorensseite bestehen gute Kontakte zu verschiedenen Investorengruppen wie z.B. mittelständischen und kleinen Unternehmen, Stadtwerken und Privatpersonen.

Schließlich agiert die **e.n.o. energy Beteiligungs GmbH** als Komplementärin für die Kommanditgesellschaften, die für die einzelnen Windparks, welche die Muttergesellschaft plant und errichtet, gegründet werden. Derzeit ist die e.n.o. energy Beteiligungs GmbH Komplementärin von 23 Windparkbetreibergesellschaften.

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

**Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011 - Deutliche Ergebnissteigerung durch Kostendisziplin**

| in Mio. €             | 1.HJ 2010    | Δ 2010/2011 | 1.HJ 2011    |
|-----------------------|--------------|-------------|--------------|
| Umsatzerlöse          | 14,58        | -17,4 %     | 12,05        |
| Gesamtleistung        | 21,52        | -35,6 %     | 13,86        |
| EBITDA (EBITDA-Marge) | -2,17 (neg.) | k.A.        | 1,20 (9,9 %) |
| EBIT (EBIT-Marge)     | -2,20 (neg.) | k.A.        | 1,16 (9,6 %) |
| Periodenergebnis      | -2,57        | k.A.        | 1,11         |

Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 erzielte die e.n.o. energy GmbH Umsatzerlöse in Höhe von 12,05 Mio. € und verpasste somit die Vorjahresgröße von 14,58 Mio. € um -17,4 %. Diese Entwicklung beruht dabei in erster Linie auf verzögerten Projektfinanzierungen, welche eine Verschiebung der realisierten Projekte auf das zweite Halbjahr 2011 sowie ins kommende Geschäftsjahr 2012 zur Folge hatte. In der abgelaufenen Berichtsperiode wurden insgesamt 3 Windkraftprojekte mit einer Gesamtleistung von 22 MW (11 Windenergieanlagen) in Deutschland und Frankreich fertiggestellt und veräußert.

Die Gesellschaft konnte diesen Umsatzrückgang jedoch durch eine Minderung der operativen Kostenbasis gut auffangen. Die operativen, auf die Gesamtleistung bezogenen Kosten, reduzierten sich dabei überproportional um -46,6 % auf 12,66 Mio. € (VJ: 23,69 Mio. €). Diese Reduktion ist vordergründig eine Folge der geringeren, aus der Verschiebung der Projekte resultierenden, Neubautätigkeit der Gesellschaft. Demzufolge lag das EBIT trotz des Umsatzrückgangs bei 1,16 Mio. € (VJ: -2,20 Mio. €) und damit die dazugehörige EBIT-Marge bei einem guten Wert von 9,6 %.

Als Folge der noch geringen Zins- und Steuerbelastungen erzielte die e.n.o. energy GmbH ein Periodenergebnis von 1,11 Mio. € (VJ: -2,57 Mio. €).

**Bilanzentwicklung 30.06.11 - Weiterhin solide Bilanzrelationen**

| in Mio. €          | 31.12.10       | 30.06.11       |
|--------------------|----------------|----------------|
| EK (EK-Quote)      | 11,70 (26,3 %) | 12,80 (29,8 %) |
| Finanzverschuldung | 8,68           | 9,39           |
| Finanzvermögen     | 22,21          | 19,60          |
| WC                 | -7,78          | -2,60          |

Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG (eigene Berechnungen)

Das solide Bilanzbild der e.n.o. energy GmbH war in der abgelaufenen Berichtsperiode von einem leichten Rückgang der Bilanzsumme auf 42,96 Mio. € (31.12.10: 44,56 Mio. €) geprägt. Diese Reduktion wird aktivseitig durch einen Rückgang des Beteiligungsvermögens (Finanzvermögen) dargestellt, welcher aus der Veräußerung von Windparkgesellschaften resultiert. Dementsprechend reduzierten sich die langfristigen Finanzanlagen von 16,91 Mio. € (31.12.10) auf 13,69 Mio. €.

Passivseitig steht dieser Reduktion ein Rückgang des Fremdkapitals in Höhe von 2,70 Mio. € gegenüber. Hierbei minderten sich sowohl die sonstigen Rückstellungen als auch die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen signifikant. Demgegenüber steht ein Anstieg der Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit der Anleiheemission sowie ein aus dem positiven Ergebnis resultierende Anstieg des Eigenkapitals auf 12,80 Mio. € (31.12.10: 11,70 Mio. €). Die hierzu entsprechende Eigenkapitalquote von 29,8 % (31.12.10: 26,3 %) ist als solide zu werten.

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

**Prognosen - Starkes Wachstum der Pipeline ab 2012 erwartet**

| in Mio. €             | GJ 2011e     | GJ 2012e       | GJ 2013e       |
|-----------------------|--------------|----------------|----------------|
| Gesamtleistung        | 65,00        | 115,95         | 134,14         |
| EBITDA (EBITDA-Marge) | 3,70 (5,7 %) | 11,71 (10,1 %) | 15,08 (11,2 %) |
| EBIT (EBIT-Marge)     | 3,24 (5,0 %) | 11,22 (9,7 %)  | 14,60 (10,9 %) |
| Jahresüberschuss      | 1,81         | 5,87           | 8,24           |

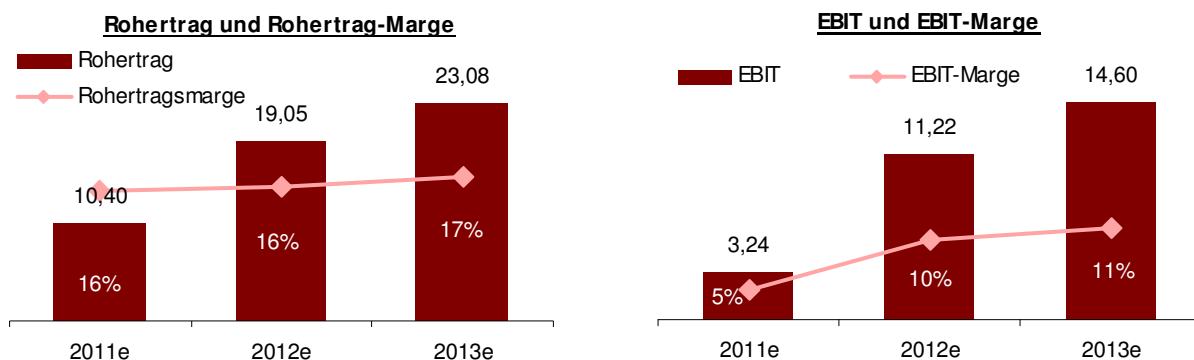
Quelle: GBC AG

Unsere postulieren Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre bauen vordergründig auf die von der e.n.o. energy GmbH kommunizierte Unternehmensstrategie sowie auf die dazugehörige massive Projektpipeline, auf. Der wesentliche Faktor der Unternehmensstrategie ist dabei die Forcierung der eigenen WEA-Anlagen, um sich somit am Windenergiemarkt weiter als Hersteller etablieren zu können. Derzeit verfügt die Gesellschaft mit der e.n.o. 82 - 2.0 MW und der e.n.o. 92 - 2.2 MW zwei eigene WEA Typen, die auf bewährte Technologien namhafter Hersteller setzen. Mittelfristig sollen die Bauteile für die eigenen WEA im Rahmen eines geplanten Ausbaus der Fertigungstiefe selbst hergestellt werden.

Ein weiteres wesentliches Asset der Gesellschaft ist die umfangreiche Projektpipeline, die auf der Sicherung von Standorten zur Errichtung von WEA fundiert. Die e.n.o. energy GmbH hat sich nach teils mehrjährigen Genehmigungsverfahren attraktive Standorte in Deutschland, für den Anlagenbau mit einer Gesamtleistung von 400 MW, gesichert. Unter Berücksichtigung einer erfolgreichen Anleiheplatzierung dürfte die Gesellschaft gut in der Lage sein ihre Projektpipeline in den nächsten Jahren sukzessive abzuwickeln. Neben den Anleihemitteln, die als Eigenkapitalanteil in die Projektgesellschaften einfließen sollen, werden Mezzaninekapital und Fondsbeteiligungen die Finanzierung der Projekte unterstützen.

Insbesondere für das laufende Geschäftsjahr 2011 beziehen wir für unsere Umsatz- und Ergebnisplanungen die Geschäftsentwicklung der abgelaufenen Berichtsperiode ein. Unter der Prämisse einer von der Gesellschaft kommunizierten Projektverschiebung ins zweite Halbjahr 2011 hinein, sollte hier ein Umsatzschub sichtbar werden. Dieser Erwartung werden wir mit unserer auf Gesamtjahresbasis 2011 prognostizierten Gesamtleistung von 65,00 Mio. € gerecht. Eine erwartete EBIT-Marge von 5,0 % (EBIT: 3,24 Mio. €), welche bereits in den ersten sechs Monaten 2011 erzielt wurde, sollte dabei gut zu erreichen sein.

Speziell vor dem Hintergrund einer höheren Anzahl hergestellter WEA dürfte sich das künftige Unternehmenswachstum dynamisch gestalten. Damit einhergehend erwarten wir einen deutlichen Anstieg sowohl der Projekterlöse als auch der Verkaufserlöse eigener WEA. Flankierend hierzu sollten sich die Erlöse aus der Betriebsführung der Anlagen relativ stabil entwickeln. Hier greift unsere Planungsvoraussetzung, wonach der Großteil der in den nächsten Jahren realisierten Windparkprojekte, veräußert werden soll.



Quelle: GBC AG

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

Gemäß unseren Planungen dürfte der Rohertrag der Gesellschaft (Gesamtleistung abzüglich Materialaufwand) proportional zur Entwicklung der Gesamtleistung ansteigen. Bei einer dazugehörigen relativ stabilen Entwicklung der Rohertragsmarge (bezogen auf Gesamtleistung), welche laut unseren Planungen auf über 17,0 % ansteigen dürfte, gehen wir dabei von einem branchenüblichen Wert aus. Hier ist zugleich die höhere Wertschöpfung, die im Zuge einer verstärkten Eigenproduktion von WEA realisiert werden sollte, berücksichtigt.

Infolge der Stabilisierung der Rohertragsmarge und der schlanken Organisations- und Kostenstruktur der Gesellschaft, dürfte das operative Ergebnis in den kommenden Geschäftsjahren leicht überproportional ansteigen. Diese Prognose berücksichtigt sowohl die niedrigen Overhead-Kosten („schlanke Verwaltung“) der e.n.o als auch den im Zuge der Geschäftsausweitung notwendigen Personalausbau.

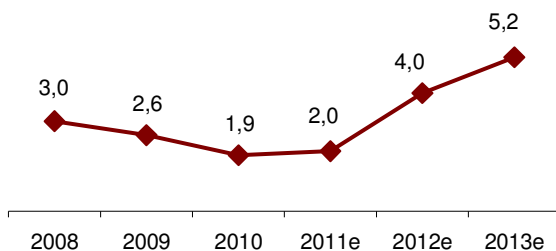
**Bonitätskennzahlen - Weitere Verbesserung ab 2012 erwartet**

|                          | GJ 2010 | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e |
|--------------------------|---------|----------|----------|----------|
| EBITDA-Interest Coverage | 2,11    | 2,28     | 4,13     | 5,32     |
| EBIT-Interest Coverage   | 1,89    | 1,38     | 3,96     | 5,15     |
| Total Debt / EBITDA      | 3,04    | 12,39    | 3,82     | 2,87     |
| Total Net Debt / EBITDA  | -2,03   | 6,37     | 1,96     | 1,43     |
| EK-Quote                 | 24,9 %  | 19,3 %   | 27,4 %   | 35,4 %   |

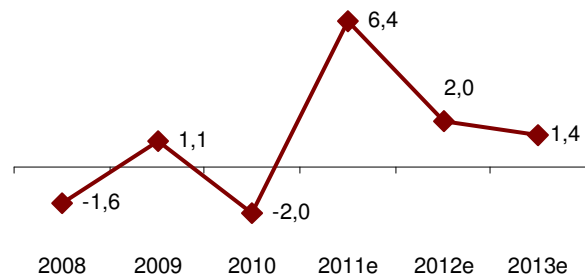
Quelle: GBC AG

Die Basis für die Ermittlung der Zinsdeckungsgrade, welche in den kommenden Geschäftsjahren im Zuge der erwarteten Ergebnisanstiege zulegen sollten, ist die Berücksichtigung der Anleihezinsen. Aufgrund der Tatsache, dass sich diese für das laufende Geschäftsjahr jedoch nur anteilig auswirken sollten, haben wir die Zinsaufwendungen aus dieser Emission ganzjährig erst im kommenden Geschäftsjahr 2012 berücksichtigt. Der von uns prognostizierte Ergebnisanstieg und der damit zusammengehörende Anstieg der Zinsdeckungsgrade zeigt dabei, dass die e.n.o. energy GmbH gut in der Lage sein dürfte, den Zinsdienst aus dem laufenden operativen Geschäft zu bestreiten.

**Entwicklung EBIT-Zinsdeckungsgrad**



**Entwicklung Total Net Debt/EBITDA**



Quelle: GBC AG

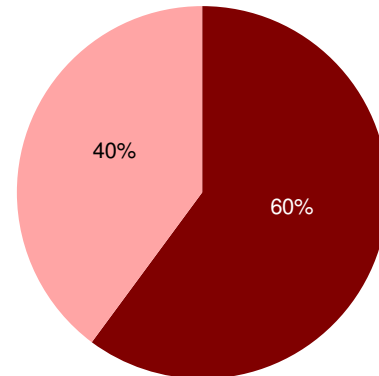
Auf Grundlage der erwarteten Ergebnissteigerungen der kommenden Geschäftsjahre sollten zugleich die Verschuldungsrelationen sukzessive abnehmen. Einem durch die Anleiheemission bedingten Anstieg des Total Net Debt/EBITDA in 2011 auf 6,4, dürfte in den kommenden beiden Geschäftsjahren ein Rückgang dieser Verschuldungsrelation auf 1,4 folgen. Eine ähnliche Ausprägung dürfte die Eigenkapitalquote annehmen, die in 2011 ebenfalls von einem Anstieg des Fremdkapitals geprägt sein dürfte. Im Zuge der guten Geschäftsentwicklung und der positiven Jahresergebnisse wird die e.n.o. energy GmbH unseres Erachtens in den kommenden Geschäftsjahren eine sukzessive Erhöhung des Eigenkapitals und der entsprechenden EK-Quoten vorweisen.

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

**Anleihebedingungen - Attraktive Ausgestaltung der Anleihe im Marktvergleich**

| Stammdaten der 7,375 %<br>e.n.o. energy GmbH - Anleihe |                                     |
|--|-------------------------------------|
| ISIN:  | DE000A1H3V53                        |
| WKN:   | A1H3V5                              |
| Emissionsvolumen:                                      | bis zu 25,00 Mio. €                 |
| Stückelung:  | 1.000 €                             |
| Laufzeit (5 Jahre):                                    | 30.06.2011 - 30.06.2016             |
| Kupon:   | 7,375 %                             |
| Kuponzahlungen:  | jährlich (erstmalig: 30.06.2012)    |
| Ausgabekurs:   | 100 %                               |
| Rückzahlungskurs:                                      | 100 %                               |
| öffentlicher Abverkauf:                                | 29.06.2011 - 05.07.2012             |
| Börsennotierung:                                       | <b>mittelstandsmarkt</b> Düsseldorf |
| Emissionsrating:                                       | BB+                                 |

**Mittelverwendung in %**



■ Neue Projekte  
■ Konstruktion, Forschung, Grundstücksakquise

Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG

Die e.n.o. energy GmbH befindet sich derzeit in der Platzierungsphase einer 7,375 %-Unternehmensanleihe mit einem geplanten Volumen von bis zu 25,00 Mio. €. Investoren können die Anleihe im Angebotszeitraum vom 29.06.2011 bis zum 05.07.2012 erwerben. Mit dem Emissionserlös plant die e.n.o. das weitere Unternehmenswachstum zu finanzieren. Die finanziellen Erfordernisse entstehen dabei aus der Notwendigkeit einer 20 %igen EK-Finanzierung der Windkraftprojekte in den Projektgesellschaften. Die Gesellschaft plant dabei die aus der Anleiheemission erlösten Mittel als Eigenkapitalanteil der neuen Projekte zu verwenden. Flankierend zur Anleihe sollen Mezzanine-Kapital (Genussscheine) sowie von institutionellen Investoren zur Verfügung gestellte Finanzmittel das weitere Unternehmenswachstum unterstützen. Rund 60 % (15,00 Mio. €) der Anleihemittel sollen zur Finanzierung neuer Projekte verwendet werden. Ein Volumen von etwa 10,00 Mio. € (ca. 40 % der Anleihemittel) sollen die Bereiche Konstruktion, Forschung und Grundstücksakquisition stärken. Dieser Bereich umfasst einerseits die von der Gesellschaft geplante Ausweitung der Fertigungstiefe, die Entwicklung neuer WEA als auch Grundstücksakquisitionen als Basis für die Generierung weiterer Projekte. Die Gesellschaft hat sich einem Rating der Ratingagentur Creditreform Rating AG unterzogen und ein solides „BB+“ zugesprochen bekommen.

Die Anleihe ist im börsenregulierten „mittelstandsmarkt“ der Börse Düsseldorf gelistet. Mit der Notierung im speziellen Qualitätssegment **mittelstandsmarkt** der Börse Düsseldorf verpflichtet sich die e.n.o. zu einer erhöhten Transparenz über die Laufzeit der Anleihe. Zugleich haben Anleger die Möglichkeit eines fortlaufenden Handels und verfügen somit über ein erhöhtes Maß an Flexibilität.

Ein wichtiges Merkmal der e.n.o.-Anleihe sind unter Anderem die in den Anleihebedingungen festgehaltenen Investorenschutzrechte (Covenants), bei deren Verletzung die Anleihegläubiger außerordentlich kündigen können. So haben die Gläubiger die Möglichkeit, die Anleihe vor Fälligkeit bei Eintreten eines Zinsverzuges (3 Tage), beim Kontrollwechsel oder bei der Verletzung der vereinbarten Ausschüttungssperre zu kündigen.

Auch Seitens der e.n.o. besteht das Recht, die Anleihe vorzeitig ordentlich zu kündigen (Call Option). Dieses Recht greift jedoch frühestens nach drei Jahren, erstmalig zum 30.06.2014. Mit einer Kündigungsfrist von mindestens einem Monat darf dabei die Gesellschaft Anleihen vorzeitig zu einem Rückzahlungsbetrag von 102 % kündigen. Zum 30.06.2015 verringert sich der Rückkaufbetrag auf 101 %. Beide Rückzahlungsprozentsätze berücksichtigen damit aber eine Art Entschädigung für eine verkürzte Laufzeit und dies ist als anlegerfreundliche Maßnahme einzustufen.



## GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond

### Anleihebewertung/Marktvergleich

Wir haben die e.n.o. energy GmbH - Anleihe einem Marktvergleich unterzogen. Dieser bezieht alle im laufenden Kalenderjahr 2011 sowie von im Jahr 2010 emittierten Mittelstandsanleihen der Qualitätssegmente „Bondm“, „mittelstandsmarkt“ und „Entry Standard“ ein. Im Rahmen dieses Marktvergleichs soll in erster Linie eine Gegenüberstellung der Ausstattungsmerkmale der Anleihen ermöglicht werden, um somit die Attraktivität untersuchen zu können.

| Unternehmen                  | Kupon         | Laufzeit in Jahren | Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse <sup>*3</sup> | Emissionsdatum    | Rating     | Volumen in Mio. € (geplant) | Credit Research  | Covenants/Investorenschutzrechte |                     |                         |
|------------------------------|---------------|--------------------|--|-------------------|------------|-----------------------------|------------------|----------------------------------|---------------------|-------------------------|
|                              |               |                    |  |                   |            |                             |                  | Zinsverzug                       | Ausschüttungssperre | CoC (Change of Control) |
| KTG Agrar AG I               | 6,750%        | 5                  | 5,646%   | 15.09.2010        | BBB        | 50,00                       | ja <sup>*1</sup> | 30                               | nein                | nein                    |
| Helma Eigenheimbau AG        | 6,500%        | 5                  | 5,899%   | 01.12.2010        | BBB        | 10,00                       | ja <sup>*1</sup> | nein                             | nein                | nein                    |
| S.A.G. Solarstrom AG I       | 6,250%        | 5                  | 8,177%   | 15.12.2010        | BBB+       | 50,00                       | ja <sup>*1</sup> | 20                               | nein                | nein                    |
| EXER D GmbH                  | 5,700%        | 5                  | 8,212%   | 01.02.2011        | A5         | 50,00                       | nein             | 7                                | nein                | nein                    |
| MAG IAS GmbH                 | 7,500%        | 5                  | 16,636%  | 08.02.2011        | BB+        | 50,00                       | ja <sup>*1</sup> | 30                               | nein                | nein                    |
| CENTROSOLAR AG               | 7,000%        | 5                  | 23,866%  | 15.02.2011        | BBB        | 50,00                       | nein             | 60                               | nein                | nein                    |
| SIC Processing GmbH          | 7,125%        | 5                  | 11,396%  | 01.03.2011        | BBB+       | 100,00                      | nein             | 7                                | nein                | ja                      |
| ARISTON R. Estate AG         | 7,250%        | 5                  | 7,726%   | 14.03.2011        | -          | 25,00                       | nein             | nein                             | nein                | nein                    |
| JOH F. BEHRENS AG            | 8,000%        | 5                  | 9,609%   | 15.03.2011        | BB-        | 30,00                       | nein             | 30                               | nein                | ja                      |
| German Pellets GmbH          | 7,250%        | 5                  | 9,563%   | 01.04.2011        | BBB        | 80,00                       | nein             | 60                               | nein                | ja                      |
| Solar8 Energy AG             | 9,250%        | 5                  | 12,367%  | 07.04.2011        | BB-        | 10,00                       | nein             | 60                               | nein                | nein                    |
| Payom Solar AG               | 7,500%        | 5                  | 15,406%  | 08.04.2011        | BBB        | 50,00                       | ja <sup>*2</sup> | 20                               | nein                | nein                    |
| golden gate                  | 6,500%        | 3,5                | 9,041%   | 11.04.2011        | BB         | 30,00                       | nein             | 60                               | nein                | nein                    |
| UNIWHEELS                    | 7,500%        | 5                  | 9,058%   | 19.04.2011        | BB+        | 50,00                       | ja <sup>*1</sup> | 30                               | ja                  | ja                      |
| Semper Idem Underberg        | 7,125%        | 5                  | 5,948%   | 20.04.2011        | BB+        | 50,00                       | nein             | k.A.                             | nein                | ja                      |
| Valensina                    | 7,375%        | 5                  | 8,614%   | 28.04.2011        | BB         | 50,00                       | nein             | 45                               | nein                | ja                      |
| SeniVita GmbH                | 6,500%        | 5                  | 5,678%   | 17.05.2011        | A-         | 15,00                       | nein             | 15                               | nein                | ja                      |
| REIFF Reifen GmbH            | 7,250%        | 5                  | 6,410%   | 27.05.2011        | BBB-       | 30,00                       | nein             | 30                               | nein                | ja                      |
| FFK Environment GmbH         | 7,450%        | 5                  | 8,346%   | 01.06.2011        | BB+        | 25,00                       | ja <sup>*1</sup> | 60                               | ja                  | ja                      |
| AVW Grund AG                 | 6,100%        | 4,5                | 6,100%   | 01.06.2011        | BBB-       | 50,83                       | ja <sup>*1</sup> | 20                               | ja                  | nein                    |
| KTG Agrar AG II              | 7,125%        | 6                  | 7,541%   | 06.06.2011        | BBB        | 70,00                       | nein             | 30                               | nein                | nein                    |
| BKN Biostrom AG              | 7,500%        | 5                  | 7,822%   | 06.06.2011        | BBB        | 25,00                       | nein             | 20                               | nein                | nein                    |
| SIAG Schaaf Industrie        | 9,000%        | 5                  | 10,252%  | 11.06.2011        | CCC+       | 50,00                       | nein             | 20                               | ja                  | ja                      |
| Katjes International GmbH    | 7,125%        | 5                  | 6,431%   | 19.06.2011        | BB+        | 30,00                       | nein             | k.A.                             | nein                | ja                      |
| S.A.G. Solarstrom AG II      | 7,500%        | 6                  | 9,373%   | 11.07.2011        | BBB+       | 25,00                       | nein             | 20                               | nein                | nein                    |
| Solarworld AG                | 6,375%        | 5                  | 23,886%  | 13.07.2011        | -          | 150,00                      | nein             | 30                               | nein                | ja                      |
| Maschinenf. Spaichingen GmbH | 7,250%        | 5                  | 8,752%   | 15.07.2011        | BB         | 30,00                       | nein             | 30                               | nein                | ja                      |
| Windreich AG                 | 6,500%        | 5                  | 10,519%  | 15.07.2011        | BBB+       | 75,00                       | ja <sup>*1</sup> | 30                               | nein                | ja                      |
| Peach Property Group GmbH    | 6,600%        | 5                  | 6,881%   | 18.07.2011        | -          | 50,00                       | nein             | 5                                | ja                  | ja                      |
| AMICTUS / EYEMAXX            | 7,500%        | 5                  | 8,109%   | 26.07.2011        | BBB+       | 25,00                       | ja <sup>*1</sup> | 60                               | ja                  | nein                    |
| GIF - Ges. für Industriefor. | 8,500%        | 5                  | 8,500%   | 20.09.2011        | BB         | 15,00                       | nein             | 60                               | ja                  | ja                      |
| ALBIS Leasing AG             | 7,625%        | 5                  | 7,625%   | 04.10.2011        | BB+        | 50,00                       | nein             | 30                               | nein                | nein                    |
| <b>Mittelwert</b>            | <b>7,202%</b> | <b>5</b>           | <b>9,668%</b>  |                   |            |                             |                  |                                  |                     |                         |
| <b>Median</b>                | <b>7,250%</b> | <b>5</b>           | <b>8,423%</b>  |                   |            |                             |                  |                                  |                     |                         |
| <b>e.n.o. energy GmbH</b>    | <b>7,375%</b> | <b>5</b>           | <b>9,036%</b>  | <b>30.06.2011</b> | <b>BB+</b> | <b>25,00</b>                | <b>ja</b>        | <b>3</b>                         | <b>ja</b>           | <b>ja</b>               |

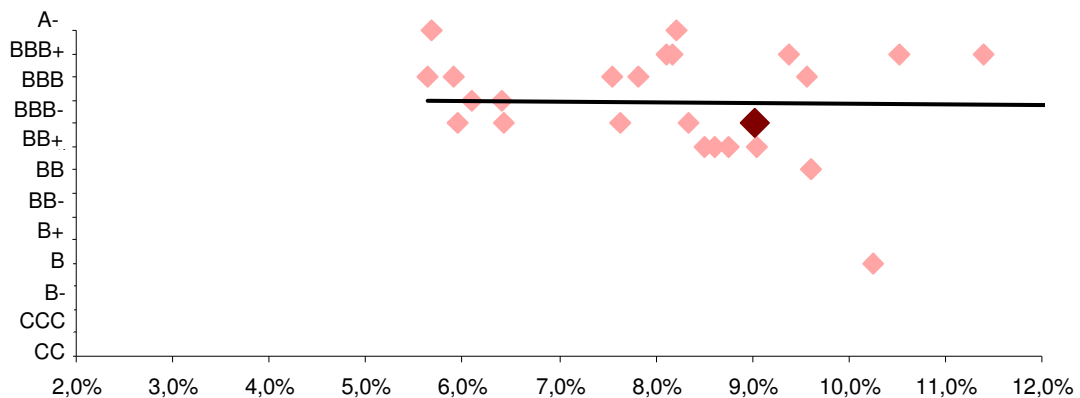
<sup>\*1</sup> Credit Research durch GBC <sup>\*2</sup> Credit Research durch anderes Institut <sup>\*3</sup> Kurse zum 11.10.2011

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

Wie man dem Marktvergleich entnehmen kann liegt die Renditeausstattung der e.n.o.-Anleihe leicht oberhalb des Durchschnitts der hier betrachteten Unternehmensanleihen. Sowohl auf Basis des Kupons als auch auf Basis der Effektivverzinsung (Median) schneidet dabei die Anleihe der e.n.o. überdurchschnittlich ab.

Bezieht man in einem nächsten Schritt das Risiko (hier zunächst ausgedrückt durch das Emittentenrating der Creditreform) der Anleihe mit in den Marktvergleich ein, so wird in dieser vereinfachten Betrachtung vorerst eine durchschnittliche Attraktivität der e.n.o.-Anleihe ersichtlich. Folgende Rating/Effektivzins-Matrix stellt diesen Zusammenhang grafisch dar:

**Rating/Effektivzinsmatrix (Marktvergleich)**



Quelle: GBC AG

Der oben dargestellte Vergleich basiert aber dabei auf dem von der Creditreform ermittelten Emittentenrating mit anderen Ratings (ebenfalls überwiegend Emittentenratings ohne Anleihebezug). Eine Vergleichbarkeit und Beurteilung der Attraktivität der e.n.o.-Anleihe kann aber nur auf Ebene der Anleihe unter Berücksichtigung der Ausgestaltungsmerkmale der Anleihen erfolgen. Wir haben die Unternehmensratings deshalb um die Ausgestaltungsmerkmale der Anleihen erweitert, um somit im Rahmen eines angepassten Anleiheratings eine genauere Risikoeinschätzung für die Anleihegläubiger zu ermitteln. Im Rahmen einer Ratingadjustierung erachten wir folgende Punkte für die Investoren und damit für die Bewertung als wichtig:

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| Unternehmensprognose (GBC): | Sofern vorhanden, wird das Emittenten-Rating um die Unternehmensprognosen adjustiert (Ermittlung eines zukunftsgerichteten Emittentenratings)   |
| Historie der Gesellschaft:  | Historie < 1 Jahr: Anpassung um -2 Risikopunkte (Abzug)<br>Historie < 2 Jahre: Anpassung um -1 Punkt (Abzug)<br>Historie >5 und < 10 Jahre: Anpassung um +0,25 Punkte<br>Historie > 10 und < 20 Jahre: Anpassung um +0,5 Punkte<br>Historie > 20 Jahre: Anpassung um +0,75 Punkte   |
| Covenants:                  | Keine Schutzrechte: Anpassung um -0,5 Risikopunkte (Abzug)<br>Standardschutzrechte (Zinsverzug): keine Anpassung<br>Über die Schutzrechte hinausgehende Covenants: +0,25 Punkte je Covenant   |
| Haftmittel:                 | Risikoverbesserungsmöglichkeit abhängig von Höhe und Ausgestaltung  |
| Zinsintervall:              | jährliche Zinszahlungen: keine Anpassung<br>halbjährliche Zinszahlungen: +0,50 Punkte<br>vierteljährliche Zinszahlungen: +0,75 Punkte   |
| Transparenz:                | Keine Notierung und keine Verpflichtung zur Transparenz im WP-Prospekt: -1 Punkt<br>Notierung im unregulierten Markt und keine Transparenzverpflichtung: -0,5 Punkte<br>Notierung im unregulierten Markt, aber Transparenzverpflichtung: -1 Punkt<br>Notierung der Aktie od. Anleihe in einem Qualitätssegment: +0,5 Punkte<br>Notierung der Aktie od. Anleihe im regulierten Markt: +0,75 Punkte |
| Laufzeit:                   | Anleihelaufzeit im Marktdurchschnitt: keine Anpassung<br>Anleihelaufzeit über Marktdurchschnitt: -0,5 Punkte<br>Anleihelaufzeit unter Marktdurchschnitt: +0,5 Punkte  |

## GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond

Hierfür haben wir unser Bewertungssystem nach einer numerischen Skala aufgeschlüsselt. Auf Basis dieser Skalierung haben wir für die e.n.o. energy GmbH folgende Adjustierungen vorgenommen:

|      |    |
|------|----|
| AAA  | 19 |
| AA+  | 18 |
| AA-  | 17 |
| A+   | 16 |
| A    | 15 |
| A-   | 14 |
| BBB+ | 13 |
| BBB  | 12 |
| BBB- | 11 |
| BB+  | 10 |
| BB   | 9  |
| BB-  | 8  |
| B+   | 7  |
| B    | 6  |
| B-   | 5  |
| CCC  | 4  |
| CC   | 3  |
| C    | 2  |
| D    | 1  |

Quelle: GBC AG

|  |             |
|--|-------------|
| Ratingnote Emittentenrating (Creditreform):                            | 10          |
| Ratingnote Emittentenrating GBC (Aufbauend auf Zukunftsprognosen 2011) | 11          |
| <b>Mittelwert</b>  | <b>10,5</b> |

Rating Adaption durch:

|  |             |
|--|-------------|
| Gründungsjahr (Unternehmen ist älter als 10 Jahre):                  | +0,5        |
| Covenants (Zinsverzug; CoC; Ausschüttungssperre):                    | +0,5        |
| Weitere Haftmittel (keine Haftmittel vereinbart):                    | 0,0         |
| Zinsintervall (normales Zinsintervall mit jährlichen Zinszahlungen): | 0,0         |
| Transparenz (mittelstandsmarkt Düsseldorf):                          | +0,5        |
| Laufzeit der Anleihe (5 Jahre; damit durchschnittliche Laufzeit)     | 0,0         |
| <b>Anleiherating gesamt (adjustiert):</b>                            | <b>12,0</b> |

Als Basis für unsere Bewertung haben wir zum einen das bestehende Emittentenrating der Creditreform Rating AG mit BB+ herangezogen, welches einer GBC Risikopunktzahl von 10 entspricht. Basierend auf unseren Unternehmensprognosen 2011 haben wir des Weiteren ein eigenes Emittentenrating (Prognoserating) erstellt und ein Ergebnis von 11 Risikopunkten erhalten (entspricht „BBB-“, Notation). Beide Ratings wurden mit 50% gewichtet und damit liegt das Resultat bei 10,5 Punkten.

Um zu einer weitergehenden Risikoeinschätzung auf Anleiheebene zu gelangen, haben wir anschließend eine weitere Adoption mittels obigen Faktoren vorgenommen. Die Gesellschaft ist operativ seit dem Jahr 1999 tätig. Der qualitative Faktor „Unternehmensalter“ ist aus unserer Sicht ein äußerst wichtiger, da eine längere Unternehmenshistorie und damit auch eine aussagekräftigere Datenbasis eine fundiertere Unternehmensbeurteilung ermöglicht. Zudem wird älteren Unternehmen statistisch in verschiedenen Studien eine zunehmend höhere Überlebenswahrscheinlichkeit bescheinigt. Die e.n.o erhält demnach mit einer Historie von über 10 Jahren eine Punkteverbesserung von +0,5 Risikopunkten.

Als Covenants (Kündigungsrechte) hat die e.n.o bedeutende Investorenschutzrechte verankert. Konkret sind dies ein Kündigungsrecht nach einem Zinsverzug von mehr als 3 Tagen. Sollte e.n.o seinen Zinszahlungsverpflichtungen aus der Anleihe mit einem Verzug von mehr als 3 Tagen nicht nachkommen, so kann der Anleihengläubiger vorzeitig die Anleihe zu 100% kündigen. Des Weiteren hat e.n.o auch eine sog. Change-of-Control-Klausel verankert. Bei eigentümergeführten Unternehmen wie e.n.o hängt der Geschäftserfolg meist sehr stark von den geschäftsführenden Gesellschaftern bzw. Vorständen mit hohem Anteilsbesitz ab. Somit schützt eine solche Klausel die Gläubiger vor einem überraschenden Wechsel an der Spitze der Unternehmensleitung bzw. ermöglicht dann über das Kündigungsrecht den vorzeitigen Ausstieg aus der Anleihe zu 100%. Weiter schützt die Ausschüttungssperre die Gläubiger vor zu hohen Ausschüttungen und sichert damit die Stärkung der Finanzkraft und Bonität des Unternehmens. Gewinne werden verstärkt thesauriert und führen zu einer Erhöhung des Eigenkapitals. E.n.o. hat mit einer Ausschüttungssperre von 20% des Jahresüberschusses einen solch starken Covenant in seinen Anleihebedingungen verankert. Für diese Sicherungsrechte ergibt sich eine Verbesserung der Risikoeinschätzung um 0,5 Risikopunkte.

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

Weitere Haftmittel wie Patronatserklärungen, Bürgschaften oder Hinterlegungen von Vermögensgegenständen wie Immobilien etc. sind nicht vorhanden. Damit ergibt sich hieraus keine Risikoveränderung (+0 Risikopunkte).

e.n.o. hat ein jährliches Zinsintervall vorgesehen. Da es sich hier um die Standardausgestaltung handelt, ergibt sich hieraus keine Risikoveränderung (+0 Risikopunkte).

Die e.n.o unterwirft sich durch das Listing im Qualitätsanleihesegment „mittelstandsmarkt“ bedeutenden Transparenzanforderungen. Hieraus ergibt sich eine Risikoverbesserung um +0,5 Risikopunkte.

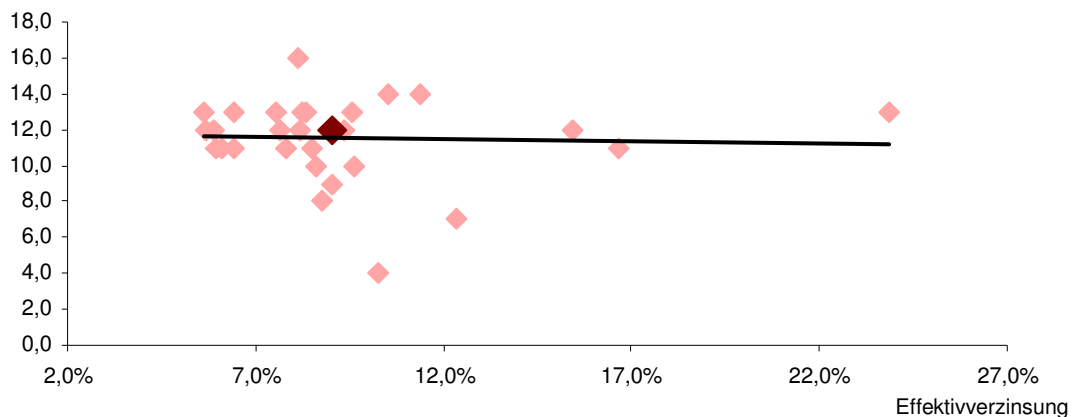
Die Anleihelaufzeit der e.n.o-Anleihe ist mit 5 Jahren durchschnittlich und weder länger noch kürzer als die Benchmark. Somit ergibt sich keine Veränderung in der Risikopunktzahl bezüglich dieses Faktors.

Insgesamt ergibt sich gemäß unserer Bewertung eine Risikoverbesserung um 2,0 Risikopunkten und damit eine Gesamtrisikozahl von 12,0. Dies entspricht gemäß unserem Modell einem Anleiherisiko von „BBB“. Die Gesellschaft erfüllt die meisten unserer Kriterien und die Anleiheausgestaltung ist überdurchschnittlich, weshalb die Anleihe ein bessere Risikoeinstufung erhält, als der Emittent selbst.

Unter Zuhilfenahme der gleichen Aufschlüsselung haben wir die Unternehmen des Marktvergleichs ebenfalls einer Adjustierung unterzogen und damit neue Risikomaße für diese Anleihen ermitteln können. In der folgenden adjustierten Risiko-Effektivzinsmatrix haben wird diese berücksichtigt:

GBC  
Risikoskala

**Rating (adjustiert)/Effktivzinsmatrix**



Quelle: GBC AG

Wie man der adjustierten Matrix entnehmen kann, liegt nun die e.n.o.-Anleihe aufgrund der guten Ausgestaltung und Merkmale und der damit verbundenen Risikoverbesserung oberhalb der aus dem Marktdurchschnitt des adjustierten Anleiheratings und der Effektivzinsen ermittelten Regressionsgeraden. Nach der vorgenommenen Adjustierung bewegt sich die e.n.o.-Anleihe mit einem Abstand von +4,3 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist daher als Überdurchschnittlich Attraktiv einzustufen.

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond****Fazit - Frischer Wind und attraktive Rendite für das Depot**

Mit ihrem Kerngeschäft, das die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Onshore-Windparks in Deutschland umfasst, hat die e.n.o. energy GmbH in ihrer Historie bereits nahezu 200 Windkraftanlagen mit einer kumulierten Gesamtleistung von über 300 MW errichtet. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 gehörte die Gesellschaft mit installierten 21 WEA und einer dazugehörigen Gesamtleistung von über 41 MW zu den 10 größten Projektentwicklern in Deutschland.

Das Unternehmen, das derzeit als Generalunternehmen fungiert und damit im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von Windenergieanlagen (WEA) anbietet, bewegt sich in einem Marktumfeld, welches als sehr attraktiv bezeichnet werden kann. Denn die Windenergie, die bereits heute eine führende Rolle im Energiemix der erneuerbaren Energien einnimmt, wird insbesondere vor dem Hintergrund der geplanten Energiewende eine zentrale Rolle einnehmen. Auch von Seiten der Legislativen wurden mit der EEG-Novelle 2012 eine hohe Planungssicherheit und günstige Rahmenbedingungen für die künftige Entwicklung der Windenergie geschaffen.

Im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie beabsichtigt die e.n.o. energy GmbH von diesen guten Rahmenbedingungen zu profitieren und ihre Marktposition auszubauen. Ein Kernpunkt dieser Strategie ist der Aufbau von Kapazitäten sowie eine Forcierung der Entwicklung eigener WEA. Insgesamt versetzt der Einsatz eigener WEA die Gesellschaft in die Lage, unabhängig von externen Herstellern zu operieren und damit auch von einer geringeren Sensitivität gegenüber Marktschwankungen zu profitieren. Parallel hierzu geht der zunehmende Einsatz eigener WEA mit einem Anstieg der Rentabilitätskennzahlen einher.

Die Umsetzung der Wachstumsstrategie fundiert auf die große Projektpipeline der Gesellschaft sowie auf den Zugriff nennenswerter Flächen für die Errichtung von Windkraftanlagen. Dies ist als wesentliches Asset einzustufen, denn der Nutzungsgenehmigung von Flächen gehen teils mehrjährige Genehmigungsverfahren voraus. Insgesamt konnte die e.n.o. energy GmbH Flächen sichern, die den Anlagenbau von rund 400 MW erlauben. Auf eine sukzessive Abarbeitung dieser Flächen aufbauend, lässt sich eine dynamische Geschäftsentwicklung prognostizieren. Dieser wurden wir mit der Ausformulierung unserer Unternehmensprognosen gerecht, welche darüber hinaus eine Verbesserung der Rentabilitätskennzahlen einbeziehen. Parallel hierzu haben wir die Geschäftsentwicklung des ersten Halbjahres 2011 mit berücksichtigt. Dieses war zwar von einer finanzierungsbedingten Verschiebung von Projekten in das zweite Halbjahr 2011 sowie in das kommende Geschäftsjahr 2012 geprägt, gleichzeitig erwarten wir daraus einen deutlichen Schub der Geschäftsentwicklung im zweiten Halbjahr 2011 und in den kommenden Geschäftsjahren.

Um einen Teil der Projektfinanzierung zu stemmen befindet sich die e.n.o. derzeit in der Platzierungsphase einer 5jährigen 7,375 %-Unternehmensanleihe. Die Gesellschaft plant dabei, die erlösten Mittel von bis zu 25 Mio. € größtenteils für die Finanzierung neuer Projekte zu verwenden. Zudem sollen bis zu 10,00 Mio. € die Bereiche Konstruktion, Forschung und Grundstücksakquisition stärken. Die Konditionen der Anleihe lassen sich im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv bezeichnen. Vor allem der Kupon von 7,375 %, aber auch die im Wertpapierprospekt vereinbarten Sicherungsinstrumente schneiden im Marktvergleich gut ab.

Um eine Vergleichbarkeit und Beurteilung der e.n.o.-Anleihe vornehmen zu können, haben wir ein Anleiherrating erstellt. Dabei haben wir auf Basis des Emittentenratings eine Adjustierung hinsichtlich verschiedener Faktoren (Unternehmensprognosen, Unternehmensalter, Covenants, Haftmittel, Zinsintervall, Transparenz, Laufzeit) vorgenommen. Insgesamt ergibt sich gemäß unserer Bewertung eine Risikoverbesserung um 2,0 Risikopunkten und damit eine Gesamtrisikozahl von 12,0. Dies entspricht gemäß unserem Modell einem Anleiherrisiko von „BBB“.

**Wir stufen die Anleihe der e.n.o. energy GmbH als überdurchschnittlich attraktiv ein und sehen diese als eine attraktive 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:**

|           |   |
|-----------|---|
| KAUFEN    | Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .                    |
| HALTEN    | Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ . |
| VERKAUFEN | Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .                    |

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**Einstufung bei Credit Research Analysen:**

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

„**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: 5**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortliche Analysten sind:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

**§ 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)