

ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion
 Börse Düsseldorf
 Bloomberg: ABO GR
 ISIN: DE000A1EWXA4

Aufnahme der
 Coverage

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€1,50

27,1%

low

WIND POWER-PLAY

Die ABO Invest AG ist ein Betreiber von Onshore-Windparks und einer Biogasanlage. Gegenwärtig verfügt das Unternehmen über ein internationales Portfolio von insgesamt 73 MW. In den nächsten Jahren plant ABO Invest den Ausbau des Portfolios auf über 200 MW. Das dafür notwendige Eigenkapital soll durch Kapitalerhöhungen und erwirtschaftete Liquidität aufgebracht werden. Die Aktie ist ein solider Substanzwert und gleichzeitig eine Wachstumsstory. Unser auf der Basis eines DCF-Modells bestimmtes Kursziel lautet €1,50. Wir nehmen die Coverage mit einer Kaufempfehlung auf.

Solider Substanzwert Die ABO Invest-Aktie ermöglicht eine direkte und jederzeit handelbare Beteiligung an Windkraft- und Biogasanlagen und damit an der Produktion grünen Stroms, dessen Abnahme gesetzlich garantiert ist.

Wachstumsfantasie ABO Invest plant, das vorhandene Portfolio in den nächsten Jahren von gegenwärtig 73 MW auf ca. 200 MW zu verdreifachen. Der Umsatz dürfte sich in 2012 gegenüber dem Vorjahr auf €14,3 Mio. mehr als verdoppeln und sollte in den nächsten Jahren entsprechend des Portfolioausbaus stark wachsen (CAGR 2011-14E: 39%). Die enge Kooperation mit ABO Wind gibt ABO Invest Zugang zu den Windprojekten und dem Know-how des Partnerunternehmens.

Eigenkapital-Zielrendite von 8% ABO Invest will eine Eigenkapitalrendite von 8% p.a. erzielen. Dieses Ziel halten wir bei einem geplanten Eigen-/Fremdkapital-Verhältnis von ca. 15/85 für realistisch.

Risikodiversifikation ABO Invest betreibt Windparks in verschiedenen Windregionen in Europa. Dies reduziert das Risiko von schwachen Windernten in einzelnen Regionen.

Kaufempfehlung mit Kursziel €1,50 Ein DCF-Modell ergibt ein Kursziel von €1,50. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Umsatz (€ Mio.)	0,00	7,09	14,30	16,50	19,17
Jährliches Wachstum	na	na	101,8%	15,4%	16,2%
EBIT (€ Mio.)	-0,06	2,89	2,80	3,83	4,97
EBIT-Marge	na	40,8%	19,6%	23,2%	25,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-0,05	-1,03	-4,35	-3,50	-2,69
EPS (verwässert) (€)	-0,01	-0,13	-0,32	-0,19	-0,10
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-5,00	-26,54	-7,63	-29,88	-42,63
Nettoverschuldungsgrad	1548,0%	1117,3%	1003,2%	860,8%	647,6%
Liquide Mittel (€ Mio.)	1,27	3,27	5,23	6,40	6,32

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windjahre, technische Probleme bei Wind- oder Biogasanlagen, Verschlechterung der Förderbedingungen für erneuerbare Energien, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Invest AG ist ein Betreiber von Windparks und Biogasanlagen. Gegenwärtig hat das Unternehmen 8 Windparks in Deutschland, Irland und Frankreich sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 73 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 21. Nov 2012

Schlusskurs	€ 1,18
Aktien im Umlauf	15,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 17,70 Mio.
52-Wochen-Höchst/Tiefstkurse	€ 1,08 / 1,19
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	17.412

Multiples	2011A	2012E	2013E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	17,1	8,5	7,3
EV/EBIT	41,9	43,2	31,6
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2012

Liquide Mittel	€ 6,28 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 9,30 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 12,72 Mio.
Bilanzsumme	€ 126,30 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 3,12 Mio.
Eigenkapital	€ 12,79 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

ABO Wind	20,0%
Free Float	80,0%



INHALT	SEITE
ABO Invest AG – Übersicht.....	1
Investment Case	3
SWOT-Analyse	4
Bewertung.....	6
<i>DCF-Modell</i>	7
Geschäftsbeschreibung	8
<i>Firmenhistorie</i>	8
<i>Geschäftsmodell</i>	8
Finanzlage und -Ausblick	13
<i>Finanzlage 2011 und H1 2012 des ABO Invest Konzerns</i>	13
<i>Ausblick auf 2012 und die Folgejahre</i>	15
Newsflow.....	19
Marktumfeld	20
<i>Globale Regulierung unterstützt den Windmarkt</i>	20
<i>Der EU-Windmarkt</i>	21
<i>Der deutsche Windmarkt</i>	23
Management.....	25
Aktionärs- & Aktieninformationen.....	26
Gewinn- und Verlustrechnung.....	27
Bilanz	28
Kapitalflussrechnung.....	29



INVESTMENT CASE

Solider Substanzwert

Die ABO Invest AG ist ein Betreiber von Windparks und zu einem geringen Teil von Biogasanlagen. Die Aktie ermöglicht ein grundsätzliches Investment in nachhaltige Vermögenswerte. Die Erträge aus der Grünstromproduktion bilden langfristig die Grundlage für hohe Dividenden. Ziel des Unternehmens ist es, eine Eigenkapitalrendite von 8% pro Jahr zu erwirtschaften.

In den meisten europäischen Ländern wird die Einspeisung von Strom aus erneuerbaren Energien gesetzlich gefördert. Viele Länder haben die Vergütung pro Kilowattstunde eingespeisten Grünstroms gesetzlich für 15 bis 20 Jahren fixiert und die Versorger verpflichtet, den Strom abzunehmen. Daher sind ABO Invest's Umsätze aus der Stromproduktion über längere Zeiträume gut prognostizierbar, visibel und langfristig abgesichert.

Wachstumsstory

ABO Invest plant, ihr Portfolio in den nächsten Jahren auf ca. 200 MW auszubauen. Dies entspricht nahezu einer Verdreifachung der gegenwärtigen Kapazität von 73 MW und dürfte selbst unter der Annahme fallender Einspeisevergütungen zu einer signifikanten Steigerung des Umsatzes und Ergebnisses führen. So sollte der Umsatz von €7,1 Mio. in 2011 auf €19,2 Mio. in 2014E führen (+170%). Dies entspricht einer durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) von 39%. Studien des Beratungsunternehmens Deloitte belegen, dass Wind- und Solarparkportfolios ab 200 MW von Investoren höher bewertet werden als Portfolios, die unterhalb dieser Schwelle liegen. Ein Überschreiten der 200 MW-Marke dürfte das Unternehmen daher in neue Bewertungsregionen führen.

Gesicherter Zugang zu attraktiven Projekten

Die enge Kooperation mit dem Großaktionär ABO Wind AG, einem deutschen Windprojektor mit langjähriger Branchenerfahrung, gibt ABO Invest Zugang zu dessen Projektpipeline. In 2011 errichtete ABO Wind 115 MW in Deutschland, Irland, Frankreich und Großbritannien und akquirierte neue Projekte mit einer Kapazität von 600 MW. Anfang 2012 verfügte ABO Wind über baureife Projekte von ca. 100 MW.

Der direkte Zugang zu internationalen Projekten ist ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil für ABO Invest. Das Unternehmen kann regelmäßig qualitativ hochwertige Projekte aus verschiedenen Ländern von ABO Wind akquirieren und kann dadurch zügig das Portfolio vergrößern und diversifizieren. Die Projektsuch- und prüfkosten können dank der engen Zusammenarbeit mit ABO Wind minimiert werden.



SWOT-ANALYSE

STÄRKEN

- **Solider Substanzwert** ABO Invest ist ein grundsätzliches Investment in nachhaltige Vermögenswerte. Die Erträge aus der Grünstromproduktion bilden langfristig die Grundlage für hohe Dividenden. Ziel des Unternehmens ist es, eine Eigenkapitalrendite von 8% pro Jahr zu erwirtschaften. Die Umsätze aus der Stromproduktion sind relativ gut prognostizierbar und visibel und sicher, da in den meisten europäischen Ländern die Vergütung für die Einspeisung von Strom aus erneuerbaren Energien gesetzlich für 15 bis 20 Jahre fixiert ist und die Versorger verpflichtet sind, den Strom abzunehmen.
- **Gesicherter Zugang zu attraktiven Projekten** Der vom Großaktionär und Windanlagenprojektierer ABO Wind unterbreitete direkte Zugang zu internationalen Projekten ist ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil für ABO Invest. Das Unternehmen kann regelmäßig qualitativ hochwertige Projekte aus verschiedenen Ländern von ABO Wind akquirieren und kann dadurch zügig das Portfolio vergrößern und diversifizieren. Die Projektsuch- und -prüfkosten können dank der engen Zusammenarbeit mit ABO Wind minimiert werden.
- **Schlank aufgestellt** ABO Invest hat keine eigenen Mitarbeiter. Die Geschäfte des Unternehmens werden über einen Dienstleistungsvertrag mit ABO Wind abgewickelt. Die ABO Wind stellt mit Herrn Dr. Ahn und Herrn Höllinger aktuell auch den Vorstand der ABO Invest. Daher ist die operative Kostenbasis von ABO Invest sehr niedrig.
- **Anlegerbeirat sichert Qualität bei der Projektwahl** Der von der Hauptversammlung der ABO Invest gewählte dreiköpfige Anlegerbeirat überprüft Investitionsentscheidungen des Vorstands darauf, ob die ins Auge gefassten Windparks oder Biogasanlagen die Rendite- und Qualitätskriterien erfüllen. Das Gremium hat ein Vetorecht. Der Anlegerbeirat sichert somit die Qualität der Investitionsentscheidungen von ABO Invest.

SCHWÄCHEN

- **Geringe Marktkapitalisierung und Liquidität** Gegenwärtig hat die ABO Invest AG eine Marktkapitalisierung von €18 Mio. In den letzten 3 Monaten betrug das durchschnittliche Handelsvolumen 21,000 Aktien. Dies verringert die Wahrscheinlichkeit, dass ein Investor eine größere Position kurzfristig verkaufen kann. Entweder ist ein Verkauf mangels Käufer nicht möglich oder nur unter Hinnahme von hohen Abschlägen.
- **Kleiner Spieler im Strommarkt** Mit einer gegenwärtigen Kapazität von 73 MW gehört ABO Invest zu den kleinen Spielern im Strommarkt. Die geringe Verhandlungsmacht kann ABO Invest allerdings über den Zugang zu Projekten von ABO Wind kompensieren.



- **Eigenkapitalausstattung reicht nicht für Wachstum** Die relativ geringe Eigenkapitalbasis macht regelmäßige Kapitalerhöhungen zur Finanzierung des Wachstums notwendig. Falls es der Gesellschaft nicht gelingt, die gleiche Renditequalität bei Neuprojekten zu erzielen, würde der Wert der Aktie verwässert.

CHANCEN

- **Schnelles Wachstum durch Portfolioausbau** ABO Invest plant, ihr Portfolio in den nächsten Jahren auf ca. 200 MW auszubauen. Dies entspricht nahezu einer Verdreifachung der gegenwärtigen Kapazität von 73 MW und dürfte zu einer signifikanten Steigerung von Umsatz und Ertrag führen.
- **Diversifizierung** Das gegenwärtige Portfolio aus 8 Windparks und einer Biogasanlage weist bereits eine relativ hohe Diversifizierung auf. Der Ausbau des Portfolios sollte den Risikodiversifizierungseffekt verstärken, Ertragschwankungen einzelner Parks besser ausgleichen und die Treffsicherheit der Umsatzprognosen erhöhen. ABO Invest diversifiziert auf drei Ebenen: bei den Herstellern (z.B. Enercon, Nordex, Vestas), bei den Windregionen (z.B. Frankreich, Irland) und den nationalen regulatorischen Rahmenbedingungen (z.B. Deutschland, Frankreich, Irland).
- **Beteiligungen von Stromversorgern und institutionellen Investoren** Mit steigendem Portfoliovolumen dürfte das Interesse von regionalen Versorgern und institutionellen Investoren steigen, sich an der ABO Invest zu beteiligen.

RISIKEN

- **Veränderung der Regulierung** Gegenwärtig wird Windstrom in den meisten Industrieländern durch gesicherten Netzzugang und Einspeisevergütungen oder äquivalente Regeln unterstützt. Eine Verschlechterung der Regulierung könnte die Nachfrage nach Windstrom reduzieren und die Eigenkapitalrendite von zukünftigen Windparks senken.
- **Schlechte Windjahre** Die Windernten fallen jedes Jahr – ähnlich wie in der Landwirtschaft – unterschiedlich aus. Sollte die Windernte an mehreren Standorten niedrig ausfallen, können die tatsächlichen Erträge deutlich unter den Prognosen liegen. Allerdings versucht ABO Invest, dieses Risiko durch die Wahl von Standorten in unterschiedlichen Windregionen zu minimieren.
- **Anlagenausfall wegen technischer Probleme** Zwar sind Windkraftanlagen im Binnenland inzwischen technisch ausgereifte und zuverlässige Kraftwerke, trotzdem können technische Probleme auftreten und zu Ausfallzeiten führen. Die Fehleranfälligkeit könnte bei Anlagen, die schon sehr lange laufen (kalkulatorische Laufzeit: 20 Jahre), zunehmen. ABO Invest ist gegen Anlagenausfälle versichert. Außerdem setzt ABO Invest auf unterschiedliche Anlagentypen und Hersteller, um so Klumpenrisiken zu vermeiden.



BEWERTUNG

Das Geschäftsmodell von ABO Invest ist ein typisches Betreibermodell. Für ABO Invest und die Investoren steht das Erwirtschaften einer angemessenen Eigenkapitalrendite im Vordergrund. ABO Invest plant, eine Eigenkapitalrendite von ca. 8% zu erzielen.

Wir berechnen den fairen Wert von ABO Invest auf der Basis eines DCF-Modells, das die zukünftig generierten freien Cashflows auf den Gegenwartswert (GW) abdiskontiert.

Unser DCF-Modell führt zu einem fairen Wert pro ABO Invest-Aktie von €1,50.

Wir verwenden ein Zwei-Phasen-Modell, welches die Phase bis einschließlich 2014 detailliert schätzt. Die Phase von 2015 bis 2037 wird anhand von Annahmen zu den wichtigsten modellrelevanten Größen geschätzt. Das Jahr 2037 ist das Jahr, in dem das Modell den letzten Umsatz und freien Cashflow unterstellt. Damit verzichten wir auf eine Terminalperiode, die mögliche Cashflows nach 2037 berücksichtigt. Stattdessen gehen wir davon aus, dass nach der Investitionsphase, die 2016 endet, das vorhandene Portfolio bis zum Ende der angenommenen Lebensdauer der Anlagen (20 Jahre) betrieben wird.

Als Eigenkapitalkosten legen wir einen Zinssatz von 8,2% zugrunde. Damit orientieren wir uns an der von ABO Invest anvisierten Eigenkapitalrendite von 8%. Als durchschnittlichen Fremdkapitalsatz unterstellen wir 4%. Wir gehen davon aus, dass eine für den Eigenbetrieb von Windkraft- und Biogasanlagen typische Aufteilung von Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung von 15% zu 85% vorgenommen wird. Damit ergibt sich bei einem unterstellten Steuersatz von 17% ein WACC von 4,1%.

Das DCF-Modell basiert auf folgenden Annahmen:

- Das Portfolio wird in den Jahren 2013-2016 um 125 MW erweitert (vgl. dazu den Abschnitt „Finanzlage und Ausblick“).
- Die Abschreibungsdauer der Anlagen im bestehenden Portfolio liegt zwischen 16 und 20 Jahren. Für Neuinvestitionen ab 2013 unterstellen wir eine durchschnittliche Abschreibungsdauer von 18 Jahren.
- Die Einspeisevergütungen in Deutschland sind für 20 Jahre fixiert, in Irland und Frankreich auf 15 Jahre. Für Neuinvestitionen ab 2013 gehen wir von einer Einspeisevergütungsdauer von 15 Jahren aus. Für die restlichen fünf Jahre der unterstellten 20jährigen Betriebsdauer gehen wir davon aus, dass der produzierte Strom für 60 €/MWh am Markt verkauft wird.
- Der durchschnittliche Steuersatz beträgt 17%.
- Die Anzahl der Aktien steigt in den kommenden Jahren aufgrund der unterstellten jährlichen Kapitalerhöhungen von gegenwärtig 15 Mio. auf 53 Mio. Stück. Wir diskontieren die in den nächsten Jahren jeweils hinzukommenden Aktien mit dem WACC von 4,1% ab und erhalten so eine verwässerte Aktienanzahl von 49 Mio. Stück.



DCF-MODELL

Das DCF-Modell ergibt einen fairen Wert von €1,50 pro ABO Invest-Aktie.

Abbildung 1: DCF-Modell

DCF-Modell									
Alle Angaben in tsd €									
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Nettoumsatz	14.303	16.503	19.174	24.263	30.527	38.001	42.311	42.288	42.562
NOPLAT	2.336	3.326	4.435	5.852	8.409	10.503	11.820	11.734	11.829
+ Abschreibungen & Amortisation	7.883	8.510	9.751	12.218	15.087	18.566	20.175	20.132	20.093
= Operativer Cashflow (netto)	10.219	11.836	14.187	18.070	23.496	29.070	31.995	31.867	31.922
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-11.171	-34.896	-49.685	-56.651	-71.892	-411	-237	1	-15
CAPEX	-12.000	-34.996	-49.808	-56.879	-71.547	0	0	0	0
Working Capital	829	100	123	228	-345	-411	-237	1	-15
= Freier Cashflow (FCF)	-953	-23.060	-35.498	-38.582	-48.395	28.658	31.758	31.868	31.907
GW der FCFs	-949	-22.067	-32.647	-34.101	-41.105	23.393	24.914	24.027	23.117

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Nettoumsatz	42.840	43.125	43.415	43.710	44.012	43.211	43.480	37.909	35.210
NOPLAT	11.921	12.007	12.090	12.168	12.472	13.717	13.745	10.335	9.181
+ Abschreibungen & Amortisation	20.056	20.022	19.990	19.961	19.656	17.359	17.346	16.967	16.201
= Operativer Cashflow (netto)	31.977	32.029	32.080	32.129	32.128	31.077	31.090	27.302	25.383
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-15	-16	-16	-16	-17	44	-15	306	148
CAPEX	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Working Capital	-15	-16	-16	-16	-17	44	-15	306	148
= Freier Cashflow (FCF)	31.961	32.014	32.064	32.113	32.112	31.121	31.076	27.609	25.531
GW der FCFs	22.252	21.420	20.619	19.844	19.070	17.762	17.046	14.553	12.933

	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
Nettoumsatz	31.077	29.716	21.523	19.851	17.250	13.575	8.925	3.225
NOPLAT	6.631	5.917	4.440	5.485	6.258	6.847	5.533	1.899
+ Abschreibungen & Amortisation	16.023	15.779	11.224	8.677	5.743	2.204	0	0
= Operativer Cashflow (netto)	22.654	21.696	15.664	14.162	12.001	9.050	5.533	1.899
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	227	75	451	92	143	202	256	314
CAPEX	0	0	0	0	0	0	0	0
Working Capital	227	75	451	92	143	202	256	314
= Freier Cashflow (FCF)	22.881	21.771	16.114	14.254	12.144	9.253	5.789	2.213
GW der FCFs	11.140	10.186	7.245	6.159	5.043	3.693	2.220	816

in tsd €	
GWs der FCFs explizite Periode (2012-2037)	176.607
GWs der FCFs in der Terminalperiode	0
Unternehmenswert (EV)	176.607
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-103.265
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	73.504

Fairer Wert	73.504
--------------------	---------------

WACC	4,1%
Eigenkapitalkosten	8,2%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%
Normaler Steuersatz	17,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,3%
EK-Anteil	15,0%
FK-Anteil	85,0%
Aktienzahl verwässert	48.988
Fairer Wert je Aktie in €	1,50

Quelle: First Berlin Equity Research

GESCHÄFTSBESCHREIBUNG

FIRMENHISTORIE

Die ABO Invest AG wurde im Juli 2010 von der ABO Wind AG als alleinige Gesellschafterin gegründet. ABO Wind zeichnete 5 Millionen Aktien mit einem Nennwert von jeweils einem Euro. Dieses Startkapital setzte die ABO Invest ein, um die Eurowind, einen Betreiber von Windparks mit einer Kapazität von 57 MW, von der ABO Wind zu erwerben. Die Angemessenheit des Kaufpreises hatte ein vom Amtsgericht Wiesbaden als Nachgründungsgutachter bestellter Wirtschaftsprüfer bestätigt. Die ABO Wind AG ist gegenwärtig mit noch ca. 20% größter Aktionär. ABO Invest hat ihren Sitz in Wiesbaden. Die ABO Invest-Aktie wird im Freiverkehr der Börse Düsseldorf (seit dem 15.08.2011) gehandelt.

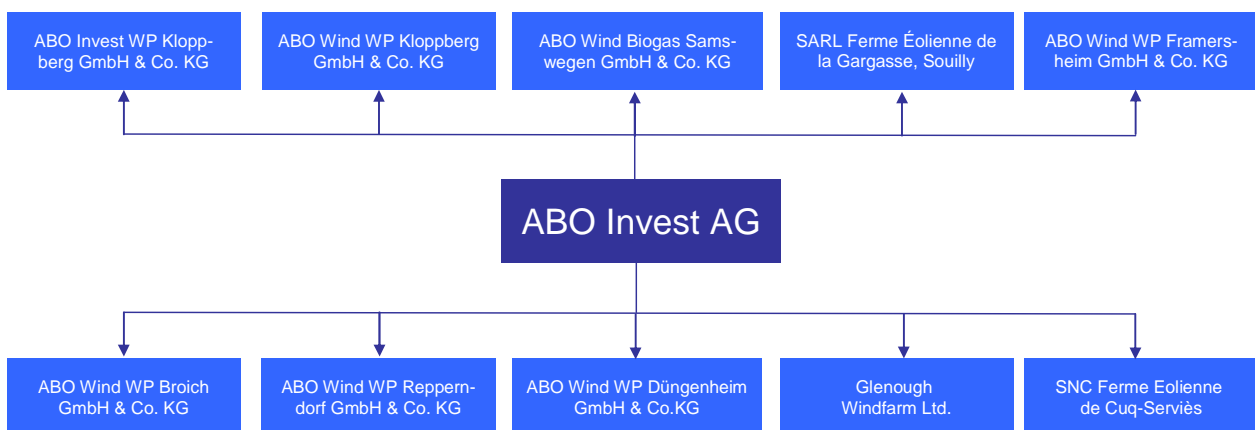
Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger führen die Geschäfte der ABO Invest. Die beiden sind zugleich Vorstände der ABO Wind AG, die gemäß eines Dienstleistungsvertrags mit der Verwaltung der ABO Invest betraut ist und dafür pro Jahr eine pauschale Aufwandsentschädigung in Höhe von 0,6 Prozent des eingezahlten Nennkapitals erhält. Für ihre Vorstandstätigkeit bei der ABO Invest erhalten Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger keine zusätzliche Vergütung.

GESCHÄFTSMODELL

Organigramm und Konsolidierungskreis

Die ABO Invest erwirbt und betreibt Windparks und Biogasanlagen entweder direkt oder über Tochter- bzw. Beteiligungsgesellschaften. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die wesentlichen gegenwärtigen Beteiligungen.

Abbildung 2: Organigramm ABO Invest AG zum 30.06.2012



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Ende 2011 erstreckte sich der Konsolidierungskreis der ABO Invest AG auf insgesamt 11 Gesellschaften, davon 3 im Ausland (vgl. Abbildung 3 nächste Seite). Das summierte Eigenkapital der Gesellschaften betrug €7,8 Mio. Die Gesellschaften sind allerdings unterschiedlichen lokalen Bilanzierungsrichtlinien unterworfen.

**Abbildung 3: Konsolidierungskreis ABO Invest Ende 2011**

Name	Anteil am Kapital	Eigenkapital T€	Ergebnis 2011 T€	konso- liert seit
Inland				
ABO Invest Komplementär GmbH	100%	25	0	30.08.2011
ABO Invest WP Kloppberg GmbH & Co. KG	100%	189	-111	01.07.2011
ABO Wind Biogas Samswegen GmbH & Co. KG	100%	1.145	226	31.12.2011
ABO Wind WP Broich GmbH & Co. KG	100%	-492	-53	31.12.2010
ABO Wind WP Düngenheim GmbH & Co. KG	100%	-107	-26	31.12.2010
ABO Wind WP Repperndorf GmbH & Co. KG	100%	-65	0	31.12.2010
Eurowind AG	100%	2.489	-314	31.12.2010
Eurowind Beteiligungs GmbH	100%	24	3	31.12.2010
Ausland				
Glenough Windfarm Ltd. (Irland)	100%	2.808	1.210	31.12.2010
SNC Ferme Éolienne de Cuq-Serviès (Frankreich)	100%	-659	-550	31.12.2010
SARL Ferme Éolienne de la Gargasse (Frankreich)	100%	2.429	-101	31.12.2011
Summe		7.786	284	

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Verankerung in der Wertschöpfungskette

Als Eigentümerin der Anlagen fließen der ABO Invest die Erlöse aus der Stromproduktion zu – abzüglich der Kosten für den Betrieb. Als Anlagenbetreiber steht ABO Invest am Ende der Wertschöpfungskette der Windkraftbranche.

Die ABO Wind AG ist zentraler Geschäftspartner der ABO Invest und entwickelt Projekte, die der ABO Invest zum Kauf angeboten werden und den zügigen Ausbau des Portfolios ermöglichen. Ebenso kann ABO Invest Projekte am Markt dazukaufen.

Anlagenportfolio

Das Anlagenportfolio enthielt Ende 2011 insgesamt 7 Windparks und eine Biogasanlage (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Der größte Windpark mit einer Kapazität von 32,5 MW steht in Irland, zwei weitere in Frankreich und vier in Deutschland wie auch die Biogasanlage. Um das Anlagenrisiko zu streuen, setzt ABO Invest auf unterschiedliche Hersteller wie Nordex, Enercon und Vestas. Die Biogasanlage stammt von Biogas Nord und verfügt über 2 Blockheizkraftwerke von SES. In 2011 produzierte ABO Invest mit der in 2011 vorhandenen Kapazität von 66,3 MW insgesamt 84.900 MWh Strom. ABO Invest unterstellt in ihren Renditekalkulationen eine Nutzungsdauer der Wind- und Biogasanlagen von 20 Jahren.



Abbildung 4: Anlagenportfolio ABO Invest in 2011

Anlagenportfolio	Anlagentyp	Anlagenanzahl	Inbetriebnahme	MW	MWh 2011 ¹⁾	Umsatz 2011 in € ¹⁾	Ø Verfügbarkeit 2011 ²⁾	Zielerreichung in 2011 (Basis kWh)
Glenough, Irland	Nordex 80 + 9	13	09/2011	32,5	42.600	3.181.000	93%	+11%
Broich, Dtl.	Enercon E 53	3	2008	2,4	4.800	433.000	100%	-3%
Düngenheim, Dtl.	Vestas V 90	2	2009	4,0	7.000	680.000	98%	-3%
Kloppberg, Dtl.	Nordex N 43	1	1998	0,6	400	40.000	97%	-15%
Repperndorf, Dtl.	Vestas V 90	3	2009	6,0	11.200	1.082.000	99%	+4%
Cuq, Frankreich	Vestas V 90	6	2009	12,0	18.900	1.670.000	97%	+1%
Souilly, Frankreich	Vestas V 90	4	10/2012	8,0	./.	./.	./.	./.
Samswegen	Biogasanlage	1	2008	0,8	./.	./. ³⁾	94%	-1%
Summe		33		66,3	84.900	7.086.000		5%

1) Werte gerundet

2) Durchschnittliche Verfügbarkeit = rechnerisch maximale Produktionsstunden abzüglich nicht planmäßiger Stillstandszeiten

3) Biogasanlage wurde zum 31.12.2011 konsolidiert und trägt erst seit Januar 2012 zum Konzernergebnis bei, ca. 6.000 MWh Strom und Wärme p.a.

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

In 2012 hat ABO Invest ihr Portfolio bisher um insgesamt 7,1 MW erweitert. Im Januar erwarb das Unternehmen eine 92%ige Mehrheitsbeteiligung an zwei weiteren Windkraftanlagen des Windparks Kloppberg. Die Anlagen haben eine Kapazität von je 0,6 MW und sollen je Anlage ca. 1.000 MWh Strom produzieren. Außerdem hat ABO Invest ein Windkraftanlagenprojekt in Framersheim (Rheinland-Pfalz) erworben. Das Repowering-Projekt hat eine Kapazität von 3,4 MW und soll 7.900 MWh Strom pro Jahr produzieren. Die Inbetriebnahme ist für August 2013 vorgesehen. Das Investitionsvolumen beträgt €6,3 Mio. Darüber hinaus plant das Unternehmen, den Windpark Glenough in Irland um 2,5 MW zu erweitern. Die Erweiterung soll 6.100 MWh Strom pro Jahr produzieren; die Inbetriebnahme ist für Januar 2013 geplant. Das Investitionsvolumen beträgt €3,6 Mio.

Risikodiversifizierung

ABO Invest verfügt bereits heute über ein gut diversifiziertes Windparkportfolio, da die Windparks in unterschiedlichen Windregionen Europas stehen (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite). Die regionale Differenzierung stärkt den Risikodiversifizierungseffekt. Oft wird eine schwache Windernte in der einen Windregion durch eine überdurchschnittliche Windernte in einer anderen Region kompensiert.

Die Windausbeute eines Parks ist immer abhängig von den Windverhältnissen im jeweiligen Jahr. Es gibt gute und schlechte Windjahre; entscheidend für ABO Invest ist daher die durchschnittliche Ausbeute über mehrere Jahre. ABO Invest arbeitet mit indexkorrigierten Werten, d.h. die vorhandenen IST-Daten werden mit Langzeitdatenreihen aus der jeweiligen Region korreliert, um die Qualität des Standorts zu beurteilen. Da Anfang 2012 ein neuer Keiler-Häuser-Index für Deutschland veröffentlicht wurde, hat ABO Invest ihre Ertragsprognosen auf Basis des neuen Indexes und unter Berücksichtigung aller IST-Daten der Parks, die seit mehr als 12 Monaten in Betrieb sind, kontrolliert. Für das gesamte Portfolio ergab die Kontrolle einen Wert über 100%, so dass wir davon ausgehen, dass das bisherige Portfolio die Prognose im langjährigen Mittel erfüllen wird.

Abbildung 5: Geografische Verteilung der Windparks



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Der in Abbildung 6 dargestellte IST-Plan-Vergleich verdeutlicht

1. wie stark die Windernte eines Windparks in einem Jahr vom Plan abweichen kann (maximale Planabweichung: Windpark Broich 2010 in Höhe von -22,5%)
2. wie stark sich die Abweichung vom Plan über die Jahre nivelliert: Die Stromproduktion des Windparks Repperndorf wich 2009 um +4,2%, in 2010 um -4,2%, in 2011 um +3,8% vom Plan ab und in 2012 liegt die Abweichung bisher bei +5,6%. Im gesamten Zeitraum 2009 bis 9/2012 betrug die Planabweichung lediglich +2,1%
3. wie gut der Risikodiversifizierungseffekt bei den 7 vorhandenen Windparks bereits auf Jahresbasis greift: So lag z.B. die Planabweichung des Gesamtportfolios in 2012 bisher bei -2,4%, während die Abweichungen der einzelnen Parks sich in einer Bandbreite von -19,1% bis +5,6% bewegten. Noch stärker macht sich die Risikodiversifizierung des Gesamtportfolios über den Gesamtzeitraum 2008 bis 9/2012 bemerkbar: Die Planabweichung betrug lediglich -0,6%. (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite).

Risikodiversifizierungseffekt greift



Abbildung 6: Ist-Plan-Vergleich der Stromproduktion einzelner Standorte

IST-Plan-Vergleich 2008 - 2012 in MWh ¹⁾													
Jahr	WP Broich (D)			WP Düngeheim (D)			WP Kloppberg (D)			WP Repperndorf (D)			
	IST	PLAN	Delta	IST	PLAN	Delta	IST	PLAN	Delta	IST	PLAN	Delta	
2008	4.600	4.800	-2,5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
2009	4.500	5.000	-10,2%	6.500	6.400	1,9%	-	-	-	10.400	10.000	4,2%	
2010	3.900	5.000	-22,5%	6.700	7.200	-7,9%	-	-	-	10.300	10.800	-4,2%	
2011	4.800	5.000	-3,3%	7.000	7.200	-3,2%	400	500	-14,8%	11.200	10.800	3,8%	
1-9/2012	3.000	3.400	-12,8%	4.700	5.000	-5,7%	1.700	2.100	-19,1%	8.100	7.700	5,6%	
Summe	20.800	23.200	-10,2%	24.900	25.900	-3,7%	2.100	2.600	-18,3%	40.000	39.200	2,1%	

IST-Plan-Vergleich 2008 - 2012 in MWh, Fortsetzung													
Jahr	WP Glenough (IR)			WP Cuq (F)			BGA Samswegen (D)			Portfolio			
	IST	PLAN	Delta	IST	PLAN	Delta	IST	PLAN	Delta	IST	PLAN	Delta	
2008	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.600	4.800	-2,5%	
2009	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.400	21.300	0,2%	
2010	-	-	-	17.800	18.200	-2,5%	-	-	-	38.600	41.200	-6,3%	
2011	37.400	33.800	10,6%	18.900	18.600	1,4%	2.500	2.500	0,9%	82.200	78.400	4,9%	
1-9/2012	72.000	72.700	-1,0%	12.300	13.400	-8,4%	4.600	4.700	-2,5%	106.500	109.100	-2,4%	
Summe	109.400	106.500	2,7%	48.900	50.200	-2,6%	7.000	7.100	-1,3%	253.200	254.800	-0,6%	

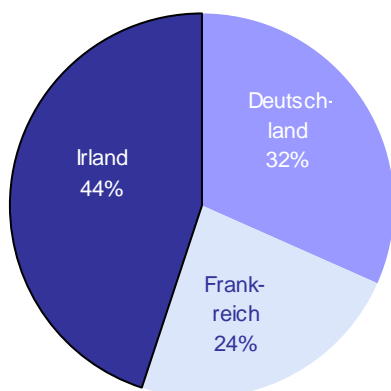
1) IST- und PLAN-Zahlen gerundet. Die Berechnung des Deltas basiert auf den nicht gerundeten IST- und PLAN-Zahlen.
Die Windparks gehörten vor 2011 noch nicht zu ABO Invest.

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Regionale Umsatzaufteilung

In 2011 wurden Umsätze in Deutschland, Frankreich und Irland erwirtschaftet. Während der irische Windpark fast die Hälfte des Umsatzes beitrug, belief sich der Anteil aus den beiden französischen Parks auf knapp ein Viertel (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Regionale Umsatzaufteilung von ABO Invest in 2011



Regionale
Umsatzaufteilung

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG



FINANZLAGE UND -AUSBLICK

Der ABO Invest-Konzern bilanziert gemäß den Bilanzierungsstandards des Handelsgesetzbuches (HGB) und folgt damit den im Vergleich zu den International Financial Reporting Standards (IFRS) konservativeren deutschen Regeln.

FINANZLAGE 2011 UND H1 2012 DES ABO INVEST KONZERNES

Gewinn- und Verlustrechnung

In 2011 erzielte ABO Invest einen Umsatz in Höhe von €7,1 Mio. und ein EBIT von €2,9 Mio. Der Nettoverlust betrug €-1,0 Mio. Da die ABO Invest im Rumpfgeschäftsjahr 2010 noch keine Umsätze erzielt hat, stehen keine aussagekräftigen Vergleichszahlen zur Verfügung. Da sich die operativen Erträge und Aufwendungen mit jeweils knapp €2,0 Mio. die Waage hielten, waren die Abschreibungen in Höhe von €4,1 Mio. ausschlaggebend für das operative Ergebnis. Ein negatives Finanzergebnis in Höhe von €-3,8 Mio. sowie Steuerzahlungen in Höhe von €137 tsd. führten zu einem negativen Nettoergebnis von €-1,0 Mio. (vgl. Abbildung 8).

In den ersten Jahren Verluste durch hohe Abschreibungen und Finanzierungskosten

Abbildung 8: ABO Invest Ergebnis 2011

in €Mio.	2011
Umsatz	7,09
EBIT	2,89
Marge	40,8%
Netto-Überschuss/-Fehlbetrag	-1,03
Marge	-14,5%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Im ersten Halbjahr 2012 (vgl. Abbildung 9) steigerte ABO Invest den Umsatz aufgrund der Erweiterungen des Portfolios auf €6,5 Mio. (H1 2011: €1,8 Mio.). Das EBIT stieg auf €1,2 Mio. (H1 2011: €0,3 Mio.). Ein deutlich negativeres Finanzergebnis von €-3,1 Mio. war der wesentliche Grund für ein negatives Nettoergebnis in Höhe von €-2,0 Mio. (H1 2011: €-0,7 Mio.).

Abbildung 9: ABO Invest Halbjahresergebnis 2012

in €Mio.	H1 2012	H1 2011	Delta
Umsatz	6,51	1,77	268,0%
EBIT	1,23	0,25	388,2%
Marge	18,9%	14,2%	./.
Netto-Überschuss/-Fehlbetrag	-2,05	-0,70	n.a.
Marge	-31,5%	-39,5%	./.

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanz

ABO Invest hat die Bilanz im ersten Halbjahr gestärkt (vgl. Abbildung 10 auf der nächsten Seite). Die Kapitalerhöhung um 5 Mio. Aktien erhöhte das Eigenkapital unter Berücksichtigung des H1-Nettofehlbetrags auf €12,8 Mio. von €9,2 Mio. (+39% gegenüber Ende 2011). Die Eigenkapitalquote stieg auf 10,1% von 7,7%. Die Mittel aus der Kapitalerhöhung werden in den Kauf neuer Windparks investiert. Dies ist ein wesentlicher Faktor für die Erhöhung des Sachkapitals auf €102,5 Mio. (2011: €99,4 Mio.). Die liquiden Mittel stiegen auf €6,3 Mio. (2011: €3,3 Mio.).

Abbildung 10: ABO Invest Bilanz H1 2012

in €Mio.	30.06.2012	31.12.2011	Delta
Sachanlagen	102,52	99,38	3,2%
Immaterielles Vermögen	12,72	12,57	1,2%
Liquide Mittel	6,28	3,27	92,0%
Eigenkapital	12,79	9,23	38,6%
Finanzverbindlichkeiten	110,37	106,53	3,6%
Nettoverschuldung inkl. Mezzanine-Kapital	104,09	103,26	0,8%
Bilanzsumme	126,30	120,55	4,8%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>10,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>./.</i>
<i>Nettoverschuldungsgrad</i>	<i>813,8%</i>	<i>1118,7%</i>	<i>./.</i>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Die Finanzverbindlichkeiten setzen sich zur Jahresmitte 2012 aus Bankdarlehen in Höhe von €97,4 Mio. und Genussrechten in Höhe von €13 Mio. zusammen. Bankdarlehen in Höhe von ursprünglich €91 Mio. wurden von einem Bankenconsortium aus Commerzbank und NordLB bereitgestellt. Die Zinsbindung beträgt 16 Jahre und die durchschnittliche Verzinsung beläuft sich auf ca. 6%. Die Genussrechte (vgl. Abbildung 11) der Eurowind im Volumen von €13 Mio. wurden von der Umweltbank Nürnberg in zwei Tranchen bei einigen hundert Anlegern platziert und sind in der Bilanz als Mezzanine-Kapital verbucht. Der Durchschnittszinssatz liegt bei 6,6%.

Hohe Finanzverbindlichkeiten typisch für das Geschäftsmodell

Abbildung 11: Eurowind-Genussrechte

Genussrechte	Nennbetrag €Mio.	Laufzeit	Zinssatz
Tranche 1	5,2	31.12.2021	6,45%
Tranche 2	7,8	31.12.2023	6,70%
Summe	13,0		

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Die immateriellen Vermögenswerte in Höhe von €12,7 Mio. beinhalten den Geschäfts- oder Firmenwert der Projektgesellschaften. Bei der Erstkonsolidierung wurde der Wertansatz der dem Mutterunternehmen gehörenden Anteile mit dem auf diese Anteile entfallenden Betrag des Eigenkapitals des Tochterunternehmens verrechnet. Das Eigenkapital wurde mit dem Betrag angesetzt, der dem zum Konsolidierungszeitpunkt beizulegenden Zeitwert der in den Konzernabschluss aufzunehmenden Vermögensgegenstände und Schulden entspricht. Der auf der Aktivseite nach der Verrechnung verbleibende Unterschiedsbetrag wird als Geschäfts- oder Firmenwert ausgewiesen. Der den einzelnen Projektgesellschaften zugewiesene Geschäfts- oder Firmenwert wird planmäßig über die Projektlaufzeiten abgeschrieben. Die Laufzeiten liegen zwischen 10 und 20 Jahren.

Immaterielle Vermögenswerte i. H. v. €12,7 Mio.

Die Nettoverschuldung stieg in H1 2012 auf €104,1 Mio. (2011: €103,3 Mio.). Die hohe Nettoverschuldung (Nettoverschuldungsgrad: 814%) ist typisch für Anlagenbetreiber und ist durch die Sachanlagen abgesichert. Die hohe Finanzverschuldung ist eine direkte Folge der üblichen Aufteilung der Projektfinanzierung in einen niedrigen Eigenkapital- und einen hohen Fremdkapitalanteil. Die Eurowind-Projekte wurden mit 85% Fremdkapital, 12% Mezzanine und 3% Eigenkapital finanziert.

Cashflow-Rechnung

In 2011 erzielte ABO Invest einen negativen operativen Cashflow in Höhe von €-1,3 Mio. Wesentlicher Grund dafür war die Erhöhung des Working Capitals (Zunahme der



Forderungen aus Lieferungen und Leistungen um €1,8 Mio., Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen um €2,2 Mio.).

Die umfangreichen Investitionen führten zu einem negativen Cashflow aus Investitionstätigkeit von €-25,3 Mio. Der freie Cashflow belief sich somit auf €-26,5 Mio. Er wurde durch einen Finanzmittelzufluss von €27,6 Mio. finanziert. Der Finanzmittelbestand am Ende der Periode erhöhte sich auf €3,3 Mio.

Investitionstätigkeit belastet freien Cashflow

In H1 2012 wurde ein positiver operativer Cashflow in Höhe von €1,4 Mio. erwirtschaftet. Investitionen führten zu Abflüssen in Höhe von €7,5 Mio. Zusätzliche Finanzmittel in Höhe von €9,4 Mio. erhöhten den Finanzmittelbestand zum 30.06.2012 auf €6,3 Mio. (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 12: Cashflow-Rechnung

in €Mio.	H1 2012	2011	H1 2011
Operativer Cashflow	1,38	-1,27	-0,73
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-7,52	-25,27	-23,21
Freier Cashflow	-6,14	-26,54	-23,94
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	9,43	27,56	25,44
Liquiditätsveränderung inkl. konsolidierungskreisbed. Veränderungen	3,02	2,25	1,51
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	6,28	3,27	2,78

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

AUSBLICK AUF 2012 UND DIE FOLGEJAHRE

Unser Ausblick auf die Jahre 2012E-2014E geht auf die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz und die Cashflow-Rechnung ein. Grundlage sind die von ABO Invest im August 2012 veröffentlichte Gewinnprognose und unser weiter unten dargestelltes Expansionsszenario.

Gewinn- und Verlustrechnung

Basierend auf ABO Invests Ertragsprognosen für die bestehenden Windparks und der Biogasanlage erwarten wir einen Umsatz in Höhe von €14,3 Mio. in 2012E und von €16,5 Mio. in 2013E (vgl. Abbildung 13). Die Windparks in Irland und Frankreich erhalten jedes Jahr einen Inflationsausgleich, den wir pauschal mit 2% veranschlagt haben.

Umsatz- und EBIT-Steigerung durch Portfolioerweiterung

Abbildung 13: Umsatzschätzung für 2012E-2014E

	Normalumsatz ¹⁾	2012E	2013E	2014E
	€	€	€	€
Broich seit 2008	436.935	436.935	436.935	436.935
Düngenheim seit 2009	744.321	744.321	744.321	744.321
Kloppberg (seit 1998)	290.250	290.250	290.250	290.250
Repperndorf seit 2009	1.105.282	1.105.282	1.105.282	1.105.282
Glenough seit 2011	8.144.070	8.144.070	8.306.952	8.473.091
Cuq seit 2009	1.686.901	1.686.901	1.720.639	1.755.052
Souilly ab 10/2012	1.628.424	407.106	1.628.424	1.660.992
Samswegen seit 2008	1.488.000	1.488.000	1.488.000	1.488.000
Glenough Erweiterung ab 1/2013	475.617	/.	475.617	485.129
Framersheim ab 8/2013	734.700	/.	306.125	734.700
Umsatz aus CAPEX in 2013	4.000.000	/.	/.	2.000.000
Summe		14.302.866	16.502.545	19.173.753

1) Der Normalumsatz errechnet sich aus der erwarteten jährlichen Stromproduktion gemäß Ertragsprognose multipliziert mit den jeweiligen Einspeisevergütungen.

Quelle: First Berlin Equity Research

Nach den wesentlichen Abzugsposten „sonstige betriebliche Ausgaben“ in Höhe von €-3,5 Mio. und „Abschreibungen“ in Höhe von €7,9 Mio. sollte sich in 2012E ein EBIT in Höhe von



€2,8 Mio. ergeben. Das negative Finanzergebnis von €-6,7 Mio. ist der wesentliche Einflussfaktor für das negative Nettoergebnis von €-4,4 Mio.

In 2013E dürfte das EBIT nach Abschreibungen in Höhe von €-8,5 Mio. und sonstigen betrieblichen Ausgaben von €-4,0 Mio. bei €3,9 Mio. liegen. Ein negatives Finanzergebnis von €-6,9 Mio. ist der Hauptgrund für einen Jahresverlust in Höhe von €-3,5 Mio.

Basierend auf den von uns adaptierten Umsatz- und Gewinnprognosen, die ABO Invest im August 2012 veröffentlicht hat, und unserem weiter unten dargestellten Expansionsszenario ergeben sich für das Unternehmen folgende Umsatz- und Gewinnschätzungen (vgl. Abbildung 14).

Abbildung 14: Gewinn- und Verlustrechnung 2011-2014E

in €Mio.	2011	2012E	2013E	2014E
Umsatz	7,09	14,30	16,50	19,17
EBIT	2,89	2,80	3,83	4,97
Marge	40,8%	19,6%	23,2%	25,9%
Netto-Überschuss/-Fehlbetrag	-1,03	-4,35	-3,50	-2,69
Marge	-14,5%	-30,4%	-21,2%	-14,1%
Durchschnittliche Aktienzahl in Mio.	7,92	13,75	18,25	26,25
EPS	-0,13	-0,32	-0,19	-0,10

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanz

Die Bilanz von ABO Invest wird in den nächsten Jahren durch den Ausbau des Portfolios und die dafür notwendige Finanzierung geprägt sein. So steigen die Sachanlagen gemäß unserem Ausbauszenario bis 2014E auf €171,8 Mio. Die EK- und FK-Finanzierung führt zu einer Erhöhung des Eigenkapitals auf €24,4 Mio. und der Finanzverschuldung auf €164,1 Mio. in 2014E (vgl. Abbildung 15).

**Bilanz von
Portfolioexpansion
geprägt**

Abbildung 15: Bilanz 2011-2014E

in €Mio.	2011	2012E	2013E	2014E
Sachanlagen	99,38	104,12	131,21	171,83
Eigenkapital	9,24	10,50	14,80	24,36
Eigenkapitalquote in %	7,7%	8,3%	9,6%	12,5%
Finanzverschuldung	106,53	110,53	133,78	164,08
Liquide Mittel	3,27	5,23	6,40	6,32
Nettoverschuldung	103,27	105,30	127,38	157,76
Nettoverschuldungsgrad in %	1117,3%	1003,2%	860,8%	647,6%
Bilanzsumme	120,55	126,24	154,33	194,85

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Cashflow-Rechnung

Der Portfolioausbau führt zu deutlich steigenden operativen Cashflows (2012E: €4,4 Mio. und 2013E: 5,1 Mio.). Die stark steigenden Investitionsausgaben führen zu sehr hohen negativen freien Cashflows (2012E: €-7,6 Mio. und 2013E: €-29,9 Mio.), die durch Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen gedeckt werden (vgl. Abbildung 16 auf der nächsten Seite).

Abbildung 16: Kapitalflussrechnung 2011-2014E

in €Mio.	2011	2012E	2013E	2014E
Operativer Cashflow	-1,27	4,37	5,11	7,18
Investitionen	-20,70	-12,00	-35,00	-49,81
Freier Cashflow	-21,97	-7,63	-29,88	-42,63
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	28,53	9,60	31,05	42,56
Liquiditätsveränderung	1,99	1,96	1,17	-0,07
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	3,27	5,23	6,40	6,32

Quelle: First Berlin Equity Research

Expansionszenario

ABO Invest plant, das Windpark- und Biogasanlagenportfolio mittelfristig auf 200 MW auszubauen. Wie der genaue Expansionspfad in den nächsten Jahren aussehen wird, hängt von den spezifischen Projekten ab, die ABO Invest in den nächsten Jahren angeboten werden, sowie von der erfolgreichen Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital. Da wir den tatsächlichen Ausbaupfad nicht voraussagen können, arbeiten wir mit einer Vielzahl von Annahmen, die einen möglichen Expansionspfad der ABO Invest konkretisieren.

**Expansionszenario
unterstellt Ausbau um
125 MW bis 2017**

Wir unterstellen, dass das Unternehmen von 2013E bis Ende 2016E insgesamt 125 MW zum bestehenden Portfolio hinzufügt. Die aggregierten Investitionen (CAPEX) betragen in unserem Szenario €211,7 Mio., der Eigenkapitalanteil 25%. Das Eigenkapital wird zum allergrößten Teil über jährliche Kapitalerhöhungen beschafft. Dazu wird das Unternehmen in unserem Szenario 38 Mio. Aktien ausgeben, die zu einem Brutto-Eigenmittelzufluss von kumuliert €52,2 Mio. führen. Das Fremdkapital wird über Bankdarlehen bereitgestellt. Für die spezifischen Annahmen bezüglich Investitionen und Finanzierung vgl. Abbildung 17.

Abbildung 17: Expansionszenario – Investitions- und Finanzierungsplan

in €tsd.	2013E	2014E	2015E	2016E
Investitionen				
CAPEX in MW	20	29	33	43
CAPEX in €/kW	1.750	1.715	1.681	1.664
Preisrückgang CAPEX/MW in %	./.	2%	2%	1%
CAPEX	35.000	49.735	55.463	71.547
Kapitalerhöhungen				
Aktienzahl neu in tsd.	6.500	9.500	10.000	12.000
Preis pro Aktie in €	1,20	1,29	1,40	1,51
Bruttoemissionserlös	7.800	12.255	14.000	18.120
Gebühr (3%)	234	368	420	544
Nettoemissionserlös	7.566	11.887	13.580	17.576
Kapitalstruktur				
Fremdkapital	26.250	37.301	41.597	53.661
Eigenkapital	8.750	12.434	13.866	17.887
EK-Anteil	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

Die Investitionen generieren neue Umsätze. In unserem Szenario unterstellen wir vereinfachend, dass die Investitionen in jedem Jahr zur Jahresmitte begonnen werden und bis zum Jahresende abgeschlossen sind. Weiterhin gehen wir davon aus, dass die mit den Investitionen errichteten zusätzlichen Kapazitäten im ersten Jahr nach der Investition zu 50% umsatzwirksam werden. In den Folgejahren unterstellen wir Normalumsatz (vgl. Abbildung 18 auf der nächsten Seite).



Für die Zeit nach 2016E unterstellen wir, dass die Kapazität des Portfolios konstant bleibt.

Abbildung 18: Umsätze aus Investitionen

in €tsd.	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz aus CAPEX						
CAPEX in MW	20	29	33	43	0	0
Vergütung in €/MWh	80,00	78,40	76,83	75,30		
<i>Vergütungsdegression</i>	<i>./.</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>./.</i>	<i>./.</i>
Durchschnittliche Volllaststunden p.a.	2.500	2.500	2.500	2.500		
theoretische Vergütung p.a. je Investition	4.000.000	5.684.000	6.338.640	8.094.251		
Vergütungen p.a.:						
Vergütungen p.a. CAPEX 2013		2.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Vergütungen p.a. CAPEX 2014			2.842.000	5.684.000	5.684.000	5.684.000
Vergütungen p.a. CAPEX 2015				3.169.320	6.338.640	6.338.640
Vergütungen p.a. CAPEX 2016					4.047.126	8.094.251
Kumulierter Umsatz aus Investitionen		2.000.000	6.842.000	12.853.320	20.069.766	24.116.891

Quelle: First Berlin Equity Research



NEWSFLOW

Zwischen Mai und August 2011 erhöhte die ABO Invest ihr Kapital um 5 Mio. Aktien auf 10 Mio. Aktien. Der Emissionspreis betrug anfangs €1,05 und stieg mittels eines gestaffelten Agios. Den Nettoerlös in Höhe von rund €5 Mio. investierte ABO Invest in den Kauf weiterer Windparks und einer Biogasanlage.

Eine weitere Kapitalerhöhung erfolgte im Frühjahr 2012. Fünf Millionen Aktien wurden ausschließlich den bisherigen Aktionären zum Preis von €1,12 angeboten. Der Nettoerlös betrug ca. €5,5 Mio.

Aus den Mitteln der Kapitalerhöhungen wurden bzw. werden drei gebrauchte Windenergieanlagen im rheinhessischen Kloppberg (1,8 MW, in Betrieb seit 1998), die Biogasanlage Samswegen (800 kW, in Betrieb seit 2009), der französische Windpark Souilly (8 MW, Inbetriebnahme im Oktober 2012), eine Erweiterung des Windparks Glenough um eine 14. Anlage (Inbetriebnahme geplant für Januar 2013) sowie das Repowering-Projekt Framersheim (Inbetriebnahme geplant für August 2013) erworben. Diese Projekte werden mit einem deutlich höheren Eigenkapitalanteil finanziert als die ersten fünf Windparks (Eurowind). Die Bankdarlehen für die Kloppberger Anlagen sind bereits vollständig getilgt und der Kauf wurde vollständig mit Eigenkapital bestritten.

Auf der Hauptversammlung am 24.08.2012 wurde eine reguläre Barkapitalerhöhung um bis zu €5 Mio. unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre beschlossen. Der Vorstand wird dadurch in die Lage versetzt, bis spätestens zum Ablauf des 31. Januar 2013 die Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft zu erhöhen. Der Mindestausgabepreis liegt bei €1,18 pro Aktie.

Außerdem wurde der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 22. August 2017 das Grundkapital der Gesellschaft einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu €7,5 Mio. durch die Ausgabe von bis zu 7.500.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2012).

Der Newsflow der nächsten Monate dürfte durch den Baufortschritt der laufenden Projekte geprägt sein. Darüber hinaus stellt ABO Invest auf ihrer Homepage tagesaktuell die tatsächliche Stromproduktion für jeden Windpark sowie monatliche und jährliche Aufschlüsselungen der Stromproduktion zur Verfügung.

Für Mai 2013 erwarten wir die Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2012, spätestens im September 2013 dürften die H1-Zahlen 2013 veröffentlicht werden.



MARKTUMFELD

Wir betrachten die globale Entwicklung der erneuerbaren Energien und anschließend den EU-Windmarkt als den für ABO Invest relevanten Markt. Außerdem analysieren wir speziell den deutschen Markt, der gegenwärtig attraktive Wachstumsperspektiven bietet.

Dem REN21 Renewables 2012 Global Status Report zufolge machten erneuerbare Energien in 2011 fast die Hälfte der im Stromsektor neu hinzugefügten Stromkapazitäten von geschätzt 208 Gigawatt (GW) aus. Der Anteil der Windkraft an den erneuerbaren Energien betrug fast 40% und damit fast 42 GW. Die weltweiten Investitionen in erneuerbare Energien stiegen um 17% J/J auf einen Rekordbetrag von \$257 Mrd. in 2011. Dies ist eine Versechsfachung gegenüber 2004.

REN21-Bericht

Ende 2011 übertraf die weltweite Kapazität erneuerbaren Energien 1.360 GW – mehr als 25% der globalen Stromproduktionskapazitäten, die geschätzt bei 5.360 GW liegen. Die drei Länder mit den größten erneuerbaren Neukapazitäten in 2011 waren China, die USA und Deutschland. Der Anteil moderner erneuerbarer Energien am Weltenergiekonsum betrug ca. 8,2%. In Deutschland betrug der Anteil der erneuerbaren Energien an der Stromproduktion in H1 2012 ca. 25%.

GLOBALE REGULIERUNG UNTERSTÜTZT DEN WINDMARKT

Die weltweite politische Aktivität zur Verhinderung des Klimawandels nimmt zu. Aufgrund der negativen ökonomischen und ökologischen Folgewirkungen des Klimawandels haben sich die Vereinten Nationen auf die United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC) geeinigt, um die globale Erwärmung zu verlangsamen und einen gefährlichen Zusammenbruch des Klimasystems zu verhindern. Dabei wurde das "Zwei Grad Celsius-Ziel" festgelegt, d.h., dass die globale Erwärmung im Vergleich zum vorindustriellen Niveau auf ein Maximum von zwei Grad begrenzt werden soll. Klimaforscher sehen zwei Grad als kritische Grenze an und fürchten, dass eine höhere Erwärmung zu einer irreversiblen globalen Klimainstabilität führt (steigende Meeresspiegel, Überflutungen, Dürren, Verwüstung und Extremwetterereignisse).

Steigende politische Unterstützung für Milderung des Klimawandels und für erneuerbare Energien

Die weltweite Reaktion der Politik auf den Klimawandel zielt auf die Reduzierung der CO₂-Emissionen. Die politischen Entscheidungsträger unterstützen die Einführung von erneuerbaren Energien, da diese kaum CO₂-Emissionen produzieren und dadurch im Vergleich zu fossilen Brennstoffen die Emissionen deutlich verringern.

Die ökonomischen Folgen der Klimaerwärmung wurden im Stern-Bericht von 2006 dargelegt. Der 650 Seiten umfassende Bericht ("Stern Review on the Economics of Climate Change") des ehemaligen Weltbank-Chefökonom Nicholas Stern hält fest, dass der Klimawandel das größte und breitgefächertste Marktversagen darstellt, das es je gegeben hat, und eine einzigartige Herausforderung für die Ökonomie darstellt.

Stern-Bericht

Die wesentliche Schlussfolgerung des Berichts ist, dass die Vorteile eines frühen und durchgreifenden Handelns die Kosten des Nichthandelns bei weitem übertreffen. Dem Bericht zufolge betragen die gesamten Kosten des Klimawandels bei Nichthandeln auf viele Jahre hinaus jedes Jahr mindestens 5% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP). Werden weitere Risiken und Einflüsse berücksichtigt, könnten die Kosten sogar 20% des BIPs oder mehr betragen.

Die EU hat in 2009 die für alle Mitgliedstaaten verbindliche Renewable Energy Directive (Erneuerbare Energien Richtlinie) 2009/28/EG (RED) beschlossen. Diese Richtlinie beinhaltet die 20/20/20-Regel: Bis 2020 sollen die jährlichen CO₂-Emissionen um 20% unter das Niveau von 1990 gedrückt, die Energieeffizienz um 20% erhöht und der Anteil erneuerbarer Energien auf 20% des Primärenergieverbrauchs gesteigert werden.

Erneuerbare Energien Richtlinie der EU

DER EU-WINDMARKT

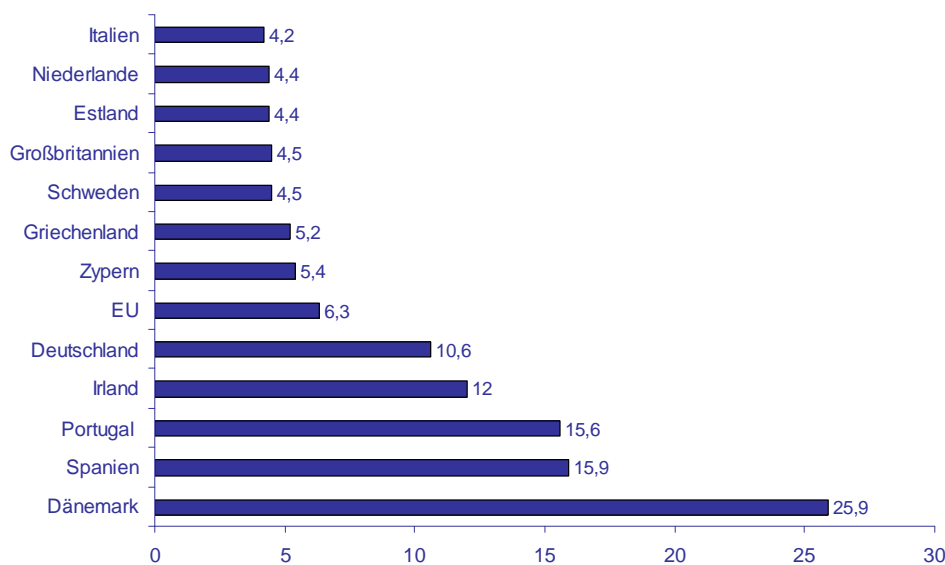
Der Anteil der Windkraft in der EU betrug in 2011 6,3% des Gesamtstromverbrauchs. Ein Blick auf einzelne Länder zeigt, wie unterschiedlich die nationalen Prozentanteile sind (vgl. Abbildung 19). Spitzenreiter ist Dänemark mit einem Anteil von 26%, gefolgt von Spanien und Portugal mit knapp 16%. Unterdurchschnittliche Anteile haben z.B. Großbritannien und Italien mit unter 5%. Die führenden Länder wie Dänemark und Spanien zeigen, welches Potenzial die Windenergie europaweit hat, allerdings haben nicht alle Länder so gute Windverhältnisse.

Windstromanteil in der EU beträgt 6,3%

Die Unternehmensberatung A.T. Kearney geht in einer Szenarioanalyse davon aus, dass die erneuerbaren Energien in der EU in 2020 bei einem positiven Zusammenspiel von Regulierung und hohen Investitionen der Versorger in erneuerbare Energiekapazitäten 46% des EU-Stromverbrauchs decken können. Entscheidenden Anteil daran hat die Windenergie, die in 2020 ca. 548 TWh Strom produzieren würde, davon 297 TWh onshore. Die Ende 2011 in der EU installierte Windkraftkapazität produziert bei normalen Windverhältnissen 204 TWh Strom pro Jahr. Ein Anstieg auf 548 TWh entspricht einer CAGR von fast 12%. Der Anteil der Windenergie am Strommix betrage in diesem Szenario EU-weit über 16%.

Bis 2020 ist ein Anteil von über 16% möglich

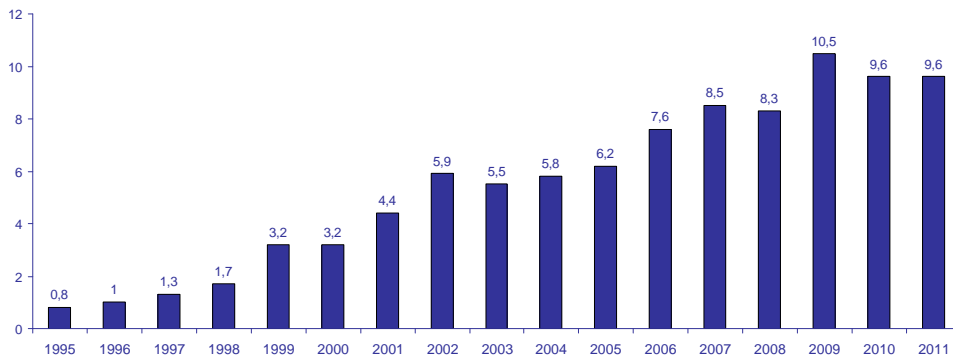
Abbildung 19: Anteil der Windkraft am Gesamtstromverbrauch in Prozent in ausgewählten EU-Ländern



Quelle: First Berlin Equity Research, EWEA 2012

Die jährliche Neuinstallation von Windkraftanlagen ist seit 1995 von 0,8 GW im Trend bis auf 10,5 GW in 2009 gestiegen. In den letzten beiden Jahren hat sich die Neuinstallation bei knapp 10 GW stabilisiert (vgl. Abbildung 20 auf der nächsten Seite). Die durchschnittliche Wachstumsrate über den gesamten Zeitraum (CAGR 1995-2011) betrug 15,6%. Insgesamt belaufen sich die EU-weiten Windkapazitäten Ende 2011 auf 94 GW.

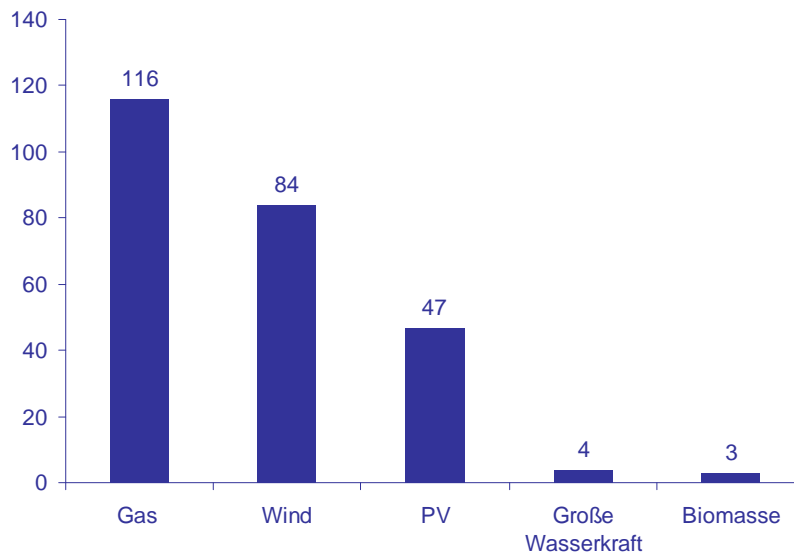
Abbildung 20: Jährliche Neuinstallationen von Windkraft in GW in der EU seit 1995



Quelle: First Berlin Equity Research, EWEA 2012

Ein Blick auf die Neuinstallationen von 2000-2011 zeigt, dass die Windkraft nach Gaskraftwerken mit 84 GW die zweithöchste Neukapazität bereitgestellt hat (vgl. Abbildung 21).

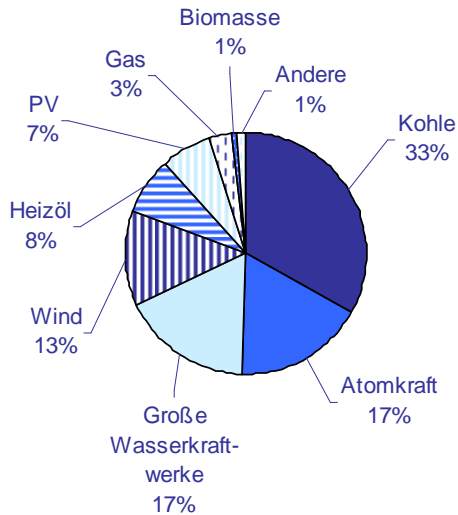
Abbildung 21: Neuinstallationen 2000-2011 in GW nach Energieart



Quelle: First Berlin Equity Research, EWEA 2012

Eine Analyse des Energiekapazitätsmixes in der EU zeigt, dass die Windkraft bereits 13% der EU-weiten Energiekapazität bereitstellt (vgl. Abbildung 22 auf der nächsten Seite). Allerdings führt die vergleichsweise geringe Volllaststundenzahl bei der Windkraft dazu, dass der Anteil am Gesamtstromverbrauch EU-weit – wie oben dargestellt – nur gut 6% beträgt.

Abbildung 22: Energiekapazitätsmix 2011 in der EU



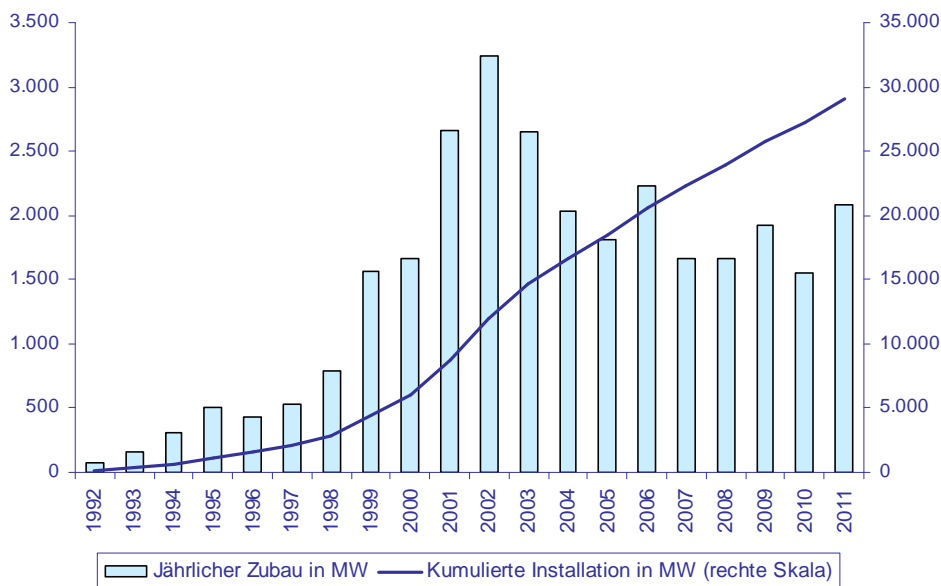
Quelle: First Berlin Equity Research, EWEA 2012

DER DEUTSCHE WINDMARKT

Der deutsche Windmarkt ist der größte in Europa mit einer kumulierten installierten Kapazität von 29 GW. Auch bei den Neuinstallationen hatte Deutschland in der EU in 2011 mit einem Zubau von 2,1 GW die Nase vorn (vgl. Abbildung 23). Nach der Atomkatastrophe in Fukushima hat die deutsche Regierung den beschleunigten Ausstieg aus der Atomkraft beschlossen und setzt verstärkt auf den Ausbau der erneuerbaren Energien. Umweltminister Peter Altmeier hatte zuletzt das 2020-Ziel für den Anteil der erneuerbaren Energien am Stromverbrauch von 35% auf 40% erhöht.

Deutschland ist Europas größter Windmarkt

Abbildung 23: Windkraft in Deutschland in MW



Quelle: First Berlin Equity Research, BWE 2012



Die Övermöhle Consult & Marketing GmbH geht für 2012 von einem kräftigen Wachstum auf etwa 2.300 MW aus (+10% J/J). In 2013 dürfte sich dieses Wachstum fortsetzen. Für 2013 unterstellt Övermöhle eine neu installierte Windenergieleistung von 2.700 MW (+17% J/J) und 2014 von über 3.000 MW (+11% J/J).

**Kräftiges Wachstum
des deutschen
Windmarktes**

Der Bundesverband Erneuerbare Energien (BEE) hält bis 2020 einen Anteil der erneuerbaren Energien von 47% am Stromverbrauch für machbar (H1 2012: 25%). Die Windenergie würde in diesem Szenario 25% des Stromverbrauchs abdecken (149 TWh). Dazu wäre eine Erhöhung der installierten Leistung von 29 GW Ende 2011 auf 45 GW onshore (CAGR 2011-2020: 5%) und die Errichtung von 10 GW offshore notwendig.



MANAGEMENT

Vorstand

Die ABO Invest hat einen Geschäftsbesorgungsvertrag mit der ABO Wind abgeschlossen. Gegenwärtig leiten die Vorstände der ABO Wind AG, Herr Ahn und Herr Höllinger, auch die Geschäfte der ABO Invest.

Der promovierte Physikochemiker Herr Dr. Jochen Ahn (*1960) hat die heutige ABO Wind AG im Jahr 1996 zusammen mit Matthias Bockholt gegründet. Die Familien der Gründer sind Mehrheitseigentümer der ABO Wind (Aktienanteil jeweils rund 37%). Vor 1996 arbeitete Jochen Ahn beim hessischen Umweltministerium und war mit der Förderung erneuerbarer Energien betraut.

Andreas Höllinger (*1966) ist Diplom-Kaufmann und seit 2001 in leitender Funktion für ABO Wind tätig. Im September 2010 wurde er zum Vorstand berufen. Zuvor war er bereits in der Erneuerbaren-Energien-Branche tätig. So hat er sich bei einer Investmentfondsgesellschaft um ökologische Produkte gekümmert und leitete bei einem anderen international tätigen Entwickler und Betreiber erneuerbarer Energieprojekte die Projektfinanzierung.

Aufsichtsrat

Der Rechtsanwalt Jörg Lukowsky fungiert als Vorsitzender des dreiköpfigen Gremiums. Er ist Fachanwalt für Steuer- und Arbeitsrecht und seit 1992 in der Rechtsanwaltskanzlei Fuhrmann Wallenfels tätig, die zu den führenden Kanzleien Wiesbadens zählt. Die juristische Begleitung von Unternehmenskäufen und Umwandlungen zählt dort zu seinen Aufgaben.

Zudem gehören Matthias Bockholt und Markus Wetter dem Aufsichtsrat an. Herr Wetter arbeitet seit 2001 für die ABO Wind AG und verantwortet als Mitglied der Geschäftsleitung die kaufmännische und technische Betriebsführung.

Anlegerbeirat

Aus dem Kreis der Aktionäre wählt die Hauptversammlung der ABO Invest satzungsgemäß einen dreiköpfigen Beirat. Der Beirat überprüft Investitionsentscheidungen des Vorstands darauf, ob die ins Auge gefassten Windparks oder Biogasanlagen die Rendite- und Qualitätskriterien erfüllen. Der Beirat hat ein Vetorecht. Ihm gehören Thorsten Höhl, Christof Schneider und Jörg Schattner an.

Der Wirtschaftsingenieur Torsten Höhl betreibt als selbstständiger Unternehmer mehrere Photovoltaik und Windkraftanlagen. Er war mehr als 15 Jahre lang bei Herstellern von Windkraftanlagen wie Tacke und Nordex beschäftigt.

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

Der Diplom-Sozialpädagoge Christof Schneider ist als ehrenamtlicher Kommunal- und Kreispolitiker schwerpunktmäßig mit Energiepolitik beschäftigt. Er ist Initiator von regionalen Bürgersolarprojekten und Betreiber mehrerer Photovoltaikanlagen.



AKTIONÄRS- & AKTIENINFORMATIONEN

Aktieninformationen	
ISIN	DE000A1EWXA4
WKN	A1EWXA
Bloomberg Symbol	ABO GR
Aktien im Umlauf	15.000.000
Transparenzstandard	Freiverkehr
Land	Deutschland
Sektor	Versorger
Subsektor	Allg. Energieversorgung

Quelle: Börse Frankfurt, First Berlin Equity Research

Aktionärsstruktur	
ABO Wind	20%
Free Float	80%

Quelle: ABO Invest AG



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Umsatz	0	7.087	14.303	16.503	19.174
Herstellungskosten	0	0	429	495	575
Bruttogewinn	0	7.087	13.874	16.008	18.599
Personalkosten	0	0	0	0	0
Abschreibungen	0	-4.120	-7.883	-8.510	-9.751
Sonstige betriebliche Erträge	0	1.919	286	330	383
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-55	-1.998	-3.476	-3.994	-4.257
EBIT	-55	2.888	2.801	3.834	4.974
Nettofinanzergebnis	1	-3.776	-6.682	-6.824	-7.129
EBT	-55	-888	-3.881	-2.990	-2.155
Steuern	0	-137	-466	-508	-539
Minderheitsbeteiligungen	0	0	-3	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-55	-1.025	-4.349	-3.499	-2.694
EPS (verwässert)	-0,01	-0,13	-0,32	-0,19	-0,10
EBITDA	-55	7.008	10.684	12.344	14.726
Kennzahlen					
Bruttomarge	0,0%	100,0%	97,0%	97,0%	97,0%
EBIT-Marge	0,0%	40,8%	19,6%	23,2%	25,9%
EBITDA-Marge	0,0%	98,9%	74,7%	74,8%	76,8%
Nettomarge	0,0%	-14,5%	-30,4%	-21,2%	-14,1%
Steuersatz	-0,3%	-15,5%	-12,0%	-17,0%	-25,0%
Ausgaben in % vom Umsatz					
Personalkosten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen	0,0%	58,1%	55,1%	51,6%	50,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a.	-28,2%	-24,3%	-24,2%	-22,2%
Jährliches Wachstum					
Gesamtumsatz	n.a.	n.a.	101,8%	15,4%	16,2%
EBIT	n.a.	n.a.	-3,0%	36,9%	29,7%
Nettogewinn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Vermögen					
Umlaufvermögen, gesamt	1.744	6.972	8.196	9.805	10.269
Liquide Mittel	1.271	3.265	5.230	6.396	6.324
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	460	2.430	2.743	3.165	3.677
Vorräte	0	148	223	244	268
Sonstige Forderungen	12	1.128	0	0	0
Anlagevermögen, gesamt	86.625	113.580	118.042	144.527	184.583
Sachanlagen	73.379	99.378	104.124	131.206	171.830
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	12.149	12.566	11.938	11.341	10.774
Sonstige	1.097	1.635	1.980	1.980	1.980
Aktiva	88.368	120.551	126.238	154.332	194.852
Eigenkapital und Verbindlichkeiten					
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	6.471	10.935	6.208	7.750	10.409
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.064	6.157	1.000	2.000	4.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.771	1.576	3.527	4.069	4.728
Rückstellungen (kurzfristig)	14	618	959	959	959
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2.622	2.584	722	722	722
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	76.940	100.374	109.530	131.780	160.081
Zinstragende Verbindlichkeiten	63.940	87.374	96.530	118.780	147.081
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0	0	0	0	0
Mezzanine Kapital	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000
Anteile Dritter	0	0	3	3	3
Eigenkapital	4.957	9.242	10.497	14.798	24.359
Gezeichnetes Kapital	5.000	10.000	15.000	21.500	31.000
Kapitalrücklage	0	311	911	2.211	4.966
Andere Rücklagen	0	0	4	4	4
Eigene Anteile	0	0	0	0	0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	12	12	12	12	12
Konzernbilanzgewinn / -verlust	-55	-1.080	-5.430	-8.928	-11.622
Passiva	88.368	120.551	126.238	154.332	194.852
Kennzahlen					
Current ratio (Umlaufvermögen / kurzfr. Verbindl.)	0,27	0,64	1,32	1,27	0,99
Financial Leverage (Vermögenswerte / Eigenkapital)	17,83	13,04	12,03	10,43	8,00
Buchwert je Aktie	0,99	1,17	0,76	0,81	0,93
Nettoverbindlichkeiten	76.733	103.265	105.300	127.384	157.757
Return on Equity (ROE)	-1,1%	-11,1%	-41,4%	-23,6%	-11,1%
Forderungsumschlag in Tagen	0,0	125,2	70,0	70,0	70,0



KAPITALFLUSSRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
EBIT	-55	2.888	2.801	3.834	4.974
Abschreibungen	0	4.120	7.883	8.510	9.751
EBITDA	-55	7.008	10.684	12.344	14.726
Investitionen ins Working Capital	23	-4.560	829	100	123
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	34	-3.718	-7.148	-7.333	-7.668
Operativer Cashflow	2	-1.271	4.365	5.111	7.180
Investitionen in Sachanlagen	0	-20.699	-12.000	-34.996	-49.808
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
Investitionen für den Erwerb von Unternehmen	-5.000	-4.569	0	0	0
Freier Cashflow	-4.998	-26.539	-7.635	-29.884	-42.628
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4.900	27.559	9.599	31.050	42.556
Sonstige	-3.731	-3.596	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.171	1.994	1.965	1.166	-72
Liquide Mittel am Anfang der Periode	100	1.271	3.265	5.230	6.396
Liquide Mittel zum Ende der Periode	1.271	3.265	5.230	6.396	6.324
EBITDA je Aktie	-0,01	0,89	0,78	0,68	0,56
Jährliches Wachstum					
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	17,1%	40,5%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	-71,2%	291,4%	42,6%
Cashflow aus Finanzierung	n.a.	562,4%	34,8%	323,5%	137,1%
EBITDA je Aktie	n.a.	n.a.	-12,2%	-13,0%	-17,1%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	22. November 2012	€1,18	Buy	€1,50

Dr. Karsten von Blumenthal

First Berlin
Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 80 93 96 85
Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

FIRST BERLIN-GRUNDSÄTZE

Im Bestreben, die Unabhängigkeit der Berichte von First Berlin zu gewährleisten, verpflichten sich sowohl die Analysten als auch das Unternehmen selbst, die Wertpapiere besprochener Unternehmen weder zu besitzen noch mit ihnen zu handeln. Darüber hinaus ist die Vergütung der Analysten weder direkt an bestimmte finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Die Vergütung der Analysten erfolgt anhand einer breiten Palette von Richtgrößen. Zudem erhält First Berlin von den behandelten Unternehmen keinerlei Aufwandsentschädigungen für das Abfassen dieses Berichts.

ERKLÄRUNG DES/DER ANALYSTEN

Ich, Dr. Karsten von Blumenthal, erkläre hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen meine persönlichen und beruflichen Ansichten über das untersuchte Unternehmen darstellen. Zudem erkläre ich, dass meine Vergütung weder direkt an spezifische finanzielle Transaktionen (inklusive Börsenumsätze und Vermögensverwaltungsgebühren) gekoppelt ist noch in direkter oder indirekter Weise an spezifische Empfehlungen bzw. Ansichten, die Teil dieser Untersuchung sind. Auch besitze ich keine Anteile an dem besprochenen Unternehmen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung. Unsere Empfehlungen, die sich nach der von uns erwarteten Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) in dem jeweils angegebenen Jahr bestimmen, lauten wie folgt:

STRONG BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements
BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 25 %
ADD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 25 %
REDUCE: erwartete negative Wertentwicklung zwischen 0 % und -15 %
SELL: erwartete negative Wertentwicklung größer als -15 %

Unsere Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch acht Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit sowie sonstige unternehmensspezifische Risiken. Diese Risikofaktoren haben Eingang in unsere Bewertungsmodelle gefunden und sind daher in unseren Kurszielen enthalten. Unsere Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

Bis 16. Mai 2008 gliederte sich First Berlins System zur Anlageempfehlung in drei Kategorien. Es diente dazu, die von uns erwartete Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) für das jeweilige Jahr wiederzugeben. Unsere Anlageempfehlungen lauteten wie folgt: **BUY:** erwartete positive Wertentwicklung über 15 %, **HOLD:** erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 15 %, **SELL:** erwartete negative Wertentwicklung.

ZUSATZERKLÄRUNGEN

First Berlins Researchberichte sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot unrechtmäßig wäre. Er stellt auch keine Aufforderung zum Handeln auf Grundlage der gegebenen Informationen dar. Das enthaltene Material dient der allgemeinen Information der Kunden von First Berlin. Es berücksichtigt nicht die besonderen Anlageziele, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Kunden. Bevor ein Kunde aufgrund der in diesem Bericht enthaltenen Ratschläge oder Empfehlungen tätig wird, sollte er prüfen, ob sie auf seine persönliche Situation zugeschnitten sind und gegebenenfalls fachkundigen Rat einholen. Das Material beruht auf Informationen, die wir als zuverlässig erachten, deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir aber nicht garantieren und die entsprechend aufzufassen sind. Die geäußerten Ansichten geben unsere zum Zeitpunkt des auf dem Bericht angegebenen Datums aktuellen Überzeugungen wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Copyright© 2008 First Berlin Equity Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Berichts darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch First Berlin kopiert, fotokopiert, vervielfältigt sowie weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und Kanada bestimmt. Bei Zitaten bitte First Berlin als Quelle angeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.