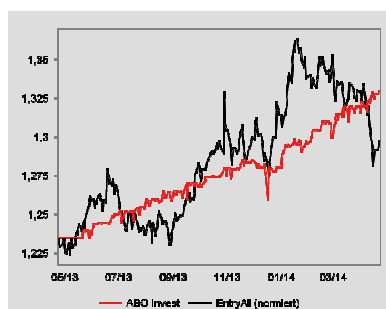


<b>Buy</b>	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Aktien Daten:</b>	<b>Beschreibung:</b>
	DCF:	1,65	Bloomberg:	ABO GR
<b>EUR 1,65</b>	FCF-Value Potential:	0,00	Reuters:	ABOG.D
	SotP:	0,00	ISIN:	DE000A1EWXA
<b>Kurs</b>	<b>EUR 1,33</b>	<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	<b>Risikoprofil (WRe):</b>
<b>Upside</b>	<b>24,1 %</b>	Marktkapitalisierung:	37,24	2013e
		Aktienanzahl (Mio.):	28,00	Beta:
		EV:	154,20	KBV:
		Freefloat MC:	27,93	EK-Quote:
		Ø Trad. Vol. (30T; EUR):	14,67	Net Fin. Debt / EBITDA:
				Net Debt / EBITDA:
				2013e
				Beta:
				KBV:
				EK-Quote:
				Net Fin. Debt / EBITDA:
				Net Debt / EBITDA:

## Die attraktive Seite der Energiewende – Coverage-Aufnahme mit Kaufen

- **Risikoarmes Geschäftsmodell mit berechenbaren Cash Flows:** Dank der garantierten Einspeisevergütung über einen relativ langen Zeitraum (bis zu 20 Jahre) in vielen Ländern Europas, ist das Betreiben von Windkraftanlagen ein Geschäftsmodell mit einem attraktiven Rendite-Risikoprofil. Gerade in dem derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld, das durch eine historische Niedrigzinsphase geprägt ist, sind Projekte mit IRRs von über 7% vor diesem Hintergrund lukrativ. In vielen Ländern, in denen ABO Invest aktiv ist, ist die Renditestärke sogar durch die Bindung der zukünftigen Einspeisetarife an Inflationsraten gegen ein steigendes Zinsniveau abgesichert.
- **Internationales Portfolio garantiert attraktive Renditen und Risikostreuung:** So attraktiv der Betrieb von Windkraftanlagen ist, so groß sind allerdings auch die Nachteile vieler Investmentvehikel. Eine direkte Beteiligung an einem Windpark (z.B. innerhalb eines geschlossenen Fonds) ist nicht nur durch die fehlende Fungibilität, relativ hohe Mindesteinlagen oder lange Kapitalbindung charakterisiert, auch der Mangel an Risikodiversifizierung bei dem Investment in nur einen Windpark ist ein entscheidender Nachteil. Anders ist die Situation bei dem Investment in ABO Invest-Aktien. Neben der relativ hohen Fungibilität ist vor allem die Risikodiversifizierung ein entscheidendes Argument für die Aktie. Das Unternehmen investiert in eine Vielzahl von Windparks in unterschiedlichen Regionen, bzw. unter unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen und setzt hierbei auf Anlagen unterschiedlicher Hersteller.
- **Wirtschaftlichkeit der Windkraft schafft lukrative Investitionsmöglichkeiten:** Anders als in Deutschland, wo eine hohe Diskrepanz in den garantierten Einspeisevergütungen dazu geführt hat, dass Investitionen in Erneuerbare Energien nicht zwangsläufig in die effizientesten Technologien geflossen sind, haben sich viele europäische Länder auf die Technologie fokussiert, die unter den gegebenen Rahmenbedingungen die am wirtschaftlich Sinnvollste ist. Häufig ist das die Windenergie. Die zunehmende Kritik an den ausufernden Kosten des EEG hat nun allerdings auch in Deutschland ein Umdenken ausgelöst. In 2013 flossen lediglich 17% der gesamten EEG-Zahlungen in die Windkraft, die allerdings für fast 42% des EEG-Stroms verantwortlich war. Aufgrund dieser Kosteneffizienz erwarten wir auch weiterhin ein günstiges Umfeld für Investitionen in die Windkraft im gesamten Europa, mit attraktiven Opportunitäten für ABO Invest.
- **Investoren profitieren von wachsender Unternehmensgröße:** Bereits heute betreibt ABO Invest ein Erzeugungsportfolio von 83,7MW, weitestgehend Windkraftanlagen in Irland, Frankreich und Deutschland. Das Geschäftsmodell basiert darauf, kontinuierlich eingeworbenes Eigenkapital in attraktive Windparkprojekte zu investieren, deren Renditen deutlich über den Kapitalkosten des Unternehmens liegen (8% vs. 5,6%). Dabei profitieren ABO Invest-Aktionäre einerseits durch die kontinuierlich steigende Unternehmensgröße und somit verbesserte Liquidität der Aktie, andererseits platziert ABO Invest die Kapitalerhöhungen sehr kursschonend. Zunächst zeichnet der Hauptaktionär, ABO Wind, die gesamte Kapitalerhöhung, um sie anschließend peu a peu an den Markt weiterzugeben.

**Attraktives Kurspotenzial – wir beginnen die Coverage von ABO Invest mit einer Kaufen Empfehlung :** Unser Bewertungsmodell, das die Cash Flow Generierung der momentanen Parks, Investitionen in weitere Projekte (bis insgesamt 203 MW) sowie die Reinvestition nach Ablauf der wirtschaftlichen Nutzungsdauer der Projekte beinhaltet, ergibt einen fairen Wert je Aktie von EUR 1,65. Mit dem derzeitigen Kurspotenzial von fast 25% beginnen wir die Coverage von ABO Invest mit einer Kaufen Empfehlung.

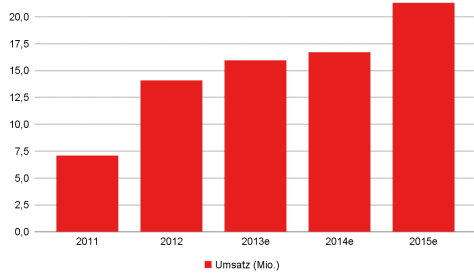


<b>Rel. Performance vs EntryAll:</b>	
1 Monat:	3,5 %
6 Monate:	4,4 %
Jahresverlauf:	5,2 %
Letzte 12 Monate:	2,8 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
28.05.14	FY 2013
17.07.14	HV

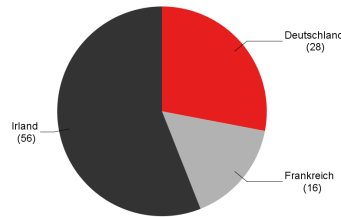
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	14,8 %	7,09	14,08	15,95	16,70	21,31
Veränd. Umsatz yoy		n.a.	98,8 %	13,2 %	4,7 %	27,6 %
<b>Rohtragsmarge</b>		100,0 %	97,2 %	91,7 %	92,4 %	91,1 %
<b>EBITDA</b>	16,5 %	7,01	10,82	12,64	13,26	17,08
Marge		98,9 %	76,8 %	79,2 %	79,4 %	80,2 %
<b>EBIT</b>	26,4 %	2,89	3,17	4,76	5,07	6,39
Marge		40,8 %	22,5 %	29,8 %	30,4 %	30,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	-	-1,03	-3,26	-1,66	-1,12	-0,60
<b>EPS</b>	-	-0,12	-0,23	-0,08	-0,04	-0,02
<b>EPS adj.</b>	-	-0,12	-0,23	-0,08	-0,04	-0,02
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>		-3,23	-0,69	-0,12	-0,52	-1,00
<b>EV / Umsatz</b>		15,9 x	8,8 x	8,6 x	9,2 x	8,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		16,1 x	11,5 x	10,8 x	11,6 x	10,7 x
<b>EV / EBIT</b>		39,0 x	39,2 x	28,8 x	30,4 x	28,5 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCF Yield Potential</b>		6,1 %	8,6 %	9,2 %	8,8 %	9,5 %
<b>Nettoverschuldung</b>		103,22	107,78	102,32	116,96	144,91
<b>ROE</b>		-14,4 %	-31,3 %	-11,3 %	-6,5 %	-3,6 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		3,4 %	2,9 %	4,0 %	3,0 %	3,3 %
<b>Guidance:</b>	n.a.					

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



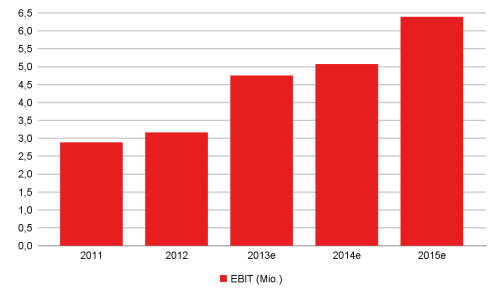
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

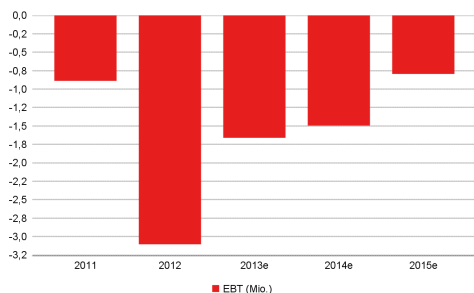
## Unternehmenshintergrund

- ABO Invest wurde 2010 als Betreiber von Windparks und einer Biogasanlage gegründet.
- ABO Invest betreibt Stromerzeugungskapazitäten auf der Basis von Erneuerbaren Energien in Frankreich, Irland und Deutschland. Per März 2014 verfügt ABO Invest über Gesamtkapazitäten von 83,7MW.
- ABO Invest wächst in seinem Kerngeschäft kontinuierlich und setzt dabei den operativen Cash Flow sowie weitere Kapitalerhöhungen ein. Dabei visiert ABO Invest eine Steigerung des Unternehmenswertes von 8% p.a. an.

## Wettbewerbsqualität

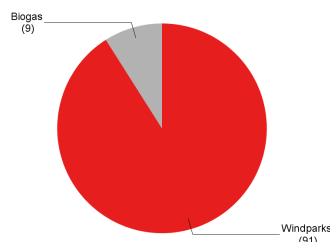
- Bietet Investoren die Möglichkeit, sich an renditestarken, risikoarmen Projekten aus dem Bereich Erneuerbare Energien zu beteiligen.
- Dabei bietet ABO Invest Vorzüge, die ein Investment in Aktien gegenüber anderen Beteiligungsformen hat; wie z.B. hohe Fungibilität, geringe Investitionsvolumina...
- Aufgrund der Aktivitäten in unterschiedlichen Ländern, d.h. in Märkten mit unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen, erreicht ABO Invest eine breite Risikodiversifizierung.
- ABO Invest profitiert von der großen Pipeline seines Großaktionärs, dem Windparkentwickler ABO Wind.
- Über die Einhaltung der strikten Investitionskriterien wacht neben dem Aufsichtsrat der dreiköpfige Anlegerbeirat, der von der Hauptversammlung gewählt wird.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



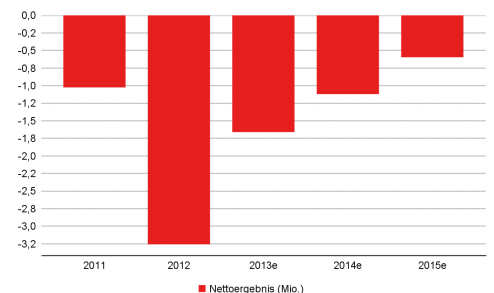
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2012e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

<b>Investment Case</b>	<b>4</b>
<b>ABO Invest</b>	Fehler! Textmarke nicht definiert.
Attraktives Rendite-Risiko Profil	4
Effizienter Renditeschutz	4
Attraktive Wachstumsmöglichkeiten	4
Enge Bindung an ABO Wind schafft Zugang zu attraktiven Projekten...	5
...und Kostenvorteile	5
Strikte Investitionskriterien	6
<b>Windkraft – ein attraktives Investment</b>	<b>7</b>
Kosteneffizienz spricht für die Windkraft	7
Windenergie – näher am Markt als andere Erneuerbare Energien	8
<b>Politische und Regionale Rahmenbedingungen</b>	<b>9</b>
EEG	9
Globaler Windmarkt	10
Klimaziele der EU	11
Frankreich	12
Irland	12
<b>Valuation</b>	<b>14</b>
<b>Statische Bewertungsmodelle sind nur wenig hilfreich</b>	<b>14</b>
<b>DCF-Modell bildet die vollständigen Investitionszyklen ab</b>	<b>14</b>
<b>Company &amp; Products</b>	<b>17</b>
Hintergrund und Konzept	17
Historie	17
Aktionärsstruktur	17
Projektportfolio	18
<b>Das Management</b>	<b>19</b>
Vorstand	19
Aufsichtsrat	20
Anlegerbeirat	20
<b>Financials</b>	<b>22</b>
<b>Hohen Planbarkeit der Zahlungsströme</b>	<b>22</b>
<b>Schlanke Kostenstruktur</b>	<b>23</b>

## Investment Case

### ABO Invest

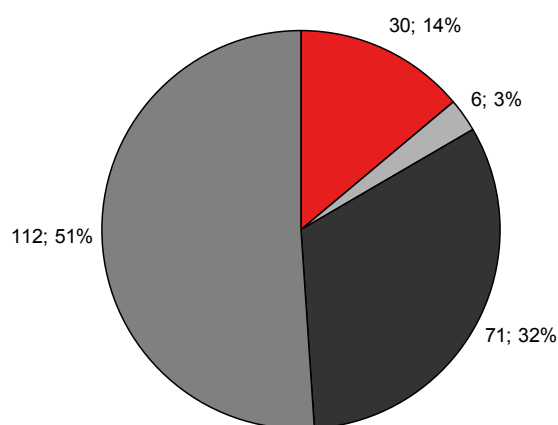
#### Attraktives Rendite-Risiko Profil

Derzeit ist ABO Invest in drei europäischen Ländern aktiv und fokussiert sich dabei auf Märkte mit verlässlichen regulativen Rahmenbedingungen und attraktiven Windstandorten. Die Laufzeiten, in denen ABO Invest garantierte Vergütungen für den produzierten Strom erhält, betragen in Irland und Frankreich 15 Jahre, in Deutschland erhält ABO Invest gemäß den Bestimmungen des EEG die garantierte Vergütung für einen Zeitraum von 20 Jahren.

#### Effizienter Renditeschutz

Die Windparks in Irland und Frankreich profitieren zusätzlich von einer Anpassung der Vergütungen an die Inflationsentwicklung. Angesichts der von uns erwarteten Produktionsmengen in 2014 heißt das, dass ca. 83% des Geschäftsvolumens von ABO Invest inflationsgeschützt sind. Hierbei sehen wir allerdings den Vorteil für ABO Invest Aktionäre weniger dadurch begründet, dass eine inflationäre Kostenbasis die Ertragskraft schmälern würde, weil relevante Kostenarten nur relativ schwach von klassischen Inflationsmechanismen beeinflusst würden. Vielmehr sehen wir den Vorteil des Ausgleichsmechanismus in dem Schutz der relativen Renditestärke der Windparks gegenüber alternativen Investments, da sich inflationäre Tendenzen grundsätzlich zinssteigernd auswirken würden.

#### Regionale Aufteilung der Erzeugung in 2014 (WRe; GWh; %)



■ Deutschland Wind 
 ■ Deutschland Biogas 
 ■ Frankreich Wind 
 ■ Irland Wind

Quelle: Warburg Research

#### Attraktive Wachstumsmöglichkeiten

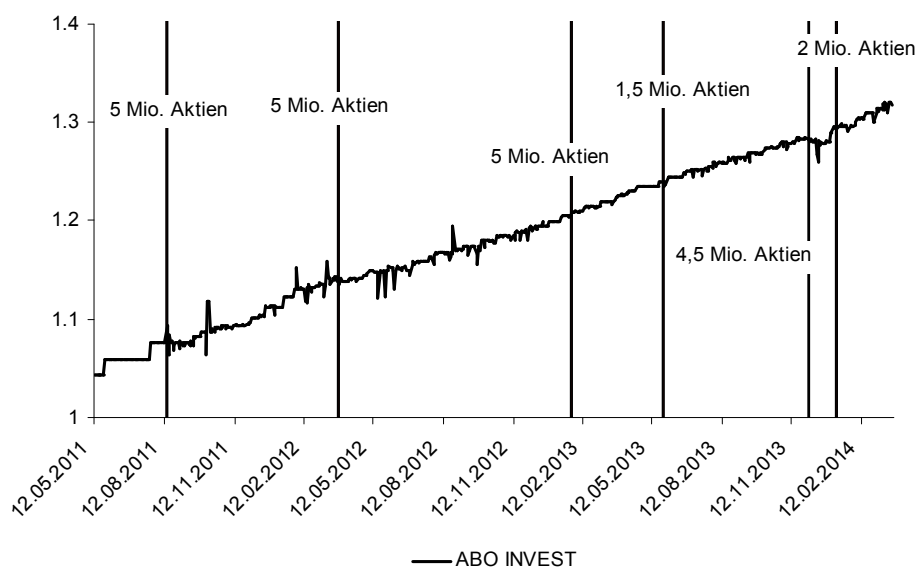
Im Folgenden werden wir noch detailliert auf die Wachstumsmöglichkeiten eingehen, die die Windkraft aufgrund ihrer technologischen Vorteilhaftigkeit und der politischen Unterstützung in vielen europäischen Ländern besitzt.

ABO Invest wird von diesem Potenzial in den kommenden Jahren substantiell profitieren. In den nächsten drei Jahren plant das Unternehmen seine installierten Kapazitäten um etwa 125MW auf mehr als 200MW zu erweitern. Das dafür notwendige Investitionsvolumen beziffert das Unternehmen mit ca. EUR 220 Mio. Dabei sollen zukünftige Windparks mit einer Eigenkapitalquote von ca. 20% finanziert werden. Die

damit verbundenen Kapitalerhöhungen werden nach Angaben des Unternehmens die Anzahl der Aktien von derzeit 28 Mio. auf rund 50 Mio. in 2016 ansteigen lassen. In unserem Bewertungsmodell gehen wir in dem Zeitraum 2014-2018 von Investitionen i.H.v. EUR 206 Mio. und einem Kapazitätsausbau auf 203 MW aus.

Im Rahmen der Kapitalerhöhungen nutzt ABO Invest ein besonders kursschonendes Verfahren, das sich in der Vergangenheit bewährt hat. Zunächst übernimmt der ebenfalls börsennotierte Großaktionär ABO Wind AG die gesamte Kapitalerhöhung, um diese dann peu à peu an den Markt weiterzugeben. Wie in der untenstehenden Grafik ersichtlich, war diese Methodik bei den letzten Kapitalerhöhungen erfolgreich, da der sonst typische Verwässerungseffekt vermieden werden konnte.

### Performance der ABO Invest Aktie und Kapitalerhöhungen



Quelle: Warburg Research

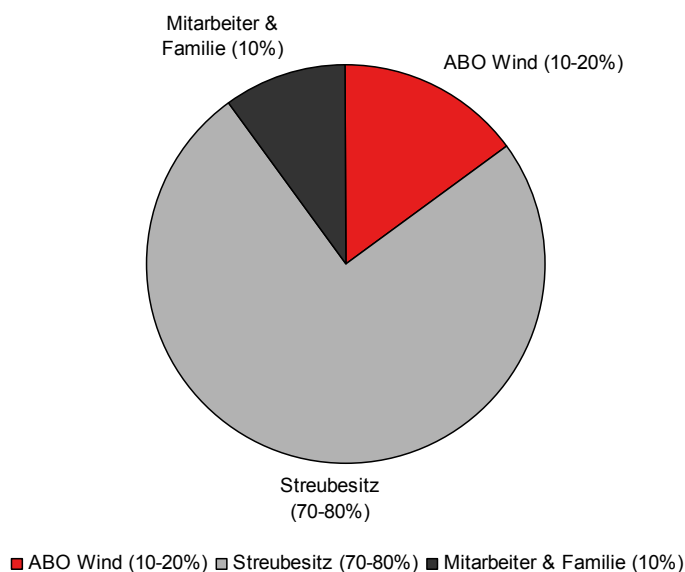
### Enge Bindung an ABO Wind schafft Zugang zu attraktiven Projekten...

Die enge Beziehung zu dem Windparkprojektierer ABO Wind hilft nicht nur bezüglich der kursschonenden Platzierung der Kapitalmaßnahmen, sondern sorgt auch für den Zugang zu attraktiven Windparkprojekten und führt zu einer schlanken Kostenstruktur bei ABO Invest.

Auch wenn der Projekterwerb von Dritten grundsätzlich auch zu dem Geschäftsmodell von ABO Invest gehört, so bietet der Zugang zur Projektpipeline von ABO Wind eine einzigartige Möglichkeit für ABO Invest in attraktive Windparkprojekte zu investieren. Um hierbei mögliche Interessenskonflikte zu vermeiden, ist jede Investition an strenge Investitionskriterien gebunden, deren Einhaltung vom Aufsichts- und Beirat der ABO Invest AG zu gewährleisten ist. Außerdem besteht eine Stimmrechtsbeschränkung, die auf 10% limitiert ist, um eine dominierende Einflussnahme des Großaktionärs ABO Wind zu vermeiden.

### ...und Kostenvorteile

Zusätzlich bedient sich ABO Invest auch der kaufmännischen Infrastruktur der ABO Wind, sodass bei ABO Invest z.B. keinerlei Personalkosten anfallen. ABO Wind erhält eine monatliche Vergütung für die Geschäftsbesorgung, die zusammen mit den Bezügen des Vorstands 0,05% (derzeit EUR 14.000) des eingezahlten Nennkapitals der ABO Invest beträgt.

**Aktionärsstruktur der ABO Invest AG**

Quelle: Warburg Research

**Strikte Investitionskriterien**

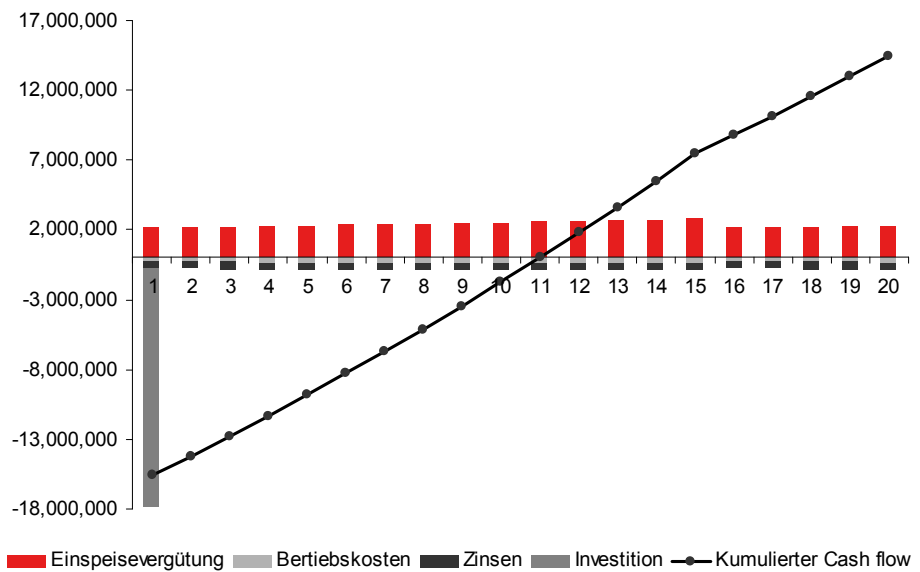
Die ABO Invest AG visiert eine Wertsteigerung der eigenen Aktie von ca. 8% p.a. an, die sich mit 7,8% in 2012 und 6,7% in 2013 vergleicht. Grundsätzlich wird sich ein langfristiger Wertzuwachs der Aktie einstellen, wenn es dem Unternehmen gelingt, Windparkprojekte zu akquirieren, deren Renditen über den Kapitalkosten der ABO Invest AG liegen.

Die Investitionskriterien der ABO Invest lauten für

- **einzelne Windparkprojekte:** IRR mindestens 7,5% bei p=75% (d.h. 75%ige Wahrscheinlichkeit, dass der prognostizierte Windertrag erreicht oder überschritten wird)
- **einzelne Biogasanlagen:** IRR mindestens 11%
- **Gesamtportfolio:** IRR mindestens 8% bei p=60/65%

Anhand der bislang zu dem Portfolio von ABO Invest gehörenden Projekte haben wir das Aus-/Einzahlungs-Profil eines typischen Windparks (Laufzeit 20 Jahre; garantierte Einspeisevergütung für 15 Jahre (anfänglich EUR 75,50/MWh); Inflationierung: 2%; Volllaststunden: 2.800; Investition: EUR 1.7 Mio./MW; Leverage: 70%; Fremdkapitalkosten: 3.8%) in der untenstehenden Grafik abgebildet. Der sich daraus ergebende IRR beträgt 7,52% und plausibilisiert somit die Investitionskriterien des Unternehmens.

**Profil der Zahlungsströme eines typischen Windparks (IRR = 7.52%)**



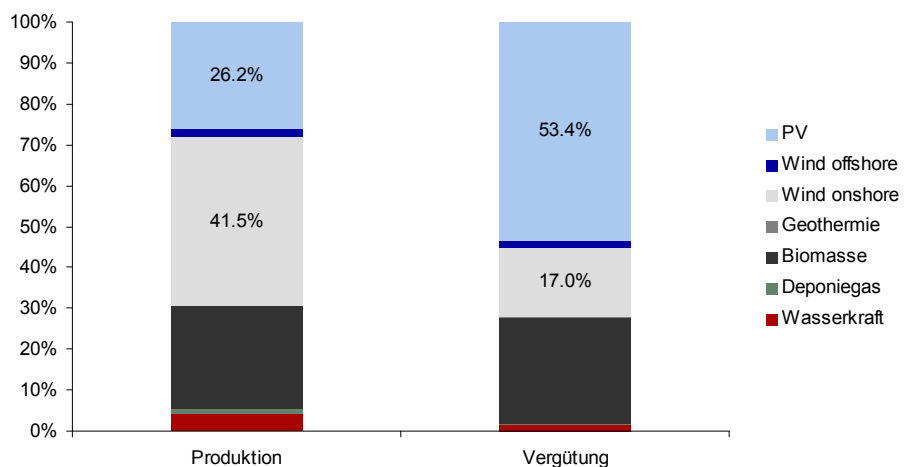
Quelle: Warburg Research

**Windkraft – ein attraktives Investment**

**Kosteneffizienz spricht für die Windkraft**

In Deutschland hat die Diskussion um die ausufernden Kosten des EEG eine Neubewertung der Erneuerbaren Energien ausgelöst und die Kosteneffizienz stärker in den Fokus gerückt. Vor diesem Hintergrund verdeutlicht ein Blick auf die unten stehende Grafik die Attraktivität der Windkraft. Nach Schätzungen des Bundesverbands der Energie- und Wasserwirtschaft (bdew) wurden in 2013 mit Windkraftanlagen an Land ca. 55 TWh produziert. Das entspricht 41,5% der EEG-fähigen Strommenge in Deutschland. Für diese 41,5% wurden allerdings lediglich 17% der EEG-Auszahlungen (ca. EUR 3,2 Mrd.) aufgewandt. Andere, konkurrierende Erneuerbare Energien, wie z.B. Biomasse aber vor allem Fotovoltaik habe eine wesentlich ungünstigere Bilanz.

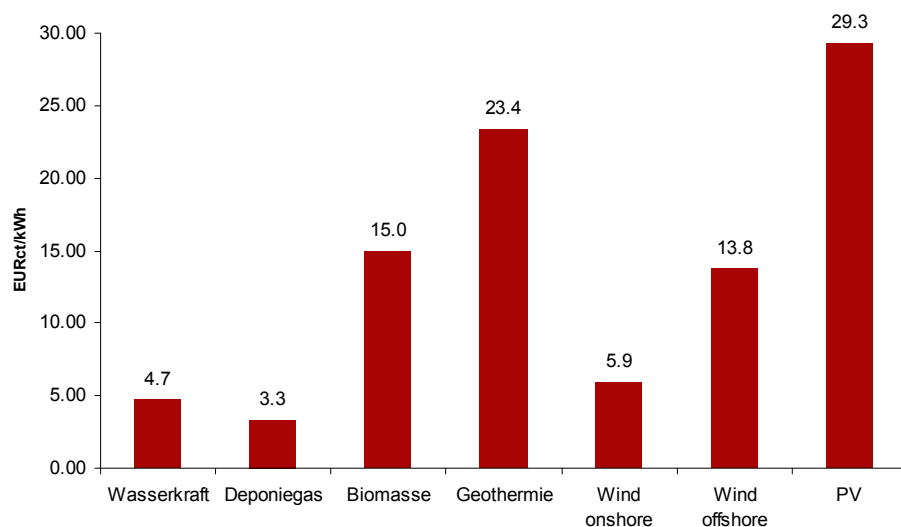
**EEG Erzeugung vs. EEG Auszahlungen (2013e)**



Quelle: bdew; Warburg Research

In anderen Ländern, die sich seit jeher auf die kosteneffizientesten Technologien unter den Erneuerbaren Energien fokussieren, wie z.B. Großbritannien, hat die Windkraft ohnehin eine herausragende Bedeutung unter den Erneuerbaren Energien.

#### Durchschnittlich bezahlte EEG-Tarife für Erneuerbare Energien (2013e)



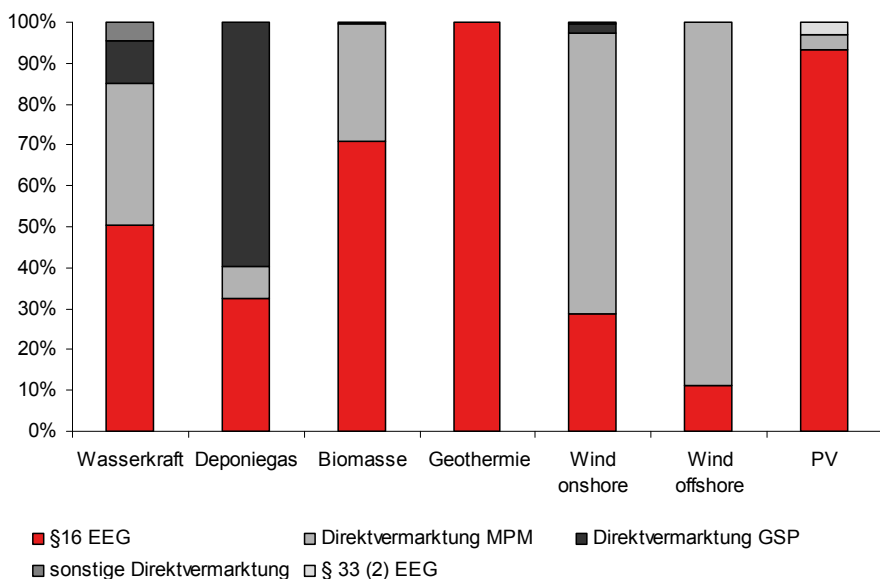
Quelle: bdew; Warburg Research

#### Windenergie – näher am Markt als andere Erneuerbare Energien

Ein weiterer Vorteil ist die Integrierbarkeit der Windkraft in den Strommarkt. Im Rahmen der derzeitigen Anpassung des EEG spielt neben dem Kostenaspekt vor allem auch die Forderung nach der Marktfähigkeit Erneuerbarer Energien eine große Rolle. Der §16 EEG ermöglicht den Produzenten regenerativ erzeugten Stroms diesen in das Verteilungsnetz einzuspeisen, wo eine Abnahme- und Vergütungspflicht des Netzbetreibers besteht. Dies ist unabhängig davon, ob wirklich Bedarf für diese Mengen besteht. Neben dieser Möglichkeit besteht für Anlagenbetreiber auch noch die Alternative, den Strom direkt über das Marktprämienmodell, das Grünstromprivileg oder sonstig zu vermarkten. In 2012 wurden bereits mehr als 71% des Windstroms im Rahmen der Direktvermarktung abgesetzt. Das ist unter allen erneuerbaren Technologien der mit Abstand höchste Wert (abgesehen von der Off-shore Windkraft: 89%).



**Direktvermarktung Erneuerbarer Energien in Deutschland (2012)**



Quelle: bdew; Warburg Research

Angesichts der oben beschriebenen Vorteilhaftigkeit der Windenergie sind wir davon überzeugt, dass es auch in den nächsten Jahren attraktive Investitionsmöglichkeiten auf diesem Feld geben wird, von denen ABO Invest profitieren wird. In dieses Bild passt auch die derzeitige Diskussion über die Anpassung des EEG.

**Politische und Regionale Rahmenbedingungen**

**EEG**

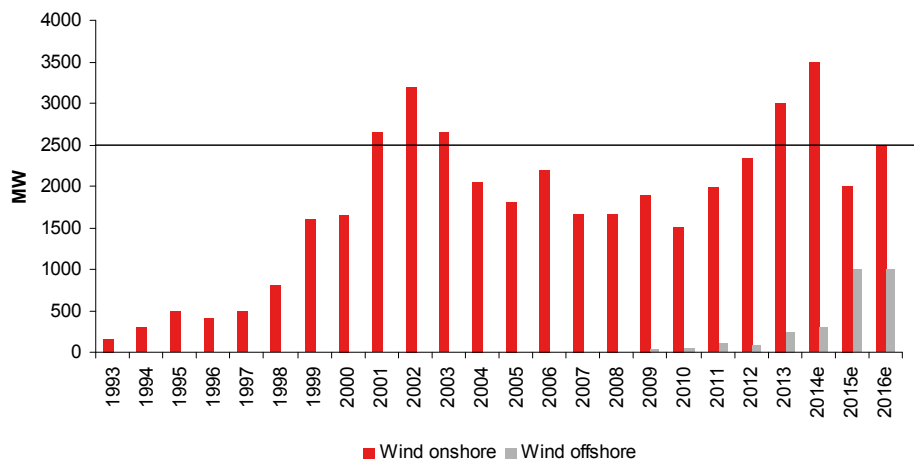
Das deutsche Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG), das seit dem Jahr 2000 in Kraft ist, hat attraktive Bedingungen und einen hohen Grad an Planungssicherheit für eine Ausweitung der Erneuerbaren Energien geliefert. Mit Wirkung zum 1. Januar 2012 wurde das Gesetz überarbeitet und die Bedingungen für Windenergie erneut verbessert. Seither gelten die folgenden Regeln für neue Windparks:

Die FITs vor/nach EEG Novelle lassen sich speziell bei Wind schwer vergleichen, da auch das Referenzertragsmodell angepasst wird. Deshalb macht es mehr Sinn, sich auf die Ausbauziele zu fokussieren, die nach aktuellem Stand der EEG Novelle wie folgt lauten:

- Wind onshore: Deckel 2500 MW p.a. onshore, WRe: 2014 Vorzieheffekte, 2015 schwächer wegen Vorzieheffekten, mittelfristig 2500 MW
- Wind offshore: Ziel 6500 MW bis 2020 kumuliert (Ende 2013 500 MW am Netz)

Der geplante Ausbaukorridor von bis zu 2.500 MW kann im Vergleich zu den Ausbauzahlen der letzten Jahre als relativ generös bezeichnet werden. Seit 2003 betrug der jährliche Zubau stets, teilweise deutlich, unter 2.500 MW (Durchschnitt 2004 - 2012 = 1.900 MW). Nur im Jahr 2013 wurden signifikant mehr Windkraftkapazitäten installiert (2.998 MW), als zukünftig durch die 2.500 MW Grenze erwartet werden können. In diesem Jahr sollte aufgrund von Vorzieheffekten eine Rekordhöhe erreicht werden können (WRe 3.500 MW).

**Zubau der Windkraft in Deutschland**



Quelle: BWE; Warburg Research

Auch die zu erwartenden Tariffhöhen (s.u.) beurteilen wir als auskömmlich. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des technologischen Fortschritts neuer Turbinengenerationen, die signifikante Effizienzsteigerungen erwarten lassen. Nach Aussagen aus der Industrie liegt der Output einer Nordex N117 (2.4 MW Schwachwindanlage) über dem einer älteren 3MW-Anlage. Mit dem Nachfolgemodell der N117, der N131, will Nordex einen bis zu 28%igen Mehrertrag erreichen.

**Veränderung der EEG-Vergütung**

Einspeisevergütung (in €ct/kWh)		EEG 2009	EEG 2012	EEG 2014e*
<b>Windenergieanlage an Land</b>	<b>Anfangsvergütung</b>	8,93	8,93	8,9
	<b>Grundvergütung</b>	4,87	4,87	4,95
	<b>Degression</b>	1%	1,5%	0,4% p.q.
<b>Systemdienstleistungs-Bonus</b>		0,5	0,5 (bei Neuanlagen) 0 (bei Bestandsanlagen)	0
	<b>Repowering-Bonus</b>	0,5	0,5	0
	<b>Windenergieanlage auf See (innerhalb der AWZ)</b>			
	<b>Anfangsvergütung</b>	15 (inkl. 2ct/kWh Sprinter-Bonus)	15 (inkl. 2ct/kWh Sprinter-Bonus) für 12 Jahre	15,4
	<b>Grundvergütung</b>		3,5	3,9
	<b>Degression</b>	5% (ab 2015)	7% (ab 2018)	0,5 ct p.a. (ab 2018)
	<b>optional:</b>		19 ct/kWh für 8 Jahre	19,4 ct für 8 Jahre

Quelle: BMU; Warburg Research; \* ab August 2014

Ein entscheidender Vorteil der ABO Invest-Aktie ist, dass das Unternehmen nicht nur auf Investitionsmöglichkeiten in Deutschland fokussiert ist, sondern auch schon bisher von attraktiven Opportunitäten in Europa profitiert.

**Globaler Windmarkt**

Das Global Wind Energy Council (GWEC) hat seine Marktanalyse für das Jahr 2013 veröffentlicht. Demnach lag die weltweite installierte Windkraft-Leistung im letzten Jahr bei 318 GW. Das schwache Wachstum im letzten Jahr kann zu einem Großteil durch den Förderungsstopp in den USA begründet werden (Rückgang der Neuinstallationen von 8GW auf 1GW). In 2014 ist allerdings mit entsprechenden Aufholeffekten zu

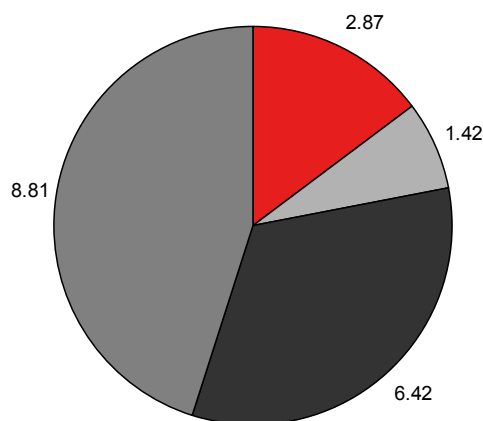
rechnen. Im Moment werden in den USA Projekte in der Größenordnung von 12 GW gebaut. Deutschland liegt mit einem Zubau von 3,2 GW (inkl. Offshore) in 2013 und einer Gesamtkapazität von nun 34,3 GW hinter China und den USA an dritter Stelle. Doch auch andere Staaten in Afrika, Asien und Lateinamerika, darunter im speziellen Indien und Brasilien, treiben ihre Windkraftprogramme voran. Eine Stabilisierung der europäischen Märkte vorausgesetzt, die durch das politische Hin und Her in den letzten Jahren in Mitleidenschaft gezogen wurden, geht die vorläufige Prognose des GWEC von einem Zubau in 2014 mindestens auf dem Niveau von 2012 aus.

### **Klimaziele der EU**

Der Förderung der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energiequellen kommt in der Europäischen Union (EU) aus Gründen der Sicherheit und der Diversifizierung der Energieversorgung, des Umweltschutzes sowie des wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalts eine der höchsten Prioritäten zu. Bis zum Jahr 2020 sollen die Treibhausgasemissionen in der EU um ein Fünftel gegenüber 1990 gesenkt werden (Richtlinie 2009 / 28 / EG). Dieses ambitionierte Klimaziel lässt sich nur durch eine verstärkte Nutzung von erneuerbaren Energiequellen erreichen. Der europäische Windenergieverband (EWEA) erwartet, dass für ein Erreichen dieses Ziels ein Anteil an Erneuerbarer Energie in Höhe von 34% der gesamten Elektrizitätserzeugung in der EU erforderlich ist. Demnach entfallen im Jahr 2020 ungefähr 12% des gesamten Energiemix in der EU auf Windenergie.

Momentan werden neue Klimaziele verhandelt: Die EU-Kommission will die Treibhausgasemissionen Europas bis 2030 um 40% gegenüber 1990 senken (bisher: -20% bis 2020). Ein Erneuerbare-Energien-Ziel, so der Kommissionsvorschlag, sollte mindestens 27% bis 2030 betragen (bisher: 20% bis 2020), wobei höhere Ambitionen den Mitgliedstaaten überlassen werden. Bezüglich Energieeffizienz ist kein Ziel vorgesehen (bisher: 20% bis 2020). Im März verhandeln die Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten über diesen Vorschlag. Sie müssen sich in diesem Jahr entscheiden, wie es nach 2020 weitergehen soll. Denn zum einen müssen sie sich für den nächsten Uno-Klimagipfel in Paris 2015 auf eine gemeinsame europäische Linie einigen. Zum anderen, und das ist entscheidend, braucht die EU eine Klima- und Energiepolitik, die die europäische Wettbewerbsfähigkeit in den innovativen Branchen stärkt.

In dem derzeitigen Portfolio von ABO Invest spielen die Windmärkte Frankreichs und vor allem Irlands eine große Rolle. In unserem Ergebnismodell gehen wir davon aus, dass das Unternehmen in 2014 79% des Umsatzes in diesen beiden Ländern erzielen wird. Aufgrund des hier erworbenen Know-how und der attraktiven Rahmenbedingungen in diesen Märkten erwarten wir, dass ABO Invest auch weitere Windparks in diesen Märkten erwerben wird.

**Regionale Umsatzverteilung von ABO Invest in 2014 (WRe; EUR Mio.)**


■ Deutschland Wind ■ Deutschland Biogas ■ Frankreich Wind ■ Irland Wind

Quelle: Warburg Research

### Frankreich

Obwohl Frankreich aufgrund seiner atom- und wasserlastigen Erzeugungsstruktur einen CO<sub>2</sub>-armen Kraftwerkspark besitzt, bestehen ambitionierte Ziele für den Ausbau der Erneuerbaren Energien. Bis 2020 sollen nach Vorgaben des französischen Gesetzgebers (Grenelle II) 23% aus regenerativen Quellen stammen. Dieses Ziel ergibt sich auch aus der Maßgabe der französischen Regierung, den Anteil der Kernenergie von derzeit 80% auf 50% bis 2025 zu reduzieren.

2012 stammten nur 2,5% der französischen Stromproduktion aus der Windkraft, wobei rund 7.600 MW Windkraftleistung installiert waren. In Deutschland waren es im Vergleichszeitraum bereits 31.308 MW. Um das für 2020 gesteckte Ziel von 23% Strom aus Erneuerbaren Energien zu erreichen, plant Frankreich in diesem Zeitraum den Ausbau der Windenergie mit einer Gesamtleistung von bis zu 25.000 MW (davon 6.000 MW offshore). Ein Erreichen dieses Ziels impliziert einen Zubau von ca. 2.500 MW p.a.

Aufgrund vieler attraktiver Windstandorte und der deutlich dünneren Besiedlungsstruktur als z. B. in Deutschland, kam auch eine Studie des GWEC zu dem Ergebnis, dass Frankreich in Europa das zweitgrößte Potenzial für den weiteren Ausbau der Windenergie aufweist.

Frankreich verfügt über ein mit Deutschland vergleichbares Tarifregime, wobei der Fokus klar auf dem Ausbau der Windenergie liegt. Ein großes Problem der französischen Windenergiebranche waren bislang die langwierigen und komplizierten Genehmigungsverfahren. Dieser Zustand sollte sich allerdings durch die im Frühjahr 2013 verabschiedete verwaltungsrechtliche Gesetzesnovelle (La Loi Brottes) deutlich verbessern. Profitieren sollte die Windkraft in Frankreich auch aufgrund der verbesserten Rechtssicherheit. Das Vergütungssystem wurde aufgrund von Formfehlern im Gesetzgebungsverfahren beklagt, worauf die französische Regierung ein neu formuliertes Gesetz mit identischem Inhalt in Brüssel vorgelegt hat. Der Europäische Gerichtshof hat nunmehr das französische Tarifsysteem als EU-konform bezeichnet.

### Irland

Im Juli 2010 hat die irische Regierung den **National Renewable Energy Action Plan** vorgelegt, der eine schrittweise Abkehr von den derzeit dominierenden

Primärenergieträgern Öl und Gas beabsichtigt (momentan 90% des gesamten Primärenergieverbrauchs). Bis 2020 sollte demnach der Anteil der alternativen Energien an der Stromerzeugung von 10 auf 40% steigen. So sollen die Regenerativen Erzeugungskapazitäten um 5.900 MW bis 2020 (auf 8.339 MW) ausgebaut werden. Dabei wird die Windkraft die dominierende Technologie darstellen (um 5.000 MW auf 7.145 MW, davon Offshore 2.370 MW auf 2.408 MW).

Das Windenergiepotenzial pro Kopf ist in Irland eines der höchsten weltweit. Selbst an Binnenstandorten herrschen Windverhältnisse wie in Mitteleuropa bestenfalls an den Küsten. So sind 3.500 Volllaststunden für irische Binnenparks durchaus realistisch.

In Irland kann ABO Invest zusätzlich von dem Umstand profitieren, dass seit der Finanzkrise die Finanzierung von Projekten über den irischen Kapitalmarkt problematisch ist und somit Investoren, die sich außerhalb des Landes finanzieren, kompetitive Vorteile haben.

Nur dynamische Bewertungsverfahren werden ABO Invest gerecht

## Valuation

### Statische Bewertungsmodelle sind nur wenig hilfreich

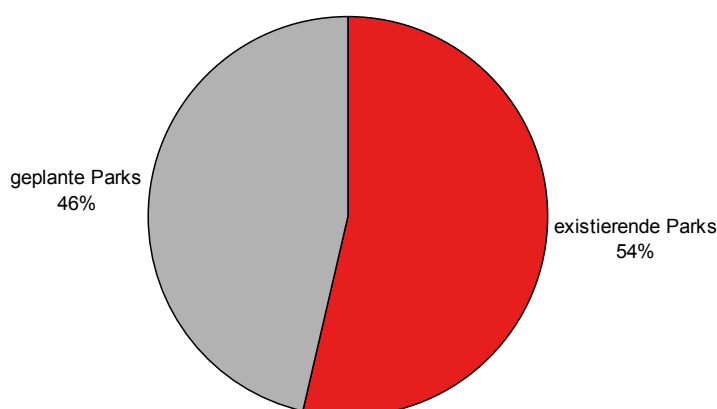
Die für unser Kursziel maßgebliche Bewertung von ABO Invest leiten wir aus einem DCF-Modell her. Dieses dynamische Bewertungsverfahren ist am besten geeignet, den Besonderheiten des Geschäftsmodells von ABO Invest Rechnung zu tragen. Die Cash Flows von ABO Invest sind durch signifikante Investitionstätigkeiten zu Beginn eines Projektes gekennzeichnet, so dass die kumulierten Cash Flows erst nach einer relativ langen Projektdauer das Break-Even-Level erreichen. Zudem kann ein statisches Bewertungsmodell aufgrund der starken Wachstumsphase, in dem sich das Unternehmen befindet, eine nur begrenzt sinnvolle Indikation für den Unternehmenswert von ABO Invest liefern. Außerdem ignoriert ein statistisches Bewertungsmodell die hohe zeitliche Diskrepanz, die zwischen Aus- und Einzahlungen liegt. In dem DCF-Modell wird dieser Tatsache durch die Diskontierung zukünftiger Cash Flows Rechnung getragen.

Vor dem Hintergrund der genannten Argumente liefert das unten abgebildete FCF Value Potential Modell nur begrenzt hilfreiche Ergebnisse für die Bewertung von ABO Invest.

### DCF-Modell bildet die vollständigen Investitionszyklen ab

Unser DCF-Modell bildet die zukünftigen Cash Flows der momentanen Parks, Investitionen in weitere konkret geplante Projekte (bis insgesamt 203 MW) sowie die Reinvestition nach Ablauf der wirtschaftlichen Nutzungsdauer ab. Hierbei gehen wir von einer Projektlaufzeit von 20 Jahren aus. Am Ende der Laufzeit kompensieren annahmegemäß mögliche Entsorgungs- bzw. Deinstallationskosten die Restwerte der Anlagen. Für Projekte in Deutschland gehen wir nach Maßgabe des EEG von fixen, stabilen Einspeisetarifen aus. Bei den Windparks in Frankreich und Irland ist die Zahlungsdauer der garantierten Einspeisetarife auf 15 Jahre begrenzt. Für die letzten fünf Jahre der wirtschaftlichen Nutzungsdauer gehen wir von Einspeisevergütungen auf Basis der Marktpreise für Grundlaststrom aus. Außerdem beinhalten unsere Cash Flow Schätzungen für die ausländischen Parks die dort gültige Dynamisierung der Vergütung auf Basis der Inflationsentwicklung (in unserem Modell 2%).

#### Anteil der Projekte an den Cash Flows in unserem DCF-Modell (bis 2026)



Quelle: Warburg Research

Für ABO Invest benutzen wir ein zweiphasiges DCF-Modell, bei dem wir sämtliche

Werttreiber bis zum Jahr 2026, also bis zur Terminal Value Phase, explizit schätzen.

Unsere Annahmen für den Terminal Value beinhalten Reinvestitionen, bei denen wir grundsätzlich die Durchschnittswerte aller laufenden Projekte als Referenzwerte benutzen. Bezüglich der EBITDA-Marge haben wir im Terminal Value jedoch einen konservativeren Ansatz gewählt und gehen hier von 80% aus (Durchschnitt der laufenden Projekte rund 85%).

Aufgrund der Tatsache, dass die werttreibenden positiven Cash Flows in relativ späten Perioden erwirtschaftet werden, kommt dem Diskontierungszins eine besondere Bedeutung zu. Bei der Bestimmung des Beta gehen die unterschiedlichen Bestimmungsfaktoren in unterschiedliche Richtungen. Die hohe Transparenz und Planbarkeit der Cash Flows sowie die Unabhängigkeit von konjunkturellen Entwicklungen beeinflussen das Beta positiv. Die noch geringe Liquidität der Aktie und die geringe Eigenkapitalquote sorgen hingegen dafür, dass Investoren eine höhere Risikoprämie verlangen. Aggregiert führt dies in unserem Modell zu einem Beta von 1,1. Auf der Basis eines Fremdkapitalzinses von 4,2% und einer Fremdkapitalquote von 67,5% (auf der Basis von Marktwerten und nicht vergleichbar mit dem derzeitigen Leverage von einzelnen Projekten) ergibt sich somit ein WACC von 5,61%.

Der auf dieser Basis ermittelte faire Wert der Aktie beträgt EUR 1,65 und bietet somit ein derzeitiges Kurspotenzial von fast 25%.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung													Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	16,0	16,7	21,3	29,4	36,7	40,5	40,8	41,1	41,1	41,4	41,8	42,1	42,4	
Umsatzwachstum	13,2 %	4,7 %	27,6 %	38,0 %	24,7 %	10,4 %	0,8 %	0,8 %	0,0 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	1,5%
EBIT	4,8	5,1	6,4	8,6	10,5	11,5	11,8	12,1	12,1	12,3	12,6	12,8	13,1	
EBIT-Marge	29,8 %	30,4 %	30,0 %	29,3 %	28,6 %	28,5 %	28,9 %	29,3 %	29,4 %	29,8 %	30,1 %	30,5 %	30,9 %	
Steuerquote (EBT)	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
NOPAT	3,6	3,8	4,8	6,5	7,9	8,6	8,8	9,1	9,1	9,2	9,4	9,6	9,8	
Abschreibungen	7,9	8,2	10,7	15,2	19,3	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	
Abschreibungsquote	49,4 %	49,0 %	50,2 %	51,6 %	52,7 %	53,0 %	52,6 %	52,2 %	52,2 %	51,8 %	51,4 %	51,0 %	50,6 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,4	0,1	0,6	1,0	0,9	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	
- Investitionen	8,3	21,5	37,5	45,9	62,4	31,8	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
Investitionsquote	51,9 %	128,9 %	176,0 %	156,1 %	170,2 %	78,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,8	-9,6	-22,6	-25,3	-36,1	-2,2	28,4	28,4	27,5	26,5	25,7	25,1	24,1	
Barwert FCF	2,7	-8,8	-19,6	-20,7	-28,0	-1,6	19,7	18,7	17,1	15,7	14,4	13,3	12,1	119,2
Anteil der Barwerte	22,6%													77,4%

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	Herleitung Beta:
Fremdkapitalquote 67,50 %	Finanzielle Stabilität 1,40
Fremdkapitalzins 4,2 %	Liquidität 2,00
Marktrendite 8,00 %	Zyklizität 0,60
Risikofreie Rendite 2,50 %	Transparenz 0,50
	Sonstiges 1,00
<b>WACC 5,61 %</b>	<b>Beta 1,10</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	35
Terminal Value	119
Zinstr. Verbindlichkeiten	113
Pensionsrückstellungen	0
Hybridkapital	0
Minderheiten	0
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	5
<b>Eigenkapitalwert 46</b>	
Aktienzahl (Mio.)	28,0
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,65</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,66	6,6 %	-0,19	-0,08	0,05	0,19	0,35	0,52	0,72	1,66	6,6 %	-0,07	0,02	0,11	0,19	0,28	0,37	0,46
1,38	6,1 %	0,35	0,50	0,66	0,85	1,05	1,28	1,54	1,38	6,1 %	0,55	0,65	0,75	0,85	0,95	1,04	1,14
1,24	5,9 %	0,66	0,83	1,02	1,23	1,46	1,73	2,04	1,24	5,9 %	0,91	1,02	1,12	1,23	1,33	1,44	1,54
1,10	5,6 %	1,00	1,19	1,41	1,65	1,93	2,24	2,60	1,10	5,6 %	1,32	1,43	1,54	1,65	1,76	1,87	1,98
0,96	5,4 %	1,37	1,60	1,85	2,13	2,45	2,82	3,26	0,96	5,4 %	1,78	1,89	2,01	2,13	2,25	2,37	2,49
0,82	5,1 %	1,79	2,05	2,34	2,67	3,06	3,50	4,02	0,82	5,1 %	2,29	2,42	2,55	2,67	2,80	2,93	3,05
0,54	4,6 %	2,78	3,13	3,54	4,01	4,56	5,22	6,02	0,54	4,6 %	3,57	3,71	3,86	4,01	4,16	4,31	4,45

- Unser Modell bildet die Cash Flows der momentanen Parks sowie weiterer Projekte bis insgesamt 203 MW ab.
- Hierbei gehen wir von einer wirtschaftlichen Nutzungsdauer von 20 Jahren aus.
- Für ABO Invest benutzen wir ein zweiphasiges DCF Modell, das bis zum Terminal Value alle Wertreiber explizit schätzt.
- Die hohe Transparenz der Cash Flows aus den Parks sowie die konjunkturelle Unabhängigkeit beeinflussen das Beta positiv.
- Die noch geringe Liquidität der Aktie und die geringe Eigenkapitalquote sorgen hingegen für eine höhere Risikoprämie.



---

## Company & Products

### Hintergrund und Konzept

Die ABO Invest AG ist ein Betreiber von Windkraftanlagen in Europa. Das Konzept der von der ABO Wind AG im Jahr 2010 gegründeten Holding umfasst den Erwerb, die Verwaltung und gegebenenfalls die Veräußerung von Windparks im Sinne eines Portfoliomanagements (Wert der Sachanlagen: 114,8 Mio. € zum 30.06.2013). Der Fokus liegt dabei auf einer breiten geografischen Streuung der enthaltenen Windparks zur Minimierung branchentypischer Risiken wie schwankender Windverhältnisse und regulatorischer Einflüsse nationaler Energiepolitik.

Durch die Beauftragung der Gründergesellschaft ABO Wind AG mit der Geschäftsführung spart der Konzern nicht nur Verwaltungskosten ein, sondern kann auch auf ein rund 1,5 Gigawatt großes Angebot an Windparkprojekten in Europa zur Erweiterung des eigenen Portfolios zurückgreifen (Stand: 31.12.2012).

Neben der risikoorientierten Investitionsbewertung und der Partnerschaft mit der branchenversierten ABO Wind ist ein drittes wesentliches Charakteristikum der Geschäftstätigkeit die Gesellschaftsform als Aktiengesellschaft. Die leichte und schnelle Handelbarkeit der börsennotierten Aktie und die damit einhergehenden Anforderungen an Finanzpublikationen und Transparenz sollen eine Alternative zu Kommandit- und Genossenschaftsbeteiligungen schaffen und dem Unternehmen eine leichtere Außenfinanzierung für Neu- und Erweiterungsinvestitionen im Beteiligungsportfolio ermöglichen.

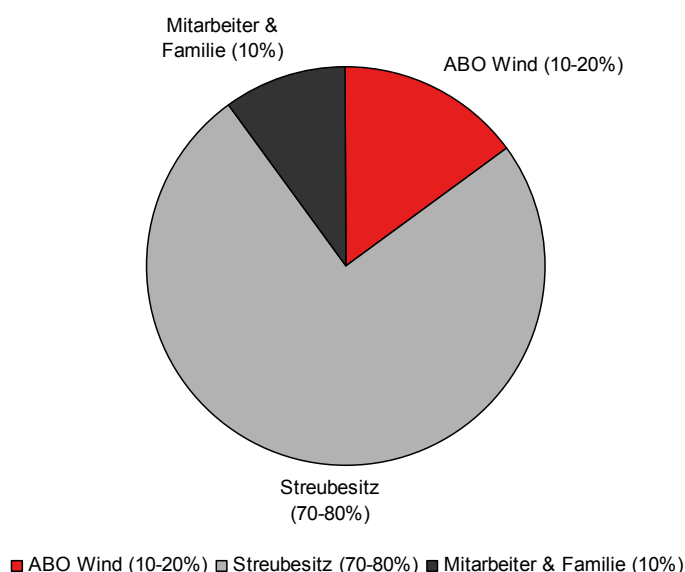
### Historie

Die ABO Wind AG wurde 1996 als Windkraftanlagenbauer gegründet. Ein erstes Engagement als Betreiber eines Windparks verzeichnete ABO Wind im Jahre 2008 über das Tochterunternehmen Eurowind AG. Seit August 2011 ist die ABO Invest AG im Freiverkehr der Börse Düsseldorf notiert.

### Aktionärsstruktur

Mit dem Verkauf von über 60% der Anteile an ABO Invest durch die ABO Wind AG im Jahre 2010 verlor die Gründergesellschaft ihren beherrschenden Einfluss. Zusätzlich verhindert eine Stimmrechtsbeschränkung auf 10% eine dominierende Einflussnahme. Der hohe Freefloat von 70-80% sollte vor allem mit steigender Marktkapitalisierung (nach der geplanten Wachstumsphase und den damit verbundenen Kapitalerhöhungen) für eine gute Liquidität der Aktie sorgen.

**Aktionärsstruktur**



Quelle: ABO Invest; Warburg Research

- 10-20% ABO Wind AG
- 10% Mitarbeiter & Familien
- 70-80% Freefloat

**Projektportfolio**

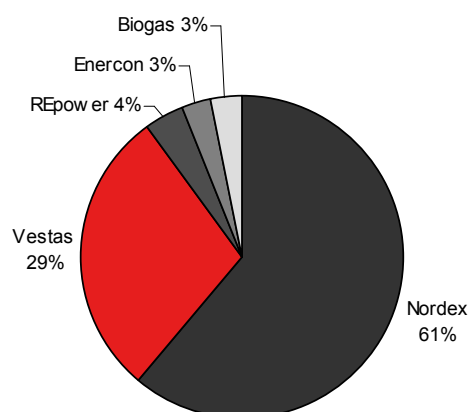
Im März 2014 beträgt die Nennleistung des Gesamtportfolios 83,7 Megawatt. Die Produktion wird von 39 Windenergieanlagen sowie einer Biogasanlage in Deutschland erbracht. Von den Windanlagen befinden sich:

- 16 in Frankreich
- 14 in Irland
- 9 in Deutschland.

**Derzeitige Erzeugungskapazitäten (Produktion, WRe)**

Wind	Land	Anlagen Zahl	MW je Anlage	MW	erwartete Produktion MWh
Broich	D	3	0.8	2.4	4,800
Düngenheim	D	2	2.0	4.0	7,200
Reppendorf	D	3	2.0	6.0	10,500
Framersheim	D	1	3.4	3.4	7,752
FE Cuq	F	6	2.0	12.0	18,600
FE Souilly La Gargasse	F	4	2.0	8.0	19,600
Clamecy	F	4	2.1	8.2	17,712
Escamps	F	2	2.1	4.1	9,635
Glenough	IRL	13	2.5	32.5	104,000
Glenough 14	IRL	1	2.5	2.5	8,000
<b>Total Wind</b>		<b>39</b>		<b>82.9</b>	<b>207,799</b>
<b>Biogas</b>					
Samswegen	D	1	0.8	0.8	6,000
<b>Total derzeitige Projekte</b>		<b>40</b>		<b>83.7</b>	<b>213,799</b>

Quelle: ABO Invest; Warburg Research

**Technologische Diversifizierung**

Quelle: ABO Invest; Warburg Research

Die einzelnen Anlagen des Portfolios betreibt die ABO Invest AG über Beteiligungen an dafür geschaffenen Projektgesellschaften. Das Portfolio beinhaltete zum März 2014 insgesamt 11 Beteiligungen mit insgesamt 39 Windrädern und einer Biogasanlage.

**Das Management**

Das Unternehmen beschäftigt derzeit keine eigenen Mitarbeiter und bedient sich der kaufmännischen Infrastruktur der ABO Wind. Im Gegenzug erhält ABO Wind derzeit eine monatliche Vergütung für die Geschäftsbesorgung von 0,05% (momentan EUR 14.000) des eingezahlten Nennkapitals der ABO Invest. Vorstände sind Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger.

**Vorstand****Dr. Jochen Ahn**

Dr. Jochen Ahn ist promovierter Physikochemiker und Mitgründer der ABO Wind, aus der die ABO Invest hervorging. Herr Dr. Ahn nimmt in beiden Unternehmen jeweils eine Vorstandsposition ein.

Vor seiner Unternehmertätigkeit sammelte Herr Dr. Ahn Erfahrungen im Bereich Erneuerbarer Energien des hessischen Umweltministeriums.

**Andreas Höllinger**

Andreas Höllinger ist Diplom-Kaufmann und seit 2001 für ABO Wind sowie im Besonderen seit 2010 als Vorstandsmitglied beider Unternehmen tätig.

Zuvor gehörten Projektfinanzierungen und das Management von Finanzprodukten im Bereich Öko-Investments und Erneuerbarer Energien zu seinen Tätigkeitsbereichen.

**Aufsichtsrat****Vorsitzender des Aufsichtsrates: Jörg Lukowsky**

Den Vorsitz des Aufsichtsrates hält Jörg Lukowsky inne. Der Rechtsanwalt aus Wiesbaden ist sowohl auf das Steuer- und Arbeitsrecht, als auch auf die Begleitung von Akquisitionen und Umwandlungen im Unternehmensbereich spezialisiert.

Zudem gehören Christoph Kuhrt und Dr.-Ing. Thomas Wagner dem Aufsichtsrat an.

**Anlegerbeirat**

Eine besondere Bedeutung hat der Anlegerbeirat, der bei Investitionsentscheidungen über ein Vetorecht verfügt und so die Einhaltung der definierten Investitionskriterien garantieren soll. Damit werden mögliche Interessenskonflikte, die aufgrund der engen Beziehung zu der ABO Wind AG und deren Doppelfunktion als Aktionär und Verkäufer von Windparkprojekten entstehen könnten, ausgeschlossen.

Der dreiköpfige Anlegerbeirat wird auf der Hauptversammlung satzungsgemäß aus dem Kreis der Aktionäre gewählt. Derzeit gehören dem Beirat Torsten Höhl, Christof Schneider und Jörg Schattner an.

Der Wirtschaftsingenieur Torsten Höhl aus Halsenbach betreibt als selbstständiger Unternehmer mehrere Anlagen zur Erzeugung Erneuerbarer Energien (Photovoltaik und Windkraft). Er war mehr als 15 Jahre lang bei Herstellern von Windkraftanlagen (Tacke,

Nordex) beschäftigt.

Der Kaufmann Jörg Schattner verfügt als Entwickler großer Gewerbeimmobilien-Projekte über fundierte Einblicke in Rentabilitätsberechnungen.

Der Diplom-Sozialpädagoge Christof Schneider engagiert sich seit vielen Jahren für die Wende hin zu sauberen, Erneuerbaren Energien. Er hat unter anderem regionale Bürgersolarinitiativen mitgegründet.

**Margenstarkes Geschäft mit hohen Anfangsinvestitionen**

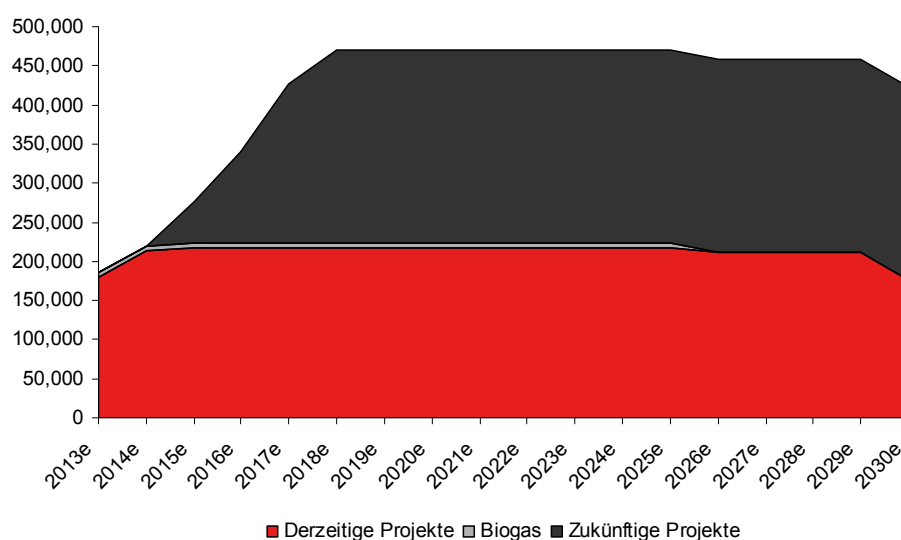
## Financials

### Hohe Planbarkeit der Zahlungsströme

Aufgrund der hohen Planbarkeit der zukünftigen Zahlungsströme ist das Geschäftsmodell von ABO Invest gut modellierbar. Sämtliche Zuflüsse aus der Stromproduktion sind auf der Basis gesetzlicher Rahmenbedingungen für eine Laufzeit von 20 Jahren (Deutschland) bzw. 15 Jahren (Frankreich und Irland) garantiert.

Neben den bereits laufenden Projekten beinhaltet unser Ergebnismodell auch die konkreten Ausbauziele von ABO Invest. In den nächsten drei Jahren plant das Unternehmen seine installierten Kapazitäten um etwa 125MW auf mehr als 200MW zu erweitern. In unserem Ergebnismodell haben wir einen etwas defensiveren Ansatz gewählt. Wir gehen davon aus, dass das angestrebte Wachstumsziel erst in 2018 erreicht sein wird und das Unternehmen dann über Stromerzeugungskapazitäten von 203 MW verfügen wird. Zum Ende dieser Ausbauphase sollte die jährliche Stromproduktion von ABO Invest rund 470 GWh betragen.

### Entwicklung der Stromproduktion (MWh)

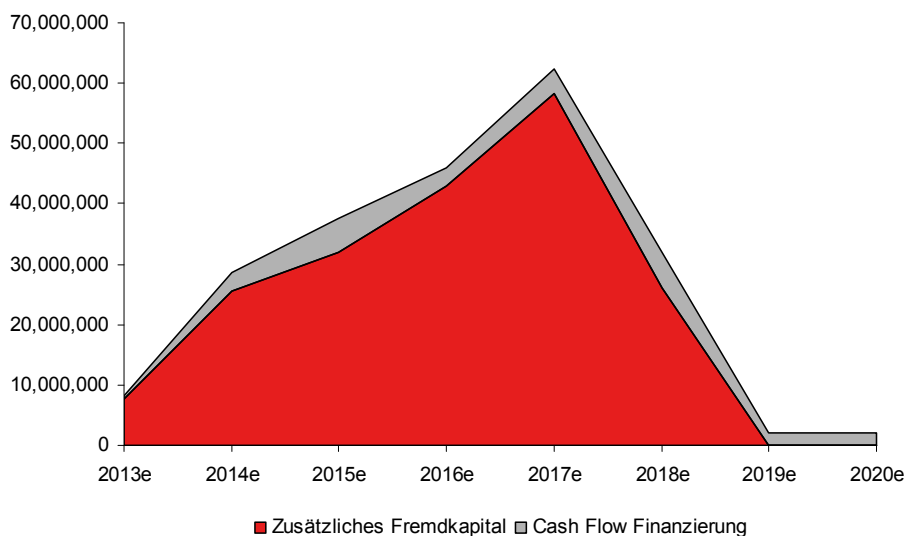


Quelle: Warburg Research

Das dafür notwendige Investitionsvolumen beziffert das Unternehmen mit ca. EUR 220 Mio. Dabei sollen zukünftige Windparks mit einer Eigenkapitalquote von ca. 20% finanziert werden. Die damit verbundenen Kapitalerhöhungen werden nach Angaben des Unternehmens die Anzahl der Aktien von derzeit 28 Mio. auf rund 60 Mio. in 2016 ansteigen lassen. In unserem Bewertungsmodell gehen wir in dem Zeitraum 2014-2018 von Investitionen i.H.v. EUR 206 Mio. aus. Bei der Investitionssumme für die unterschiedlichen Parks schätzen wir höchst unterschiedliche Kennzahlen. Die angenommenen Investitionen je MW variieren von EUR 1,25 Mio. bis EUR 1.85 Mio. Dabei spielt die Qualität des einzelnen Windstandortes die dominierende Rolle.

In unserem Modell unterstellen wir keine weiteren Kapitalmaßnahmen, sondern gehen von einer Finanzierung aus dem operativen Cash Flow und weiterer Fremdkapitalaufnahme aus. Für unser DCF-Bewertungsmodell hat die Finanzierungsstruktur der zukünftigen Investitionen keinen Einfluss auf das Resultat der Bewertung.

**Investitionen und die modellmäßige Finanzierungsstruktur (EUR)**

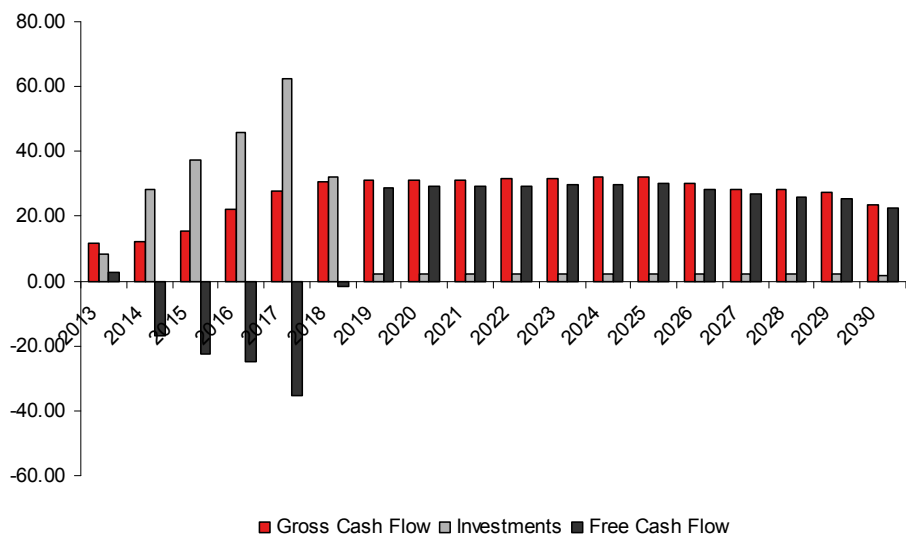


Quelle: Warburg Research

**Schlanke Kostenstruktur**

Die einzelnen Windparkprojekte sind durch niedrige variable Kosten charakterisiert und haben im Durchschnitt eine EBITDA-Marge von ca. 85%. Bezüglich der Gemeinkosten ist ABO Invest schlank aufgestellt. Das Unternehmen beschäftigt derzeit keine eigenen Mitarbeiter und bedient sich der kaufmännischen Infrastruktur der ABO Wind. Im Gegenzug erhält ABO Wind derzeit eine monatliche Vergütung für die Geschäftsbesorgung von 0,05% (momentan EUR 14.000) des eingezahlten Nennkapitals der ABO Invest.

**Operating Cash Flow vs. Investments (EUR Mio.)**



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung													Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	16,0	16,7	21,3	29,4	36,7	40,5	40,8	41,1	41,1	41,4	41,8	42,1	42,4	1,5%
Umsatzwachstum	13,2 %	4,7 %	27,6 %	38,0 %	24,7 %	10,4 %	0,8 %	0,8 %	0,0 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	
EBIT	4,8	5,1	6,4	8,6	10,5	11,5	11,8	12,1	12,1	12,3	12,6	12,8	13,1	
EBIT-Marge	29,8 %	30,4 %	30,0 %	29,3 %	28,6 %	28,5 %	28,9 %	29,3 %	29,4 %	29,8 %	30,1 %	30,5 %	30,9 %	
Steuerquote (EBT)	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
NOPAT	3,6	3,8	4,8	6,5	7,9	8,6	8,8	9,1	9,1	9,2	9,4	9,6	9,8	
Abschreibungen	7,9	8,2	10,7	15,2	19,3	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	
Abschreibungsquote	49,4 %	49,0 %	50,2 %	51,6 %	52,7 %	53,0 %	52,6 %	52,2 %	52,2 %	51,8 %	51,4 %	51,0 %	50,6 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,4	0,1	0,6	1,0	0,9	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	
- Investitionen	8,3	21,5	37,5	45,9	62,4	31,8	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
Investitionsquote	51,9 %	128,9 %	176,0 %	156,1 %	170,2 %	78,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,8	-9,6	-22,6	-25,3	-36,1	-2,2	28,4	28,4	27,5	26,5	25,7	25,1	24,1	
Barwert FCF	2,7	-8,8	-19,6	-20,7	-28,0	-1,6	19,7	18,7	17,1	15,7	14,4	13,3	12,1	119,2
Anteil der Barwerte	22,6%													77,4%

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	Herleitung Beta:
Fremdkapitalquote 67,50 %	Finanzielle Stabilität 1,40
FK-Zins (nach Steuern) 4,2 %	Liquidität (Aktie) 2,00
Marktrendite 8,00 %	Zyklizität 0,60
Risikofreie Rendite 2,50 %	Transparenz 0,50
	Sonstiges 1,00
<b>WACC 5,61 %</b>	<b>Beta 1,10</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	35		
Terminal Value	119		
Zinstr. Verbindlichkeiten	113		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	5	Aktienzahl (Mio.)	28,0
<b>Eigenkapitalwert 46</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,65</b>	

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,66	6,6 %	-0,19	-0,08	0,05	0,19	0,35	0,52	0,72	1,66	6,6 %	-0,07	0,02	0,11	0,19	0,28	0,37	0,46
1,38	6,1 %	0,35	0,50	0,66	0,85	1,05	1,28	1,54	1,38	6,1 %	0,55	0,65	0,75	0,85	0,95	1,04	1,14
1,24	5,9 %	0,66	0,83	1,02	1,23	1,46	1,73	2,04	1,24	5,9 %	0,91	1,02	1,12	1,23	1,33	1,44	1,54
1,10	5,6 %	1,00	1,19	1,41	1,65	1,93	2,24	2,60	1,10	5,6 %	1,32	1,43	1,54	1,65	1,76	1,87	1,98
0,96	5,4 %	1,37	1,60	1,85	2,13	2,45	2,82	3,26	0,96	5,4 %	1,78	1,89	2,01	2,13	2,25	2,37	2,49
0,82	5,1 %	1,79	2,05	2,34	2,67	3,06	3,50	4,02	0,82	5,1 %	2,29	2,42	2,55	2,67	2,80	2,93	3,05
0,54	4,6 %	2,78	3,13	3,54	4,01	4,56	5,22	6,02	0,54	4,6 %	3,57	3,71	3,86	4,01	4,16	4,31	4,45

- Unser Modell bildet die Cash Flows der momentanen Parks sowie weiterer Projekte bis insgesamt 203 MW ab.
- Hierbei gehen wir von einer wirtschaftlichen Nutzungsdauer von 20 Jahren aus.
- Für ABO Invest benutzen wir ein zweiphasiges DCF Modell, das bis zum Terminal Value alle Werttreiber explizit schätzt.
- Die hohe Transparenz der Cash Flows aus den Parks sowie die konjunkturelle Unabhängigkeit beeinflussen das Beta positiv.
- Die noch geringe Liquidität der Aktie und die geringe Eigenkapitalquote sorgen hingegen für eine höhere Risikoprämie.



**Free Cash Flow Value Potential**

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,03	-3,27	-1,66	-1,12	-0,60	
+ Abschreibung + Amortisation	4,12	7,65	7,88	8,19	10,69	
- Zinsergebnis (netto)	-3,78	-6,27	-6,42	-6,57	-7,19	
- Erhaltungsinvestitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>6,87</b>	<b>10,65</b>	<b>12,64</b>	<b>13,64</b>	<b>17,28</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	6,1 %	8,6 %	9,2 %	8,8 %	9,5 %	
WACC	5,61 %	5,61 %	5,61 %	5,61 %	5,61 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>112,65</b>	<b>124,01</b>	<b>136,90</b>	<b>154,20</b>	<b>182,15</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>122,39</b>	<b>189,73</b>	<b>225,13</b>	<b>242,92</b>	<b>307,85</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	107,78	107,78	102,32	116,96	144,91	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Marktwert Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>14,62</b>	<b>81,96</b>	<b>122,81</b>	<b>125,96</b>	<b>162,94</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	28,00	28,00	28,00	28,00	28,00	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>0,52</b>	<b>2,93</b>	<b>4,39</b>	<b>4,50</b>	<b>5,82</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %			229,8 %	238,2 %	337,5 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>						
	8,61 %	n.a.	0,57	1,59	1,48	1,99
	7,61 %	n.a.	1,15	2,27	2,22	2,93
	6,61 %	n.a.	1,90	3,17	3,19	4,16
WACC	<b>5,61 %</b>	<b>0,52</b>	<b>2,93</b>	<b>4,39</b>	<b>4,50</b>	<b>5,82</b>
	4,61 %	1,47	4,40	6,13	6,38	8,20
	3,61 %	2,94	6,68	8,84	9,30	11,90
	2,61 %	5,54	10,70	13,61	14,46	18,44

- Die für unser Kursziel maßgebliche Bewertung von ABO Invest leiten wir aus einem DCF-Modell her.
- Aufgrund der ausgeprägten Wachstumssituation wird ein statischen Bewertungsmodell dem Geschäftsmodell nicht gerecht.

**Wertermittlung**

	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,0 x	1,4 x	1,9 x	2,2 x	2,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,38	-0,06	0,27	0,16	0,13
EV / Umsatz	15,9 x	8,8 x	8,6 x	9,2 x	8,5 x
EV / EBITDA	16,1 x	11,5 x	10,8 x	11,6 x	10,7 x
EV / EBIT	39,0 x	39,2 x	28,8 x	30,4 x	28,5 x
EV / EBIT adj.*	39,0 x	39,2 x	28,8 x	30,4 x	28,5 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	6,1 %	8,6 %	9,2 %	8,8 %	9,5 %
*Adjustiert um:	-				

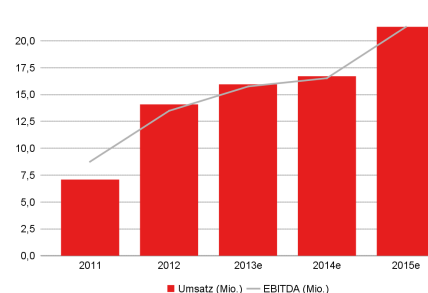
GuV					
In EUR Mio.	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>7,09</b>	<b>14,08</b>	<b>15,95</b>	<b>16,70</b>	<b>21,31</b>
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	98,8 %	13,2 %	4,7 %	27,6 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamterlöse</b>	<b>7,09</b>	<b>14,08</b>	<b>15,95</b>	<b>16,70</b>	<b>21,31</b>
Materialaufwand	0,00	0,39	1,32	1,27	1,89
<b>Rohrertrag</b>	<b>7,09</b>	<b>13,70</b>	<b>14,63</b>	<b>15,44</b>	<b>19,42</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>100,0 %</i>	<i>97,2 %</i>	<i>91,7 %</i>	<i>92,4 %</i>	<i>91,1 %</i>
Personalaufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	1,92	0,94	2,00	1,50	1,50
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,00	3,82	3,99	3,67	3,83
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA</b>	<b>7,01</b>	<b>10,82</b>	<b>12,64</b>	<b>13,26</b>	<b>17,08</b>
<i>Marge</i>	<i>98,9 %</i>	<i>76,8 %</i>	<i>79,2 %</i>	<i>79,4 %</i>	<i>80,2 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,12	7,65	7,88	8,19	10,69
<b>EBITA</b>	<b>2,89</b>	<b>3,17</b>	<b>4,76</b>	<b>5,07</b>	<b>6,39</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>2,89</b>	<b>3,17</b>	<b>4,76</b>	<b>5,07</b>	<b>6,39</b>
<i>Marge</i>	<i>40,8 %</i>	<i>22,5 %</i>	<i>29,8 %</i>	<i>30,4 %</i>	<i>30,0 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>2,89</b>	<b>3,17</b>	<b>4,76</b>	<b>5,07</b>	<b>6,39</b>
Zinserträge	0,42	0,02	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	4,19	6,30	6,42	6,57	7,19
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-0,89</b>	<b>-3,10</b>	<b>-1,66</b>	<b>-1,49</b>	<b>-0,79</b>
<i>Marge</i>	<i>-12,5 %</i>	<i>-22,0 %</i>	<i>-10,4 %</i>	<i>-8,9 %</i>	<i>-3,7 %</i>
Steuern gesamt	0,14	0,16	0,00	-0,37	-0,20
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-1,03</b>	<b>-3,27</b>	<b>-1,66</b>	<b>-1,12</b>	<b>-0,60</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-1,03</b>	<b>-3,27</b>	<b>-1,66</b>	<b>-1,12</b>	<b>-0,60</b>
Minderheitenanteile	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-1,03</b>	<b>-3,26</b>	<b>-1,66</b>	<b>-1,12</b>	<b>-0,60</b>
<i>Marge</i>	<i>-14,5 %</i>	<i>-23,1 %</i>	<i>-10,4 %</i>	<i>-6,7 %</i>	<i>-2,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	8,75	14,03	20,53	28,00	28,00
<b>EPS</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,02</b>
EPS adj.	-0,12	-0,23	-0,08	-0,04	-0,02

\*Adjustiert um:

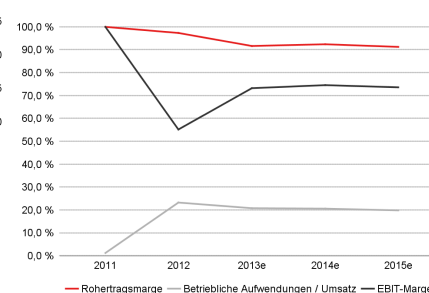
Guidance: n.a.

Kennzahlen					
	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	1,1 %	23,2 %	20,8 %	20,6 %	19,8 %
Operating Leverage	n.a.	0,1 x	3,8 x	1,4 x	0,9 x
EBITDA / Interest expenses	1,7 x	1,7 x	2,0 x	2,0 x	2,4 x
Steuerquote (EBT)	-15,5 %	-5,3 %	0,0 %	25,0 %	25,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

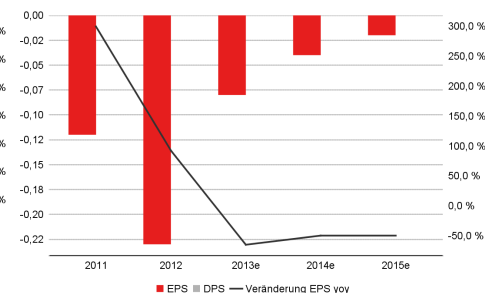
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

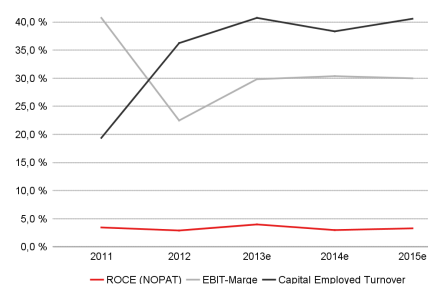
**Bilanz**

In EUR Mio.	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,57	12,35	12,35	12,35	12,35
davon übrige imm. VG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,57	12,35	12,35	12,35	12,35
Sachanlagen	99,38	105,74	106,14	119,47	146,28
Finanzanlagen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Anlagevermögen</b>	<b>111,94</b>	<b>118,09</b>	<b>118,49</b>	<b>131,82</b>	<b>158,64</b>
Vorräte	0,15	0,36	0,60	0,70	0,90
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,43	2,32	2,60	2,70	3,50
Liquide Mittel	3,31	4,84	11,33	8,29	2,58
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,76	3,08	3,08	3,08	3,08
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>8,66</b>	<b>10,61</b>	<b>17,61</b>	<b>14,78</b>	<b>10,06</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>120,60</b>	<b>128,70</b>	<b>136,10</b>	<b>146,60</b>	<b>168,70</b>
<b>Passiva</b>					
Gezeichnetes Kapital	10,00	15,00	21,50	21,50	21,50
Kapitalrücklage	0,31	0,91	2,32	2,32	2,32
Gewinnrücklagen	-1,08	-4,34	-6,00	-7,12	-7,72
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	9,24	11,57	17,82	16,70	16,11
Anteile Dritter	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
<b>Eigenkapital</b>	<b>9,24</b>	<b>11,59</b>	<b>17,84</b>	<b>16,71</b>	<b>16,12</b>
Rückstellungen gesamt	0,62	0,47	0,47	0,47	0,47
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	106,53	112,62	113,64	125,25	147,49
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,16	6,13	6,13	6,13	6,13
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,58	1,18	1,30	1,40	1,80
Sonstige Verbindlichkeiten	2,58	2,80	2,80	2,80	2,80
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>111,31</b>	<b>117,07</b>	<b>118,22</b>	<b>129,93</b>	<b>152,56</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>120,60</b>	<b>128,70</b>	<b>136,10</b>	<b>146,60</b>	<b>168,70</b>

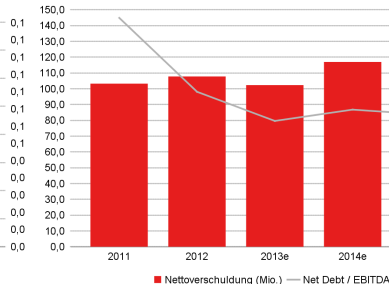
**Kennzahlen**

	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitaleffizienz</b>					
Operating Assets Turnover	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x
Capital Employed Turnover	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x
ROA	-0,9 %	-2,8 %	-1,4 %	-0,9 %	-0,4 %
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (NOPAT)	3,4 %	2,9 %	4,0 %	3,0 %	3,3 %
ROE	-14,4 %	-31,3 %	-11,3 %	-6,5 %	-3,6 %
Adj. ROE	-14,4 %	-31,3 %	-11,3 %	-6,5 %	-3,6 %
<b>Bilanzqualität</b>					
Nettoverschuldung	103,22	107,78	102,32	116,96	144,91
Nettofinanzverschuldung	103,22	107,78	102,32	116,96	144,91
Net Gearing	1116,8 %	930,2 %	573,7 %	699,8 %	899,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	1472,8 %	996,5 %	809,6 %	881,8 %	848,3 %
Buchwert je Aktie	1,1	0,8	0,9	0,6	0,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,4	-0,1	0,3	0,2	0,1

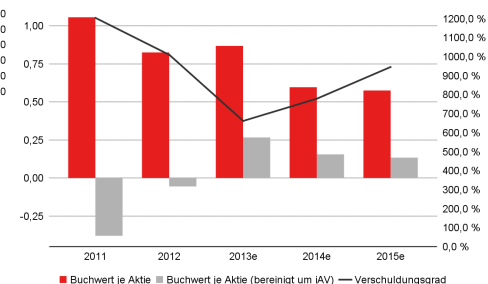
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

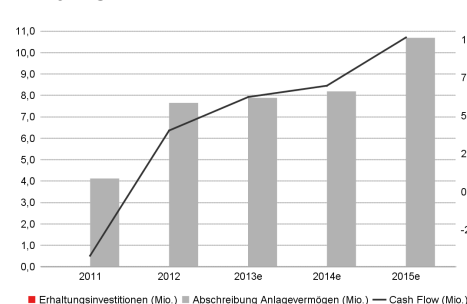
**Cash flow**

In EUR Mio.	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,03	-3,27	-1,66	-1,12	-0,60
Abschreibung Anlagevermögen	4,12	7,65	7,88	8,19	10,69
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-7,31	-0,36	0,00	-0,09	0,06
<b>Cash Flow</b>	<b>-4,22</b>	<b>4,02</b>	<b>6,23</b>	<b>6,98</b>	<b>10,15</b>
Veränderung Vorräte	-0,15	-0,21	-0,24	-0,10	-0,20
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,97	0,11	-0,28	-0,10	-0,80
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,20	-0,40	0,12	0,10	0,40
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,31	-0,50	-0,39	-0,10	-0,60
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-7,53</b>	<b>3,52</b>	<b>5,83</b>	<b>6,88</b>	<b>9,55</b>
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	-25,27	-13,68	-8,28	-21,53	-37,50
Zugänge aus Akquisitionen	-4,57	-0,54	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-25,27</b>	<b>-13,68</b>	<b>-8,28</b>	<b>-21,53</b>	<b>-37,50</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	28,53	6,09	1,03	11,61	22,24
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	5,31	5,60	7,91	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>33,84</b>	<b>11,69</b>	<b>8,94</b>	<b>11,61</b>	<b>22,24</b>
Veränderung liquide Mittel	1,04	1,53	6,49	-3,04	-5,71
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,97	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>3,31</b>	<b>4,84</b>	<b>11,33</b>	<b>8,29</b>	<b>2,58</b>

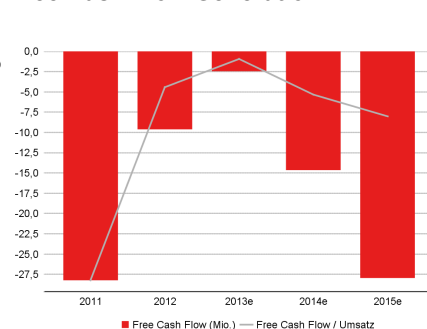
**Kennzahlen**

	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow	-28,23	-9,62	-2,45	-14,64	-27,95
Free Cash Flow / Umsatz	-462,8 %	-72,1 %	-15,4 %	-87,7 %	-131,2 %
Free Cash Flow Potential	6,87	10,65	12,64	13,64	17,28
Free Cash Flow / Umsatz	-462,8 %	-72,1 %	-15,4 %	-87,7 %	-131,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	3198,7 %	311,9 %	147,5 %	1306,4 %	4688,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	18,1 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,5 %	5,7 %	5,7 %	5,5 %	5,3 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>					
Investitionsquote	356,6 %	97,1 %	51,9 %	128,9 %	176,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	613,3 %	178,8 %	105,1 %	262,9 %	350,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-9,2 %	8,9 %	10,7 %	11,7 %	10,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	154,2 %	197,0 %	200,0 %	192,9 %	194,4 %
Vorratumschlag	0,0 x	1,1 x	2,2 x	1,8 x	2,1 x
Receivables collection period (Tage)	125	60	59	59	60
Payables payment period (Tage)	n.a.	1.105	358	404	348
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	-710	-166	-169	-145

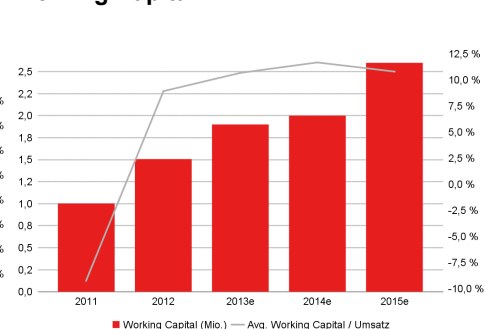
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**QUELLEN**

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierte Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
ABO Invest	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EWXA4.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EWXA4.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

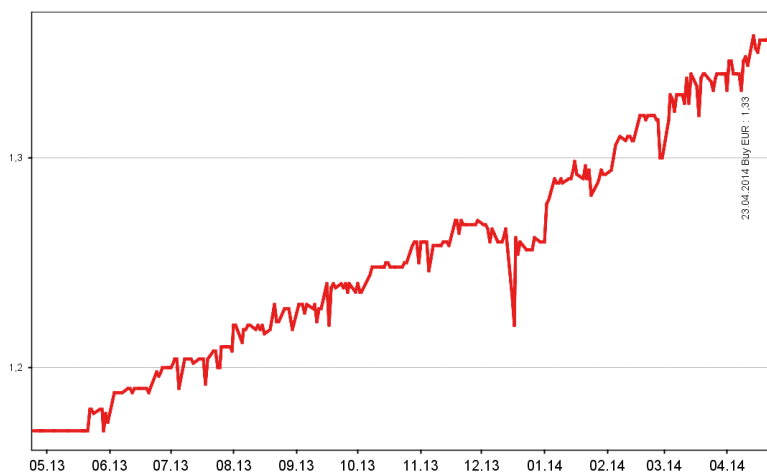
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	51
Halten	80	41
Verkaufen	13	7
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>196</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	76	58
Halten	48	37
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	2
<b>Gesamt</b>	<b>130</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ABO INVEST] AM [23.04.2014]**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.



**RESEARCH**

<b>Roland Rapelius</b> Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
<b>Henner Rüschemeyer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	<b>Malte Rätther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Harald Hof</b> Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com	<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Ömer Güven</b> Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Michael Ilgenstein</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Jan Walter</b> Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
<b>Katharina Merkel</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

**For access please contact:**

<b>Andrea Schaper</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---