



## **Credit Research (Update)**

**e.n.o energy GmbH**



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

**„Starke Projektpipeline lässt weiteres  
starkes Wachstum erwarten“**

**„Überdurchschnittlich Attraktiv“**



---

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

---

**e.n.o. energy GmbH \*4;5**

**Überdurchschnittlich  
Attraktiv**

**7,375 %  
Corporate Bond**

Währung: EUR

**Stammdaten:**

DE000A1H3V53

WKN: A1H3V5

Emissionsvol.:

8,40 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\*: 95,5 %

Rückzahlungskurs: 100 %

\*Kursdatum: 27.11.2012

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 IV

**Unternehmensprofil**

Branche: Onshore-Windkraft, Erneuerbare  
Energien

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

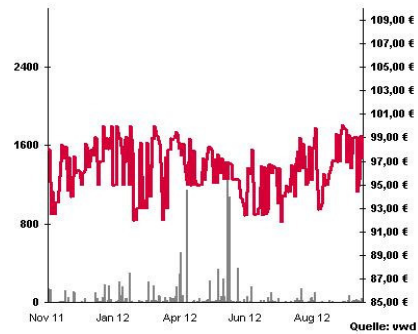
Mitarbeiter: 122 Stand: 30.06.12

Gründung: 1999

Firmensitz: Ostseebad Rerik

Vorstand: Karsten Porm

Volumen in Tsd. €



Das Kerngeschäft der e.n.o. ist die Herstellung von Windenergieanlagen sowie die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Onshore-Windparks in Deutschland. Dabei fungiert die Gruppe auch 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. Durch dieses vielseitige Produktportfolio ist es der Gesellschaft seit ihrer Gründung gelungen, stets ein positives Jahresergebnis zu erzielen.

**Prognosen auf Konzernbasis**

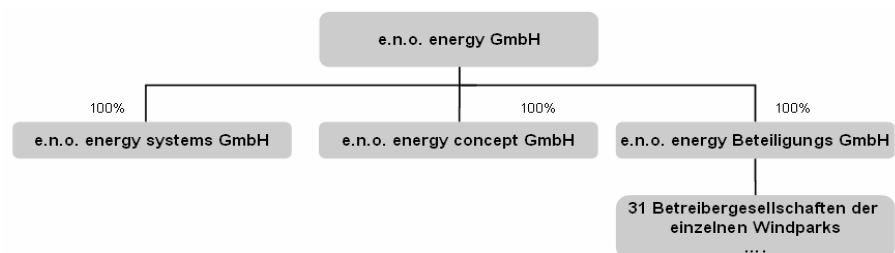
in Mio. €/GJ-Jahr	2011	2012e	2013e	2014e
Gesamtleistung (GL*)	42,92	75,53	131,90	142,25
EBITDA	6,17	8,73	11,26	14,59
EBIT	5,71	8,16	10,63	13,90
Jahresüberschuss	2,35	4,77	6,47	9,21

\* GL nach GBC-Berechnungen

**ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)**

EBITDA-Zinsdeckung	3,19	3,81	4,52	6,95
EBIT-Zinsdeckung	2,95	3,56	4,27	6,62
ROCE	38,9 %	37,1 %	34,8 %	40,9 %
Total Debt/EBITDA	2,90	5,13	3,84	2,91
Total Net Debt/EBITDA	0,13	2,63	1,91	1,47
EK-Quote	20,9 %	28,6 %	33,2 %	35,2 %

**Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)**

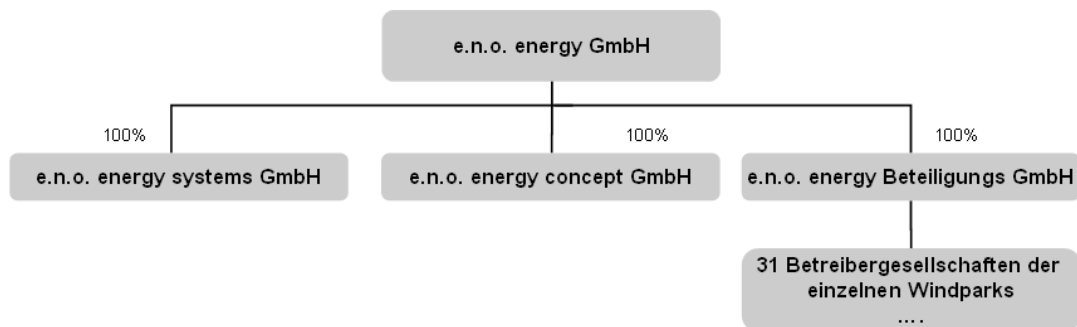


**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

**Geschäftstätigkeit und Strategie**

Das Kerngeschäft der e.n.o. ist die Herstellung von Windenergieanlagen sowie die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Onshore-Windparks in Deutschland. Parallel hierzu ist die Gesellschaft auch ein Betreiber von Windkraftanlagen, mit einer derzeitigen installierten Leistung von über 65 MW. Die Gruppe fungiert bei der Errichtung von Windparks 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 Porm 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, sowohl eigene Anlagen als auch Anlagen von externen Hersteller zurückgegriffen. Die Gesellschaft bietet mit der e.n.o. 82 - 2.0 MW, der e.n.o. 82 - 2.2 MW, der e.n.o. 92 - 2.2 MW sowie der e.n.o. 114 - 3,5 MW eine breite Palette an innovativen Windenergieanlagen an.

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. Zukünftig soll auch die neue e.n.o. 114 - 3,5 MW produziert werden. 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 Investoreseite 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 31 Windparkbetreibergesellschaften.

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

**Geschäftsentwicklung 1.HJ 2012 - Gesamtleistung und operatives Ergebnis angehoben**

in Mio. €	1.HJ 2011	Δ 2011/2012	1.HJ 2012
Umsatzerlöse	12,05	-0,3 %	12,01
Gesamtleistung (GL)	11,81	+205,3 %	36,07
EBITDA (EBITDA-Marge auf GL)	1,20 (10,1 %)	+165,7 %	3,18 (8,8 %)
EBIT (EBIT-Marge auf GL)	1,16 (9,8 %)	+171,2 %	3,14 (8,7 %)
Periodenergebnis	1,11	+110,2 %	2,34

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

In den ersten beiden Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2012 hat die Gesellschaft den Bau von Windparks und eigenen Windenergieanlagen weiter vorangetrieben. Zwar blieben die Umsätze gegenüber dem Vorjahr mit 12,01 Mio. € (VJ: 12,05 Mio. €) nahezu unverändert, die Gesamtleistung erhöhte sich jedoch infolge der intensiven Bautätigkeit deutlich auf 36,07 Mio. € (VJ: 11,81 Mio. €). Repräsentiert wird damit der Anstieg der Vorräte, welcher in Form ergebniswirksamer Bestandsveränderungen in Höhe von 24,06 Mio. € (VJ: -0,23 Mio. €) zum Anstieg der Gesamtleistung beigetragen hat. Zurückzuführen ist dies, gemäß Unternehmensinformationen, auf Verschiebungen von Abnahmen der Windparks von ca. 1-2 Monaten. Der Vorratsanstieg wird im zweiten Halbjahr umsatzwirksam sowie analog dazu eine Reduktion der Vorräte nach sich ziehen.

Kostenseitig wird die gegenüber der Vorjahresperiode ausgeweitete Geschäftstätigkeit der e.n.o. sowohl durch einen Anstieg der Materialaufwendungen auf 30,74 Mio. € (VJ: 11,29 Mio. €) als auch durch höhere Personalkosten von 1,27 Mio. € (VJ: 0,89 Mio. €) repräsentiert. Die Erhöhung der operativen Kosten fiel im Vergleich zur Gesamtleistung jedoch nur unterdurchschnittlich aus, so dass die e.n.o. eine Verbesserung der operativen Ergebniskennzahlen erzielen konnte. Das EBIT verbesserte sich deutlich von 1,16 Mio. € (1.HJ 11) auf 3,14 Mio. €. Bei einem Zinsaufwand von 0,59 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €) steigerte sich der dazu korrespondierende EBIT-Zinsdeckungsgrad auf 5,4 (VJ: 1,9).

**Bilanzentwicklung 30.06.12 - deutliche Ausweitung der Bilanzsumme**

in Mio. €	31.12.11	30.06.12
EK (EK-Quote)	12,51 (20,9 %)	14,84 (17,1 %)
Finanzverschuldung	12,94	23,99
Finanzvermögen	17,06	26,73
WC	8,48	12,20

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

Die Verschiebung der Schlussrechnungen von in Bau befindlichen Windparks hat zu einer signifikanten Ausweitung der Vorräte auf 29,53 Mio. € (31.12.11: 6,41 Mio. €) geführt. Zusammen mit einem erhöhten Kassenbestand auf 12,27 Mio. € (31.12.11: 2,63 Mio. €) zeichnen sich diese für den Anstieg der Bilanzsumme auf 87,61 Mio. € (31.12.11: 59,88 Mio. €) verantwortlich. Passivseitig wird das höhere Umlaufvermögen in erster Linie durch einen Anstieg des Fremdkapitals begleitet, wobei sowohl die Finanzierung durch die 7,375%-Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 8,40 Mio. € (31.12.11: 5,52 Mio. €) als auch der stärkere Abruf der Kontokorrentlinien von 15,25 Mio. € (31.12.11: 7,06 Mio. €) hierbei eine wichtige Rolle spielen.

Aufgrund des positiven Periodenergebnisses legte zwar das Eigenkapital gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2011 von 12,51 Mio. € auf 14,84 Mio. € zu, durch die Bilanzsummenausweitung minderte sich jedoch die EK-Quote von 20,9 % (31.12.11) auf 17,1 %. Diese Größenordnung ist aufgrund der Working Capital-bedingten Ausweitung der Bilanzsumme lediglich eine Momentaufnahme und sollte im Verlaufe des zweiten Halbjahres 2012 wieder ansteigen.

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

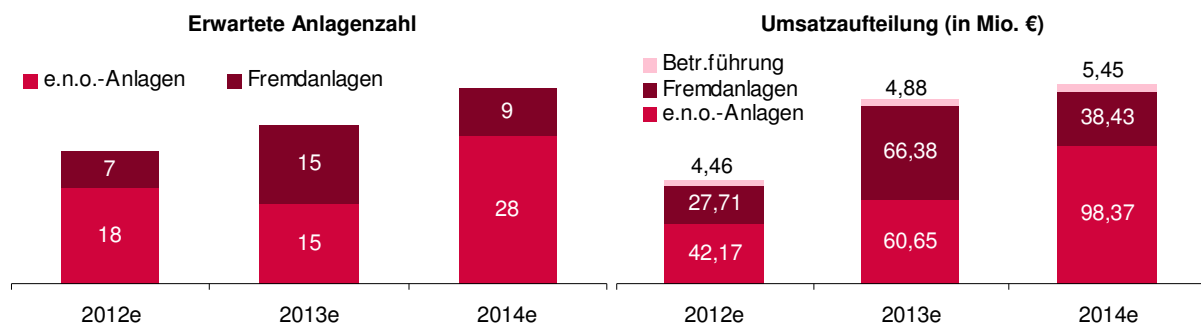
**Prognosen - Starke Pipeline lässt signifikantes Wachstum erwarten**

in Mio. €	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
Gesamtleistung	75,53	131,90	142,25
EBITDA (EBITDA-Marge)	8,73 (11,6 %)	11,26 (8,5 %)	14,59 (10,3 %)
EBIT (EBIT-Marge)	8,16 (10,8 %)	10,63 (8,0 %)	13,90 (9,8 %)
Jahresüberschuss	4,77	6,47	9,21

Quelle: GBC AG

Die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres 2012 waren zwar von Verschiebungen bei der Annahme und Schlussrechnung von Windkraftprojekten geprägt, auf Gesamtjahresbasis dürften jedoch diese Stichtagseffekte keinen Einfluss haben. Diese Annahme deckt sich mit den im Halbjahresbericht 2012 postulierten Unternehmenserwartungen, wonach daraus keine Auswirkungen auf die Gesamtjahresplanungen 2012 zu erwarten sind. Auf der Grundlage unveränderter Prämissen bleiben dementsprechend sowohl die Unternehmenserwartungen als auch daraus resultierend unsere Prognosen gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Credit Research vom 23.05.2012) bestehen.

Die Prämissen unserer Planungen berücksichtigen dabei in erster Linie die Projektpipeline der Gesellschaft, wonach im Geschäftsjahr 2012 die Herstellung und anschließende infrastrukturelle Einbindung in Windparks von 25 WEA (davon 18 e.n.o.-Anlagen) realisiert werden dürfte. Unverändert erwarten wir für das Geschäftsjahr 2013 einen Anstieg auf 30 WEA (15 e.n.o.-Anlagen) sowie für 2014 auf 37 WEA (28 e.n.o.-Anlagen). Der erwartete Anstieg an realisierten Windkraftprojekten wird dann einerseits mit deutlichen Umsatzsteigerungen im Projektierungsbereich einhergehen. Darüber hinaus wird die e.n.o. für die veräußerten Windparks mittels langfristiger Verträge die technische und teilweise auch kaufmännische Betriebsführung übernehmen, so dass hieraus auch Betriebsführungs- und Wartungserlöse erzielt werden. Die erwarteten Erlösströme teilen sich folgendermaßen auf:

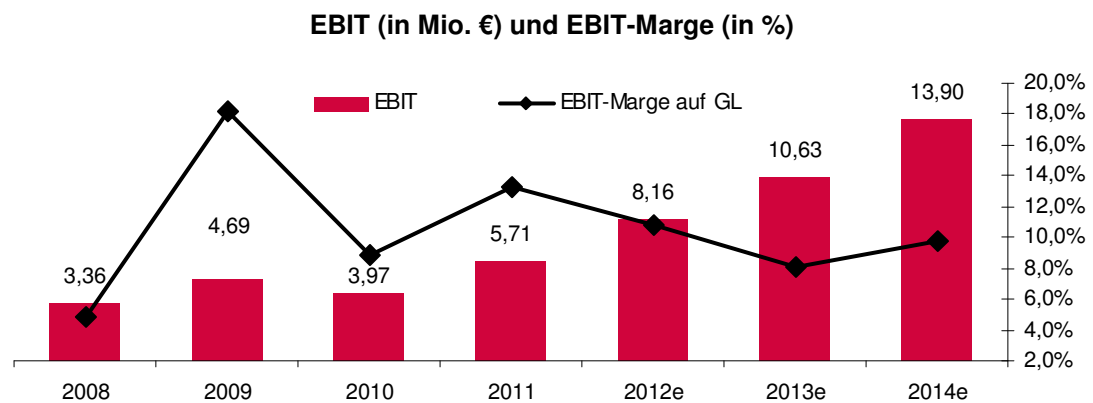


Quelle: GBC AG

Somit liegt die prognostizierte Gesamtleistung bei 75,53 Mio. € (2012e), 131,89 Mio. € (2013e) sowie 142,25 Mio. € (2014e).

Bei einer unveränderten Kostenstruktur dürften sich die Ergebnisrelationen verhältnismäßig solide entwickeln. Auf Konzernebene erachtet die e.n.o. EBIT-Margen in einer Bandbreite zwischen 8 % - 12 % als realistisch. Auf Basis der Konzerngesellschaft e.n.o. energy GmbH belief sich die zum EBIT-Marge auf 8,7 % in der erwarteten Bandbreite. Angesichts der Tatsache, dass aus den fortschreitenden Projekten noch keine Ergebnisbestandteile vereinnahmt wurden, dürfte mit dem Abverkauf dieser auf Gesamtjahresbasis eine Verbesserung der dieser sichtbar werden. Dieser Annahme werden wir mit einem für das Geschäftsjahr 2012 erwarteten EBIT von 8,16 Mio. € (EBIT-Marge: 10,8 %) gerecht. Infolge der Geschäftsausweitung dürfte das EBIT in den kommenden Geschäftsjahren weiter sukzessive zulegen. Gemäß der erwarteten Anlagenzahl, wonach in 2013 der Anteil der margenschwächeren Fremdanlagen höher liegen wird, haben wir für das kommende Geschäftsjahr 2013 eine leichte Reduktion der EBIT-Marge auf 8,0 % berücksichtigt.

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



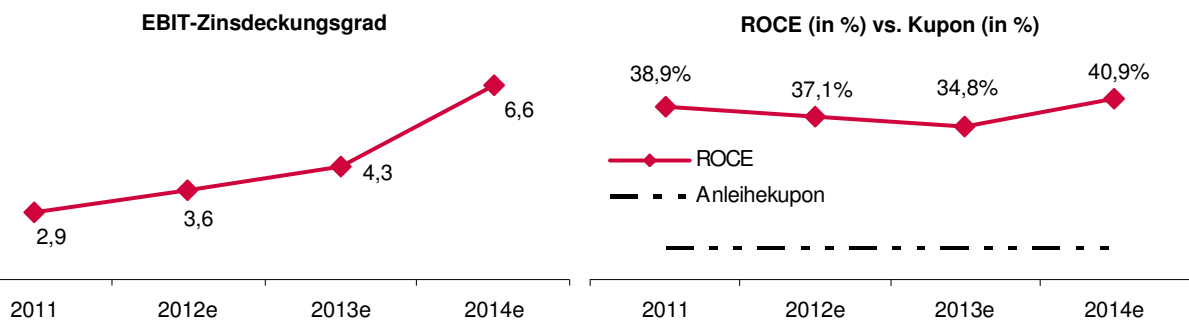
Quelle: GBC AG

**Bonitätskennzahlen - Weitere Verbesserung ab 2012 erwartet**

	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
EBITDA-Interest Coverage	3,19	3,81	4,52	6,95
EBIT-Interest Coverage	2,95	3,56	4,27	6,62
Total Debt / EBITDA	2,90	5,13	3,84	2,91
Total Net Debt / EBITDA	0,13	2,63	1,91	1,47
ROCE	38,9 %	37,1 %	34,8 %	40,9 %
EK-Quote	20,9 %	28,6 %	33,2 %	35,2 %

Quelle: GBC AG

Unsere Erwartung einer zunehmenden Ausweitung der Geschäftstätigkeit spiegelt sich auch in einer Verbesserung der für die Anleihegläubiger relevanten Bonitätskennzahlen (nach DVFA-Mindeststandards). Gemäß unseren Erwartungen dürfte der Ergebnisanstieg die höheren Zinsbelastungen gut auffangen, eine Prognose, welche sich in den steigenden Zinsdeckungsgraden wiederfindet. Bis zum Geschäftsjahr 2014 rechnen wir sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis mit einem Anstieg der Zinsdeckungsgrade auf über 6,0, eine Größenordnung, welche den Anleihegläubigern eine hohe Sicherheit bietet.



Quelle: GBC AG

Analog dazu dürften sich in den kommenden Geschäftsjahren sowohl die Verschuldungsrelationen als auch die Eigenkapitalquote stetig verbessern. Erwähnenswert ist auch das Niveau der Gesamtkapitalrentabilität (ROCE: Return on Capital Employed), welches erwartungsgemäß deutlich oberhalb von 30 % liegt und damit einen hohen Puffer zu den Fremdkapitalkosten (Anleihekupon: 7,375 %) bietet. Die daraus abzuleitende Aussage ist, dass die Gesellschaft gut in der Lage sein dürfte, die Kapitalkosten zu verdienen, was somit für die Anleihegläubiger einen weiteren operativen Sicherheitsfaktor darstellt.

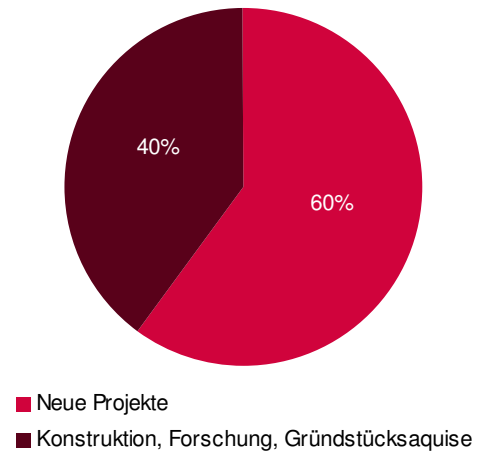
**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**

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

Stammdaten der 7,375 % e.n.o. energy GmbH - Anleihe	
ISIN:	DE000A1H3V53
WKN:	A1H3V5
Emissionsvolumen:	8,40 Mio. €
Stückelung:	1.000 €
Laufzeit (5 Jahre):	30.06.2011 - 30.06.2016
Kupon:	7,375 %
Kuponzahlungen:	jährlich (erstmal: 30.06.2012)
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
öffentlicher Abverkauf:	29.06.2011 - 05.06.2012
Börsennotierung:	<b>mittelstandsmarkt</b> Düsseldorf
Folgerating:	BB+

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

Mittelverwendung (in %)



Die e.n.o. energy GmbH hat die Anleiheemission der 7,375 %-Unternehmensanleihe mit einem finalen Zeichnungsstand von 8,40 Mio. € beendet. Mit dem Emissionserlös finanziert die e.n.o. das weitere Unternehmenswachstum. Die finanziellen Erfordernisse entstehen dabei aus der Notwendigkeit einer 20 %igen EK-Finanzierung der Windkraftprojekte in den Projektgesellschaften. Die Gesellschaft verwendet dabei die aus der Anleiheemission erlösten Mittel als Eigenkapitalanteil der neuen Projekte. Flankierend zur Anleihe sollen Mezzanine-Kapital (Genussscheine) sowie von institutionellen Investoren zur Verfügung gestellte Finanzmittel das weitere Unternehmenswachstum unterstützen. Rund 60 % der Anleihemittel sollen zur Finanzierung neuer Projekte verwendet werden. Die restlichen Mittel stärken die Bereiche Konstruktion, Forschung und Grundstücksakquisition. 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 im Mai 2012 erneut einem Rating der Ratingagentur Creditreform Rating AG unterzogen und konnte das solide „BB+“ beibehalten.

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**

Unternehmen	Laufzeit in Jahren	Duration	Kupon	Restlaufzeit	Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Covenants/ Investorenschutzrechte		
									Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar AG (2010/2015)	5	4,44	6,750%	2,8	3,959%	15.09.2010	BBB	50,00	30	nein	nein
3W Power Holdings S.A.	5	4,08	9,250%	3,0	17,515%	01.12.2010	B-	125,00	30	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG (2010/2015)	5	4,33	6,250%	3,0	14,144%	15.12.2010	BB+	50,00	20	nein	nein
MAG IAS GmbH	5	4,33	7,500%	3,2	8,822%	08.02.2011	B+	50,00	30	nein	nein
CENTROSOLAR AG	5	3,68	7,000%	3,2	49,774%	15.02.2011	B	50,00	60	nein	nein
German Pellets GmbH	5	4,39	7,250%	3,3	5,375%	01.04.2011	BBB	80,00	60	nein	ja
golden Gate AG	3,5	3,15	6,500%	1,9	5,319%	11.04.2011	BB	30,00	60	nein	nein
UNIWHEELS GmbH	5	4,31	7,500%	3,4	10,208%	19.04.2011	B-	50,00	30	ja	ja
Semper idem Underberg GmbH	5	4,41	7,125%	3,4	4,793%	20.04.2011	BB-	50,00	k.A.	nein	ja
Valensina GmbH	5	4,36	7,375%	3,4	7,188%	28.04.2011	BB-	50,00	45	nein	ja
SeniVita Sozial gGmbH	5	4,44	6,500%	3,5	4,757%	17.05.2011	BBB+	15,00	15	nein	ja
Albert Reiff GmbH & Co. KG	5	4,41	7,250%	3,5	4,267%	27.05.2011	BBB	30,00	30	nein	ja
ffk environment GmbH	5	4,25	7,250%	3,5	5,990%	01.06.2011	BB+	25,00	60	ja	ja
KTG Agrar AG (2011/2017)	6	5,08	7,125%	4,5	7,302%	06.06.2011	BBB	70,00	30	nein	nein
Katjes International GmbH & Co. KG	5	4,41	7,125%	3,6	4,693%	19.06.2011	BB+	45,00	k.A.	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG (2011/2017)	6	4,87	7,500%	4,6	14,185%	11.07.2011	BB+	25,00	20	nein	nein
MS Spaichingen GmbH	5	4,40	7,250%	3,6	4,943%	15.07.2011	BB	30,00	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2011/2016)	5	4,36	7,500%	3,7	6,397%	26.07.2011	BBB+	25,00	60	ja	nein
GIF - Ges. für Industrieforschung mbH	5	4,26	8,500%	3,8	9,309%	20.09.2011	BB+	15,00	60	ja	ja
ALBIS Leasing AG	5	4,34	7,625%	3,9	7,622%	04.10.2011	BB	50,00	30	nein	nein
Procar Finanz-Holding GmbH & Co. KG	5	4,36	7,750%	3,9	5,689%	14.10.2011	BB+	30,00	7	ja	ja
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	5	4,45	6,750%	3,9	3,038%	26.10.2011	BBB	30,00	7	nein	ja
royalbeach Vertriebs GmbH	5	4,28	8,125%	3,9	9,311%	28.10.2011	BB+	25,00	30	ja	ja
hkw Personalkonzepte GmbH	5	4,29	8,250%	4,0	8,204%	15.11.2011	BBB	10,00	60	ja	ja
Schol AG	5	4,30	8,500%	4,3	6,451%	08.03.2012	BB	150,00	7	nein	ja
Seidensticker GmbH	6	5,11	7,250%	5,3	5,552%	12.03.2012	BB+	30,00	15	ja	ja
Ekosem-Agrar GmbH	5	4,27	8,750%	4,3	7,601%	23.03.2012	BB+	50,00	30	nein	ja
Singulus Technologies AG	5	4,08	7,750%	4,3	22,909%	23.03.2012	BB	60,00	30	nein	ja
MITEC Automotive AG	5	4,32	7,750%	4,3	8,318%	30.03.2012	BBB-	50,00	k.A.	nein	ja
MT-Energie GmbH	5	4,32	8,250%	4,3	6,305%	04.04.2012	BBB-	30,00	5	ja	nein
GOLFINO AG	5	4,37	7,250%	4,4	6,438%	05.04.2012	BBB-	12,00	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2012/2017)	5,5	4,59	7,750%	4,9	7,009%	11.04.2012	BBB+	15,00	nein	ja	nein
friedola Gebr. Holzapfel GmbH	5	4,33	7,250%	4,4	9,422%	11.04.2012	BB	25,00	30	nein	ja
Günther Zamek GmbH & Co.KG	5	4,33	7,750%	4,5	7,397%	15.05.2012	BB	35,00	7	ja	ja
Maritim Vertriebs GmbH	2,5	2,30	8,250%	2,0	9,102%	01.06.2012	BB+	25,00	ja	nein	ja
Schalke 04 e.V.	7	5,53	6,750%	6,6	6,587%	11.06.2012	BB	50,00	15	nein	nein
Enterprise Holdings Limited	5	4,39	7,000%	4,6	6,830%	26.06.2012	A-	35,00	nein	ja	nein
Stellmann-Boecker GmbH	5	4,38	6,750%	4,6	8,134%	27.06.2012	BBB	30,00	k.A.	nein	nein
posterXXL AG	5	4,36	7,250%	4,7	7,381%	27.07.2012	BBB-	15,00	k.A.	nein	nein
KTG Energie AG	6	5,06	7,250%	5,8	7,525%	27.09.2012	BBB-	25,00	30	nein	nein
Karlsberg Brauerei GmbH	5	4,39	7,375%	4,8	5,335%	28.09.2012	BB-	30,00	5	ja	ja
Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG	5	4,39	6,250%	4,8	4,546%	01.10.2012	A-	20,00	30	nein	ja
getgoods.de AG	5	4,18	7,750%	4,8	9,110%	02.10.2012	BBB-	30,00	60	ja	ja
BDT Media Automation GmbH	5	3,98	8,125%	4,9	8,842%	09.10.2012	BB+	30,00	7	nein	nein
eterna Mode Holding	5	4,32	8,000%	4,9	7,209%	09.10.2012	BB-	35,00	30	ja	ja
SAF HOLLAND S.A.	5,5	4,62	7,000%	5,4	5,745%	31.10.2012	BBB-	75,00	5	ja	ja
Mox Telecom AG	5	4,36	7,250%	4,9	7,626%	02.11.2012	BBB	35,00	30	nein	ja
Laurél GmbH	5	4,38	7,125%	5,0	6,711%	16.11.2012	BBB	20,00	30	nein	nein
Jacob Stauder GmbH & Co. KG	5	4,37	7,500%	5,0	6,220%	23.11.2012	BB-	10,00	7	nein	ja
René Lazard GmbH	5	4,36	7,250%	5,0	7,250%	26.11.2012	BB	15,00	20	ja	ja
<b>Mittelwert</b>	<b>5</b>	<b>4,34</b>	<b>7,445%</b>	<b>4,3</b>	<b>8,473%</b>						
<b>e.n.o. energy GmbH</b>	<b>5</b>	<b>4,33</b>	<b>7,375%</b>	<b>3,6</b>	<b>8,894%</b>	<b>30.06.2011</b>	<b>BB+</b>	<b>25,00</b>	<b>3</b>	<b>ja</b>	<b>ja</b>



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

Um die Attraktivität der e.n.o.-Anleihe zu untersuchen, haben wir diese erneut einem Marktvergleich unterzogen. Dieser bezieht die derzeit in den Qualitätssegmenten „Bondm“ (Stuttgart), „mittelstandsmarkt“ (Düsseldorf), Entry Standard (Frankfurt) sowie m:access bonds (München) notierten Mittelstandsanleihen ein, welche darüber hinaus über ein derzeit gültiges Rating verfügen. Wie dabei dem Marktvergleich zu entnehmen ist, liegt die Renditeausstattung der e.n.o.-Anleihe in etwa im Mittelwert der hier betrachteten Unternehmensanleihen.

Eine aussagekräftige Vergleichbarkeit und Beurteilung der Attraktivität der e.n.o.-Anleihe kann unseres Erachtens jedoch nur unter Einbezug des Anleiherisikos erlangt werden. Hierbei beziehen wir zunächst die von der Creditreform Rating AG sowie Scope Credit Rating ermittelten Ratingnoten ein. Da es sich hier jedoch vorwiegend um Emittentenratings (ohne Anleihebezug) handelt, haben wir diese um die Ausgestaltungsmerkmale der Anleihen erweitert, um somit eine genauere Risikoeinschätzung für die Anleihegläubiger zu ermöglichen. 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) Historie < 2 Jahre: Anpassung um -1 Punkt (Abzug) Historie >5 und < 10 Jahre: Anpassung um +0,25 Punkte Historie > 10 und < 20 Jahre: Anpassung um +0,5 Punkte Historie > 20 Jahre: Anpassung um +0,75 Punkte
Covenants:	Keine Schutzrechte: Anpassung um -0,5 Risikopunkte (Abzug) Standardschutzrechte (Zinsverzug): keine Anpassung Über die Schutzrechte hinausgehende Covenants: +0,25 Punkte je Covenant
Haftmittel:	Risikoverbesserungsmöglichkeit abhängig von Höhe und Ausgestaltung
Zinsintervall:	jährliche Zinszahlungen: keine Anpassung halbjährliche Zinszahlungen: +0,50 Punkte vierteljährliche Zinszahlungen: +0,75 Punkte
Transparenz:	Keine Notierung und keine Verpflichtung zur Transparenz im WP-Prospekt: -1 Punkt Notierung im unregulierten Markt und keine Transparenzverpflichtung: -0,5 Punkte Notierung im unregulierten Markt, aber Transparenzverpflichtung: -1 Punkt Notierung der Aktie od. Anleihe in einem Qualitätssegment: +0,5 Punkte Notierung der Aktie od. Anleihe im regulierten Markt: +0,75 Punkte
Laufzeit:	Anleihelaufzeit im Marktdurchschnitt: keine Anpassung Anleihelaufzeit über Marktdurchschnitt: -0,5 Punkte Anleihelaufzeit unter Marktdurchschnitt: +0,5 Punkte

Quelle: GBC AG

Hierfür haben wir unser Bewertungssystem nach einer numerischen Skala (siehe Tabelle nachfolgende Seite) aufgeschlüsselt. Auf Basis dieser Skalierung haben wir für die e.n.o. energy GmbH Adjustierungen vorgenommen.

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 Adaption 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.

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

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

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 ( <b>mittelstandsmarkt</b> Düsseldorf):	+0,5
Laufzeit der Anleihe (5 Jahre; damit durchschnittliche Laufzeit)	0,0
<b>Anleiherating gesamt (adjustiert):</b>	<b>12,0</b>

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. Die 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.

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

Die Gesellschaft 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.

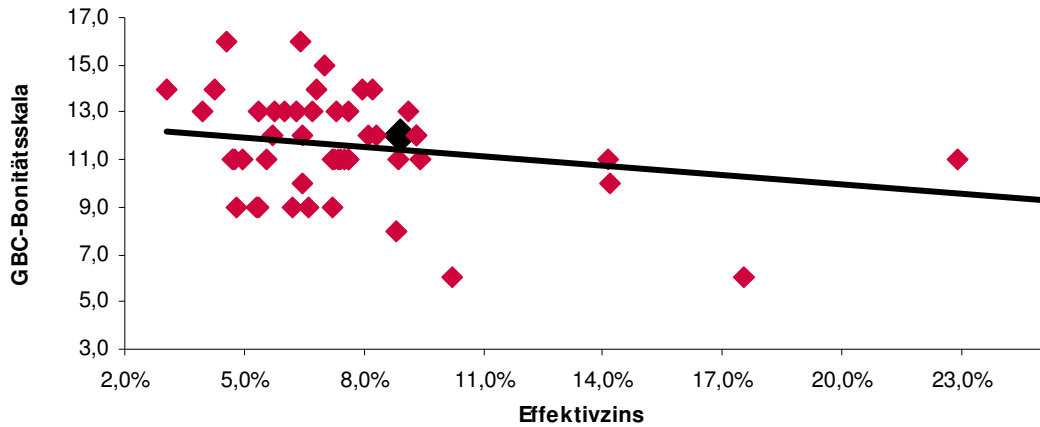
Die Anleihelaufzeit der e.n.o-Anleihe ist mit 5 Jahren durchschnittlich und weder länger noch kürzer als die Benchmark. Somit ergibt sich keine Veränderung in der Risikopunktzahl bezüglich dieses Faktors.

Insgesamt ergibt sich gemäß unserer Bewertung eine Risikoverbesserung um 2,0 Risikopunkte 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.

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

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-Bonitätsskala/Effektivzinsmatrix**



Quelle: GBC AG

Wie der adjustierten Matrix zu entnehmen, 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 +5,3 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist daher weiterhin als „überdurchschnittlich attraktiv“ einzustufen.

**GBC Credit Research (Update) - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond****Fazit - Anleihe weiterhin überdurchschnittlich attraktiv - 4 von 5 Falken vergeben**

Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen belegt die e.n.o. energy GmbH die erfolgreiche Fortsetzung des Wachstumskurses. Bezeichnend dafür ist der deutliche Anstieg der Gesamtleistung, welche gegenüber der Vorjahresperiode auf 36,07 Mio. € (VJ: 11,81 Mio. €) nahezu verdreifacht werden konnte. Ein wesentlicher Bestandteil hiervon ist eine Intensivierung der Herstellung von Windparks und e.n.o.-eigenen Windenergieanlagen.

Analog dazu weist die Gesellschaft eine deutliche Erhöhung der operativen Ertragskennzahlen auf. Das EBIT verbesserte sich deutlich von 1,16 Mio. € (1.HJ 11) auf 3,14 Mio. €. Bei einem Zinsaufwand von 0,59 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €) steigerte sich der dazu korrespondierende EBIT-Zinsdeckungsgrad auf 5,4 (VJ: 1,9).

Die erfolgreiche Geschäftsentwicklung der ersten sechs Monate 2012 liefert eine gute Basis für das Gesamtjahr 2012. Dabei rechnet die Gesellschaft im verbliebenen Jahr 2012 mit der Errichtung und Inbetriebnahme der bereits veräußerten Windparks Neutz I & Neutz II (10 e.n.o.-Anlagen). Diese Projekte sowie das Projekt Spremberg (insgesamt 42 MW Leistung) wurden im zweiten Quartal 2012 an die Energie Allianz Bayern zu einem Übernahmepreis von etwa 75 Mio. € verkauft. Von den insgesamt 18 Windenergieanlagen werden 10 von der e.n.o. geliefert.

Auf Gesamtjahresbasis dürften damit insgesamt 25 Windenergieanlagen (davon 18 e.n.o.-Anlagen) realisiert werden. Darauf aufbauend haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen ausformuliert. Analog zu den Unternehmenserwartungen rechnen wir mit einer Gesamtleistung von 75,53 Mio. € sowie einem EBIT von 8,16 Mio. € (EBIT-Marge: 10,8 %). In den kommenden Geschäftsjahren dürfte die e.n.o. im Zuge der sukzessiven Abarbeitung der Projektpipeline weiter dynamisch wachsen.

Unsere Erwartung einer zunehmenden Ausweitung der Geschäftstätigkeit spiegelt sich auch in einer Verbesserung der für die Anleihegläubiger relevanten Bonitätskennzahlen (nach DVFA-Mindeststandards). Gemäß unseren Erwartungen dürfte der Ergebnisanstieg die höheren Zinsbelastungen gut auffangen, eine Prognose, welche sich in den steigenden Zinsdeckungsgraden wiederfindet. Bis zum Geschäftsjahr 2014 rechnen wir sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis mit einem Anstieg der Zinsdeckungsgrade auf über 6,0, eine Größenordnung, welche dem Anleihegläubiger eine hohe Sicherheit bietet.

Zur Bewertung der 7,375%-Unternehmensanleihe, die einen finalen Zeichnungsstand von 8,40 Mio. € aufweist, haben wir diese einem Marktvergleich unterzogen. In der ersten Auswertung wird dabei deutlich, dass der e.n.o.-Bond sowohl auf Basis des Kupons als auch auf Basis der Effektivverzinsung oberhalb des Markt-Medians angesiedelt ist.

**Gemäß unserer Analyse liegt die e.n.o.-Anleihe aufgrund der guten Ausgestaltung 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 +5,3 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist daher weiterhin als „überdurchschnittlich attraktiv“ einzustufen. Wir vergeben vier von fünf Falken.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>**

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:  
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

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

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

### **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/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: 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 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)