



## **Credit-Research (Initial Coverage)**



**Einer der größten Pelletproduzenten und -händler der Welt  
mit vertikaler Expansion – Genussscheinemission zur Op-  
timierung der Finanzierungsstruktur und Refinanzierung –  
Prognostizierte Bonitätskennzahlen sprechen für gute  
Kapitaldienstfähigkeit**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 39**

## German Pellets GmbH \*5a;5b;11

### Stammdaten Genussschein

**ISIN:** DE000A14T081

**WKN:** A14T08

**Kupon:** 7,90 %

**Emissionsvolumen:** bis zu 40,00 Mio. €

**Aufstockungsvolumen:** bis zu 20,00 Mio. €

**Stückelung:** 1.000 €

**Kuponzahlungen:** jährlich (erstmalig am 01.07.2016)

**Zinslaufbeginn:** 01.07.2015

**Ausgabekurs:** 100 %

**Angebotszeitraum:** 03.06.15 – 06.11.15

**Börsennotierung:** Freiverkehr in Frankfurt und Düsseldorf

### Stammdaten Unternehmen

**Geschäftsjahresende:** 31.12  
**Rechnungslegung:** HGB

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 40

### Unternehmensprofil

Branche: Erneuerbare Energien

Fokus: Produktion und Vertrieb von Holzpellets für Privatverbraucher, mittelgroße Kunden und Kraftwerke

Mitarbeiter: 628 Stand: 31.12.2014

Gründung: 2004

Firmensitz: Wismar

Geschäftsführer: Peter H. Leibold

Der German Pellets-Konzern ist einer der größten Hersteller und Anbieter von Holzpellets weltweit. Seit ihrer Gründung produziert die German Pellets-Gruppe Pellets aus dem nachhaltig erneuerbaren Rohstoff Holz und vertreibt diese europaweit für die Wärmeproduktion und die Stromerzeugung, sowohl auf dem Privatverbrauchermarkt als auch auf dem Markt für mittlere Gewerbekunden und dem Kraftwerksmarkt. Derzeit produziert der Konzern an 15 Standorten in Deutschland, Österreich sowie in den USA, wobei insgesamt 10 Standorte mittelbar oder unmittelbar der German Pellets-Gruppe zuzurechnen sind. Fünf Werke gehören dritten Unternehmen an, diese werden jedoch von der German Pellets-Gruppe über langfristige Verträge betrieben. Darüber hinaus agiert die Gesellschaft als Händler für Holzpellets. German Pellets kauft hierfür weltweit substantiell Pellets hinzu, um diese wiederum an Kunden weiter zu verkaufen. Neben Industrieware werden dabei zur Abdeckung überschießender Nachfrage auch Pellets für private Endkunden zugekauft.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	593,01	608,44	647,55	665,54
EBITDA (EBITDA-Marge)	50,23 (8,6%)	50,61 (8,3%)	56,24 (8,7%)	59,87 (9,0%)
EBIT (EBIT-Marge)	32,83 (5,6%)	33,11 (5,4%)	39,24 (6,1%)	43,37 (6,5%)
JÜ vor Vergütung für Genusssrechtskapital	10,34	15,08	21,49	24,70
JÜ nach Vergütung für Genusssrechtskapital	7,88	9,91	13,92	17,13

### Bonitätskennzahlen

EBITDA-Interest Coverage	3,41	4,87	7,80	8,94
EBIT-Interest Coverage	2,18	3,17	5,42	6,45
Total Debt/EBITDA	6,11	6,98	5,92	5,72
Net Debt/EBITDA	5,32	6,21	5,83	5,37
Risk Bearing Capital	14,8%	26,0%	28,7%	30,2%
Total Debt/Capital	80,5%	70,9%	67,7%	66,1%

### Finanztermine


### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating


\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die Bundesregierung hat sich zum Ziel gesetzt, den Anteil erneuerbarer Energien am Wärmeverbrauch bis zum Jahr 2020 von rund 10 % in 2014 auf 14 % zu steigern. Im Vergleich zum Strombereich ist der Anteil erneuerbarer Energien im Wärmebereich noch gering. Biogene Feststoffe zum Heizen, wie vor allem Pellets, sind dabei ein wesentlicher Faktor. Nicht grundlos wurde das staatliche Förderprogramm für Pelletheizungen zum 01.04.2015 aufgestockt.
- Die German Pellets GmbH hat sich in den vergangenen Jahren zu einem der führenden Pelletproduzenten und –händler weltweit entwickelt. Im GJ 2014 setzte das Unternehmen 593,01 Mio. € um und erwirtschaftete dabei ein EBITDA in Höhe von 50,23 Mio. €. Der Jahresüberschuss betrug 7,88 Mio. €. Bei Umsatz- und Ertragskennziffern wies das Unternehmen darüber hinaus in den vergangenen Jahren stetige Steigerungen auf.
- Das bilanzielle Bild der German Pellets GmbH ist vor allem durch die Expansion der vergangenen Jahre geprägt. Um von den günstigen Rohstoff- und Energiekosten in den USA zu profitieren, wurden in Übersee zwei Werke errichtet, welche German Pellets nunmehr betreibt. Die starke Kapazitätsausweitung wurde zu großen Teilen durch die Emission von drei Anleihen finanziert, welche zum 31.12.2014 mit 207,94 Mio. € in der Bilanz verbucht waren. Insgesamt belaufen sich die finanziellen Verbindlichkeiten inklusive bereits emittierter Genussrechte auf 301,65 Mio. €. Das Eigenkapital inkl. Genussrechte betrug Ende 2014 73,23 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 14,8 % entspricht.
- Für das laufende GJ 2015 hat die Geschäftsführung der German Pellets GmbH eine Gesamtleistung in Höhe von rund 600 Mio. € sowie ein EBITDA von rund 50 Mio. € in Aussicht gestellt und ist damit in etwa auf Vorjahresniveau. Für die kommenden Jahre gehen wir aber aufgrund der erhöhten Produktionsmengen in den USA von deutlich niedrigeren Kostenquoten und damit merklichen Skaleneffekten aus. Daher erwarten wir in den kommenden Jahren eine Steigerung der EBITDA-Marge auf 9 %. Ein zudem optimiertes Finanzergebnis sollte darüber hinaus für überproportionale Steigerungen der Jahresüberschüsse sorgen.
- Auf Basis unserer Schätzungen gehen wir davon aus, dass die German Pellets GmbH in den kommenden Jahren sowohl ihre Verpflichtungen aus den emittierten Anleihen als auch aus Genussscheinen bedienen kann. Vielmehr gehen wir von deutlich steigenden Jahresüberschüssen auch nach Bedienung der Genussrechte aus.
- **Angesichts der weiteren operativen Verbesserungen sind wir zudem der Überzeugung, dass sich die verschiedenen Rentabilitäts-, Solvenz- und Liquiditätskennziffern der German Pellets GmbH in den kommenden Perioden weiter verbessern und den positiven operativen Trend unterstreichen. Dies lässt sich auch auf Basis der analogen Anwendung der Bonitätskennziffern der „Investment-Grade“-Vorgaben der GDV sowie der Deutschen Börse für Anleiheemissionen in den Entry Standard ableiten, welche auf Basis unserer Schätzungen in den kommenden Jahren zu großen Teilen erfüllt werden.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Angaben zum Genussschein</b> .....	<b>4</b>
Umtauschangebot.....	4
Kündigungsrechte.....	5
Verlustteilnahme .....	5
Verwendungszweck.....	5
<b>Unternehmen</b> .....	<b>6</b>
Unternehmensstruktur zum 31.12.2014.....	6
Ausgewählte historische Informationen .....	7
Geschäftstätigkeit und Produkte .....	8
Produkte.....	8
Produktionskapazität und Footprint der German Pellets-Gruppe .....	9
Abnehmerstruktur der German Pellets GmbH.....	10
Vertriebsnetzwerk.....	11
Rohstoffbeschaffung .....	12
Geschäftsstrategie .....	12
Internationalisierungsstrategie .....	12
Stärkung des Endkundenvertriebs in Europa.....	13
Sicherung des Rohstoffsourcing und der Absatzmärkte.....	13
Optimierung der Produktionsstandorte und –kapazitäten.....	13
Organ der Gesellschaft.....	14
Geschäftsführer Herr Peter H. Leibold .....	14
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>15</b>
Erneuerbare Energien für Wärme mit besonderer Förderung .....	15
Biogene Feststoffe bereits heute wichtigste erneuerbare Wärmequelle.....	15
Nutzung von Pellets zur Wärmeerzeugung seit Jahren auf dem Vormarsch .....	16
Stabile und anhaltend niedrige Preisniveaus machen Pellets attraktiv.....	17
Pellets auch international auf Wachstumskurs .....	18
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose</b> .....	<b>20</b>
Kennzahlen im Überblick .....	20
Historische Geschäftsentwicklung .....	21
Umsatzentwicklung .....	21
Ergebnisentwicklung .....	23
Geschäftsentwicklung im Q1 2015.....	25
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	26
SWOT-Analyse .....	29
Prognose und Modellannahmen .....	30
Umsatzprognosen .....	30
Ergebnisprognosen .....	31
Prognose der Bonitätskennzahlen .....	33
<b>PEER-GROUP GENUSSSCHEIN</b> .....	<b>36</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>37</b>
Definition der Bonitätskennzahlen.....	37

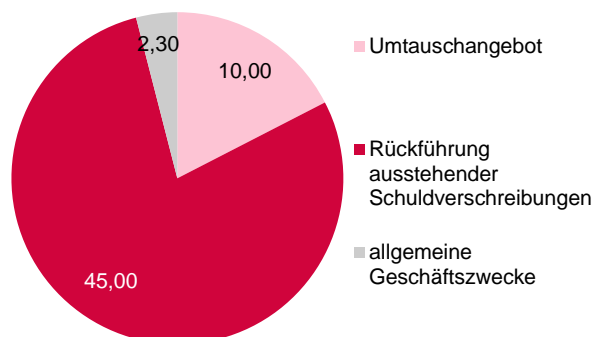
## ANGABEN ZUM GENUSSCHEIN

### 7,9 % Genussschein der German Pellets GmbH

Art des Wertpapiers:	Genussschein
Emittentin:	German Pellets GmbH
ISIN:	DE000A14T081
WKN:	A14T08
Emissionsvolumen:	bis zu 40,00 Mio. €
Aufstockungsvolumen:	bis zu 20,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 €
Kupon:	7,9 %
Kuponzahlungen:	jährlich (erstmalig am 01.07.2016)
Zinslaufbeginn:	01.07.2015
Ausgabekurs:	100 %
Angebotszeitraum:	03.06.2015 - 06.11.2015
Börsennotierung:	Freiverkehr Frankfurt und Freiverkehr Börse Düsseldorf
Unternehmensrating:	BB (vom 26.11.2014)

Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG

### Mittelverwendung (in Mio. €)



Die German Pellets GmbH emittiert im Zeitraum vom 03.06.2015 - 06.11.2015 Genussscheine mit einer jährlichen Verzinsung von 7,90 %. Gegenstand des Angebotes ist die Ausgabe von bis zu 40.000 Genussscheinen zu einem Ausgabepreis von 1.000 €, was 100 % des Nennbetrags entspricht. Demzufolge ist ein Emissionserlös in Höhe von bis zu 40,00 Mio. € geplant. Bei einer diesen Betrag übersteigenden Nachfrage kann die German Pellets GmbH von einer Aufstockungsmöglichkeit von bis zu 20,00 Mio. € Gebrauch machen und damit ein ausstehendes Gesamtvolumen von bis zu 60,00 Mio. € erreichen. Die Genussscheine weisen kein Endfälligkeitsdatum auf.

## Umtauschangebot

Verbunden mit der Emission der neuen 7,90 %-Genussscheine wird den bisherigen Anleihe- und Genussschein gläubigern ein Umtauschangebot unterbreitet. Das Umtauschangebot richtet sich zunächst vom 10.07.2015 bis zum 14.08.2015 an die Gläubiger folgender Wertpapiere:

### Umtauschfenster 1

- Inhaber der 7,25 %-Unternehmensanleihe (2011/2016) mit der ISIN: DE000A1H3J67
- Inhaber der 7,25 %-Unternehmensanleihe (2013/2018) mit der ISIN: DE000A1TNAP7

Das maximale Umtauschvolumen ist auf 10,00 Mio. € begrenzt. Sollte dieses Volumen im ersten Tauschfenster nicht erreicht werden, wird das Umtauschangebot ab dem 01. September 2015 bis zum 12. Oktober 2015 auf die Inhaber der bereits emittierten Genussrechte der German Pellets Genussrechte GmbH erweitert:

### Umtauschfenster 2

- Inhaber der erstmalig im Jahr 2010 emittierten 8,00%-Genussrechte

Die Anleiheinhaber können gemäß Umtauschangebot diese in einem Verhältnis von 1:1 umtauschen. Neben der Auszahlung aufgelaufener Stückzinsen erhalten die Anleiheinhaber einen Zusatzbetrag von 2,50 € (Anleihe 2011/2016) bzw. 18,30 € (Anleihe 2013/2018) in bar. Da der Nennwert der bereits emittierten Genussrechte sich auf jeweils 250 € beläuft, können die Genussrechtinhaber einen Umtausch in einem Verhältnis von 4:1 vornehmen.

## Kündigungsrechte

Die Genussscheine haben keinen Endfälligkeitstag. Nichtsdestotrotz hat die Emittentin das Recht, die Genussscheine zu kündigen und zum Nennbetrag an die Inhaber zurückzuzahlen. Erstmals ist eine Kündigung durch die Gesellschaft zum 2. Januar 2021 unter Einhaltung einer Frist von nicht weniger als einem Jahr möglich (danach jährliche Kündigungsmöglichkeit zum 2. Januar). Eine Kündigung seitens der Emittentin ist vor dem 2. Januar 2021 nur im Falle eines Gross-up Ereignisses, eines Rechnungslegungsereignisses oder eines Ratingagenturereignisses möglich.

**Gross-up Ereignis:** Änderung von für die Genussscheine maßgeblichen Steuer- oder Abgabengesetzen durch die Bundesrepublik Deutschland, wodurch die German Pellets GmbH zu zusätzlichen Zahlungen verpflichtet sein könnte. Dieses Ereignis ist auf den Emissionstag bzw. auf den Tag nach der Wertpapieremission beschränkt.

**Rechnungslegungsereignis:** Änderung der Rechnungslegungsgrundsätze, wonach Genussscheine nicht mehr als Eigenkapital ausgewiesen werden dürfen.

**Ratingagenturereignis:** Schriftliche Benachrichtigung durch eine Ratingagentur, die besagt, dass Genussscheine nicht mehr dem Eigenkapital zugerechnet werden.

Eine Kündigung durch die Genussschein gläubiger ist indes nur bei einer Verletzung der Genussscheinbedingungen möglich (außerordentliche Kündigung).

## Verlustteilnahme

Weist die German Pellets GmbH einen Jahresfehlbetrag aus, wird dieser zunächst eine Aufzehrung freier Rücklagen sowie von nicht besonders geschützten Eigenkapitalbestandteilen der Emittentin auslösen. Nach Aufzehrung dieser Positionen partizipieren die Genussscheine am Verlust der Gesellschaft, was zu einer Reduktion des Nennbetrages führen würde. Ein besonderer Schutz wird gemäß Wertpapierprospekt dem Stammkapital zuzüglich gesetzlicher und gesellschaftsrechtlicher Rücklagen eingeräumt, welche erst nachrangig am Verlust teilnehmen.

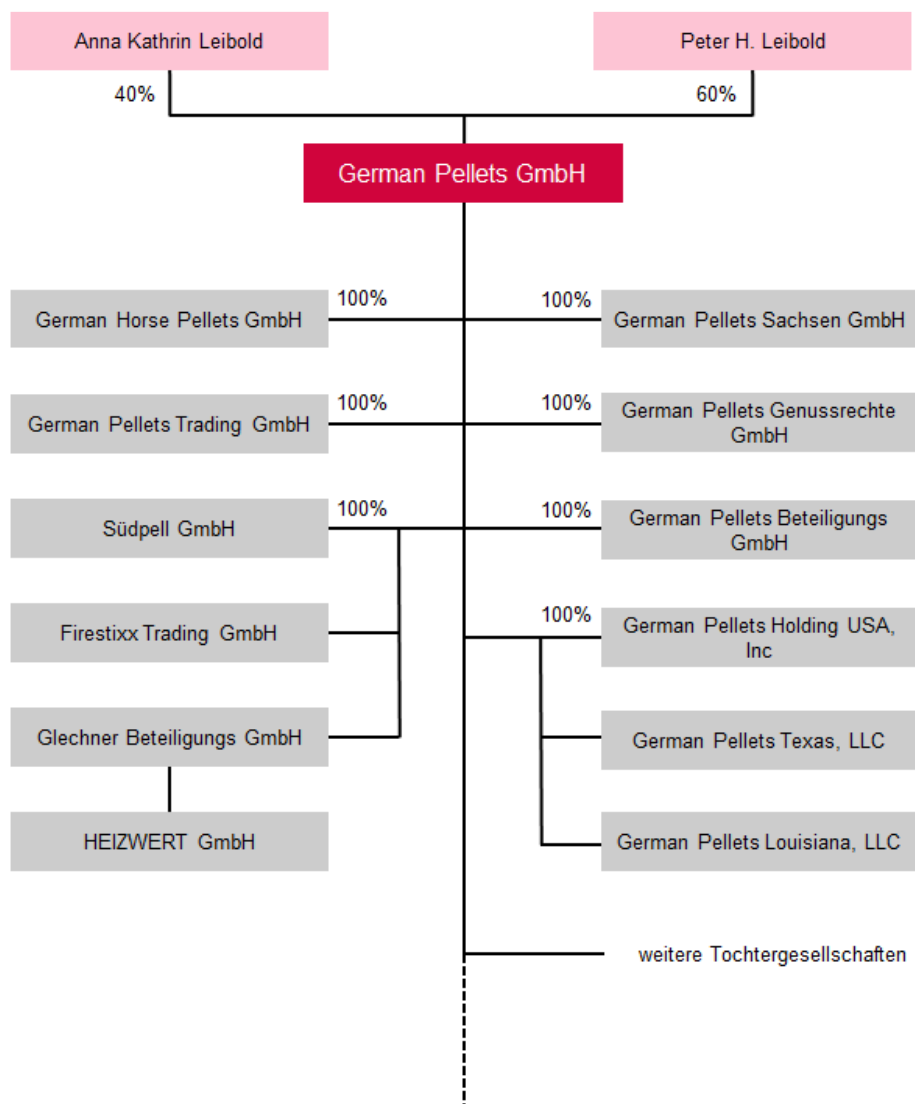
## Verwendungszweck

Ausgehend von einer Vollplatzierung der Genussscheine sowie des Aufstockungsbetrages wird sich das platzierte Bruttovolumen auf bis zu 60,00 Mio. € belaufen. Abzüglich der Platzierungskosten rechnet die German Pellets GmbH mit einem Nettoemissionserlös in Höhe von 57,30 Mio. €. Der Nettoemissionserlös soll dabei vorrangig für das Umtauschangebot in Höhe von maximal 10,00 Mio. € verwendet werden. Darüber hinaus plant die Gesellschaft die Rückführung ausstehender Schuldverschreibungen 2011/2016 (ISIN: DE000A1H3J67) in Höhe von etwa 45,00 Mio. €. Für allgemeine Geschäftszwecke wie den weiteren Ausbau der Direktvermarktung und des Marketings im Privatverbrauchermarkt sollen etwa 2,30 Mio. € verwendet werden.

## UNTERNEHMEN

### Unternehmensstruktur zum 31.12.2014

#### Konzernstruktur der German Pellets-Gruppe (vereinfachte Darstellung)



Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG

Der historisch gewachsene Konsolidierungskreis der German Pellets GmbH umfasst eine Reihe von Konzerngesellschaften, wobei die einzelnen Geschäftssegmente und Standorte in hierfür geschaffenen oder erworbenen Tochtergesellschaften gebündelt sind. Zum 31.12.2014 verfügte die German Pellets-Gruppe über insgesamt 26 vollkonsolidierte Tochtergesellschaften sowie über sieben wesentliche Beteiligungen mit einer Beteiligungsquote unterhalb von 50 %. Insgesamt 18 Tochtergesellschaften erfüllen dabei Produktions-, Vertriebs- und Logistikaufgaben und damit wird der überwiegende Teil des Konzernkreises für operative Zwecke eingesetzt.

Die Konzernstruktur der German Pellets-Gruppe liefert darüber hinaus ein Indiz zur Unternehmensstrategie, welche sowohl auf organisches als auch auf anorganisches Wachstum ausgerichtet ist. Im Rahmen dieser Strategie hat sich der Konsolidierungskreis seit dem Jahr 2011 um in Summe 16 Konzerngesellschaften erweitert. Grundsätzlich wurden dabei neue Produktions-, Vertriebs- als auch Logistikstandorte eröffnet.

## Ausgewählte historische Informationen

Jahr	Ereignis
2004	Gründung der German Pellets GmbH in Wismar (Mecklenburg-Vorpommern) durch Herrn Peter H. Leibold und Frau Anna Kathrin Leibold
2005	Fertigstellung des ersten Werkes für die Herstellung von Holzpellets in Wismar
2006	Entstehung weiterer Werke in Herbrechtingen (Mai 2006) und Ettenheim (Dezember 2006)
2007/2008	Ausbau der Werke in Wismar und Herbrechtingen und Verdoppelung der Kapazität. Beginn mit der Verarbeitung von Rundholz zur Reduzierung der Abhängigkeit von der Sägewerksindustrie
2008	Gründung der German Horse Pellets GmbH für die Entwicklung und den Vertrieb von Tierhygieneprodukten auf Holzbasis
2009	Übernahme des Wettbewerbers European Pellet Company GmbH (EPC) mit Sitz in Torgau, der heutigen German Pellets Sachsen GmbH
Februar 2010	Managementvereinbarung, aufgrund derer die German Pellets Einkauf, Produktion und Verkauf der drei Standorte der WOODOX-Gruppe verantwortet
April 2010	Erstmalige Genussrechtsemission
August 2010	Inbetriebnahme eines Pelletwerkes mit integrierter Rundholzverarbeitung in Erdtebrück im Rahmen eines Joint Ventures mit der RWE Innogy Cogen GmbH
März 2011	Emission einer 7,25 %-Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen in Höhe von 80,00 Mio. €
Juni 2011	Übernahme der FireStixx-Gruppe
März 2012	Übernahme der Glechner-Gruppe mit mehreren Standorten in Deutschland und Österreich
Dezember 2012	Beteiligung an der WUN Bioenergie GmbH, einer mehrheitlich einem Stadtwerk gehörenden Gesellschaft, die Pellets und Strom produziert
2012/2013	Abschluss langfristiger Verträge mit Energiekonzernen zur Belieferung von Kraftwerken
2013	Ausbau der Vertriebsaktivitäten in Italien durch ENplus-Zertifizierung und Abschluss von Lager- und Logistikverträgen an drei Hafenstandorten in Italien
Juli 2013	Emission einer 7,25 %-Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen in Höhe von 50,00 Mio. €
August 2013	Inbetriebnahme des ersten von German Pellets betriebenen Produktionsstandortes in den USA (Woodville, Texas)
August 2013	Aufstockung der im Juli 2013 emittierten 7,25%-Unternehmensanleihe um 22,00 Mio. €
2013/2014	Übernahme von Pellethandelsunternehmen in Deutschland und Österreich zur Förderung des Direktgeschäftes mit Endkunden
2014	Beginn der Montagearbeiten der Maschinen und Anlagen in Urania (Louisiana), dem zweiten amerikanischen Standort der German Pellets GmbH
2014	Emission einer 7,25%-Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen in Höhe von 74,00 Mio. € (zuzüglich Umtausch der Unternehmensanleihe 2011/2016 in Höhe von etwa 26,00 Mio. €)
2015	Inbetriebnahme des zweiten von German Pellets betriebenen Produktionsstandortes in den USA (Urania, Louisiana)

Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG



## Geschäftstätigkeit und Produkte

### Produkte

Die German Pellets GmbH ist gemessen an der Produktionsmenge einer der weltweit größten Anbieter und Hersteller von Holzpellets und ist gleichzeitig im Bereich des Pellethandels Weltmarktführer. Die von der Gesellschaft vertriebenen Produkte gehen dabei mit einer hohen, gemäß DINplus und ENplus A1 zertifizierten Endverbraucherqualität einher.

Holzpellets werden aus getrockneten Holzspänen produziert, wobei in erster Linie Sägereestholz, also Säge- und Hobelspäne, verwendet werden. Dieses Rohmaterial ist als Abfallprodukt der Holzverarbeitenden Industrie anzusehen. In den letzten Jahren hat die German Pellets GmbH zum Teil die Herstellung der Holzspäne selbst übernommen und damit eine vertikale Erweiterung des Geschäftsmodells umgesetzt. Dabei kommt so genanntes Industrieholz, also nicht sägefähiges Rundholz, zum Einsatz. Nach seiner Entrindung und Zerkleinerung wird dieser Rohstoff der Pelletproduktion zugeführt.

### Rohstoffe für die Pelletproduktion



Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG

Die eingesetzten Rohstoffe werden in Hammermühlen auf die gewünschte Korngröße zerkleinert, getrocknet und anschließend pelletiert. Für die Pelletierung werden, mit Ausnahme von Stärke als Presshilfsmittel, keine Substanzen hinzugefügt, da die Verarbeitungstemperatur, Feuchtigkeit und der Druck dafür sorgen, dass sich das Lignin (Anmerkung: Lignin ist ein Molekül, welches für die Verholzung der Zellen zuständig ist) zunächst verflüssigt. Nach dem Abkühlen härtet das Lignin wieder aus, wodurch die Pellets ihre Festigkeit erhalten.

Die von der Gesellschaft produzierten und vertriebenen Pellets werden nach DINplus- und ENplus-Standard produziert, wodurch spezifische Anforderungen hinsichtlich der Herstellung sowie bestimmte Qualitätskriterien wie Durchmesser, Länge, Abriebfestigkeit, Wasser- und Aschegehalt erfüllt werden. Mit der Zertifizierung ENplus werden darüber hinaus Kriterien für die Lagerung, die Logistik und die Auslieferung beim Kunden überprüft.

Holzpellets kommen primär bei der Wärmeproduktion zum Einsatz und gelten als besonders umweltfreundlich und im Vergleich zu fossilen Brennstoffen als kostengünstig. Folgende Vorteile lassen sich für den Einsatz von Holzpellets zusammenfassen:

- Holzpellets sind deutlich günstiger als fossile Brennstoffe wie Heizöl oder Erdgas und weisen zudem wesentlich geringere Preisschwankungen auf.
- Holzpellets bieten eine hohe Versorgungssicherheit, da für die Produktion nachwachsende Rohstoffe verwendet werden.
- Der Einsatz von Holzpellets als Brennstoff gilt als CO<sub>2</sub>-neutral. Dabei wird nur so viel CO<sub>2</sub> freigesetzt, wie das Holz in der Wachstumsperiode aufgenommen hat.
- Moderne Holzpellettheizungen weisen einen vergleichsweise hohen Wirkungsgrad von rund 85-95 % auf.

- Der Transport von Holzpellets ist deutlich sicherer als der Transport fossiler Brennstoffe. Durch die regionale Nähe sind zudem geringe Transportwege gegeben sowie eine hohe Unabhängigkeit gegenüber den Rohstofflieferanten.

### **Produktionskapazität und Footprint der German Pellets-Gruppe**

Im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie hat die German Pellets-Gruppe über die letzten Geschäftsjahre hinweg die Kapazitäten deutlich ausgeweitet. Während die Gesellschaft noch im Jahr 2010 über eine Produktionskapazität von jährlich rund 1,2 Mio. Tonnen verfügte, beläuft sich diese aktuell auf rund 3,0 Mio. Tonnen jährlich. Damit gehört die German Pellets-Gruppe zu den weltweit größten Pellet-Produzenten. Derzeit produziert der Konzern an 15 Standorten in Deutschland, Österreich sowie in den USA, wobei insgesamt 10 Standorte mittelbar oder unmittelbar der German Pellets-Gruppe zuzurechnen sind. Fünf Werke gehören dritten Unternehmen an, diese werden jedoch von der German Pellets GmbH über langfristige Verträge betrieben. Darüber hinaus kann die Gesellschaft auf Produktionskapazitäten von fünf weiteren Standorten in Deutschland und in Belgien aus dem Partnernetzwerk zurückgreifen (Kapazität: ca. 0,60 Mio. Tonnen jährlich).

### **Produktionsstandorte der German Pellets-Gruppe**



Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG



Der überwiegende Anteil der Produktionskapazitäten des Gesamtkonzerns entfällt auf die US-amerikanischen Werke in Woodville (Texas) und in Urania (Louisiana), welche aktuell jeweils über eine jährliche Produktionskapazität von 578.000 Tonnen verfügen. Eine geplante Erweiterung des Werkes in Louisiana ist zudem bereits im Bau, sodass hier mittelfristig insgesamt 1.156.000 Tonnen jährlich hergestellt werden können. Beide Werke in den USA stehen nicht im Eigentum der German Pellets-Gruppe, diese werden jedoch auf Basis langfristiger Lizenz- und Anlagevermögenspachtverträge von der German Pellets GmbH betrieben. Der Lizenzvertrag für den Betrieb des Werkes in Woodville hat eine Laufzeit bis 2042 und der Pachtvertrag für das Werk in Urania bis 2039.

Daneben hat sich die German Pellets-Gruppe die Produktionskapazitäten von fünf weiteren Standorten (585.000 Tonnen p.a.) in Deutschland und in Belgien gesichert. Die Grundlage hierfür sind langfristige feste Abnahmekontrakte, wobei die Anlagen nicht vom Emittenten selbst betrieben werden.

Grundsätzlich tritt die German Pellets GmbH als **Produzent** von Holzpellets auf, die Gesellschaft agiert jedoch auch im nennenswerten Umfang als **Händler** für Pellets (Segment Handelsware). Neben der Eigenproduktion werden folglich Holzpellets von Fremdproduzenten erworben und diese unter eigenem Namen zur Nachfrageabdeckung sowie zur Erfüllung von Lieferkontrakten an Kunden weiter veräußert. Daneben werden an den Standorten in Wismar und Wilburgstetten **Tiereinstreuprodukte** produziert.

### Abnehmerstruktur der German Pellets GmbH

Die Produkte der German Pellets GmbH werden primär an drei große Abnehmersegmente vertrieben:

Abnehmerstruktur von German Pellets		
Privatverbraucher	Mittelgroße Kunden /Industriebetriebe /Kommunen	Kraftwerke
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Heizungsanlagen in Ein- und Zweifamilienhäusern</li> <li>• Zentralheizungssysteme</li> <li>• Einzelraumfeuerstätten</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Feuerungsanlagen zur Produktion von Strom und Wärme</li> <li>• Biomasse-Heiz-/Kraftwerke für Kommunen und Industriekunden</li> <li>• Großvolumige Versorgung von Gebäudeheizungssystemen</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Großanlagen der Energiekonzerne</li> <li>• Verbrennung von Biomassepellets</li> <li>• Heizkraftwerke</li> <li>• Stromkraftwerke</li> </ul> 
Wärmeproduktion	Wärme- / Stromproduktion	

Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG

Die drei wichtigsten von der German Pellets-Gruppe adressierten Märkte werden demnach durch den **Wärmemarkt** (für Privatverbraucher), den **Industrie-Wärmemarkt** sowie durch den **Kraftwerkmarkt** dargestellt. Dabei kommen die Holzpellets im Privatkundenmarkt zur Erzeugung von Wärme in Pelletzentralheizungen und Pelletkaminöfen in Ein- und Zweifamilienhäusern zum Einsatz. Die Gesellschaft beliefert den Endkundenmarkt beispielsweise mit Premium-Holzpellets der Marken „German Pellets“, „Fire-Stixx“ oder „Hot'ts“.

Im Industrierwärme-Markt werden mittelgroße Kunden beliefert. Hier kommen die Holzpellets in Industriekesseln zur Erzeugung von Nah-, Fern- und Prozesswärme für Kommunen, Gewerbe und für die Industrie zum Einsatz.

Die Produkte der German Pellets GmbH werden auch für die Erzeugung von Strom und Wärme in Kraftwerken eingesetzt. Hier konnte die Gesellschaft in den vergangenen Jahren einen namhaften Kundenstamm aufbauen. Energiekonzerne wie RWE, E.ON, Vattenfall, DRAX, Dong und ENGIE (vormals: GDF Suez) haben in den letzten Jahren Kraftwerke auf Pellets umgestellt. Der maßgebliche Anteil der Pellets für Kraftwerke wird im Rahmen langfristiger Liefervereinbarungen vertrieben. Zur Sicherstellung der Nachfrage wurde in diesem Kontext bspw. mit der E.ON UK plc ein Liefervertrag geschlossen, welcher die garantierte Lieferung von jährlich 480.000 Tonnen Holzpellets enthält. Dieser

bis zum Jahr 2018 laufende Liefervertrag sorgt für eine mittelfristig hohe Auslastung des Werkes in Urania (Kapazität erste Ausbaustufe: 578.000 Tonnen p.a.).

Zusätzlich zum Pelletmarkt adressiert die Gesellschaft in kleinerem Umfang den **Tierhygienemarkt**. Hierfür produziert der Konzern Tiereinstreu für den Groß- (Pferde, Rinder etc.) und Kleintierbereich (Nager, Katzen etc.) und vertreibt diese Produkte national und international über die German Horse Pellets GmbH an Händler und Endverbraucher.

### **Vertriebsnetzwerk**

Die German Pellets GmbH verfolgt einen kundenbezogenen Vertriebsansatz mit abnehmergruppenspezifischen Vertriebskanälen. Die **Privatverbraucher** werden dabei über ein umfangreiches Vertriebsnetzwerk unter Einbezug von lokalen Handelsunternehmen, Großhandelsunternehmen sowie über eigene Händler und im Rahmen eines Direktvertriebs adressiert. Zu den Handelsunternehmen gehören etablierte Markenanbieter, Baumarktketten oder genossenschaftlich organisierte Handelssysteme, welche im Rahmen von langfristigen Verträgen beliefert werden. Darüber hinaus wird der Vertrieb insbesondere im europäischen Ausland über Tochtergesellschaften und Joint Ventures abgedeckt. Diesbezüglich hat die German Pellets-Gruppe in den vergangenen Jahren mehrere Vertriebsgesellschaften übernommen. Bezeichnend für diese Strategie steht der im Februar 2015 bekannt gegebene Erwerb des Pelletgeschäftes der Nord Energie GmbH & Co. KG, wodurch ein langjähriger Kundenstamm in Norddeutschland sowie in Süd-Dänemark neu erschlossen wurde. Im vergangenen Geschäftsjahr 2014 wurde zudem der unabhängige österreichische Pellethändler HEIZWERT GmbH (Verkaufsleistung: 35.000 Tonnen p.a.) übernommen und damit gleichzeitig das Endkundengeschäft in Österreich ausgebaut.

Der maßgebliche Anteil der Marketingaktivitäten entfällt auf den Privatkundenbereich. Flankierend zur klassischen Presse- und Werbearbeit zur Steigerung des Bekanntheitsgrades der German Pellets-Marken unterstützt die Gesellschaft ihre Vertriebspartner. Neben der Erstellung von Werbemitteln werden die Partner bei der Pressearbeit unterstützt und umfangreiche Verkaufsförderaktionen durchgeführt.

Der Vertrieb in den Abnehmersegmenten **mittelgroße Kunden** und **Kraftwerke** findet hauptsächlich in direkter Form statt. Einen wichtigen Aspekt bei der Belieferung dieser Kundengruppen stellt das umfangreiche Logistiknetz mit Produktions- und Lagerstandorten dar, womit eine hohe Liefersicherheit auf kurzen Wegen garantiert werden kann. Hierzu kooperiert die Gesellschaft mit Logistikdienstleistern und unterhält vornehmlich in Mitteleuropa ein umfangreiches Lagernetzwerk. Zum 31.12.2014 nutzt die Gesellschaft insgesamt 14 Werkslager, 17 sonstige Lagerstätten sowie 17 Auslandslagerstätten.

### Logistik- und Lagernetzwerk der German Pellets GmbH



Quelle: German Pellets GmbH; GBC AG

### Rohstoffbeschaffung

Gemäß Unternehmensangaben stand bei der Auswahl der Werksstandorte neben den logistischen Anbindungsmöglichkeiten die Verfügbarkeit der Rohstoffe im Vordergrund. Dementsprechend wurden die Standorte auch hinsichtlich des Waldreichtums oder der Sägewerkskonzentration ausgewählt. Grundsätzlich kann die German Pellets-Gruppe eine breite Palette an Rohstoffen (Sägerestholz, Rundhölzer, Hackschnitzel) zu Pellets verarbeiten, sodass keine Abhängigkeit von hochwertigen Rohstoffen besteht.

Zu den Lieferanten gehören Staatsforste, Privatwaldbesitzer, kommunale Betriebe, Sägewerke und Hobelwerke. Insgesamt bezieht die Gesellschaft die Rohstoffe von etwa 250 Lieferanten, was eine hohe Unabhängigkeit gegenüber einzelnen Lieferanten gewährleistet. Ein in unseren Augen wichtiges Kriterium ist der Umstand, wonach etwa zwei Drittel des derzeitigen Rohstoffbedarfes vertraglich abgesichert ist.

Auch in den USA, wo sich die größten Produktionsstätten innerhalb des German Pellets-Konzerns befinden, bestehen zum Teil langfristige Lieferverträge mit Betreibern von Großplantagen.

### Geschäftsstrategie

Gemäß ihrer kommunizierten Zielsetzung verfolgt die German Pellets GmbH primär das Ziel eines dynamischen Wachstums, einer nachhaltigen Wirtschaftlichkeit sowie einer Steigerung der Wertschöpfung im Rahmen einer vertikalen Integration. Diese Zielsetzung soll gemäß Unternehmensangaben über insgesamt vier Strategiebausteine sichergestellt werden.

### Internationalisierungsstrategie

Die German Pellets-Gruppe strebt einen Ausbau der Standorte vornehmlich in den USA an, um somit von den dort bestehenden günstigen Rohstoff- und Energiekosten zu profitieren. Die Kapazitäten in den USA belaufen sich aktuell auf 1.156.000 Tonnen Holzpellets p.a. (Werk Woodville und Werk Urania). Es ist geplant, das Werk in Urania langfristig

auf 1.156.000 Tonnen Holzpellets p.a. auszubauen und damit die Gesamtkapazitäten in den USA auf 1.734.000 Tonnen jährlich zu steigern. Im Zuge der Internationalisierungsstrategie baut German Pellets sein internationales Lager- und Logistiknetz aus. Dazu gehören unter anderem Lager- und Verladeeinrichtungen in Tiefseehäfen. Die höheren Transportkosten werden durch die niedrigen Produktionskosten überkompensiert werden, womit sich eine insgesamt höhere Wirtschaftlichkeit erzielen lassen sollte.

### ***Stärkung des Endkundenvertriebs in Europa***

Im Rahmen der geplanten Ausweitung des Endkundenvertriebs strebt die Gesellschaft beispielsweise Kooperationen mit Kesselanbietern und mittelgroßen Industriebetrieben (> 100 kW) an, die größere Mengen an Pellets abnehmen können. Gleichzeitig soll der Vertrieb von Industriepellets im Kraftwerksbereich forciert werden, womit insgesamt eine Ausweitung des Volumengeschäftes erreicht werden soll. In diesem Zusammenhang sollten sich Partnerschaften mit international tätigen Kraftwerksbetreibern als wichtiger Faktor zur Förderung der Absatzmengen und damit zusammengehörend zur Steigerung von Marktanteilen erweisen. Auch das Geschäft mit den Privatverbrauchern soll gefördert werden, mit dem Ziel, weitere Marktanteile zu gewinnen. Des Weiteren sollen potenzielle Kunden zum Umsteigen auf Pelletheizungen bewegt werden. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg hat die German Pellets-Gruppe vornehmlich durch den Erwerb von Vertriebsgesellschaften neue Kundengruppen und Regionen erschließen können.

### ***Sicherung des Rohstoffsourcings und der Absatzmärkte***

Die German Pellets GmbH hat bereits aktuell sowohl auf Einkaufs- als auch auf Verkaufsseite langfristige Verträge in nennenswertem Umfang abgeschlossen, wodurch eine hohe Sicherheit und Stabilität hinsichtlich der künftigen Geschäftsentwicklung gegeben ist. Gemäß dieser Strategie soll diese Vertragsbasis zukünftig weiter ausgebaut werden. Zudem wurde im Zuge der Internationalisierung die Rohstoffbasis verbreitert und damit eine höhere Sicherheit beim Rohstoffsourcing erreicht. Zudem soll am Standort Woodville (USA) ein eigenes Sägewerk errichtet werden, um neue Stufen in der Wertschöpfungskette zu erreichen und die Rohstoffversorgung darüber zusätzlich zu unterstützen und die Inputkosten weiter zu senken. Auch hinsichtlich der Rohstoffversorgung ist demnach eine Vertikalisierung vorgesehen.

### ***Optimierung der Produktionsstandorte und –kapazitäten***

Im Zuge einer geplanten Reduktion der Produktionskosten und damit einer Steigerung der Rentabilität ist es geplant, die Produktion schrittweise an Standorten mit niedrigen Kosten auszubauen und im Gegenzug an Standorten mit ungünstiger Kostenstruktur abzubauen. Darüber hinaus sollen die technischen Prozesse zur Effektivitätssteigerung verbessert und weiterentwickelt werden. Grundsätzlich strebt die German Pellets-Gruppe eine optimale Auslastung der bestehenden und zukünftig aufgebauten Produktionskapazitäten an.

## Organ der Gesellschaft

### ***Geschäftsführer Herr Peter H. Leibold***



Herr Peter H. Leibold ist als Unternehmensgründer alleiniger Geschäftsführer der German Pellets GmbH. Herr Leibold, Jahrgang 1956, schloss 1975 eine Lehre zum Industriekaufmann ab. Ab 1977 war er bei der Fuldaer Zeitung tätig, für die er 1978 die Anzeigenleitung eines Anzeigenblatts und später die Verlagsleitung übernahm. Im Jahre 1989 gründete er den Südthüringer Verlag als Joint-Venture. 1991 wechselte er zum Süddeutschen Verlag, bei dem er als Geschäftsführer für mehrere Tageszeitungen verantwortlich war.

Herr Leibold trat 1998 als einzelvertretungsberechtigter Geschäftsführer in die neu gegründete KNT Klausner Nordic Timber GmbH & Co. KG, einem Unternehmen der Sägeindustrie, ein. Dort verantwortete er u.a. den Bau und die Inbetriebnahme des größten europäischen Sägewerkes. Die KNT Klausner Nordic Timber GmbH & Co. KG erreichte im Jahr 2003 einen Umsatz in Höhe von ca. 160 Mio. €.

Ende des Jahres 2004 gründete Herr Leibold die German Pellets GmbH, deren Gesellschafter und Geschäftsführer er seitdem ist. Sein gegenwärtig bestehender Anstellungsvertrag mit der Emittentin hat eine Laufzeit von 10 Jahren, beginnend am 1. Januar 2006, mit zweimaliger automatischer Verlängerung um jeweils 5 weitere Jahre, sofern er nicht 6 Monate vor dem jeweiligen Ablauf von Seiten Herrn Leibolds oder der Emittentin gekündigt wird.

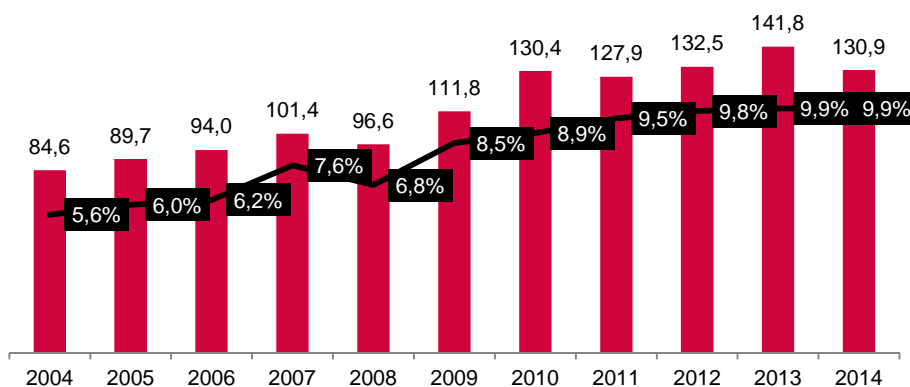
## MARKT UND MARKTUMFELD

### **Erneuerbare Energien für Wärme mit besonderer Förderung**

Für das Heizen wird in Deutschland ein großer Anteil des Gesamtenergieverbrauchs aufgewendet. Jedoch ist die Nutzung von erneuerbaren Energien im Wärmebereich im Vergleich zum Strombereich noch weniger entwickelt und mit einer Menge an Aufholpotenzial versehen. Dies ist auch politisch motiviert. So soll das Gesetz zur Förderung Erneuerbarer Energien im Wärmebereich (EEWärmeG) dazu beitragen, den Anteil der erneuerbaren Energien am Endenergieverbrauch für Wärme und Kälte bis 2020 auf 14 % zu erhöhen. Ende 2014 lag diese Quote noch bei 9,9 %.

Wenngleich in den vergangenen 10 Jahren bereits gute Fortschritte erzielt wurden, ist in den kommenden 5 Jahren noch eine maßgebliche Beschleunigung notwendig, um das angestrebte Ziel zu erreichen. Nicht umsonst wurde das sog. Marktanreizprogramm (MAP) zum 01.04.2015 verbessert, welches Haus- und Wohnungseigentümer, aber auch Unternehmen und Kommunen, motivieren soll, verstärkt auf Wärme aus erneuerbaren Energien zu setzen. Dafür werden im Rahmen des MAP 300 Mio. € Fördermittel pro Jahr bereitgestellt.

### **Entwicklung des Energieverbrauchs für Wärme aus erneuerbaren Energien (in GWh) und prozentualer Anteil am Gesamtenergieverbrauch Wärme (in %)**



Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie – Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien

### **Biogene Feststoffe bereits heute wichtigste erneuerbare Wärmequelle**

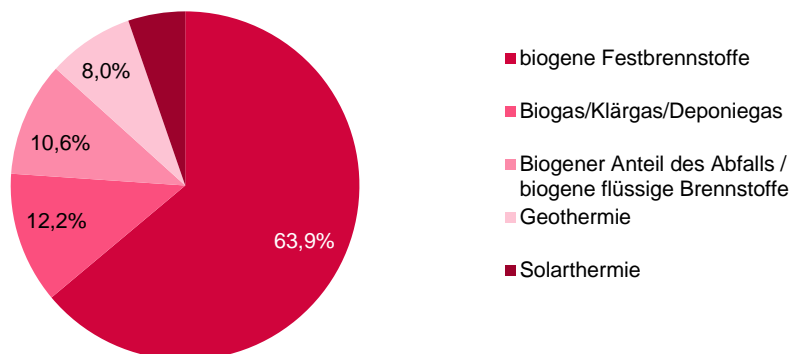
Im Bereich der erneuerbaren Energien für den Wärmebereich sind biogene Festbrennstoffe führend. Zu den biogenen Festbrennstoffen gehört insbesondere Holz, meist in Form von Scheitholz, Hackschnitzeln oder Holzpellets. Mit 63,9 % dominieren biogene Feststoffe den erneuerbaren Wärmebereich. Die Technologien der Solarthermie und Geothermie haben sich in den vergangenen Jahren nicht in der Form durchsetzen können, wie dies ursprünglich einmal vermutet wurde. Insbesondere die hohen Projektkosten und bestehende Projekt- und Umweltrisiken haben hier in den vergangenen Jahren Bremseffekte bewirkt. An Bedeutung gewinnen konnte in den letzten Jahren vor allem der Bereich Gas und dabei vor allem Biogas, welches inzwischen einen Anteil von 12,2 % ausmacht.

Die ungünstige Fördersituation für Biogasanlagen dürfte dabei jedoch verhindern, dass dieser Bereich noch weiter an Bedeutung gewinnt. Wir gehen daher davon aus, dass der Bereich biogene Festbrennstoffe in den kommenden 5 Jahren weiter an Bedeutung gewinnen wird.



Das MAP fördert insbesondere kleinere Anlagen für Privathaushalte und Unternehmen im Bereich der Pelletheizungen und Pelletkaminöfen, aber auch Solarthermiekollektoren und kleine Geothermieanlagen. Aber auch gewerbliche Großanlagen, etwa Biomasse-Heizkraftwerke, werden gefördert.

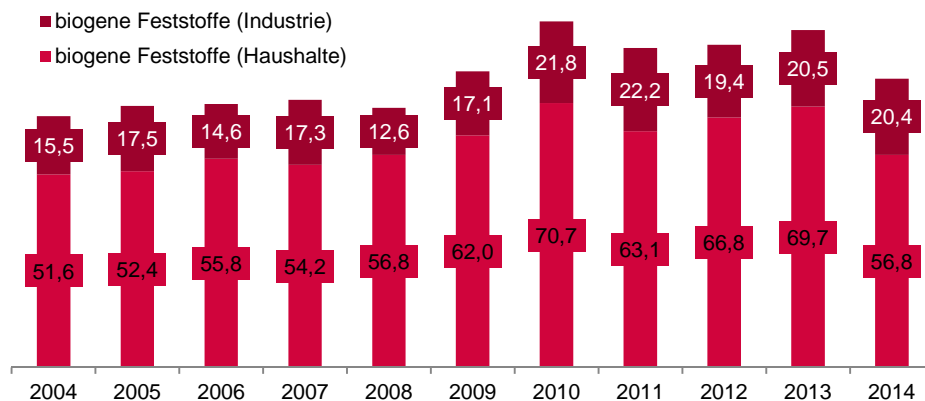
### Anteil am Wärmeverbrauch aus erneuerbaren Energien in Deutschland in 2014



Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie – Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien

Der Privatkundenbereich, also Haushalte, ist dabei derzeit die wichtigste Verbrauchergruppe von aus biogenen Feststoffen generierter Wärme. 43,4 % der aus erneuerbaren Energien gewonnenen Wärme wird dabei in Haushalten verbraucht. In den vergangenen 10 Jahren hat aber auch die Industrie immer weiter nachgelegt und machte 2014 bereits 15,6 % aus. Seit 2004 entspricht dies immerhin einer Steigerung um 31,6 %. Zur Erreichung der Zielgrößen der Bundesregierung spielen Unternehmen daher eine wichtige Rolle. Entsprechend dürfte auch der industrielle Bedarf an Pellets in den kommenden Jahren deutlich zulegen.

### Entwicklung des Energieverbrauchs aus biogenen Feststoffen (in GWh)



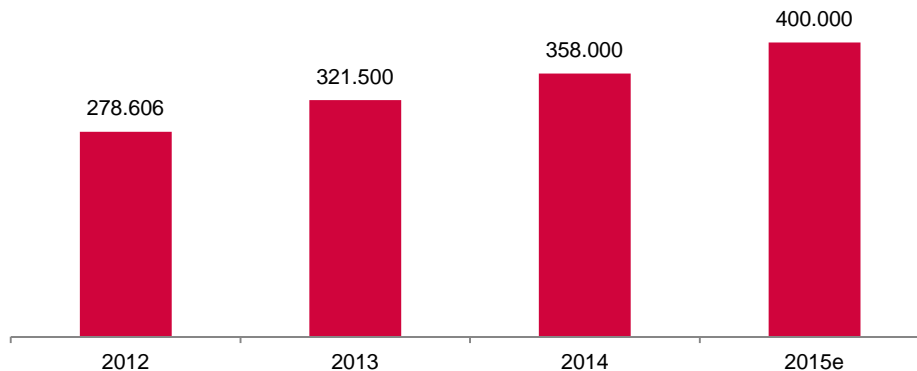
Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie – Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien

### Nutzung von Pellets zur Wärmeerzeugung seit Jahren auf dem Vormarsch

Aber auch die Privathaushalte werden, nicht zuletzt aufgrund des neuen, seit April 2015 in Kraft getretenen Förderprogramms, voraussichtlich weiter eine bedeutende Rolle spielen. Dass die Entwicklung des Wärmeverbrauchs aus erneuerbaren Energien unvermindert im Gange ist, zeigen bereits die Zahlen der installierten Pelletheizungen in Deutschland. Ende 2014 waren hierzulande 358.000 Pelletfeuerungen unterschiedlicher Größenordnungen und Ausgestaltung installiert.

Im laufenden Jahr soll die Zahl auf 400.000 Pelletbefeuernungen ansteigen, ein Zuwachs um weitere 11,7 %. Damit wird davon ausgegangen, dass die zweistelligen Zuwachsraten der Vorjahre auch im laufenden Jahr wiederholt werden.

#### Anzahl installierter Pelletbefeuernungen in Deutschland

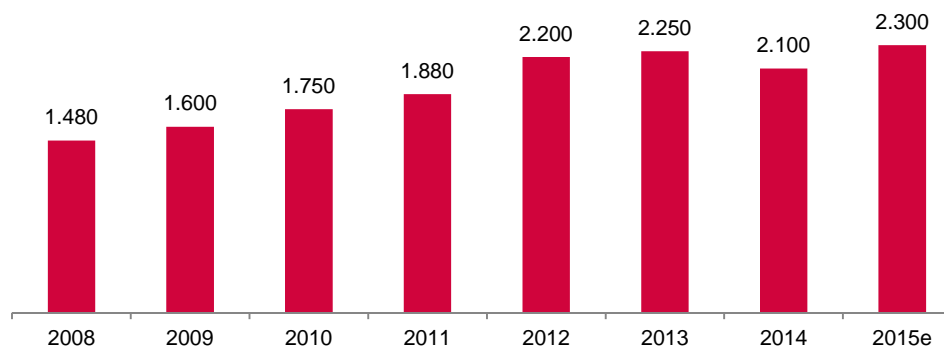


Quelle: Deutsches Pelletinstitut GmbH (DEPI)

Auch an der produzierten Menge an Pellets lässt sich ablesen, dass die Wärmegewinnung aus biogenen Feststoffen eine immer wichtigere Rolle einnimmt. In den Jahren 2008 bis 2014 wurde in Deutschland eine durchschnittliche jährliche Steigerung der produzierten Pelletmenge um 6 % registriert. Dieser Wert wurde trotz des vorübergehenden Rückgangs im Jahr 2014 erreicht. Der Rückgang resultiert insbesondere aus dem milden Winter, der die Nachfrage nach Pellets und damit die Pelletproduktion reduzierte.

Für das Jahr 2015 wird hingegen wieder davon ausgegangen, dass es zu einer merklichen Ausweitung der produzierten Mengen kommt. Erwartet wird ein Anstieg um 9,5 % auf 2,3 Mio. Tonnen Pellets. Damit sollte ein weiterer Rekordwert markiert werden können.

#### Pelletproduktion in Deutschland (in Tausend t)

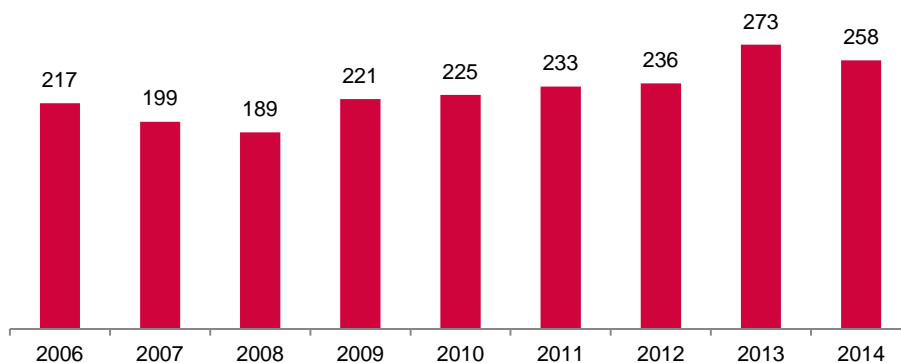


Quelle: Deutsches Pelletinstitut GmbH (DEPI)

#### Stabile und anhaltend niedrige Preisniveaus machen Pellets attraktiv

Überbestände bei den verwendbaren Holzinputstoffen führten in 2014 zu sinkenden Preisen für Pellets auf 258 € / Tonne im Jahresdurchschnitt. Insgesamt betrachtet, ist die Preisentwicklung für Pellets über die vergangenen Jahre hinweg sehr moderat ausgefallen. Die durchschnittliche jährliche Preissteigerung seit 2008 lag bei 2,2 %. Insofern ist das Heizen mit Pellets auf der Kostenseite sehr verlässlich. Hintergrund der stabilen Preise für Pellets in Deutschland ist vor allem der hohe Bestand an verwendbarem Holz. Hier gibt es ausreichende Kapazitäten.

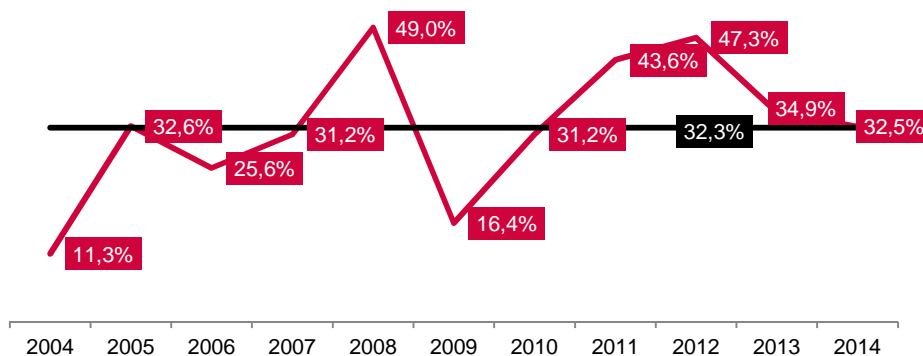
### Jahresdurchschnittspreise von Holzpellets in €/t



Quelle: Deutsches Pelletinstitut GmbH (DEPI)

Neben der hohen Preisstabilität über die vergangenen Jahre zeichnen sich Pellets vor allem auch hinsichtlich ihres relativen Preisniveaus gegenüber anderen Heizmitteln aus. In den vergangenen 10 Jahren waren Pellets in Deutschland im Jahresmittel stets deutlich günstiger als etwa Heizöl. Im Mittel der vergangenen 10 Jahre betrug der Vorteil 32,3 %.

### Preisvorteil von Pellets gegenüber Heizöl im Jahresmittel



Quelle: Deutsches Pelletinstitut GmbH (DEPI), Brennstoffspiegel

Aber auch gegenüber Erdgas haben Pellets ähnliche Preisabschläge über die vergangenen 10 Jahre hinweg gezeigt. Zuletzt, im April 2015, lag der Pelletpreis bei 4,89 Cent je kWh, gegenüber 6,31 Cent/kWh für Heizöl und 6,72 Cent/kWh für Gas.

Insgesamt betrachtet, sprechen viele Faktoren für die Nutzung von Pellets bzw. Pelletheizungen. Durch das nun aufgestockte Marktanzreizprogramm sollte die Verbreitung nochmals beschleunigt werden. Vor allem auch im industriellen Bereich ist in den kommenden Jahren noch deutliches Wachstumspotenzial vorhanden.

Die derzeit betriebene Verstärkung des Endkundengeschäfts durch die German Pellets sehen wir vor diesem Hintergrund als strategisch richtig an. Die Marktgegebenheiten sprechen dafür, dass das Unternehmen auch in den kommenden Jahren die bestehenden Produktionskapazitäten gut auslasten und die Umsatzerlöse steigern kann.

### Pellets auch international auf Wachstumskurs

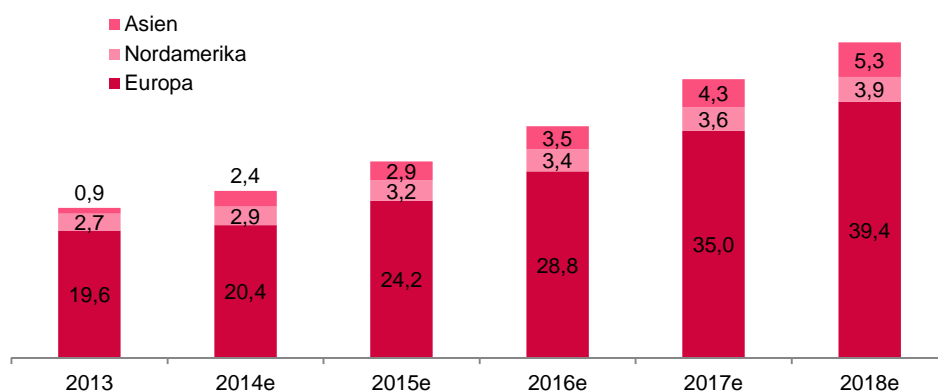
Auch international gesehen, ist der Pelletmarkt auf Wachstumskurs. Dabei wird auch in Zukunft der europäische Markt eine wesentliche Rolle spielen. Derzeit stellt Italien den größten Markt für Pellets für den Wärmebereich dar, dicht gefolgt von Deutschland.

Größter Markt insgesamt in Europa ist jedoch Großbritannien, wo die industrielle Nutzung von Pellets den Großteil des Marktes ausmacht.

Verglichen mit dem heutigen Stand sollte sich auch die USA in den kommenden Jahren merklich nach vorn bewegen. Die Experten von Hawkins Wright gehen davon aus, dass sich der nordamerikanische Markt ausgehend vom Niveau in 2013 bis 2018 auf 3,9 Mio. € Tonnen pro Jahr um 44 % nach oben bewegt. Das größte Aufholpotenzial wird jedoch in Asien gesehen, wo derzeit die Nutzung von Pellets im Vergleich zu Europa noch eine geringere Rolle spielt. Bis 2018 soll der Pelletverbrauch in Fernost auf 5,3 Mio. Tonnen ansteigen. Der asiatische Markt ist damit für die kommenden Jahre einer der wichtigsten Märkte weltweit.

Insgesamt wird erwartet, dass der globale Pelletverbrauch von 23,1 Mio. Tonnen in 2013 auf einen Wert von 48,6 Mio. Tonnen im Jahr 2018 ansteigt. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate in Höhe von rund 16 %.

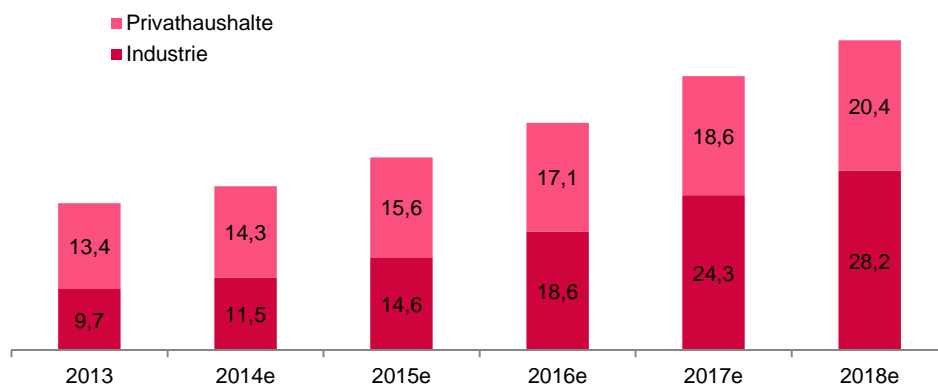
### Prognose des weltweiten Pelletverbrauchs nach Regionen (in Mio. Tonnen)



Quelle: Hawkins Wright, „The Outlook for Wood Pellets“ Number 2 – Fourth Quarter 2014

Der maßgebliche Treiber für das globale Wachstum der Pelletnutzung ist dabei im industriellen Bereich zu sehen. Insbesondere für den europäischen Markt wird davon ausgegangen, dass es in den kommenden 5 Jahren zu einer Verdopplung der Mengen kommt. Aber auch der Wärmebereich sollte weiter zulegen, ebenfalls hauptsächlich getrieben durch den europäischen Markt. Italien und Deutschland werden dabei von Hawkins Wright auch im Wärmebereich als die wachstumstreibenden Märkte gesehen.

### Prognose des weltweiten Pelletverbrauchs nach Nutzung (in Mio. Tonnen)



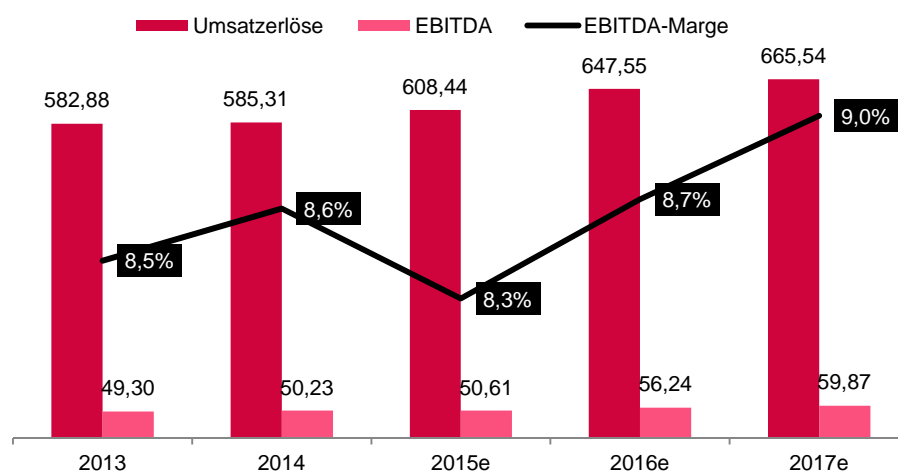
Quelle: Hawkins Wright, „The Outlook for Wood Pellets“ Number 2 – Fourth Quarter 2014

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e		GJ 2017e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>556,91</b>	<b>95,5%</b>	<b>593,01</b>	<b>101,3%</b>	<b>608,44</b>	<b>100,0%</b>	<b>647,55</b>	<b>100,0%</b>	<b>665,54</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	25,92	4,4%	-7,71	-1,3%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
aktivierte Eigenleistungen	0,05	0,0%	0,01	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>582,88</b>	<b>100,0%</b>	<b>585,31</b>	<b>100,0%</b>	<b>608,44</b>	<b>100,0%</b>	<b>647,55</b>	<b>100,0%</b>	<b>665,54</b>	<b>100,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13,69	2,3%	12,53	2,1%	5,00	0,8%	5,00	0,8%	5,00	0,8%
Materialaufwand	-443,94	-76,2%	-443,86	-75,8%	-447,20	-73,5%	-474,33	-73,3%	-485,84	-73,0%
Personalaufwand	-22,18	-3,8%	-25,73	-4,4%	-30,45	-5,0%	-32,94	-5,1%	-36,98	-5,6%
Abschreibungen	-20,11	-3,5%	-17,81	-3,0%	-17,50	-2,9%	-17,00	-2,6%	-16,50	-2,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-81,15	-13,9%	-77,61	-13,3%	-85,18	-14,0%	-89,04	-13,8%	-87,85	-13,2%
<b>EBIT</b>	<b>29,19</b>	<b>5,0%</b>	<b>32,83</b>	<b>5,6%</b>	<b>33,11</b>	<b>5,4%</b>	<b>39,24</b>	<b>6,1%</b>	<b>43,37</b>	<b>6,5%</b>
Beteiligungserträge	0,07	0,0%	0,08	0,0%	0,10	0,0%	0,12	0,0%	0,15	0,0%
Erträge aus assoziierten Unternehmen	0,01	0,0%	-0,13	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	2,38	0,4%	7,20	1,2%	9,60	1,6%	12,00	1,9%	13,50	2,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-2,27	-0,4%	-0,40	-0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinsaufwendungen	-19,41	-3,3%	-21,74	-3,7%	-19,85	-3,3%	-19,13	-3,0%	-20,13	-3,0%
<b>EBT</b>	<b>9,98</b>	<b>1,7%</b>	<b>17,84</b>	<b>3,0%</b>	<b>22,95</b>	<b>3,8%</b>	<b>32,23</b>	<b>5,0%</b>	<b>36,89</b>	<b>5,5%</b>
Ertragssteuern	-3,31	-0,6%	-6,87	-1,2%	-7,12	-1,2%	-9,99	-1,5%	-11,44	-1,7%
sonstige Steuern	-0,36	-0,1%	-0,64	-0,1%	-0,75	-0,1%	-0,75	-0,1%	-0,75	-0,1%
Vergütung für Genussrechtskapital	-1,81	-0,3%	-2,46	-0,4%	-5,17	-0,9%	-7,57	-1,2%	-7,57	-1,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,50</b>	<b>0,8%</b>	<b>7,88</b>	<b>1,3%</b>	<b>9,91</b>	<b>1,6%</b>	<b>13,92</b>	<b>2,1%</b>	<b>17,13</b>	<b>2,6%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>49,30</b>		<b>50,23</b>		<b>50,61</b>		<b>56,24</b>		<b>59,87</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>8,5 %</i>		<i>8,6 %</i>		<i>8,3 %</i>		<i>8,7 %</i>		<i>9,0 %</i>	
<b>EBIT</b>	<b>29,19</b>		<b>32,83</b>		<b>33,11</b>		<b>39,24</b>		<b>43,37</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>5,0 %</i>		<i>5,6 %</i>		<i>5,4 %</i>		<i>6,1 %</i>		<i>6,5 %</i>	

### Entwicklung von Umsatzerlösen, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: German Pellets, GBC

## Historische Geschäftsentwicklung

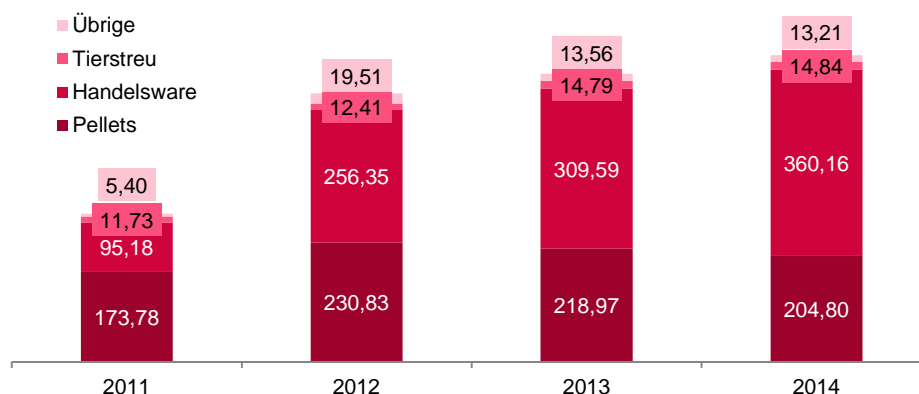
GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	286,09	519,10	556,91	+6,5 %	593,01
EBITDA (Marge)	29,63 (10,1 %)	39,56 (7,5 %)	49,30 (8,5 %)	+2,7 %	50,23 (8,6 %)
EBIT (Marge)	15,41 (5,3 %)	23,43 (4,5 %)	29,19 (5,0 %)	+12,5 %	32,83 (5,6 %)
JÜ vor Vergütung für Genussrechtskapital	2,50	5,38	6,31	+63,9 %	10,34
JÜ nach Vergütung für Genussrechtskapital	1,76	4,43	4,50	+75,2 %	7,88

Quelle: German Pellets, GBC

## Umsatzentwicklung

Die German Pellets GmbH wies in den vergangenen Jahren ein sehr hohes Wachstumstempo auf. In den Jahren 2011 bis 2014 verdoppelte das Unternehmen die Umsatzerlöse auf 593,01 Mio. €. Dabei waren sowohl organische als auch anorganische Umsatzeffekte enthalten. Vor allem im GJ 2012 machte die Umsatzentwicklung einen bedeutenden Sprung. Hierbei machte sich die strategische Leitlinie bemerkbar, das Endkundengeschäft zu verstärken. In diesem Zusammenhang übernahm die German Pellets-Gruppe in 2011 die FireStixx-Gruppe, im Jahr 2012 die Glechner-Gruppe (17,65 Mio. € Umsatz in 2012) sowie die Woodox Management GmbH (21,42 Mio. € Umsatz in 2012) und erweiterte damit das bestehende Markenportfolio. Das Markenportfolio wurde damit auf die Kernmarken „German Pellets“, „FireStixx“, „Hot´ts“ und „Woodox“ ausgebaut.

## Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: German Pellets, GBC

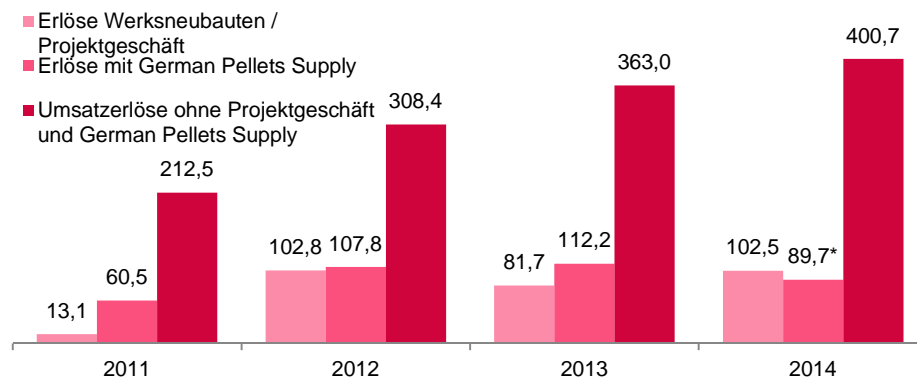
Zudem machte sich im GJ 2012 der Bau des Pelletwerkes in Woodville, Texas (USA), bemerkbar. Hierbei errichtete die German Pellets-Gruppe im Auftrag einer dritten Gesellschaft ein Pelletwerk, welches German Pellets seit Fertigstellung selbst betreibt. Als Auftraggeber rechnet das Unternehmen dabei die Auftragssumme für den Werksbau nach Baufortschritt ab. Im GJ 2012 waren dies 102,81 Mio. €, was sich entsprechend umsatz erhöhend für das Segment Handelsware auswirkte.

Die Verbuchung der Umsatzerlöse für die Werkerrichtungen in den USA fiel auch in den Jahren 2013 (81,70 Mio. €) und 2014 (102,54 Mio. €) an. Nachdem das Werk in Woodville, Texas, finalisiert wurde und 2013 in Betrieb ging, wurde der Bau eines weiteren Werks in Urania, Louisiana (USA), begonnen. Das zweite Werk wurde mit dem ersten Bauabschnitt Anfang 2015 in Betrieb genommen und wird ebenfalls von der German Pellets GmbH betrieben.

In den Umsatzerlösen enthalten sind auch Umsatzerlöse mit der nicht zum Konsolidierungskreis der German Pellets GmbH stehenden German Pellets Supply GmbH & Co. KG. Die German Pellets Supply übernimmt für den German Pellets-Konzern Rohstoffbeschaffungsfunktionen in ganz Europa und bündelt Einkaufsprozesse und Lagerhaltung. Dadurch werden günstigere Einkaufskonditionen erzielt und die Rohstoffversorgung aller Werke sichergestellt. Im GJ 2013 betragen die Umsatzerlöse mit der German Pellets Supply GmbH & Co. KG, die auch Umsatzerlöse mit Dritten erzielt, 112,20 Mio. €. Für 2014 gehen wir von einer rund 20 % niedrigeren Zahl aus.

Auch bereinigt um die Umsatzerlöse aus dem Projektgeschäft und mit der German Pellets Supply GmbH & Co. KG war eine klare Steigerung der Umsatzerlöse über die vergangenen Jahre zu beobachten. In 2014 wurden, bereinigt um die Umsatzerlöse aus dem Projektgeschäft, 400,72 Mio. € Umsatz erzielt, 10,4 % mehr als im Vorjahr. Zu bemerken ist auch, dass im GJ 2014 aus der Veräußerung von im Werk in Woodville hergestellten Pellets, also aus dem Kerngeschäft heraus, bereits 30,52 Mio. € Umsatzerlöse erwirtschaftet wurden. Der Umsatzanstieg auf Konzernebene in 2014 ist im Umkehrschluss zu sehr großen Teilen auf das angelaufene US-Geschäft zurückzuführen.

#### Entwicklung der Projektumsätze und der bereinigten Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: German Pellets, GBC; \*2014 Schätzung GBC

Auch in 2014 wurde das Geschäft u.a. mit der Übernahme der HEIZWERT GmbH (5,66 Mio. € Umsatz in 2014) anorganisch erweitert. Mit der Übernahme Anfang 2014 wurde das Endkunden-Direktgeschäft in Österreich ausgebaut und damit der eingeschlagene strategische Weg konsequent fortgeführt. Aber auch weitere kleinere Vertriebsseinheiten wurden übernommen, die Servicekapazitäten ausgebaut und das Endkundenmarketing intensiviert.

Der leichte Umsatzrückgang im Segment Pellets im GJ 2014 ist insbesondere auf einen Preiseffekt zurückzuführen gewesen. Durch den warmen Winter in 2014 war die Nachfrage nach Pellets rückläufig und verursachte gegenüber dem Vorjahr ein durchschnittlich um 5,5 % reduziertes Preisniveau, was sich auch bei German Pellets niederschlug. Auch die hohen Vorratsbestände an Holz in Deutschland waren für den Preisrückgang ursächlich.

Insgesamt betrachtet, schätzen wir die Umsatzentwicklung der German Pellets GmbH in den vergangenen Jahren als zufriedenstellend ein. Insbesondere die strategische Fokussierung auf das Endkunden-Direktgeschäft sollte dazu beitragen, dass das Unternehmen von der zunehmenden Marktdurchdringung von Pelletheizungen profitiert, was derzeit politisch nochmals forciert wird. Aber auch auf verschiedenen Auslandsmärkten in Europa sowie auch in den USA hat sich das Unternehmen gut positioniert und sollte daraus in den kommenden Jahren weitere Wachstumsimpulse generieren können.

## **Ergebnisentwicklung**

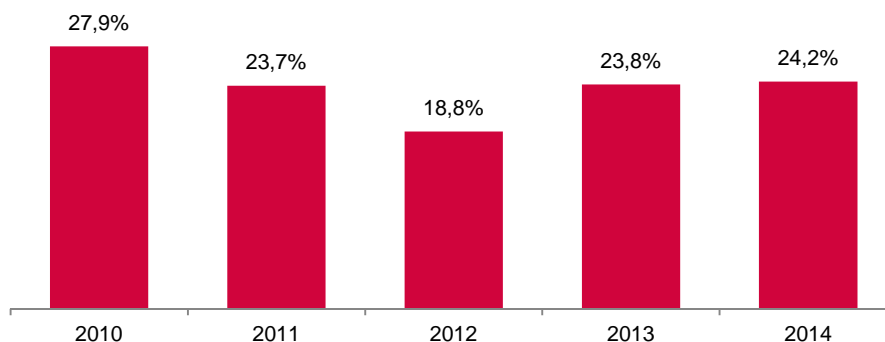
Kongruent zur Umsatzentwicklung konnte die German Pellets GmbH in den vergangenen Jahren auch kontinuierliche Ergebnisverbesserungen aufweisen. Im GJ 2014 lag das EBITDA des Unternehmens mit 50,23 Mio. € mehr als 100 % über dem Wert der noch in 2010 erzielt wurde.

In den vergangenen zwei Geschäftsjahren war dabei vor allem auch die Verbesserung der Rohermargen ein wichtiger Faktor. Nachdem diese im Zuge der starken Umsatzexpansion in 2012 zunächst rückläufig war, war seither eine stetige Verbesserung zu beobachten. Zuletzt war vor allem der Produktionsstart in den USA ein ausschlaggebender Grund. Da die Rohstoff- und Energiekosten in den USA niedriger sind als in Europa, wirkte sich die Inbetriebnahme des Werks in Woodville positiv aus. Grund für die niedrigeren Rohstoffpreise in den USA sind insbesondere Angebotsüberhänge auf dem Markt für Restholz. Aber auch in Europa machten sich niedrigere Energiekosten bemerkbar. In 2014 konnten die Energiekosten der europäischen Werke aufgrund von neuen Verträgen und Energieeffizienzmaßnahmen um 14 % gesenkt werden.

In den kommenden Perioden gehen wir von weiteren leichten Verbesserungen der Rohermarge aus. Insbesondere die Inbetriebnahme des zweiten Werkes in Louisiana Anfang 2015 sollte hierbei begünstigend wirken und die Rohermarge in Richtung der 30 %-Marke bringen.

Darüber hinaus gehen wir nicht davon aus, dass die Umsatzerlöse aus dem Projektgeschäft sowie aus dem Handelsgeschäft mit der German Pellets Supply wesentliche Beiträge zum Rohertrag geleistet haben. Diese Umsatzerlöse sollten also einen ergebnisneutralen Charakter haben.

### **Entwicklung der Rohermarge (in %)**

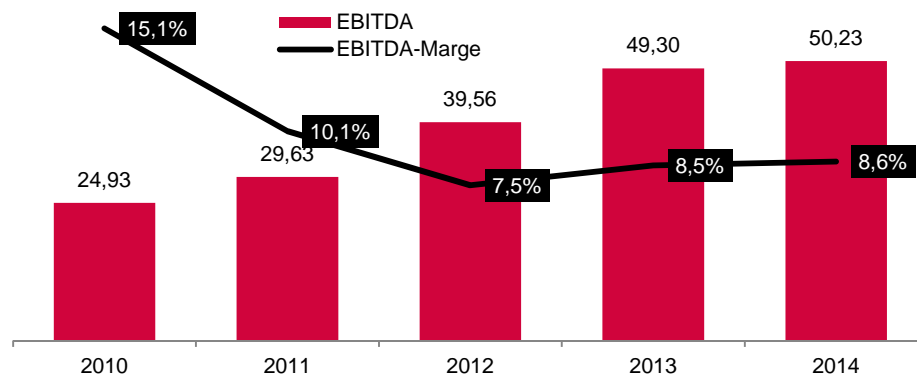


Quelle: German Pellets, GBC

Die verbesserte Rohermarge wirkte sich zudem nicht nur auf die absoluten Ergebnisniveaus aus, sondern auch auf die Margensituation. Hier konnte in den vergangenen zwei Geschäftsjahren auf EBITDA-Ebene ebenfalls eine stetige Verbesserung herbeigeführt werden, sodass im GJ 2014 eine EBITDA-Marge von 8,6 % zu Buche stand.



### Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



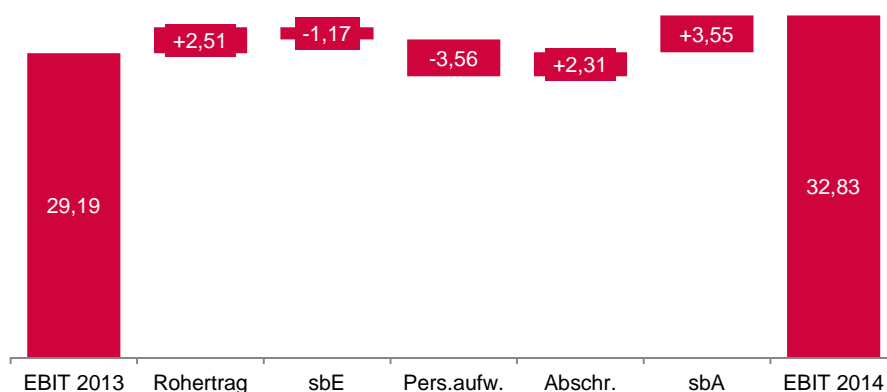
Quelle: German Pellets, GBC

Vor allem im GJ 2014 zeigten sich nahezu durchgehend sinkende operative Kosten, was entsprechend zur weiteren absoluten und relativen Ergebnisverbesserung beitrug. Die sinkenden Preise für Pellets schlugen sich auch auf der Materialeinsatzseite nieder, sodass die Materialaufwendungen trotz der um 6,5 % erhöhten Umsatzerlöse fast exakt auf Vorjahresniveau lagen.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnte sogar eine deutliche Reduktion um 4,4 % erreicht werden. Hierbei machte sich vor allem der Wegfall eines einmaligen Sonderaufwands in 2013 bemerkbar. Im GJ 2013 wurden im Rahmen des US-Projektgeschäfts einmalige Kompensationsaufwendungen in Höhe von 12,83 Mio. € geleistet, welche in 2014 nicht erneut anfielen.

Auch die Abschreibungen lagen in 2014 um 11,5 % bzw. 2,31 Mio. € niedriger als im Vorjahr. Für den Rückgang waren im Vorjahr angefallene Wertberichtigungen auf Forderungen gegen Beteiligungsunternehmen in Höhe von 3,71 Mio. € verantwortlich. Dagegen liefen in 2014 erhöhte reguläre Abschreibungen auf Firmenwerte durch die Übernahme der HEIZWERT GmbH auf.

### Entwicklung des EBIT von 2013 auf 2014 (in Mio. €)



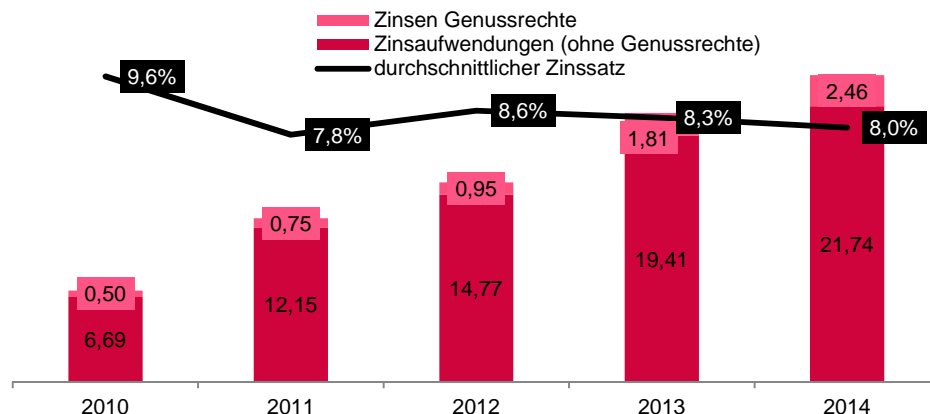
Quelle: German Pellets, GBC

Auf der Nettoebene konnte eine merkliche Steigerung des Ergebnisses von 4,50 Mio. € in 2013 auf 7,88 Mio. € in 2014 erreicht werden. Hierfür verantwortlich war insbesondere ein deutlich verbessertes Finanzergebnis gegenüber 2013. Während die Zinsaufwendungen im Rahmen des ausgeweiteten Finanzierungsvolumens erneut leicht zulegten, stiegen aber auch die Zinserträge deutlich von 2,38 Mio. € auf 7,20 Mio. € an. Hierbei sollten sich die ausgereichten Kredite für die Errichtung der Werke in den USA positiv niederschlagen. Insgesamt konnte das Finanzergebnis (Finanzaufwendungen und Fi-

nanzerträge saldiert) in 2014 damit sogar von -19,21 Mio. € im Vorjahr auf -14,99 Mio. € verbessert werden.

Die Vergütung für das Genussrechtskapital ist darüber hinaus nicht im Finanzergebnis enthalten. Hier gab es einen Anstieg von 1,81 Mio. € auf 2,46 Mio. €. Dies mindert den Jahresüberschuss entsprechend.

#### Entwicklung der Zinsaufwendungen (in Mio. €)

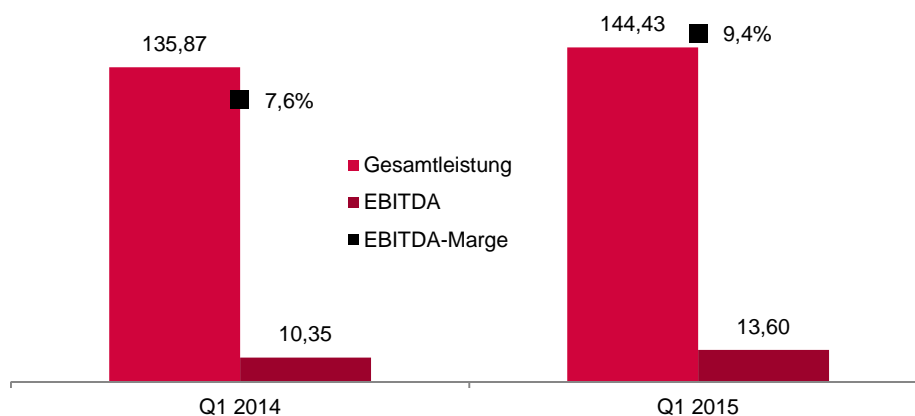


Quelle: German Pellets, GBC; die Berechnung des durchschnittlichen Zinssatzes basiert auf der Division der Zinsaufwendungen zzgl. der Genussrechtzahlungen mit den zinstragenden Verbindlichkeiten zzgl. den Genussrechten.

#### Geschäftsentwicklung im Q1 2015

Auch im Q1 2015 setzte die German-Pellets-Gruppe ihre erfolgreiche Entwicklung fort. Aufgrund des kühleren Winters als im Vorjahr wurden die Absatzmengen in den ersten drei Monaten 2015 gesteigert. Aber auch die Investitionen in den Ausbau des Endkunden-Direktvertriebes machten sich bereits bemerkbar. So konnte die Gesamtleistung im Q1 2015 um 6,3 % auf 144,43 Mio. € gesteigert werden. Damit lag die Gesamtleistung klar im Plan, um das Gesamtjahresziel von 600 Mio. € zu erreichen.

#### Entwicklung der Gesamtleistung und des EBITDA im Q1 2015



Quelle: German Pellets, GBC

Im Zuge der guten Umsatzentwicklung im Q1 2015 war auch die Ergebnisentwicklung positiv. Das EBITDA legte sogar klar überproportional zur Gesamtleistung um 31,5 % auf 13,60 Mio. € zu. Die EBITDA-Marge stieg auf 9,4 % und lag damit klar über der avisierten Größenordnung von 8,3 % auf Gesamtjahresbasis. Insofern war auch die Ergebnisentwicklung im Q1 2015 sehr zufriedenstellend und gibt eine gute Indikation auf eine erfolgreiche Entwicklung für das gesamte GJ 2015.

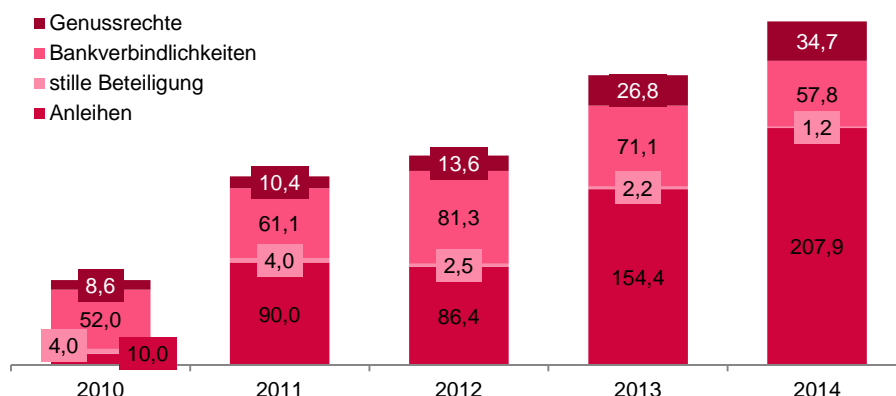
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital*	37,93	56,25	73,23
EK-Quote (in %)*	11,8 %	12,7 %	14,8 %
Finanzverbindlichkeiten**	170,25	227,71	266,96
Liquide Mittel	22,05	36,25	38,33
Nettoverschuldung	148,19	191,46	228,64
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	151,03	148,70	133,05
Net Working Capital	24,48	44,34	53,88

Quelle: German Pellets, GBC; \*inkl. Genussrechtskapital, \*\*ohne Genussrechtskapital

Das bilanzielle Bild der German Pellets GmbH ist geprägt durch die Wachstumsoffensive der vergangenen Jahre. Das Wachstum wurde dabei zu großen Teilen über Fremdkapitalfinanzierung vorangetrieben, insbesondere durch die Emission von Anleihen. Zum 31.12.2014 hatte die German Pellets GmbH 3 Anleihen in einem Gesamtvolumen von 207,94 Mio. € ausstehen. Alle Anleihen sind zu 7,25 % verzinst. Zudem bestanden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 57,82 Mio. €. Nicht zuletzt emittierte das Unternehmen bereits in der Vergangenheit Genussrechtskapital mit einer Verzinsung von 8,0 %. Zum 31.12.2014 waren Anteile im Gegenwert von 34,68 Mio. € ausstehend. Insgesamt beliefen sich die zinstragenden Verbindlichkeiten auf 301,65 Mio. € inklusive der Genussrechtsanteile.

### Entwicklung der zinstragenden Verbindlichkeiten (in Mio. €)



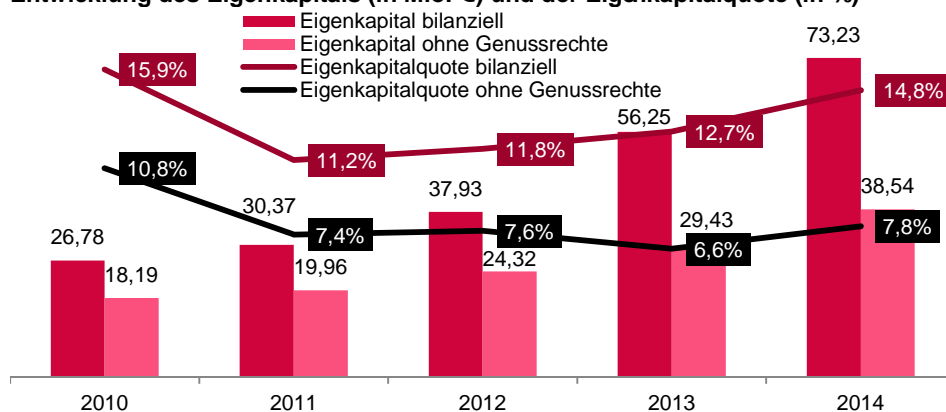
Quelle: German Pellets, GBC

Die Genussrechte werden bilanziell als Eigenkapital behandelt. Berücksichtigt man das Genussrechtskapital als nicht zinstragende Verbindlichkeit, belaufen sich diese auf nur 266,96 Mio. €.

Entsprechend differenziert ist auch die Eigenkapitalsituation der German Pellets GmbH zu betrachten. Das bilanzielle ausgewiesene Eigenkapital zum 31.12.2014 betrug 73,23 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 14,8 % entspricht. Rechnet man das Genussrechtskapital heraus, so beträgt die reine Eigenkapitaldecke 38,54 Mio. € bzw. die Kern-Eigenkapitalquote 7,8 %.

Ungeachtet der Genussrechte konnte die Eigenkapitaldecke über die vergangenen Jahre aber immer weiter gestärkt werden. Ursächlich dafür war insbesondere die gute Gewinnsituation. Gleichzeitig wurden in den vergangenen Jahren keine Gewinnausschüttungen vorgenommen. Sollte der Genusschein in Höhe von 60 Mio. € voll platziert werden, würde sich die bilanzielle Eigenkapitalquote auf rund 26 % verbessern.

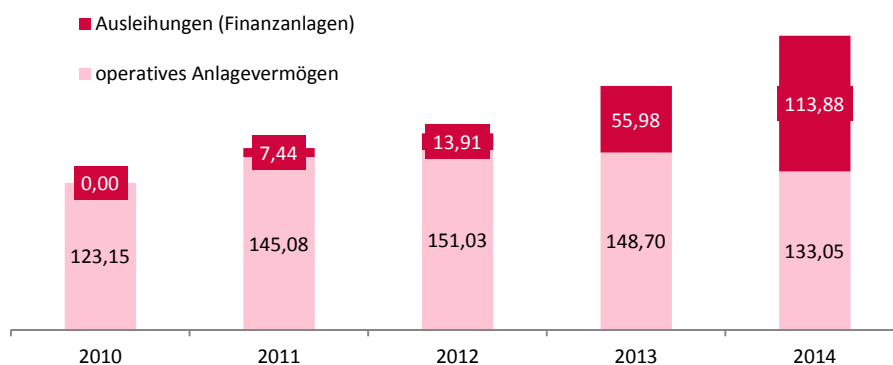
### Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: German Pellets, GBC

Die bilanzielle Situation wesentlich geprägt hat auch die Expansion des Geschäfts in die USA. Hierbei wurden zwei Produktionswerke in Texas und Louisiana errichtet, welche nicht im Eigentum der German Pellets GmbH stehen, sondern von dieser betrieben werden. Im Rahmen der Bauaktivitäten wurden Kredite an die Eigentümer der Werksbesitzgesellschaften ausgereicht, um den Bau zu finanzieren. Diese Darlehen werden entsprechend verzinst, was sich in 2014 bereits positiv in den Zinserträgen niederschlug. Zu erwähnen ist dabei, dass die Eigentümergesellschaften der US-Werke keine zum Konsolidierungskreis der German Pellets GmbH zuzurechnenden Unternehmen sind. Insofern sind die US-Werke als außerbilanzielle Zweckgesellschaften zu sehen. Zum 31.12.2014 beliefen sich die genannten Ausleihungen insgesamt auf 113,88 Mio. €.

### Entwicklung des operativen Anlagevermögens (inkl. Goodwill) sowie der Finanzanlagen (in Mio. €)



Quelle: German Pellets, GBC

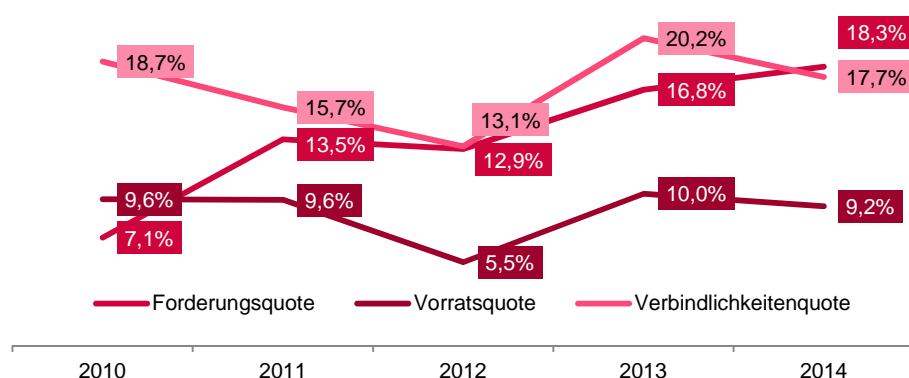
Das Anlagevermögen der German Pellets GmbH war in den vergangenen drei Jahren leicht rückläufig. Die Investitionen lagen dabei zwischen 2011 und 2014 jeweils unter den Abschreibungen und sollten damit überwiegend Erhaltungsinvestitionen darstellen. Zudem findet eine reguläre jährliche Abschreibung auf die Firmenwerte in Höhe von zuletzt 3,62 Mio. € statt.

Die Entwicklung des Net Working Capitals zeichnete sich in den vergangenen Jahren vergleichsweise stabil ab. Insbesondere bei der Vorratsquote war eine hohe Stabilität erkennbar. Dies ist unter anderem auf die ausgelagerte Lagerhaltung von Rohstoffen an die German Pellets Supply GmbH & Co. KG zurückzuführen. Die German Pellets Supply GmbH & Co. KG gehört nicht zum Konsolidierungskreis der German Pellets GmbH, sondern es besteht ein Rahmenvertrag, nach welchem der An- und Verkauf von Roh-

stoffen und Pellets geregelt ist. Die Lagerhaltung der German Pellets GmbH findet demnach zu großen Teilen außerbilanziell statt.

Die Quote der Forderungen aus Lieferungen & Leistungen zu den Umsatzerlösen ist dagegen über die vergangenen Jahre ansteigend verlaufen. Zuletzt lag diese bei 18,3 %. Hintergrund der steigenden Forderungen aus Lieferungen & Leistungen sind die Pelletwerke in den USA. Hier fungiert die German Pellets GmbH als Generalunternehmer für den Bau und verbucht entsprechende Umsatzerlöse. Noch nicht gezahlte Teilleistungen werden entsprechend als Forderungen ausgewiesen. Insofern sollte sich die Forderungsquote nach Finalisierung der Pelletwerke wieder deutlich reduzieren. Es kann insofern davon ausgegangen werden, dass es sich hier um einen temporären Effekt handelt.

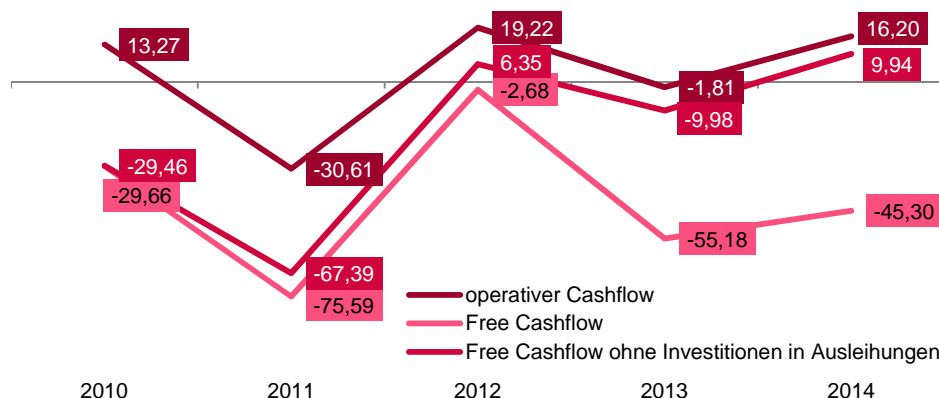
#### Entwicklung der Working Capital-Quoten (in %)



Quelle: German Pellets, GBC

Trotz der derzeit steigenden Forderungen aus Lieferungen & Leistungen konnte die German Pellets GmbH im GJ 2014 einen positiven operativen Cashflow nach Zinsen und Steuern ausweisen. Der um getätigte Ausleihungen bereinigte Free Cashflow war mit 9,94 Mio. € ebenfalls klar positiv. Der unbereinigte Free Cashflow ist geprägt durch die Investitionen in das Finanzanlagevermögen, namentlich die Ausleihung zum Bau des US-Werkes in Louisiana, in Höhe von 55,24 Mio. €. Ungeachtet dieser noch laufenden Investitionsphase wird damit deutlich, dass die German Pellets GmbH im Kerngeschäft bereits heute positive Free Cashflows erwirtschaftet.

#### Entwicklung der Cashflows (in Mio. €)



Quelle: German Pellets, GBC

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Globale Positionierung und Weltmarktführer im Pellethandel</li> <li>• Hohe vertragliche Absicherung für Abnahmevolumina und Inputstoffe zur Pelletproduktion</li> <li>• Die hohe Preisstabilität von Pellets sorgt für eine gute Planungsgrundlage und stabile Umsatzerlöse</li> <li>• Breit diversifizierte Kundenstruktur</li> <li>• Breit diversifizierte Lieferantenstruktur mit rund 250 Lieferanten</li> <li>• Gute Positionierung des Markenportfolios</li> <li>• Niedriger Ersatzinvestitionsbedarf für bestehende Anlagen erlaubt hohe Free Cashflows</li> <li>• Breites Logistiknetzwerk sichert schnelle und zuverlässige Versorgung aller Werke und Kunden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vergleichsweise hohe Verschuldung und niedrige Eigenkapitalquote</li> <li>• Die Off-Balance-Strukturen machen einen hohen Anteil an Ausleihungen erforderlich</li> <li>• Forderungsquote derzeit durch Werksbau in den USA recht hoch</li> <li>• Hohe personelle Abhängigkeit von Alleingeschäftsführer und Hauptgesellschafter Herr Peter Leibold</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das Vorantreiben der vertikalen Integration, insbesondere im Endkunden-Direktgeschäft, könnte die Stabilität des Geschäftsmodells noch weiter erhöhen</li> <li>• Durch das staatliche Marktanreizprogramm (MAP) sollte die Verbreitung von Pelletheizungen in Deutschland nochmals ausgeweitet werden und damit das Umsatzpotenzial erhöht werden</li> <li>• Hohe Überkapazitäten bei Resthölzern begünstigen niedrige Rohstoffkosten</li> <li>• Der steigende Umsatzanteil in den USA begünstigt aufgrund niedrigerer Rohstoff- und Energiekosten steigende Rohertragsmargen</li> <li>• Neue Abnahmevereinbarungen mit weiteren Energieversorgern könnten die Absatzseite nochmals stabilisieren</li> <li>• Der verstärkte Einsatz von Pellets im industriellen Bereich sollte das Wachstumspotenzial nochmals erhöhen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Andere alternative Energiequellen könnten gegenüber Pellets in Zukunft bevorzugt werden</li> <li>• Aufgrund von Knappheit bei Inputstoffen könnte die Produktion nicht ausreichen, um die Nachfrage zu bedienen bzw. die vertraglich festgelegten Mengen zu liefern</li> <li>• Der Eintritt in weitere Auslandsmärkte könnte nicht die gewünschten Erfolge verzeichnen</li> <li>• Sinkende Öl- oder Gaspreise könnten die Nachfrage nach Pellets sinken lassen und damit die Umsatzentwicklung beeinträchtigen</li> <li>• Die Notwendigkeit größerer Reparaturen der Produktionsanlagen würde aufgrund deren Kapitalintensität einen hohen Mitteleinsatz bedürfen</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	593,01	608,44	647,55	665,54
EBITDA (Marge)	50,23 (8,6%)	50,61 (8,3%)	56,24 (8,7%)	59,87 (9,0%)
EBIT (Marge)	32,83 (5,6%)	33,11 (5,4%)	39,24 (6,1%)	43,37 (6,5%)
JÜ vor Vergütung für Genussrechtskapital	10,34	15,08	21,49	24,70
JÜ nach Vergütung für Genussrechtskapital	7,88	9,91	13,92	17,13

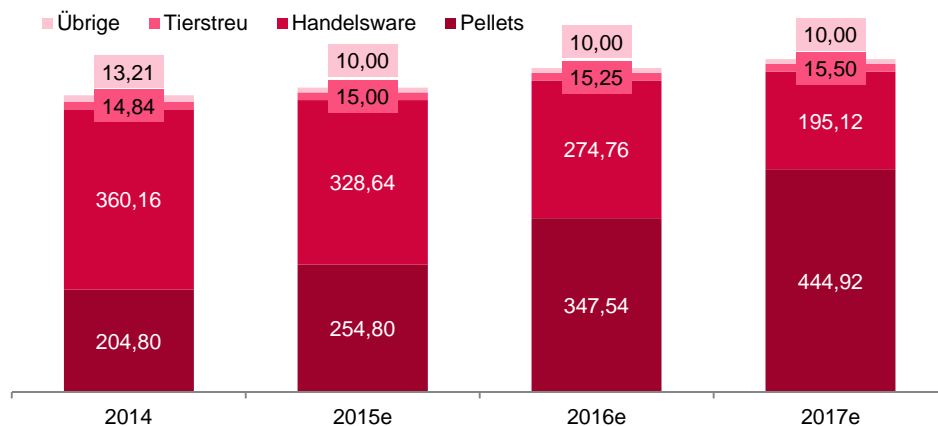
Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Für das laufende GJ 2015 hat die Geschäftsführung der German Pellets GmbH eine Gesamtleistung in Höhe von rund 600 Mio. € in Aussicht gestellt. Gegenüber dem Vorjahr ist damit ein weiteres Wachstum zu erwarten. Insbesondere sollte das GJ 2015 von einer weiteren Verschiebung der Umsatzerlöse zwischen den Segmenten Pellets und Handelsware geprägt sein. Der Hintergrund dabei ist, dass die Produktionen in den USA 2015 unter Volllast laufen dürften.

Eine Fortsetzung dieser Tendenz erwarten wir auch in den darauffolgenden Geschäftsjahren. Dabei wird sich dann die Erweiterung und das Hochfahren auf Volllastbetrieb des zweiten US-Werkes in Urania, Louisiana, bemerkbar machen. Entsprechend gehen wir auf Sicht der kommenden Jahre von einer deutlichen Zunahme des Umsatzanteils an eigenproduzierten Pellets aus und damit einem niedrigeren Handelsvolumen. Diese Umsatzverschiebung sollte in den kommenden Jahren auch einer der maßgeblichen Margentreiber der German Pellets GmbH sein.

### Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Mit der Fertigstellung des 1. Bauabschnitts in Urania und der Inbetriebnahme des Werkes Anfang 2015 verfügt die German Pellets GmbH nunmehr über 3,03 Mio. Tonnen Produktionskapazität. Mit der Erweiterung des Werkes in Urania um den 2. Bauabschnitt, dessen Finalisierung für Ende 2016 zu erwarten ist, wird sich die Produktionskapazität nochmals um 0,50 Mio. Tonnen pro Jahr erhöhen. Der Baubeginn für die Erweiterung ist bereits erfolgt. Hieraus sollten dem Unternehmen auch wieder dem Handelssegment zugeordnete Umsatzerlöse aus der Projektierung des Werkes entstehen, vergleichbar mit den in den Vorjahren erzielten Werten.

Neben dem Pelletwerk errichtet die German Pellets GmbH zudem am Standort Woodville ein Sägewerk, um die Wertschöpfungstiefe zu erhöhen und damit weitere Kostenvorteile zu generieren und die Versorgung mit Inputstoffen zu sichern.

Darüber hinaus prüft das Unternehmen derzeit weitere Standorte in den USA. Sowohl die Preise für Inputstoffe als auch für Energie sind in den USA deutlich geringer als in Europa, womit ein entsprechender Margenvorteil zu erwirtschaften ist. Aber auch in Asien könnten sich in den kommenden Jahren Vertriebsmöglichkeiten zur Ausweitung des Geschäftsbetriebes ergeben.

Neben der Ausweitung der Produktionskapazitäten arbeitet die German Pellets GmbH auch kontinuierlich an der Ausweitung der Vertriebskraft. Insbesondere über ein verstärktes Endkunden-Direktgeschäft verspricht sich das Unternehmen weiteres Wachstum bei den abgesetzten Mengen.

Die Verfolgung dieser Strategie wird zum einen durch den organischen Ausbau der Vertriebskapazitäten betrieben, aber auch durch die Übernahmen bestehender Vertriebsstrukturen. So wurde bspw. Anfang 2015 die Nord Energie GmbH & Co. KG übernommen und das Endkunden-Direktgeschäft damit gestärkt.

Insgesamt betrachtet, erwarten wir, dass die German Pellets GmbH in den kommenden Jahren ein kontinuierliches Wachstum aufweisen wird. Durch die zunehmende Vertikalisierung sollte sich die Stabilität der Umsatzerlöse zudem immer weiter erhöhen und auf einem hohen Niveau verstetigen. Eventuelle Schwankungen der Pelletpreise werden damit u.E. auch zunehmend ausgeglichen. Für 2015 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 608,44 Mio. € und liegen damit leicht über der Prognose des Unternehmens.

### **Ergebnisprognosen**

Auch ergebnisseitig gehen wir bei der German Pellets GmbH für die kommenden Jahre von weiteren Steigerungen aus. Einer der wesentlichen Ergebnistreiber sollte dabei die sinkende Materialaufwandsquote sein. Durch den steigenden Anteil der Produktionsmenge in den USA machen sich die dort deutlich günstigeren Preisniveaus für die Inputstoffe sowie Energie bemerkbar und sollten gemäß Unternehmensaussage zu einer Verbesserung der Materialaufwandsquote auf ca. 70 % beitragen. Aber auch in Deutschland können die Energiekosten durch langfristige Lieferverträge weiter reduziert werden. So werden in Deutschland durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen in 2017 und 2018 um 15 % geringere Energiekosten anfallen als in 2015 und 2016.

Wir rechnen konservativ mit einer nur leichten Verbesserung der Materialaufwandsquote. Nachdem im GJ 2014 eine Quote von 75,8 % zu Buche stand, rechnen wir in 2015 mit einer Verbesserung auf 73,5 %. In den darauffolgenden Jahren legen wir weitere leichte Reduktionen der Kostenquote zu Grunde.

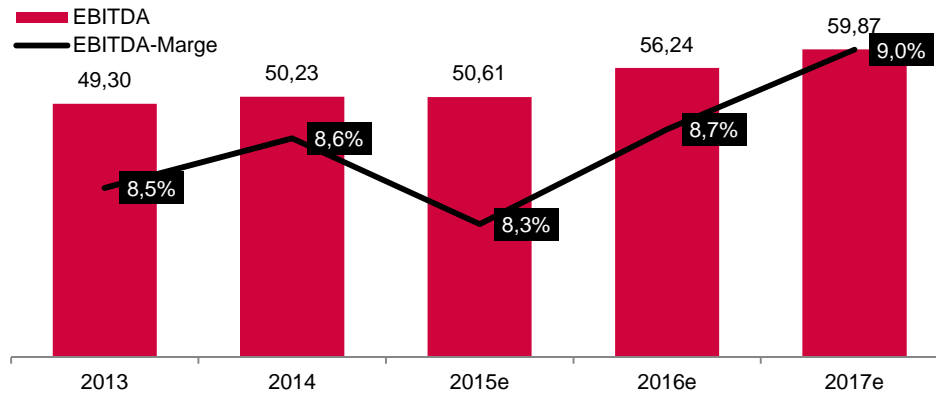
Auf den weiteren Kostenpositionen ist hingegen ebenfalls nur mit sehr moderaten Steigerungen zu rechnen. Insbesondere bei den Personalaufwendungen wird voraussichtlich noch ein weiterer Aufbau stattfinden, welcher im Zusammenhang mit dem neuen Werk in Urania, Louisiana, zu sehen ist. Aber auch die Stärkung des Endkunden-Direktgeschäfts sollte einen weiteren Mitarbeiteraufbau bedingen. Insofern gehen wir zunächst von leicht erhöhten Personalaufwandsquoten aus. Im GJ 2015 sollten zudem die Kosten der Emission für die Genussscheine in Höhe von bis zu 2,7 Mio. € im Falle einer Vollplatzierung inkl. Aufstockungsoption zu Buche schlagen.

Insgesamt hat das Unternehmen für das GJ 2015 ein EBITDA in Höhe von rund 50 Mio. € und damit auf Vorjahresniveaus in Aussicht gestellt. Dabei dürften der sinkenden Materialaufwandsquote zunächst noch die steigenden Personalaufwendungen entgegenlaufen. Insbesondere für das GJ 2016 und 2017 gehen wir vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzerlöse und unterproportional dazu steigenden Kosten von höheren Ergebnissen aus. Auch die EBITDA-Marge sollte sich im Zuge dessen dann nach oben



bewegen. Wir rechnen damit, dass bereits im GJ 2017 EBITDA-Margen von 9,0 % erreicht werden können.

#### Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)

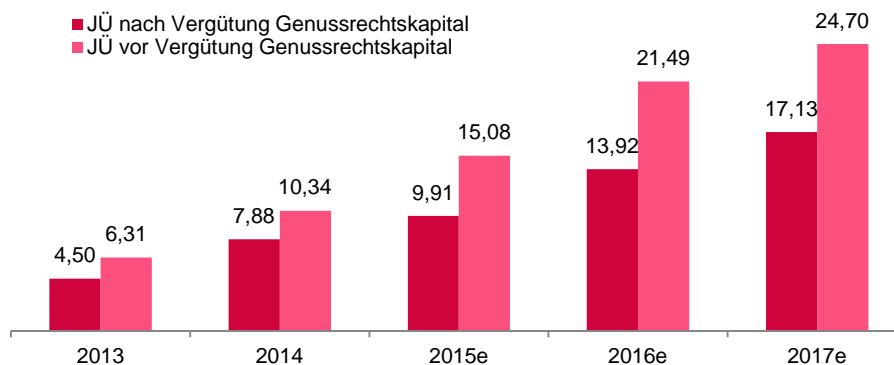


Quelle: GBC

Noch deutlichere Anstiege erwarten wir beim EBT. Hierbei sollten sich sinkende Abschreibungen und ein verbessertes Zinsergebnis bemerkbar machen. Angesichts der erwartungsgemäß niedrigen Investitionen über die kommenden Jahre bei den konsolidierten Gesellschaften sollten die Abschreibungen wie auch in den vergangenen Geschäftsjahren klar über den Investitionen liegen.

Das Zinsergebnis sollte sich ebenfalls verbessern. Zum einen werden sich auf der Ertragsseite die Zinsen für die ausgereichten Ausleihungen positiv niederschlagen. Zum anderen sollten die im Finanzergebnis enthaltenen Zinsaufwendungen durch die Ablösung der Anleihe 11/16 rückläufig sein. Dagegen rechnen wir im Zuge der Genussscheinemission mit einem Anstieg der Zinsaufwendungen für Genussscheininhaber, welche jedoch nicht im Finanzergebnis abgebildet werden. Aber auch auf der Ebene des Jahresüberschusses nach Vergütung des Genusssrechtskapitals rechnen wir für die kommenden Jahre mit deutlichen Verbesserungen.

#### Erwartete Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €)



Quelle: GBC

## Prognose der Bonitätskennzahlen

In Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	„Investment-Grade“ Vorgabe	
						GDV	Entry Standard
EBITDA-Interest Coverage	2,75	3,41	4,87	7,80	8,94	>4,5	>2,5
EBIT-Interest Coverage	1,57	2,18	3,17	5,42	6,45	>3,0	>1,5
EBITDA-Interest Coverage*	2,48	2,91	3,24	3,78	4,22	>4,5	>2,5
EBIT-Interest Coverage*	1,42	1,87	2,11	2,63	3,04	>3,0	>1,5
Total Debt/EBITDA	5,46	6,11	6,98	5,92	5,72	<3,0	<7,5
Net Debt/EBITDA	4,68	5,32	6,21	5,83	5,37	<2,5	<5,0
Risk Bearing Capital	12,7%	14,8%	26,0%	28,7%	30,2%	>27 %	>20 %
Total Debt/Capital	81,9%	80,5%	70,9%	67,7%	66,1%	<50 %	-
Risk Bearing Capital*	6,6%	7,8%	8,9%	11,4%	13,8%	>27 %	>20 %
Total Debt/Capital*	89,7%	88,7%	87,8%	84,1%	81,0%	<50 %	-

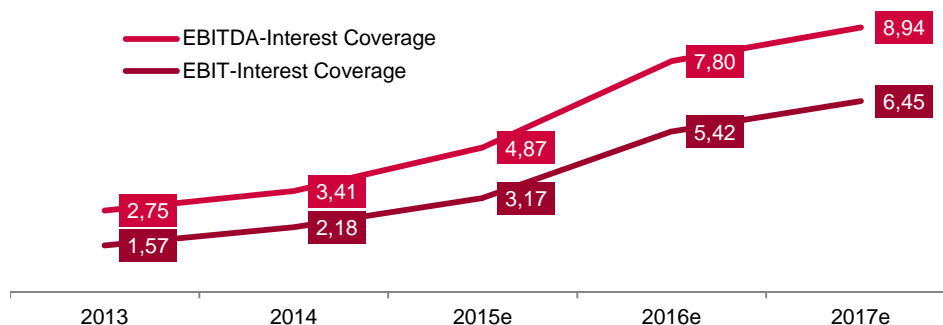
Quelle: GBC AG; \*grau unterlegte Zeilen enthalten bereinigte Werte, indem die Genussscheine dem Fremdkapital sowie die dazugehörigen Zinszahlungen dem Finanzergebnis dazugerechnet werden

Die obige Tabelle gibt wesentliche Bonitätskennzahlen der German Pellets GmbH wider. Diese sind dabei angelehnt an die Vorgaben des GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.) zur Einschätzung von Schuldverschreibungen, welche wir analog anwenden. Diese Finanzrelationen orientieren sich an den zum Erhalt eines „Investment Grade“ erforderlichen Ratios der Ratingagenturen (Quelle: GDV: Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften, Stand: Juni 2013). Eine Erfüllung dieser hohen Anforderungen entspricht damit einer hohen Bonität des Emittenten.

Auch die Deutsche Börse hat in Zusammenarbeit mit der DVFA sowie dem DIRK Empfehlungen für die Emission von Anleihen in den Entry Standard erarbeitet. Hierbei wurden die gleichen Kennzahlen wie vom GDV zu Grunde gelegt. In den beiden rechten Spalten der Tabelle sind die Empfehlungen für die Größenordnungen der jeweiligen Kennzahlen des GDV sowie für Anleiheemissionen in den Entry Standard aufgeführt.

Analog zur prognostizierten Steigerung der operativen Kennzahlen EBITDA und EBIT rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einer deutlichen Verbesserung der Zinsdeckungsgrade. Einen wichtigen Einfluss übt darüber hinaus die erwartete rückläufige Entwicklung der Zinsaufwendungen aus, welche maßgeblich durch die Rückführung der Anleihe 11/16 beeinflusst sein dürfte. Bis zum Jahr 2017 errechnet sich ein Anstieg des EBITDA-Zinsdeckungsgrades auf über 8,94. Unserer Ansicht nach stellt dies eine hervorragende Größenordnung dar und für die Inhaber der Fremdkapitalinstrumente (Anleiheinvestoren) sowie der Eigenkapitalinstrumente (Genussscheininhaber) geht dies mit einem erwarteten hohen Risikopuffer einher.

### Prognostizierte Zinsdeckungsgrade auf EBITDA- und EBIT-Basis

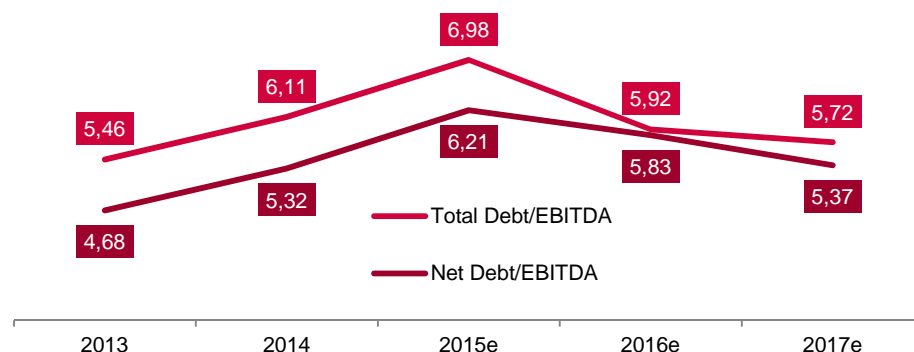


Quelle: GBC AG

Es gilt hierbei jedoch zu bedenken, dass die Zinsaufwendungen für die Genussrechte nicht im Finanzergebnis abgebildet sind und somit gemäß Definition keinen Einfluss auf den Zinsdeckungsgrad haben. Würden diese jedoch als Finanzaufwand klassifiziert werden, dann läge der prognostizierte EBITDA-Zinsdeckungsgrad im laufenden Geschäftsjahr 2015 bei 3,24. Bis zum Jahr 2017 würde dieser auf 4,22 ansteigen, was aber ebenfalls als solide Größenordnung zu werten ist.

Auch hinsichtlich der prognostizierten Verschuldungsstruktur, welche eine Vollplatzierung der Genussscheine sowie eine gemäß dem Verwendungszweck geplante Mittelverwendung berücksichtigt, erkennen wir eine solide Entwicklung. Zunächst rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2015 mit einem Anstieg der Gesamtverschuldung in Relation zum EBITDA (Total Debt/EBITDA) auf 6,98. Im Zuge der Anleiherückführung 11/16 dürfte hier eine rückläufige Tendenz einsetzen und wir rechnen mit einer Reduktion dieser Kennzahl auf 5,92 (GJ 2016e) sowie 5,72 (GJ 2017e). Innerhalb von weniger als sechs Jahren wäre demnach die Gesellschaft bei sonst unveränderten Umständen in der Lage, die gesamte Verschuldung aus dem EBITDA zurückzuführen, was für eine hohe Innenfinanzierungskraft spricht. Diese Aussage deckt sich mit der guten operativen Cashflow-Situation der Gesellschaft.

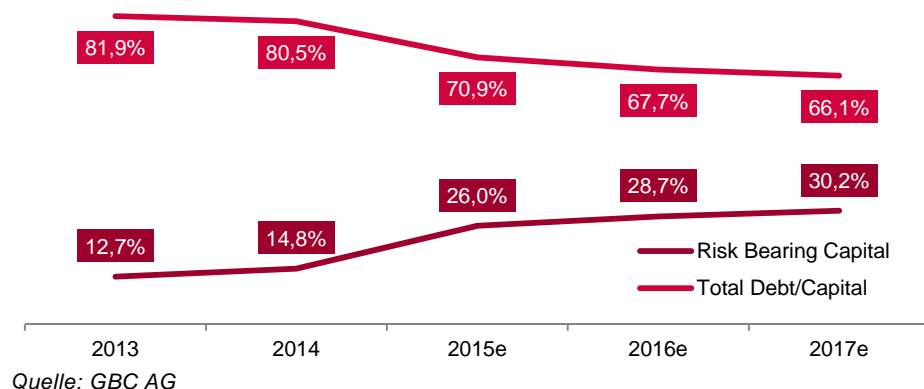
#### Prognostizierte Entwicklung der Verschuldungsrelationen



Quelle: GBC AG

Die Kapitalstruktur der German Pellet-Gruppe sollte sich ebenfalls positiv entwickeln. Beim Risk Bearing Capital, was bei German Pellets der Eigenkapitalquote entspricht, prognostizieren wir einen sprunghaften Anstieg von 14,8 % (GJ 2014) auf 26,0 % (GJ 2015) und gehen in den darauffolgenden Geschäftsjahren von einer weiteren sukzessiven Verbesserung aus. Die auffällige Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr ist einerseits auf einen ergebnisbedingten Anstieg des Eigenkapitals zurückzuführen. Andererseits trägt die Emission der Genussscheine hierzu maßgeblich bei. Diese werden bilanziell dem Eigenkapital hinzugerechnet und sind in Anlehnung der von uns verwendeten GDV-Berechnungsmethode den Haftmitteln zuzuordnen. Eine ähnliche Entwicklung ergibt sich beim erwarteten Total Debt/Capital, wo wir eine rückläufige Bedeutung der zinstragenden Verbindlichkeiten erkennen.

### Prognostizierte Entwicklung der Kapitalstruktur



Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die German Pellets GmbH die Empfehlungen des GDV sowie der Deutschen Börse unseren Schätzungen zufolge ab 2015 weitestgehend erfüllt. Dies gilt insbesondere für die Coverage-Ratios, welche auf unbereinigter Basis beiden Standards genügen. Die Empfehlungen für Unternehmensanleihen im Entry Standard werden zudem für die Kennzahlen Total Debt/EBITDA als auch für das Risk Bearing Capital erfüllt. Damit werden die Vorgaben für mindestens eine Kennzahl in allen drei Kennzahlenblöcken erfüllt. Auf Basis der strengeren GDV-Richtlinien wird der Anforderung an das Risk Bearing Capital ab 2016 Genüge getan.

Auf bereinigter Basis, also unter Berücksichtigung der Genussscheine als Fremdkapital sowie unter Zurechnungen der dazugehörigen Zinszahlungen zum Finanzergebnis, werden Vorgaben für Unternehmensanleihen im Entry Standard ebenfalls zu großen Teilen erfüllt. Dies gilt für das EBITDA- und EBIT-Coverage sowie Total Debt / EBITDA für alle Perioden ab 2014. Den deutlich strengeren GDV-Richtlinien kann auf bereinigter Basis nicht genüge getan werden. Jedoch ist die Untererfüllung der hohen Anforderungen bei den Coverage-Kennzahlen für 2017 denkbar gering.

Unserer Auffassung nach zeigt die Entwicklung der Bonitätskennzahlen auf Basis unserer Erwartungen für die kommenden Jahre klare Verbesserungen auf. Sollte das Unternehmen die Entwicklung wie erwartet einschlagen, werden die Qualitätsanforderungen auf Basis der Empfehlungen der Deutschen Börse für Unternehmensanleihen im Entry Standard gut erfüllt. Auch auf Basis der anspruchsvollen GDV-Richtlinien ist eine große Übereinstimmung mit den Anforderungen zu erwarten, was einer prognostiziert guten Bonität entspricht. Dies gilt, die Entry Standard-Vorgaben betreffend, auch für die Berechnung auf bereinigter Basis.

## PEER-GROUP GENUSSSCHEIN

Der Marktvergleich der Genussscheine macht deutlich, dass die Verzinsung der von der German Pellets GmbH emittierten Genussscheine mit 7,90 % oberhalb des Marktdurchschnitts liegt. Der Durchschnitt liegt bei 6,79 % und damit um mehr als 1 Prozentpunkt niedriger. Der Vergleich macht auch deutlich, dass das geplante Emissionsvolumen von bis zu 60 Mio. € deutlich über der durchschnittlichen Größenordnung bereits emittierter Genussscheine liegt. Die Laufzeit betreffend, zeigt der Marktvergleich, dass Emissionen sowohl mit einer festen Laufzeit als auch mit einer unendlichen Laufzeit üblich sind. Positiv hervorzuheben ist im Vergleich zu den meisten Peer-Group-Genussscheinen der geplante Börsenhandel. Nur 3 der derzeit 25 emittierten Genussscheine werden auch an der Börse gehandelt. Im Zuge der Liquidität und Handelbarkeit ist dieses Kriterium jedoch unserer Ansicht nach sehr wichtig und ein wesentliches Kriterium zur Einschätzung der Attraktivität eines Genussscheines.

Emittent	geplantes Volumen (in Mio. €)	Nennwert (in €)	Verzinsung (Kupon)	Ausgabekurs	Agio	Laufzeit	Börsenhandel	Gewinnbeteiligung
Abakus Management-holding KG	0,10	1.000	9,50%	100%	-	open end	nein	1/1000 vom Jahresüberschuss pro Genussrecht
Abakus Management-holding KG	0,10	500	11,50%	100%	-	open end	nein	-
BOREAS Invest GmbH	10,00	1.000	7,00%	100%	5,00%	31.12.2021	nein	-
DeinBus.de GmbH	0,10	250	8,00%	100%	-	31.12.2017	nein	0,00625% des Jahresüberschusses pro Genussrecht
Deutsche Umwelt Invest GmbH - TYP A	50,00	50	6,00%	100%	5,00%	mindestens 5 Jahre	nein	ja (15% des Jahresüberschusses vor Steuern)
Deutsche Umwelt Invest GmbH - TYP B	50,00	50	8,00%	100%	5,00%	mindestens 10 Jahre	nein	ja (15% des Jahresüberschusses vor Steuern)
EEV AG	38,00	100	6,00%	100%	-	open end	nein	ja (20 % des Jahresüberschusses; maximal 9,0 % des Nennbetrages)
Energiequelle Bayern 2009 GmbH & Co.KG	8,00	500	6,25%	100%	1,00%	31.12.2019	nein	-
e.n.o. energy GmbH	6,00	1.000	7,00%	100%	-	31.12.2016	nein	Erfolgsverzinsung von bis zu 3% des gezeichneten Nennbetrages
Deutsche ETP GmbH & Co. KG	9,50	100	-	100%	-	30.11.2028	ja	Erfolgsverzinsung von bis zu 3% des gezeichneten Nennbetrages
Franken Guss Kitzingen GmbH & Co.KG	12,00	1.000	7,25%	100%	1,00%	31.05.2020	nein	-
Fröschl GeoKraftWerke GmbH	50,00	200	7,25%	100%	5,00%	mindestens 7 Jahre	nein	15% des Jahresergebnisses vor Steuern
Geno invest Stiftung	4,00	1.000	4,25%	100%	5,00%	mindestens 8 Jahre	nein	Erfolgsverzinsung von bis zu 2% des gezeichneten Nennbetrages
GLS Energie AG	2,07	1.000	5,00% / 6,20 %	100%	-	30.06.2023	nein	-
GS Neue Energien GmbH	3,00	500	5,00% / 6,50 %	100%	4,00%	31.12.2028	nein	10% des ausschüttungsfähigen Gewinns
HAEMATO AG	50,00	100	9,00%	100%	-	open end	ja	-
IFE Solarpark Oldenburg GmbH & Co. Betriebs-KG	6,00	500	5,65%	100%	1,00%	31.12.2022	nein	-
juwi renewable IPP GmbH & Co. KG	20,00	1.000	7,00%	100%	-	30.12.2021	nein	-
Murphy&Spitz Green Energy AG	1,50	1.000	4,80% / 6,20 %	100%	-	30.11.2026	nein	-
saferay Europe GmbH	12,00	500	5,50%	100%	1,00%	31.12.2021	nein	-
SeniVita Sozial gemeinnützige GmbH	25,00	1.000	7,00%	100%	-	open end	ja	Erfolgsverzinsung von bis zu 1% des gezeichneten Nennbetrages
Tech. Werke Schussental GmbH & Co.KG	6,00	1.000	2,00%	100%	-	open end	nein	1/60.000 des jährlichen Gewinns der Sparte "Stromerzeugung"
UmweltBank AG	5,54	1,00	4,65%	100%	-	open end	nein	-
Wind Energie Invest AG	20,00	100	7,00%	100%	5,00% / 6,00 %	mindestens 8 Jahre	nein	Erfolgsverzinsung von bis zu 3% des gezeichneten Nennbetrages
<b>Mittelwert</b>	<b>17,33</b>		<b>6,79%</b>	<b>100%</b>				
<b>German Pellets GmbH</b>	<b>40,00 (60,00)</b>	<b>1.000</b>	<b>7,90%</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>open end</b>	<b>ja</b>	<b>-</b>

Quelle: Anleihen Finder GmbH; Wertpapierprospekte, German Pellets GmbH

## ANHANG

### Definition der Bonitätskennzahlen

Die Berechnung der Bonitätskennzahlen haben wir angelehnt an die Vorgaben der GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.) vorgenommen:

#### **Kennzahlen zum Zinsdeckungsgrad:**

##### **Umsatzerlöse**

- + Bestandsveränderungen
- + andere aktivierte Eigenleistungen
- + sonstige betriebliche Erträge
- Materialaufwand
- Personalaufwand
- AfA
- Sonstige betriebliche Aufwendungen
- Sonstige Steuern
- + Erträge aus Beteiligungen und Gewinnabführungen
- Abschreibungen auf Finanzanlagen/Wertpapiere des UV
- = EBIT**
- + Afa
- =EBITDA**

<b>EBIT(DA) Interest Coverage Ratio =</b>	$\frac{\text{EBIT(DA)}}{\text{Zinsergebnis (Zinsen u.ä. Aufwendungen)} - \text{Zinserträge}}$
---	---

#### **Kennzahlen zur Verschuldung**

<b>LoD I (Level of Debt I) =</b>	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{EBITDA}}$
<b>LoD II (Level of Debt II) =</b>	$\frac{\text{Net Debt}}{\text{EBITDA}}$

- Anleihen, Commercial Paper, Medium Term Notes
- + Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten
- Verbindlichkeiten ggü. verbundene Unternehmen (soweit Finanzverbindlichkeiten)
- + Verbindlichkeiten ggü. Unternehmen mit Beteiligungsverhältnis
- + Genussscheine (bzw. Mezzanine-Kapital)
- + Nachrangdarlehen, Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaften
- + sonstige zinszahlende Verbindlichkeiten
- = Total Debt**
- Liquide Mittel
- = Net Debt**

### **Kennzahlen zur Kapitalstruktur**

<b>RBC (Risk Bearing Capital) =</b>	<b>Haftmittel</b>
	<b>Modifizierte Bilanzsumme</b>
	<b>Gesamte Finanzverbindlichkeiten</b>
<b>TDC (Total Debt / Capital) =</b>	<b>Gesamte Finanzverbindlichkeiten + Haftmittel</b>

Eigenkapital  
 + Gesellschafterdarlehen (nachrangig)  
 + Mezzanine-Kapital  
 - Eigene Anteile (Aktien)  
 - Forderungen / Ausleihungen an Gesellschafter  
 - Ausstehende Einlagen auf das gez. Kapital  
 - Nicht passivierte Pensionsrückstellungen  
 - Steuerabgrenzung  
**= Haftmittel**

Bilanzsumme  
 - Eigene Anteile (Aktien)  
 - Forderungen/Ausleihungen an Gesellschafter  
 - Ausstehende Einlagen auf das gez. Kapital  
 - Steuerabgrenzung  
**= modifizierte Bilanzsumme**

### **§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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/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: (5a,5b,11)**

**§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine inhaltliche Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine inhaltliche Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@gbc-ag.de).

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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)