



Credit Research

e.n.o energy GmbH



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

„Frischer Wind und attraktive Rendite für das Depot“

„Überdurchschnittlich Attraktiv“

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

Fertigstellung: 09.09.2011

Veröffentlichung: 09.09.2011

e.n.o. energy GmbH ^{*5}

**Überdurchschnittlich
Attraktiv**

**7,375 %
Corporate Bond**

Währung: EUR

Stammdaten:

DE000A1H3V53

WKN: A1H3V5

Emissionsvol.:

bis 25,00 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

30.06.2011-30.06.2016

Kupon: 7,375 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 30.06

erstmalig zum 30.06.2012

Aktueller Kurs*: 97,0 %

Rückzahlungskurs: 100 %

*Kursdatum: 30.08.2011

Börse Düsseldorf

Analyst:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Windkraft, Erneuerbare Energien

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

Mitarbeiter: 82 Stand: 31.12.10

Gründung: 1999

Firmensitz: Ostseebad Rerik

Vorstand: Karsten Porm



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

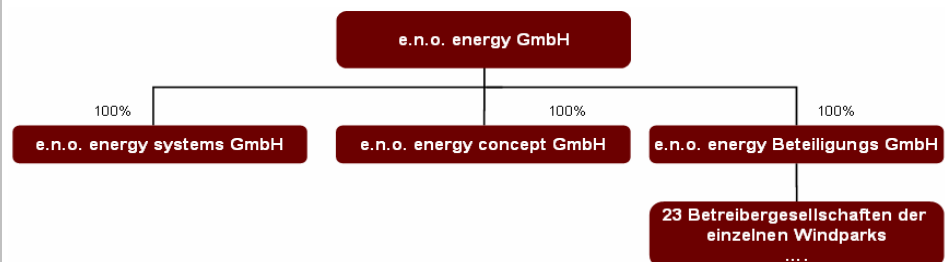
Prognosen auf Konzernbasis

in Mio. €/GJ-Jahr	2010	2011e	2012e	2013e
Gesamtleistung	45,11	85,02	115,95	134,14
EBITDA	4,43	4,20	11,71	15,08
EBIT	3,97	3,74	11,22	14,60
Jahresüberschuss	2,30	2,16	5,87	8,24

ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)

EBITDA-Zinsdeckung	2,11	2,58	3,12	3,88
EBIT-Zinsdeckung	1,89	2,30	2,99	3,76
EK-Quote	24,9 %	19,3 %	27,4 %	35,4 %
Total Debt/EBITDA	3,04	10,92	3,82	2,87
Total Net Debt/EBITDA	-2,03	5,62	1,96	1,43

Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)



Inhaltsangabe

Geschäftstätigkeit.....	1
Unternehmenshistorie.....	1
Unternehmensstruktur.....	1
Geschäftstätigkeit und Geschäftsfelder.....	2
Marktstellung und Marktanteile.....	3
Management.....	4
Markt und Marktumfeld.....	5
Marktumfeld Deutschland.....	5
Marktumfeld Frankreich und Schweden.....	7
Geschäftsentwicklung 2008 - 2010.....	9
Ergebnisentwicklung 2008 - 2010.....	10
Bilanzentwicklung.....	12
Unternehmensstrategie.....	13
Pipeline als Planungsgrundlage.....	14
Prognosen.....	15
Bonitätskennzahlen.....	16
Anleihebedingungen.....	18
Anleihebewertung/Marktvergleich.....	20
Fazit.....	24
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

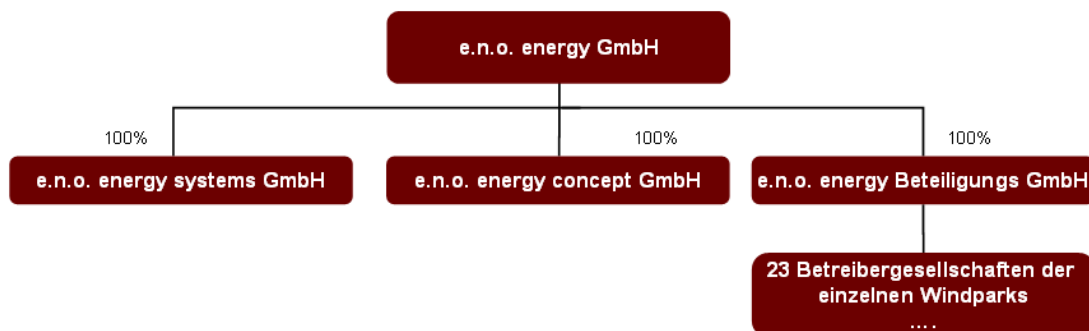
Geschäftstätigkeit und Strategie

Unternehmenshistorie

1999	Gründung als Projektplanungsbüro durch den heutigen Geschäftsführer Herrn Karsten Porm
2003	100 MW realisiertes Projektplanungsvolumen (kumuliert)
2007	200 MW realisiertes Projektplanungsvolumen (kumuliert)
2007	Beginn der Entwicklung von Windenergieanlagen
2008	Herstellung eigener Windenergieanlagen
2008	Markteintritt in Frankreich
2008	Auslieferung und Errichtung der ersten eigenproduzierten Anlage
2010	300 MW realisiertes Projektplanungsvolumen (kumuliert)
2011	Gründung des schwedischen Joint Ventures „Hansa Vind“
2011	Begebung einer 7,375 %-Unternehmensanleihe in Volumen von bis zu 25,00 Mio. €

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

Unternehmensstruktur



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

Die Emittentin e.n.o. energy GmbH (e.n.o.) ist hinsichtlich der Eigentümerstruktur zu 100 % dem alleinigen Geschäftsführer und Gründer Herrn Karsten Porm zuzurechnen. Das Unternehmen unterhält zudem drei Tochterunternehmen, die jeweils ebenfalls in der Form einer GmbH geführt sind und zu 100 % der Muttergesellschaft angehören.

- Die Muttergesellschaft **e.n.o. energy GmbH** übernimmt die strategische und operative Führung innerhalb der Unternehmensgruppe sowie Kernaufgaben wie Rechnungswesen, Controlling, Personal, Projektmanagement, Vermarktung oder allgemeine Verwaltung. Auch die kaufmännische und technische Betriebsführung von Windparks wird von der Muttergesellschaft übernommen.
- Die **e.n.o energy systems GmbH** hat die Aufgabe der Entwicklung, Konstruktion, Fertigung, Vermarktung, Wartung und Service von Windenergieanlagen.
- Die **e.n.o. energy concept GmbH** ist hingegen im Bereich der Finanzierung aktiv, speziell im Bereich der Vermittlung und Abwicklung von Projektfinanzierungen.
- Schließlich agiert die **e.n.o energy Beteiligungs GmbH** als Komplementärin für die Kommanditgesellschaften, die für die einzelnen Windparks, welche die Muttergesellschaft plant und errichtet, gegründet werden. Die Komplementärstellung wird dabei beibehalten, falls der Windpark selbst betrieben wird oder aufgegeben, falls eine Vermarktung stattfindet. Derzeit ist die e.n.o. energy Beteiligungs GmbH Komplementärin von 23 Windparkbetreibergesellschaften.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Geschäftstätigkeit und Geschäftsfelder

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



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

Produktenwicklung / Bau

Über die e.n.o. energy GmbH wird die Planung und der Bau von Onshore-Windkraftprojekten abgewickelt. Für die Errichtung werden dabei WEA, je nach Eignung und Wirtschaftlichkeit für das jeweilige Projekt, von allen namhaften Herstellern verwendet. Und auch eigene von der e.n.o. hergestellte Windenergieanlagen (e.n.o. 82 - 2.0 MW, e.n.o. 82 - 2.2 MW und e.n.o. 92 - 2.2 MW) werden zur Bestückung von Windkraftprojekten verstärkt eingesetzt. Die Akquisition der Flächen erfolgt auf verschiedenen Wegen. Zum Einen sind mehrere Außendienstmitarbeiter engagiert und zum Anderen wird an entsprechenden Ausschreibungen teilgenommen. Nach Fertigstellung bzw. Errichtung der Anlagen erfolgt eine Veräußerung an Investoren. Insgesamt erbringt e.n.o. im gesamten Prozess alle Leistungen eines Bauträgers, womit das Unternehmen als Komplettanbieter schlüsselfertiger Projekte zu verstehen ist.

Herstellung von Windenergieanlagen

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

Finanzierung / Vertrieb

Die Unterstützung bei der Finanzierung von Windparks reicht von Wirtschaftlichkeitsanalysen, über die Prüfung und Erstellung bankfähiger Unterlagen, bis hin zur Kreditbeschaffung. Dabei verfügt e.n.o. über mehrere langjährige Partner auf der Bankenseite, die bereits zahlreiche Projekte finanziert haben. Auch auf Investorenmenseite bestehen gute Kontakte zu verschiedenen Investorengruppen wie z.B. mittelständischen und kleinen Unternehmen, Stadtwerken und Privatpersonen. Eigenkapitalfinanzierungen werden darüber hinaus unter anderem durch die Ausgabe von Genussscheinen und Fondsbeteiligungen ermöglicht.

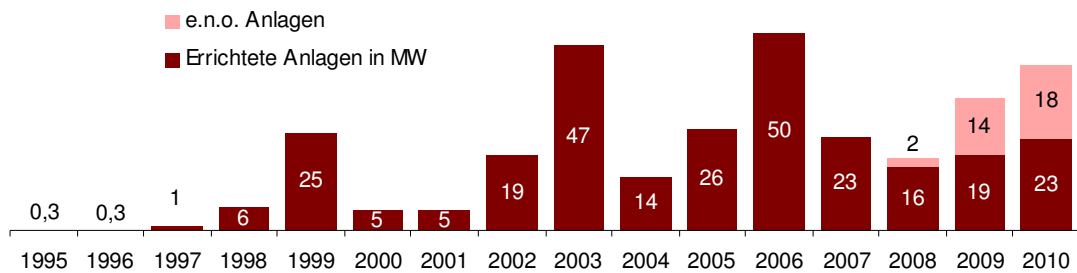
GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Service / Wartung / Betriebsführung

Den Kunden wird insgesamt ein umfangreiches Management System für Service, Instandhaltung und Reparatur angeboten. Eventuelle Service- und Wartungsarbeiten werden entweder selbst oder durch Rückgriff auf Subunternehmer durchgeführt. Die WEA werden zudem mittels Fernüberwachungssysteme beaufsichtigt, womit eine hohe Verfügbarkeit und eine optimale Performance der Anlagen sicherstellt wird. Neben der technischen Wartung wird auch die kaufmännische Verwaltung der Windparks angeboten, was z.B. die Buchführung, die Abwicklung von Versicherungsfällen, Pachtabrechnungen oder die Abrechnung mit den Energieversorgungsunternehmen umfasst.

Marktstellung und Marktanteile

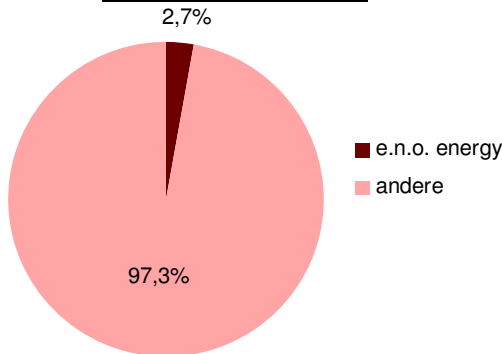
Projektierungsvolumen in MW



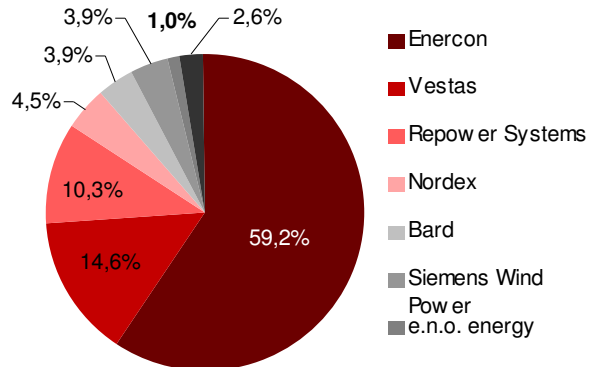
Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG

In ihrer bisherigen Historie errichtete e.n.o. bereits nahezu 200 Windkraftanlagen mit einer kumulierten Gesamtleistung in Höhe von über 300 MW. In 2010 wurden insgesamt 21 Windkraftanlagen mit einer Gesamtleistung von 41,4 MW errichtet. Damit gehört e.n.o. zu den 10 größten Projektentwicklern der deutschen Windkraftbranche. Gemessen am Projektierungsvolumen im Geschäftsjahr 2010 erreichte die e.n.o. einen Marktanteil von 2,7 % in Deutschland (gesamte installierte Leistung in Deutschland 2010: 1.551 MW). Besonders erfreulich war jedoch die Tatsache, dass der Absatz von eigenen WEA einen neuen Rekordwert erreichte. Mit 18,4 MW und damit einem Anteil von 44 % am Projektvolumen, wurde der schon gute Vorjahreswert nochmals übertroffen. Dies macht deutlich, dass die WEA der e.n.o. gut am Markt angenommen werden und sich seit Einführung im Jahr 2008 bereits gut etabliert haben. Mit 18,4 MW ist der Marktanteil der e.n.o.-Anlagen am deutschen Gesamtmarkt noch verhältnismäßig klein gewesen. Dieser lag im Jahr 2010 bei knapp 1,0 % und damit ist die e.n.o. in Deutschland derzeit der siebtgrößte Produzent von Windkraftanlagen.

Marktanteile der neu installierten Leistung in Deutschland



Hersteller-Marktanteile der neu installierten Leistung in Deutschland



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Management - langjährige Erfahrung in der Windbranche

Karsten Porm (Dipl.-Ingenieur; geschäftsführender Gesellschafter)

Herr Karsten Porm ist der alleinige Geschäftsführer und Gründer der e.n.o. energy GmbH und aller e.n.o.-Aktivgesellschaften. Seit 1991 ist Herr Porm in der Windenergiebranche, insbesondere in den Bereichen Vertrieb, Einkaufsleitung, Produktionsbetreuung/ Lizenzfertigung sowie Projektentwicklung und Projektmanagement tätig. Im Jahre 1999 war er Gründungsgesellschafter der Energiegesellschaft NordOst mbh, dem Vorläufer der heutigen e.n.o. energy GmbH. Seit dem Jahr 2005 ist Herr Porm alleiniger Gesellschafter der e.n.o. energy GmbH.

Die weiteren Managementmitglieder sind:

Herr Lars Biebel (Dipl. Kaufmann)

- Prokurist der e.n.o. energy GmbH - Einzelprokura
- Leiter Einkauf / Finanzierung / Projektfinanzierung / Vertrieb

Frau Gudrun Gottschalk (Dipl.-Betriebswirtin BA)

- Prokuristin der e.n.o. energy GmbH - Einzelprokura
- Leiterin Planungsabteilung / Genehmigungsplanung

Herr Stefan Bockholt (Dipl.-Ingenieur)

- Prokurist der e.n.o. energy systems GmbH - Einzelprokura
- Leiter Produktentwicklung / Konstruktion / Produktion / Service

Herr Steffen Rönsch (Dipl.-Oek.)

- Leiter Finanzen

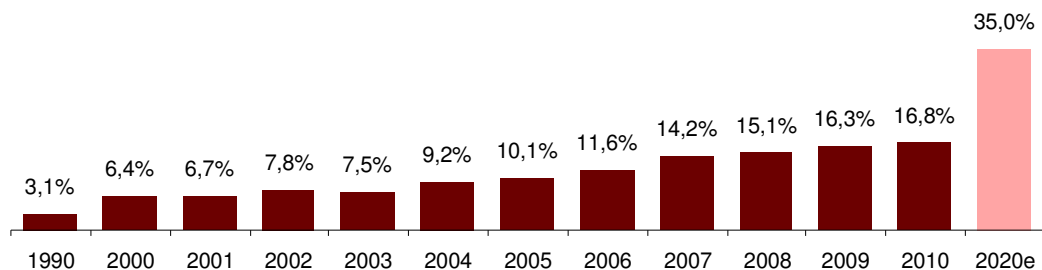
GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Markt und Marktumfeld - Positive Rahmenbedingungen für profitables Wachstum

Starker Ausbau Erneuerbarer Energien bis 2020 - Windkraft mit führender Rolle

Der Anteil Erneuerbarer Energien am gesamten Endenergieverbrauch in Deutschland lag zum Ende des Jahres 2010 bei rund 11 %. Gemäß den Plänen der Bundesregierung soll dieser bis zum Jahr 2020 auf mindestens 18 % ausgebaut werden. Einen wesentlichen Anteil am Gesamtendenergieverbrauch hat dabei der Stromverbrauch, der zum Ende des Jahres 2010 immerhin schon zu 16,8 % aus Erneuerbaren Energien gewonnen wurde. Um die ambitionierten Klimaziele zu erreichen, insbesondere auch vor dem Hintergrund der geplanten Abschaltung aller deutschen Atomkraftwerke bis zum Jahr 2022, müssen Erneuerbare Energien nochmals deutlich forciert und ausgebaut werden. So sieht das derzeitige Energiekonzept der Bundesregierung einen Ausbau der Erneuerbaren Energien vor, die bis zum Jahr 2020 rund 35 % zur Stromerzeugung beitragen sollen. (siehe Grafik unten).

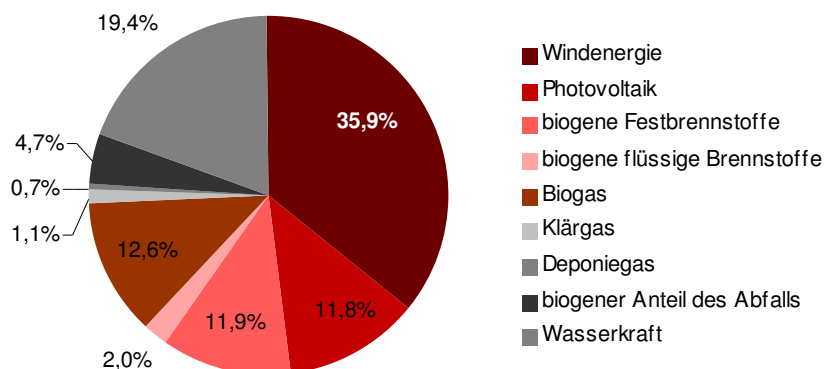
Anteile Erneuerbare Energien am gesamten Stromverbrauch



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit

Dabei wird die Windenergie erwartungsgemäß eine Schlüsselrolle spielen. Auf Grund ihrer hohen Effizienz nimmt die Windkraft bereits heute eine führende Rolle im Energiemix ein. Während der Anteil der Windenergie am Gesamtenergieverbrauch in Deutschland bislang zwar nur 1,5 % einnimmt, liegt dieser innerhalb der Erneuerbaren Energien aber bereits bei 13,3 %. Damit ist Windenergie nach biogenen Festbrennstoffen bereits heute die zweitwichtigste Erneuerbare Energiequelle in Deutschland. Im Bereich der Stromerzeugung macht Windkraft mit einem Anteil von 35,9 % sogar den mit Abstand wichtigsten Erneuerbaren Energieträger aus (siehe Grafik unten).

Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien (in D 2010)



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit

Der hohe Vorsprung der Windkraft als Stromlieferant gegenüber anderen Quellen geht auf verschiedene Gründe zurück. So beträgt beispielsweise die Anzahl der Volllaststunden einer Windkraftanlage 1.400-3.200 Stunden pro Jahr, was circa dem zwei- bis dreifachen einer Photovoltaik-Anlage entspricht. Auch ist der Wirkungsgrad mit 25-30 % deutlich höher

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

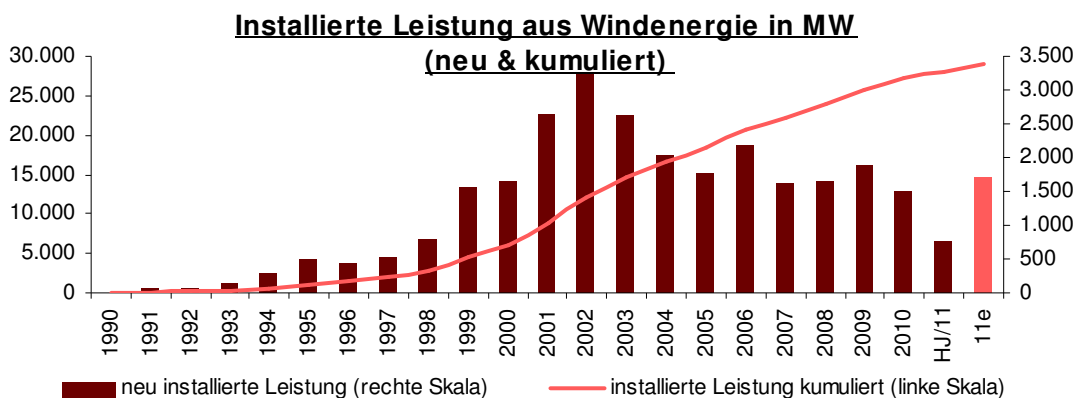
als bei den meisten anderen alternativen Energienutzungsformen. Nur Wasserkraft weist unter den erneuerbaren Energieformen einen noch höheren Wirkungsgrad auf. Nicht zuletzt bedarf die Energiegewinnung per Windkraft vergleichsweise wenig Platz. Im Vergleich zu Photovoltaikanlagen wird für die gleiche Menge an gewonnenem Strom nur ein Bruchteil der Bebauungsfläche benötigt.

Prognose: +6 % mehr installierte Leistung in 2011 - Verdoppelung bis 2020

Hintergrund des hohen Anteils der Windkraft am erneuerbare Energienmix ist das große Projektvolumen in den vergangenen Jahren. Seit dem Jahr 2000 betrug der durchschnittliche Zubau rund 2 GW pro Jahr. Entsprechend stieg die kumulierte installierte Leistung von Windenergieanlagen sukzessive an. Ende des Jahres 2010 lag diese nunmehr bei 27,2 GW. Mit rund 1,5 GW Zubau im Jahr 2010 lag die Menge der neu installierten Leistung im abgelaufenen Jahr zwar leicht unterhalb der Vorjahresniveaus, was neben Finanzierungsengpässen - als Nachwirkung der Finanzkrise - auch auf Bedenken der zukünftigen Förderbedingungen zurückzuführen gewesen sein dürfte. Mit der EEG-Novelle 2012 hat der Gesetzgeber nun für Kontinuität und Planungssicherheit gesorgt und dem wichtigen Stellenwert der Windenergie, insbesondere im Hinblick auf den geplanten Atomausstieg, ausreichend Rechnung getragen. Der aktuelle Vergütungssatz im Onshore-Windbereich liegt bei 15 ct/kWh. Die Attraktivität der Vergütungssätze könnte darüber hinaus im Rahmen eines so genannten „Stauchungs-Modelles“ (höherer Vergütungssatz, kürzere Laufzeit) weiter zunehmen.

Entsprechend der somit nach wie vor guten Rahmenbedingungen für Windenergie in Deutschland legte die Zahl der installierten Leistung im ersten Halbjahr 2011 wieder zu. Mit 793 MW wurde in den ersten sechs Monaten knapp 20 % mehr Leistung installiert als im Vorjahreszeitraum. Die kumulierte Menge installierter Leistung erhöhte sich auf 28,0 GW. Zu diesem erfreulichen Wachstum haben insbesondere Onshore-Anlagen beigetragen. Demgegenüber trugen Offshore-Anlagen mit 25 MW noch einen sehr geringen Teil bei. Auch das Repowering machte mit 42 MW nur einen kleinen Anteil aus.

Auch der Ausblick auf das zweite Halbjahr ist optimistisch geprägt. Gemäß Schätzungen des Bundesverband WindEnergie e.V. und des VDMA soll die kumulierte installierte Leistung bis Ende 2011 auf 28,9 GW ansteigen, ein Plus von 6,2 % gegenüber dem Vorjahresendwert. Der neue Zubau würde damit 1,7 GW betragen, was einer Steigerung von 14 % gegenüber 2010 entspräche.



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit, Bundesverband WindEnergie e.V., VDMA

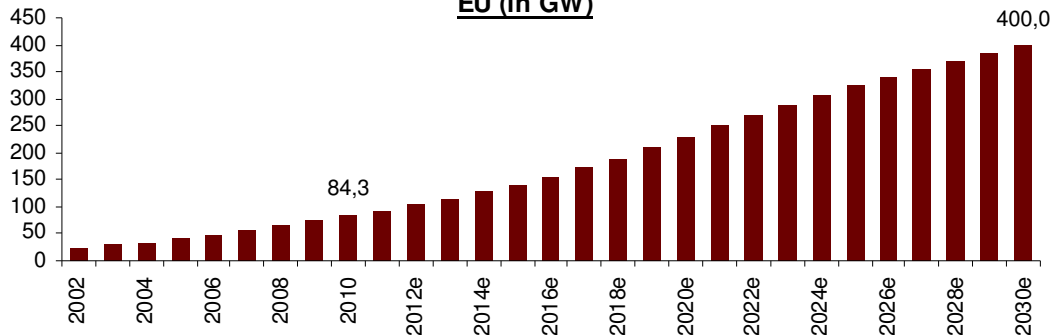
Aber auch in den darauffolgenden Jahren wird davon ausgegangen, dass sich die installierte Leistung an Windenergie nochmals deutlich erhöht. Gemäß Schätzungen der European Wind Energy Association (EWEA) soll sich das installierte Volumen in Deutschland bis zum Jahr 2020 auf 49 - 52 GW verdoppeln. Dies entspricht einem jährlichen durchschnittlichen Zubau von 2,2-2,5 GW, was eine deutliche Erhöhung gegenüber den Werten der vergangenen vier Jahren bedeuten würde.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Windenergie vor rasantem Wachstum - Frankreich und Schweden sehr dynamisch

Das Ziel, eine erhöhte Unabhängigkeit von Atomstrom und fossilen Brennstoffen zu erreichen, ist indes nicht auf Deutschland beschränkt. Auch in den weiteren Mitgliedsstaaten der EU spielt Windkraft eine zunehmend wichtige Rolle, um die Klimaziele zu erreichen. So erwartet die EWEA, dass die installierte Leistung innerhalb der EU von 84,3 GW um fast das Dreifache auf 230,0 GW im Jahr 2020 ansteigt. Bis 2030 soll dann sogar nochmals eine Verdopplung auf 400,0 GW stattfinden.

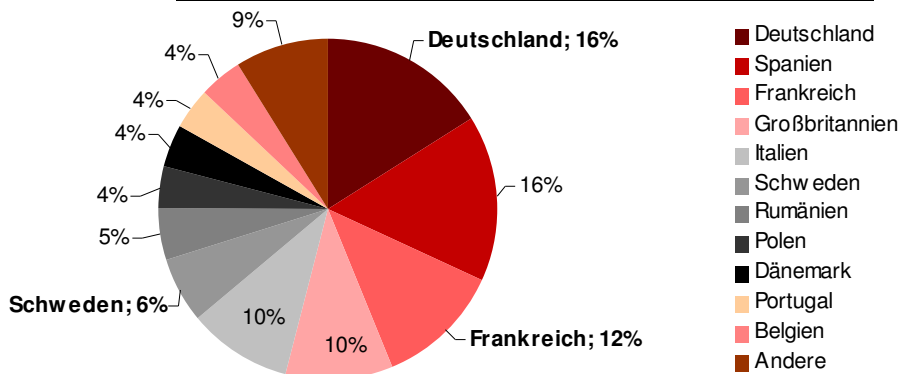
Erwartete kumulierte installierte Leistung an Windenergie in der EU (in GW)



Quelle: European Wind Energy Association (EWEA)

Auch wenn Deutschland derzeit noch das europäische Land mit dem höchsten Anteil an der gesamten installierten Windenergie ist, sinkt der Anteil jährlich. Dies ist insbesondere auf die rasante Entwicklung des Ausbaus von Windenergie in anderen europäischen Ländern zurückzuführen. So zeigte zwar Deutschland auch in 2010 den höchsten Zuwachs an installierter Kapazität auf, aber Länder wie Frankreich, UK, Italien oder Schweden machten zuletzt bereits einen deutlich erhöhten Anteil am Gesamtzuwachs aus.

Anteile an neu installierter Kapazität 2010 in der EU (ges: 9,3 GW)

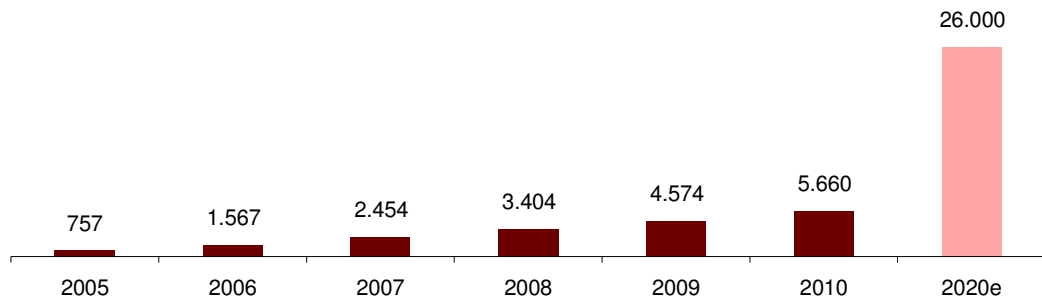


Quelle: European Wind Energy Association (EWEA)

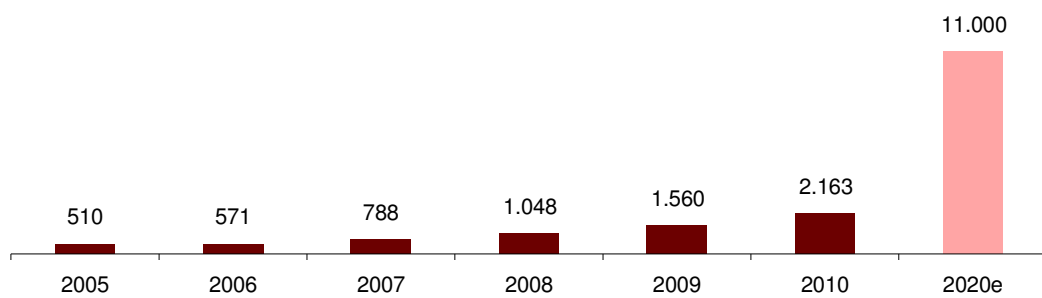
Diese Dynamik soll indes in den kommenden Jahren weiter zulegen. Alle Mitgliedsländer der EU, mit Ausnahme von Malta, investieren inzwischen in Windenergie. Zu den sich am dynamischsten entwickelnden Ländern gehören dabei Frankreich und Schweden, in denen e.n.o. jeweils den Markteintritt vollzogen hat. In beiden Ländern herrschen stabile Förderverhältnisse, was den Nährboden für eine starke Entwicklung des Ausbaus der Windenergie bildet. Vor diesem Hintergrund soll sich der Zubau in Frankreich bis 2020 mehr als vervierfachen, in Schweden sogar verfünffachen (siehe Grafiken auf Seite 8).

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Installierte Leistung an Windenergie in Frankreich (in MW)



Installierte Leistung an Windenergie in Schweden (in MW)



Quelle: European Wind Energy Association (EWEA)

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

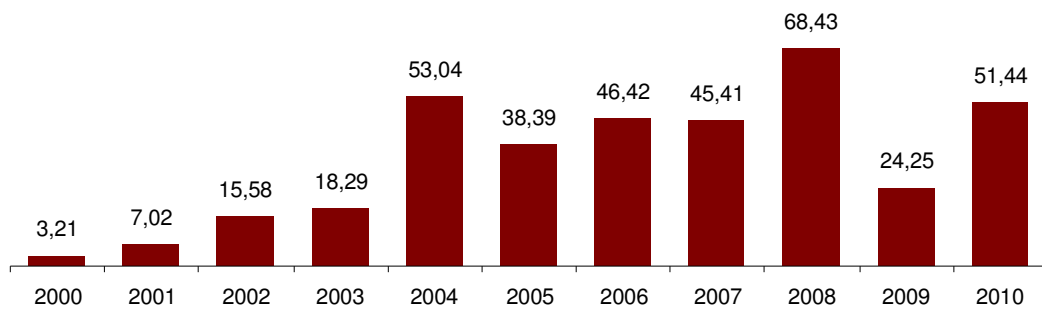
Geschäftsentwicklung - stabile Gewinnentwicklung im 3 Jahreszeitraum

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Umsatzerlöse	68,43	24,25	51,44
Gesamtleistung	68,51	25,72	45,11
EBITDA (EBITDA-Marge)	3,48 (5,1 %)	5,05 (19,7 %)	4,43 (9,8 %)
EBIT (EBIT-Marge)	3,36 (4,9 %)	4,67 (18,2 %)	3,97 (8,8 %)
Jahresüberschuss	3,06	3,41	2,30

Quelle: e.n.o. energy GmbH (konsolidierter Abschluss); GBC AG

Seit ihrer Gründung im Jahre 1999 konnte die e.n.o. einen sukzessiven Anstieg der Umsatzerlöse realisieren. Dabei konnte die Gesellschaft innerhalb der letzten zehn Geschäftsjahre (2000-2010) einen durchschnittlichen jährlichen Umsatzanstieg (CAGR) von 36,1 % vorweisen, eine Entwicklung, die aus einer stetig ansteigenden Anzahl an realisierten Projekten resultiert. Zum Ende des Geschäftsjahres 2010 beläuft sich die kumulierte Anzahl installierter Windenergieanlagen (WEA) auf 188 mit einer installierten Leistung von über 300 MW.

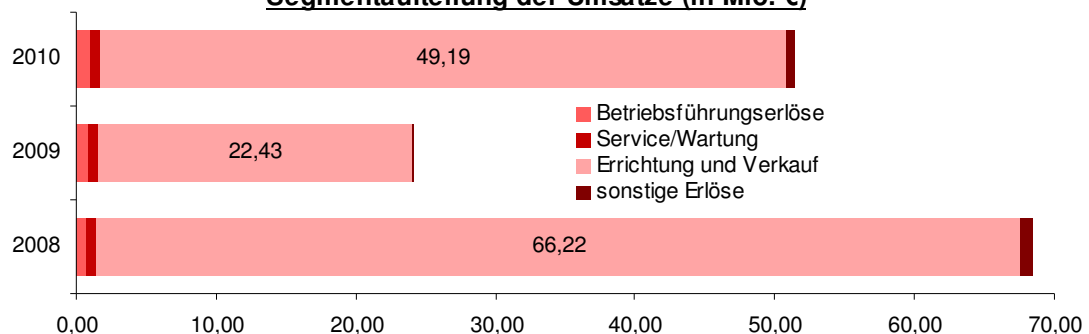
Historische Umsatzentwicklung in Mio. €



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

Die e.n.o. im abgelaufenen GJ 2010 nach einem kurzfristigen Trendbruch im Geschäftsjahr 2009 mit einer Verdoppelung der Umsätze auf 51,44 Mio. € den Wachstumskurs erneut aufnehmen. Die Entwicklung der letzten beiden Geschäftsjahre verdeutlicht den Projektcharakter der Erlössituation, wonach die Erlöse stark von der Projektentwicklungs- und Verkaufstätigkeit der einzelnen Projekte abhängt. Im Geschäftsjahr 2009 hatte dabei die e.n.o. insgesamt 9 Windparkprojekte mit einer Gesamtleistung von 33 MW realisiert und parallel hierzu weitere 27 MW aus dem Eigenbestand an Investoren veräußert. In der abgelaufenen Berichtsperiode 2010 konnte die Gesellschaft insgesamt 7 Windparkprojekte mit einer gesamten Nennleistung von 41,4 MW erstellen und veräußerte gleichzeitig Windkraftanlagen aus dem Eigenbestand mit einer Nennleistung von 43 MW.

Segmentaufteilung der Umsätze (in Mio. €)



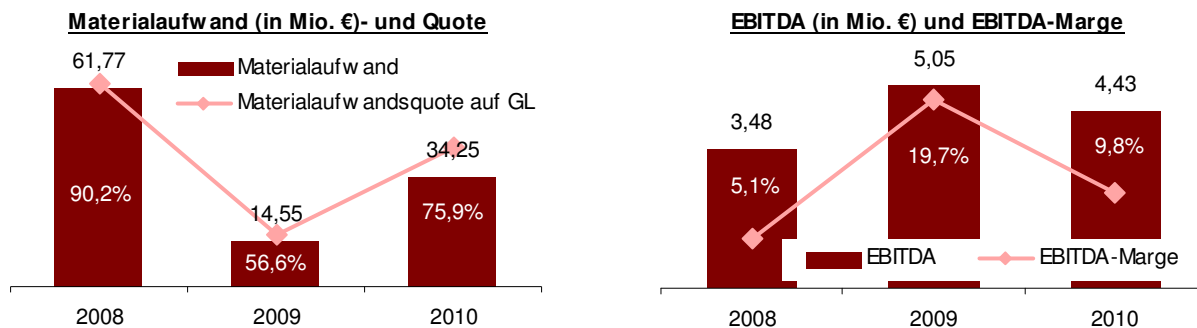
Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Die Segmentaufteilung der Umsätze zeigt dabei deutlich, dass die Projektentwicklungs- und Veräußerungserlöse mit einem Umsatzanteil von über 95 % den Großteil der Umsätze repräsentieren. Damit wird auch der Projektentwicklungscharakter der Gesellschaft ersichtlich, der in der Regel von einer erhöhten Volatilität der Umsätze geprägt ist.

Ergebnisentwicklung - Seit Gründung stets im positiven Bereich

Die wesentliche Kostenposition der e.n.o. ist der Materialaufwand, welcher hauptsächlich die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Projektentwicklung von Windparks darstellt. Diese können in der einzelnen Periodenbetrachtung stark variieren, denn die Realisierung von Umsatzerlösen aus der Errichtung und dem Verkauf von Windkraftanlagen und die dazugehörigen Entstehungskosten sind nicht immer zeitlich deckungsgleich. Langfristig glättet sich dieser Effekt, was zu einer durchschnittlichen Rohertragsmarge (Gesamtleistung abzüglich Materialaufwand zuzüglich sonstige Erträge) von 15 % bis 20 % führt. Im Rahmen der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft soll diese Kenngröße zukünftig gesteigert werden.



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

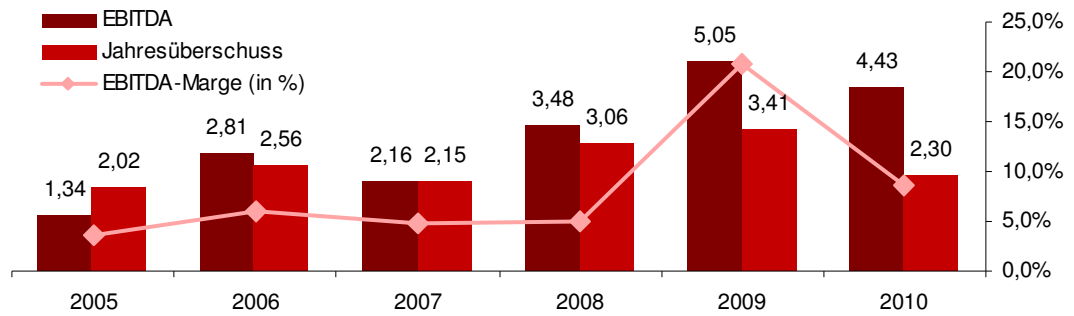
Infolge des beschriebenen Effektes variiert der Materialaufwand und demzufolge auch die auf die Gesamtleistung bezogene Materialaufwandsquote in den letzten drei Geschäftsjahren stark. Dabei markiert diese Kostenposition mit 14,55 Mio. € (Quote: 56,6 %) im Geschäftsjahr 2009 den Tiefpunkt. In der abgelaufenen Berichtsperiode 2010 erhöhten sich die Materialaufwendungen hauptsächlich aufgrund der höheren Projektaktivität der e.n.o. auf 34,25 Mio. € (Quote: 75,9 %).

Die Entwicklung der übrigen operativen Kosten ist als stabil zu bezeichnen. Herausstellen lässt sich hier die Entwicklung des Personalaufwandes, welcher mit einem Anstieg von 2,04 Mio. € (2008) auf 2,88 Mio. € (2009) sowie auf 3,54 Mio. € (2010) den sukzessiven Aufbau der Personalstocks wiedergibt. Dieser ist besonders vor dem Hintergrund der üblichen Vorlaufzeit von Entwicklungsprojekten notwendig. Die Organisation der Gesellschaft ist aufgrund der noch kleinen mittelständischen Unternehmensgröße jedoch als schlank zu bezeichnen, was der e.n.o. die Möglichkeit eröffnet, EBITDA-Margen zu erzielen, die für Projektierer als überdurchschnittlich hoch zu werten sind. Mit einem EBIT von 4,43 Mio. € lag die entsprechende EBITDA-Marge in 2010 bei 9,8 %. Die im Vergleich zum Vorjahr leicht rückläufige Entwicklung (GJ 09: 5,05 Mio. €) ist dabei hauptsächlich als Folge des wieder gesteigerten Materialaufwandes zu verstehen.

Die e.n.o.-Projekte werden sowohl durch die Aufnahme von Fremdkapital, durch Mezzanine-Programme (Ausgabe von Genussrechten) oder über finanzstarke Investoren finanziert. Mit einem steigenden Projektvolumen steigt analog dazu auch der Finanzierungsbedarf. Die Gesellschaft verwendet dabei Mezzanine-Kapital, Investorengelder und die geplanten Anleihemittel als eigenkapitalersetzende Mittel in den Projekttochtergesellschaften. Der Eigenkapitaleinsatz für die Projekte beläuft sich in der Regel auf 15-20 %. In der abgelaufenen Periode beliefen sich die Zinsaufwendungen auf -2,10 Mio. € und lagen entsprechend der höheren Projektaktivität oberhalb des Vorjahreswertes von -1,84 Mio. €. Der daraus resultierende EBIT-Zinsdeckungsgrad reduzierte sich auch infolge der EBIT-Reduktion von 2,55 (2009) auf 1,89 (2010), weist dennoch eine ausreichende Größenordnung auf.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

EBITDA und JÜ (in Mio. €) und EBITDA-Marge



Quelle: e.n.o.; GBC AG

Die langfristige Darstellung der Ergebnisentwicklung (EBITDA-Basis), verdeutlicht die positive Entwicklung der Gesellschaft über die letzten Jahre. Dabei lag neben dem operativen Gewinn auch der Jahresüberschuss seit der Gründung der e.n.o. stets im positiven Bereich und erhöhte damit das Eigenkapital.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

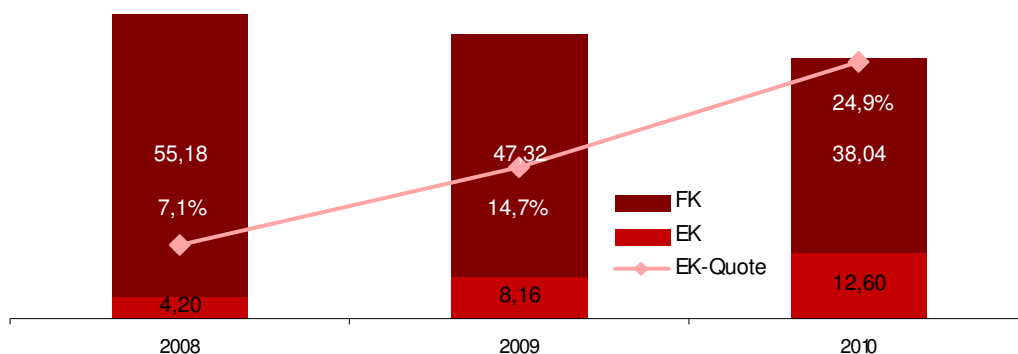
Bilanzentwicklung - Massiv verbessertes Bilanzbild mit solider EK-Quote

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010
EK (EK-Quote)	8,16 (14,7 %)	12,60 (24,9 %)
Finanzverschuldung	18,97	13,45
Finanzvermögen	13,17	22,43
Net Debt	5,80	-8,98
WC	7,47	-2,53

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

Die Gesellschaft konnte in den letzten Jahren ihr Bilanzbild sukzessive verbessern. Nennenswert hierbei ist der deutliche Anstieg des Eigenkapitals, welches innerhalb von drei Geschäftsjahren von 4,20 Mio. € (2008) auf 12,60 Mio. € zulegte. Analog hierzu erhöhte sich die Eigenkapitalquote von 7,1 % (2008) auf 14,7 % (2009) und dann auf 24,9 % (2010). Das Eigenkapital steigerte sich in erster Linie aufgrund der positiven Jahresergebnisse, die durch den laufenden Gewinnvortrag (Thesaurierung) kumuliert wurden. Darüber hinaus wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr das Stammkapital um 2,00 Mio. € auf 3,00 Mio. € angehoben.

Entwicklung EK und FK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



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

Das Fremdkapital in Höhe von 38,04 Mio. € wird im Wesentlichen durch langfristige Verbindlichkeiten dominiert. So verfügt die e.n.o. über langfristiges Mezzanine Kapital (Genussrechte) in Höhe von 4,82 Mio. € (VJ: 4,50 Mio. €). Die Genussrechte werden von der e.n.o. als eigenkapitalersetzende Mittel zur Finanzierung von Windkraft-Projektgesellschaften verwendet. Komplettiert wird die Finanzierungsstrategie der Gesellschaft durch langfristige Bankverbindlichkeiten, welche sich zum 31.12.2010 auf 8,63 Mio. € (14,47 Mio. €) belaufen. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten setzen sich hauptsächlich aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 7,73 Mio. € zusammen.

Die Projektgesellschaften finden sich als Anteile an verbundenen Unternehmen (Finanzvermögen) im Anlagevermögen wieder, welche sich zum 31.12.2010 auf 14,42 Mio. € belaufen. Komplettiert wird die Aktivseite der e.n.o.-Bilanz vom Umlaufvermögen, das sich gegenüber dem Vorjahr um 9,11 Mio. € reduzierte. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf eine deutliche Verringerung des Vorratsvermögens im Zuge der Veräußerung von WEA zurückzuführen. Eine Folge daraus ist ein deutlicher Rückgang des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) von 7,47 Mio. € (31.12.2009) auf -2,53 Mio. € (31.12.2010). Die hieraus freigesetzten liquiden Mittel spiegeln sich im Anstieg der Liquidität auf 5,92 Mio. € (31.12.09: 1,28 Mio. €) wieder. Damit konnte die Gesellschaft die Nettoverschuldung von zuvor 18,97 Mio. € (31.12.09) auf 13,45 Mio. € reduzieren.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe**Unternehmensstrategie**

Die im Folgenden beschriebene Unternehmensstrategie berücksichtigt auch auf die aus der Anleiheemission erlösten Mittel und ist somit eine Post Money-Betrachtung (Anleihebedingungen siehe Seite 18).

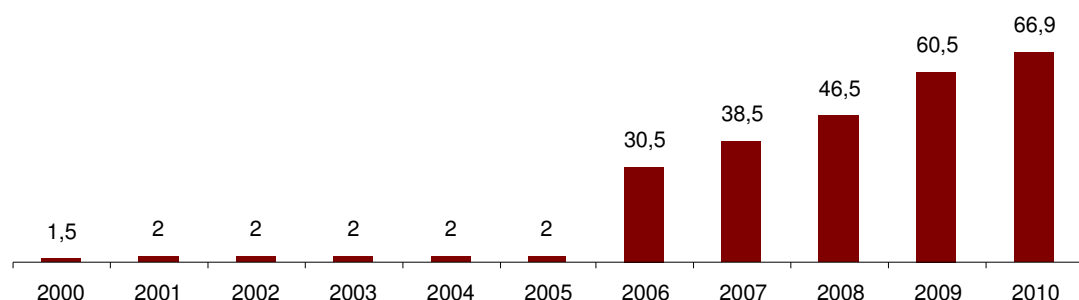
Ein wesentlicher Eckpfeiler der Strategie der e.n.o. energy GmbH ist es, die Entwicklung der vorhandenen **eigenen WEA Typen**, also der eigenen Anlagen, voranzutreiben um sich am Windenergiemarkt weiter als Hersteller etablieren zu können. Der Abschluss der technischen Entwicklung der derzeit vorhandenen eigenen WEA-Typen sowie der Aufbau einer Serienproduktion mit festen Planzahlen, sind eine wichtige Voraussetzung hierfür. Der Einsatz von e.n.o.-Windkraftanlagen über eigene Projekte ist bereits in einem ersten Schritt am Markt etabliert. Aktuell befinden sich 16 e.n.o.-Windkraftanlagen mit einer Nennleistung von über 32 MW im Einsatz. Hierbei umfasst die Produktpalette mit der e.n.o. 82 - 2.0 und der e.n.o. 92 - 2.2 zwei eigene WEA Typen, die auf bewährte Technologien renommierter Hersteller setzen.

Zugleich wird die Weiterentwicklung der e.n.o. 92 durch die Konstruktion eines Turmes mit einer Höhe von 123 m verfolgt. Anlagen dieser Größenordnungen sind insbesondere vor dem Hintergrund neuer genehmigungsrechtlicher Vorgaben interessant, da die Gemeinden zunehmend auf die bisher gültige 100 m-Grenze verzichten. Eine weitere Diversifizierung der Produktpalette erlaubt es der Gesellschaft zudem auch unterschiedliche Standortbedingungen, darunter auch in Bayern und Baden-Württemberg, zwei Regionen, die künftig verstärkt auf die Windenergie setzen werden, abzudecken.

Der Einsatz eigener Windenergieanlagen versetzt die e.n.o. in die besondere Lage, auch unabhängig von externen Windenergieanlagen-Herstellern zu operieren und damit auch von einer geringeren Sensitivität gegenüber Marktschwankungen zu profitieren. Zugleich geht der Einsatz eigener Anlagen auch mit einem Margen- und damit Rentabilitätsanstieg einher, so dass sich der stärkere Einsatz eigener WEA für die e.n.o. zukünftig in einem Anstieg der Ergebnisrelationen manifestieren sollte.

Gemäß Unternehmensstrategie soll die Produktion eigener Anlagen kurzfristig ausschließlich über den Bauteilbezug von Unterlieferanten realisiert werden. Mittel- bis langfristig soll die Fertigungstiefe jedoch ausgebaut werden. Laut Angaben der Gesellschaft ist hier die Eigenproduktion von Rotorblättern und eine damit zusammenhängende Erhöhung der Unabhängigkeit und der Ergebnismargen denkbar.

Ein weiterer Bestandteil der künftigen Unternehmensstrategie ist es, den **Eigenbestand** an Windkraftprojekten stabil zu gestalten, so dass die laufenden Kosten über Überschüsse, Betriebsführungs-, Service- und Wartungserlöse gedeckt sind. Bei kurzfristig erforderlicher Liquidität kann dabei die Gesellschaft jederzeit Projekte aus dem Eigenbestand veräußern. Derzeit verfügt die e.n.o. über einen über die letzten Geschäftsjahre sukzessive aufgebauten Eigenbestand, der eine Nennleistung von rund 67 MW aufweist. Die Erlöse aus diesen Projekten haben aufgrund eines sich wiederholenden Charakters einen stabilisierenden Effekt auf die Umsatzsituation der e.n.o. und bringen als „Rücklage“ erhöhte Sicherheit auch für die Anleihegläubiger.

Projekte im Eigenbestand in MW

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

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Mit dieser Strategie beabsichtigt die e.n.o. ihre bisher erreichte Marktstellung (derzeit gehört e.n.o. zu den Top 10 der Projektentwickler in Deutschland) weiter auszubauen. Das langfristige Unternehmensziel sieht dabei als Zielgröße einen Marktanteil von 10 % in Deutschland vor. Dies soll in erster Linie durch die bereits erwähnte Strategie, wonach eigene Windenergieanlagen in eigene und fremde Projekte zum Einsatz kommen sollen, umgesetzt werden. Des Weiteren beabsichtigt die e.n.o. die internationalen Umsätze signifikant zu erhöhen, um beispielsweise auch in Schweden einen Marktanteil von 10 % zu erreichen. Ebenfalls eine Zielregion der Gesellschaft ist der französische Windenergiemarkt. Die ersten Schritte der Internationalisierungsstrategie wurden bereits mit dem Kauf der Energie Eolienne France S.A.S. sowie der Büroeröffnung in Schweden getan. Seit Ende November 2010 baut die e.n.o. energy mit ihrer französischen Tochter den ersten schlüsselfertigen Windpark in der Normandie, mit einer Nennleistung von 11,5 MW.

Massive Projektpipeline liefert gute Planungsgrundlage - über 400 MW geplant

Ein wesentliches Asset der Gesellschaft neben der langjährigen Erfahrung und des Track-Rekord ist ihre umfangreiche Projektpipeline. Die Projektpipeline soll auf Flächen realisiert werden, für die sich die e.n.o. in der Akquisitionsphase befindet oder zum Teil bereits gesichert sind. Dies ist insofern wichtig, da der Nutzung von Flächen für die Windkraft teils mehrjährige Genehmigungsverfahren vorausgehen. Zudem müssen die Standorte nach Windbedingungen, Schallvorschriften sowie weiteren Planungsvorgaben beurteilt werden. Die Gesellschaft nutzt dabei die guten Kontakte zu Behörden und politischen Entscheidungsträgern und konnte sich somit Flächen in Deutschland für den Anlagenbau mit einer Gesamtnennleistung von 400 MW sichern. Ein besonderes Argument ist hierbei die Tatsache, dass rund 70 % der Windkraftenergieerlöse der entsprechenden Gemeinde zufließen, was damit die Attraktivität der Flächennutzung für Windkraftanlagen erhöht. Erwähnenswert ist zudem die Tatsache, dass bei der e.n.o. für die gesicherten Flächen keine Kostenbelastungen entstehen.

Unter Berücksichtigung einer erfolgreichen Anleiheplatzierung dürfte die Gesellschaft gut in der Lage sein, ihre Projektpipeline in den nächsten Jahren sukzessive abzuwickeln. Gemäß Unternehmensangaben können auf den bereits gesicherten Flächen rund 200 WEA geplant und errichtet werden. Rund 15 Mio. € aus der Begebung der Anleihe sollen für die Eigenkapitalfinanzierung (20 % des Gesamtfinanzierungsbetrages) der Projektgesellschaften verwendet werden. Hierzu flankierend sollen Mezzaninekapital sowie Fondsbeteiligungen die Finanzierung der Projekte unterstützen.

Über die nächsten vier Geschäftsjahre (inklusive aktuell laufendem Geschäftsjahr 2011) dürfte damit die Gesellschaft in der Lage sein, Projekte mit einer Größenordnung von ca. 360 MW zu realisieren. Es wird zudem sichtbar, dass wir für die kommenden Geschäftsjahre im Zuge der Implementierung einer Serienfertigung mit einem deutlichen Ausbau des Einsatzes eigener WEA-Anlagen rechnen.

Die bisherige Geschäftsentwicklung der e.n.o. zeigt dabei deutlich, dass die von uns erwarteten Projektvolumina nicht zu hoch angesetzt sind. Auch hat die Gesellschaft bisher den „proof of concept“ erbracht, dass sie die Finanzierung der Projekte über langjährige Finanzpartnerschaften stemmen kann. Mit einer erfolgreichen Platzierung der Anleihe sollte daher der Anstieg des Projektvolumens möglich sein, zumal ein Teil der Windkraftprojekte, vornehmlich bei Partnerschaften mit Energieunternehmen, vorab veräußert werden sollen. Bei einer Vorabveräußerung ist aufgrund der Tatsache, dass der Erwerber die Projektfinanzierung übernimmt, keine Vorfinanzierung durch die e.n.o. notwendig was sich dann liquiditätsschonend auswirkt. Unsere Umsatz- und Ergebnisplanungen erwarten einen nahezu vollständigen Abverkauf der in den kommenden Geschäftsjahren realisierten Windkraftprojekte.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Prognosen - Starkes Wachstum der Pipeline ab 2012 erwartet

in Mio. €	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e
Gesamtleistung	85,02	115,95	134,14
EBITDA (EBITDA-Marge)	4,20 (4,9 %)	11,71 (10,1 %)	15,08 (11,2 %)
EBIT (EBIT-Marge)	3,74 (4,4 %)	11,22 (9,7 %)	14,60 (10,9 %)
Jahresüberschuss	2,16	5,87	8,24

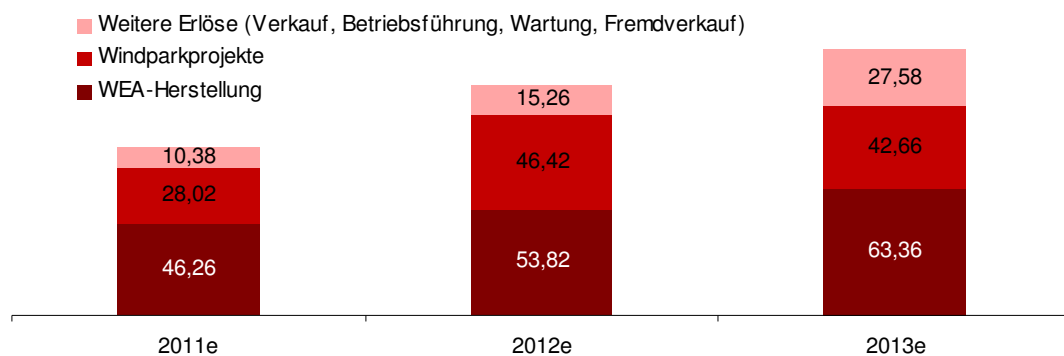
Quelle: GBC AG

Für unsere Umsatz- und Ergebnisplanungen haben wir insgesamt sechs Erlösgrößen definieren können:

Umsatz WEA-Herstellung	Dieser Erlösstrom stellt die Umsätze aus der Herstellung der e.n.o. 82 und e.n.o. 92 dar. Wir rechnen hier mit einer Größenordnung von etwa 2,0 Mio. € bis 2,4 Mio. € je Anlage.
Umsatz aus Windparkprojekten	Dieser Erlösstrom stellt die Umsätze aus der Projektierung von Windparks dar. Im Rahmen dessen wird von der e.n.o. die gesamte Wertschöpfungskette abgedeckt. Wir rechnen hier mit einer Größenordnung von etwa 3,0 Mio. € je WEA-Anlage (inkl. Infrastruktur), die zur Bestückung eines Projektes verwendet wird. Dies entspricht einem Umsatz von ca. 1,4 Mio. €/MW.
Verkaufserlös Windparkprojekte	Hier wird der Veräußerungsgewinn von e.n.o.-Betreibergesellschaften, welche im Rahmen von share deals veräußert werden, berücksichtigt
Umsätze aus Betriebsführung	Der Betrieb von eigenen Windparkprojekten (auch Fremdhersteller) wird hiermit abgebildet. Die damit zusammenhängenden Umsätze lassen sich aus der Einspeisevergütung ableiten.
Umsätze aus Vollwartungsverträge	Diese Erlöse stellen die Umsätze aus der Wartung und der aktiven Betreuung von Windparks durch die e.n.o. dar.
Umsätze Fremdverkauf WEA	Die von der e.n.o. hergestellten WEA sollen laut Planungen nicht nur in den eigenen Windparks eingesetzt werden. Diese werden zukünftig auch zur Bestückung von Fremdprojekten verwendet und damit veräußert.

Aus diesen Erlösgrößen ableitend haben wir unter Berücksichtigung der von uns erwarteten höheren Anzahl an hergestellten WEA und damit auch realisierten Windparkprojekten, die von uns erwartete Gesamtleistung für die kommenden Geschäftsjahre ausformuliert. Folgende Grafik stellt die einzelnen Erlösgrößen der erwarteten Gesamtleistung dar:

Segmentaufteilung der Umsätze 2011e-2014e (in Mio. €)

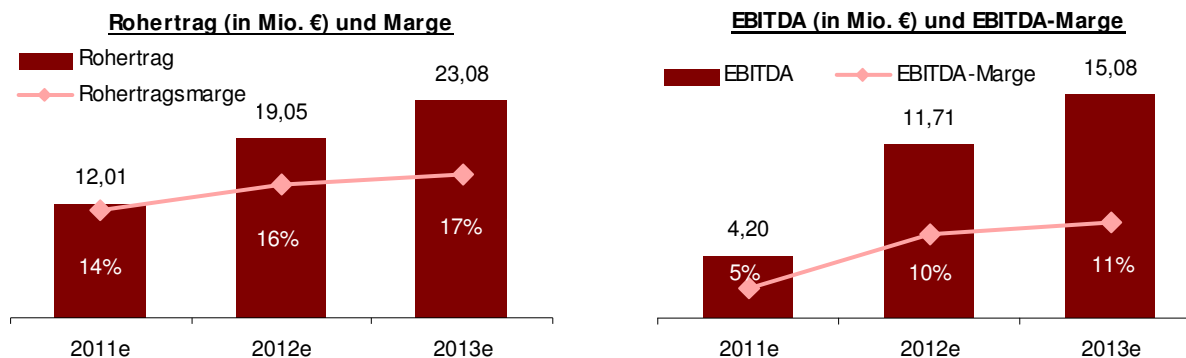


Quelle: GBC AG

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

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

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



Quelle: GBC AG

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

Bonitätskennzahlen - Weitere Verbesserung ab 2012 erwartet

	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e
EBITDA-Interest Coverage	2,11	2,58	4,13	5,32
EBIT-Interest Coverage	1,89	2,30	3,96	5,15
Total Debt / EBITDA	3,04	10,92	3,82	2,87
Total Net Debt / EBITDA	-2,03	5,62	1,96	1,43
EK-Quote	24,9 %	19,3 %	27,4 %	35,4 %

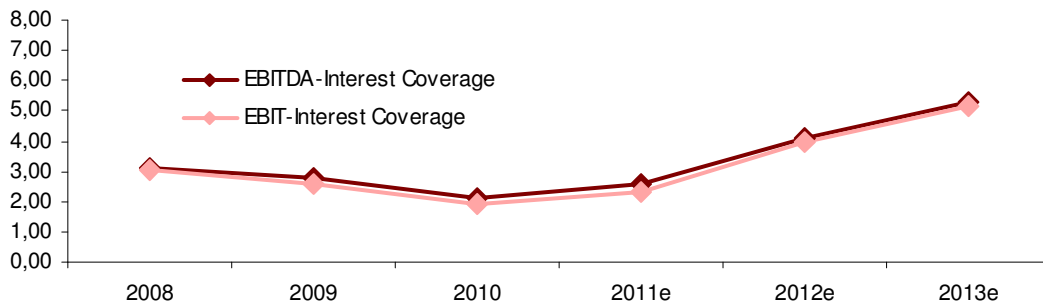
Quelle: GBC AG

Als Grundlage für die Ermittlung der Zinsdeckungsgrade haben wir in erster Linie den im Zuge der Anleiheemission erwarteten deutlichen Anstieg der Zinsaufwendungen berücksichtigt. Flankiert wird dieser jedoch von der erwarteten hohen Geschäftsdynamik, welche mit einem prognostizierten deutlichen Ergebnisanstieg einhergeht. Aufgrund der Tatsache, dass die Anleihezinsen sich für das laufende Geschäftsjahr nur anteilig auswirken, haben wir die Zinsaufwendungen aus dieser Emission ganzjährig erst im kommenden Geschäftsjahr 2012 berücksichtigt. Insgesamt rechnen wir mit Zinsaufwendungen in 2011 von -1,63 Mio. € in 2012 von -2,84 Mio. € sowie in 2013 von -2,84 Mio. €.

Unter Hinzurechnung der erwarteten operativen Ergebnisse dürfte damit die e.n.o. sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis Zinsdeckungsgrade aufweisen, die wir als gut einstufen. Dabei sollte die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren als Folge der erwarteten dynamischen Geschäftsentwicklung einen Anstieg der Zinsdeckungsgrade verweisen. Somit wird auf Basis der Prognosen erwartet, dass die e.n.o. gut in der Lage sein dürfte, den Zinsdienst durch das laufenden operative Geschäft zu bestreiten.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

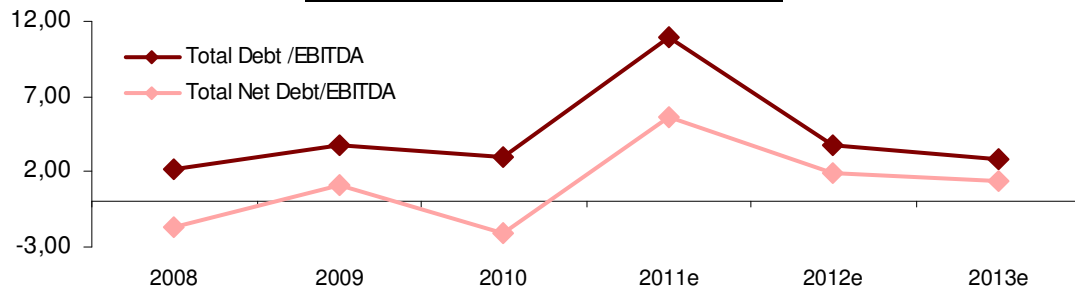
Entwicklung EBITDA- und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG

Auch die Verschuldungsrelationen sollten sich gemäß unseren Erwartungen in den kommenden Geschäftsjahren positiv entwickeln. Dabei dürften das Total Debt/EBITDA und Total Net Debt/EBITDA zwar infolge der Anleiheemission zum Ende des Geschäftsjahres 2011 deutlich auf 10,92 respektive 5,62 ansteigen, diese Größenordnung ist jedoch als nicht kritisch zu werten. Dieser Wert sagt aus, dass die Gesellschaft annähernd 11 Jahre ein EBITDA gleicher Größenordnung erzielen müsste um die Bilanzverschuldung auszugleichen (zum Ausgleich der Nettoverschuldung müsste die Gesellschaft rund 5,6 Jahre lang ein EBITDA gleicher Größenordnung erwirtschaften). Infolge des erwarteten Ergebnisanstieges wird sich dieser Wert in den kommenden Geschäftsjahren deutlich reduzieren.

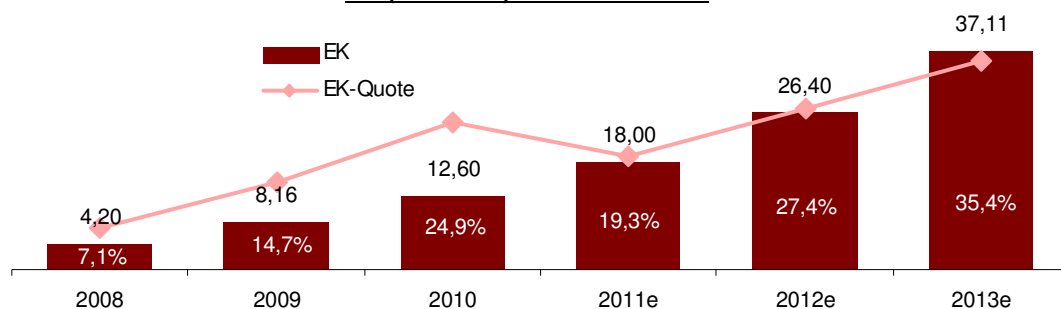
Entwicklung Verschuldungsrelationen



Quelle: GBC AG

Die Entwicklung des Eigenkapitals sollte eine ähnliche Ausprägung aufweisen. Die geplanten erlösten Mittel aus der Anleiheemission werden dabei zunächst die Bilanzsumme erweitern, was zu einer Reduktion der Eigenkapitalquote führen wird. Im Zuge der guten Geschäftsentwicklung und der positiven Jahresergebnisse wird die e.n.o. unseres Erachtens in den kommenden Geschäftsjahren eine sukzessive Erhöhung des Eigenkapitals und der entsprechenden EK-Quote vorweisen.

EK (in Mio. €) - und EK-Quote



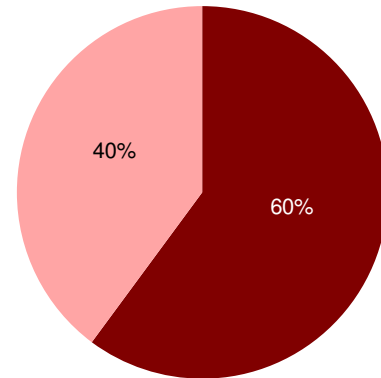
Quelle: GBC AG

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Anleihebedingungen - Attraktive Ausgestaltung der Anleihe im Marktvergleich

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

Mittelverwendung in %



■ Neue Projekte
■ Konstruktion, Forschung, Grundstücksakquise

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

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

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

- Sicherstellung der Einhaltung der Anforderungen durch einen zugewiesenen Kapitalmarktpartner
- Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospektes für die Emittentin und damit Transparenz für Anleger
- Vorlage von Geschäfts- und Zwischenberichten und damit laufende Transparenz
- Vorlage eines Ratingberichtes mit der Ratingnote von mindestens „BB“ (Update ist 12 Monate nach Ersterscheinen des ersten Berichtes verpflichtend)
- Das Nominalvolumen der Anleihe soll mindestens 10,0 Mio. € betragen, um eine Handelbarkeit zu gewährleisten

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

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

Kündigungsgrund **Zinsverzug**: Demnach kann jeder Anleihegläubiger seine Schuldverschreibungen kündigen, wenn Kapital oder Zinsen nicht innerhalb von 3 Tagen ab dem betreffenden Fälligkeitstermin gezahlt sind. Liegt ein solcher Fall vor, so kann die Anleihe im Rahmen der Kündigung zu einem Kurs von 100 % an den Emittenten zurückgegeben werden.

Kündigungsgrund **Change of Control**: Jeder Anleihegläubiger hat das Recht die Rückzahlung seiner Schuldverschreibungen zum Nennbetrag im Falle eines Kontrollwechsels zu verlangen. Als Kontrollwechsel wird der Fall definiert, in dem die Mehrheit am Unternehmen durch dritte Personen erworben wird.

Als zusätzliche Sicherheit für die Investoren ist im Prospekt die Vereinbarung einer **Ausschüttungssperre** aufgenommen, wodurch Gewinnausschüttungen während der Anleihezeit an die Gesellschafter des Unternehmens auf 20 % des Konzernergebnisses beschränkt sind. Damit sollen die Gewinne der Gesellschaft thesauriert werden um die künftige Finanzstärke der e.n.o. zu gewährleisten.

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

GBC Credit Research - e.n.o. energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

Anleihebewertung/Marktvergleich

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

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse ^{*3}	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Credit Research	Covenants/Investorenschutzrechte		
								Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar AG I	6,750%	5	5,466%	15.09.2010	BBB	50,00	ja ^{*1}	30	nein	nein
Helma Eigenheimbau AG	6,500%	5	6,590%	01.12.2010	BBB	10,00	ja ^{*1}	nein	nein	nein
S.A.G. Solarstrom AG I	6,250%	5	7,322%	15.12.2010	BBB+	50,00	ja ^{*1}	20	nein	nein
EXER D GmbH	5,700%	5	8,845%	01.02.2011	A5	50,00	nein	7	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500%	5	9,146%	08.02.2011	BB+	50,00	ja ^{*1}	30	nein	nein
CENTROSOLAR AG	7,000%	5	10,634%	15.02.2011	BBB	50,00	nein	60	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,125%	5	7,347%	01.03.2011	BBB+	100,00	nein	7	nein	ja
ARISTON R. Estate AG	7,250%	5	7,726%	14.03.2011	-	25,00	nein	nein	nein	nein
JOH F. BEHRENS AG	8,000%	5	8,227%	15.03.2011	BB-	30,00	nein	30	nein	ja
German Pellets GmbH	7,250%	5	8,226%	01.04.2011	BBB	80,00	nein	60	nein	ja
Solar8 Energy AG	9,250%	5	9,096%	07.04.2011	BB-	10,00	nein	60	nein	nein
Payom Solar AG	7,500%	5	11,863%	08.04.2011	BBB	50,00	ja ^{*2}	20	nein	nein
golden Gate	6,500%	3,5	9,361%	11.04.2011	BB	30,00	nein	60	nein	nein
UNIWHEELS	7,500%	5	8,617%	19.04.2011	BB+	50,00	ja ^{*1}	30	ja	ja
Semper Idem Underberg	7,125%	5	5,890%	20.04.2011	BB+	50,00	nein	k.A.	nein	ja
Valensina	7,375%	5	7,447%	28.04.2011	BB	50,00	nein	45	nein	ja
SeniVita GmbH	6,500%	5	5,666%	17.05.2011	A-	15,00	nein	15	nein	ja
REIFF Reifen GmbH	7,250%	5	6,030%	27.05.2011	BBB-	30,00	nein	30	nein	ja
FFK Environment GmbH	7,250%	5	8,124%	01.06.2011	BB+	25,00	ja ^{*1}	60	ja	ja
AVW Grund AG	6,100%	4,5	6,100%	01.06.2011	BBB-	50,83	ja ^{*1}	20	ja	nein
KTG Agrar AG II	7,125%	6	8,480%	06.06.2011	BBB	70,00	nein	30	nein	nein
BKN Biostrom AG	7,500%	5	7,933%	06.06.2011	BBB	25,00	nein	20	nein	nein
SIAG Schaaf Industrie	9,000%	5	9,268%	11.06.2011	CCC+	50,00	nein	20	ja	ja
Katjes International GmbH	7,125%	5	6,311%	19.06.2011	BB+	30,00	nein	k.A.	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG II	7,500%	6	8,259%	11.07.2011	BBB+	25,00	nein	20	nein	nein
Solarworld AG	6,375%	5	8,714%	13.07.2011	-	150,00	nein	30	nein	ja
Maschf. Spaichingen GmbH	7,250%	5	8,406%	15.07.2011	BB	30,00	nein	30	nein	ja
Windreich AG	6,500%	5	7,640%	15.07.2011	BBB+	75,00	ja ^{*1}	30	nein	ja
Peach Property Group GmbH	6,600%	5	6,737%	18.07.2011	-	50,00	nein	5	ja	ja
AMICTUS / EYEMAXX	7,500%	5	7,782%	26.07.2011	BBB+	25,00	Ja ^{*1}	60	ja	nein
Mittelwert	7,138%	5	7,909%							
Median	7,188%	5	8,029%							
e.n.o. energy GmbH	7,375%	5	8,237%	30.06.2011	BB+	25,00	ja	3	ja	ja

^{*1} Credit Research durch GBC ^{*2} Credit Research durch anderes Institut ^{*3} Kurse zum 30.08.2011

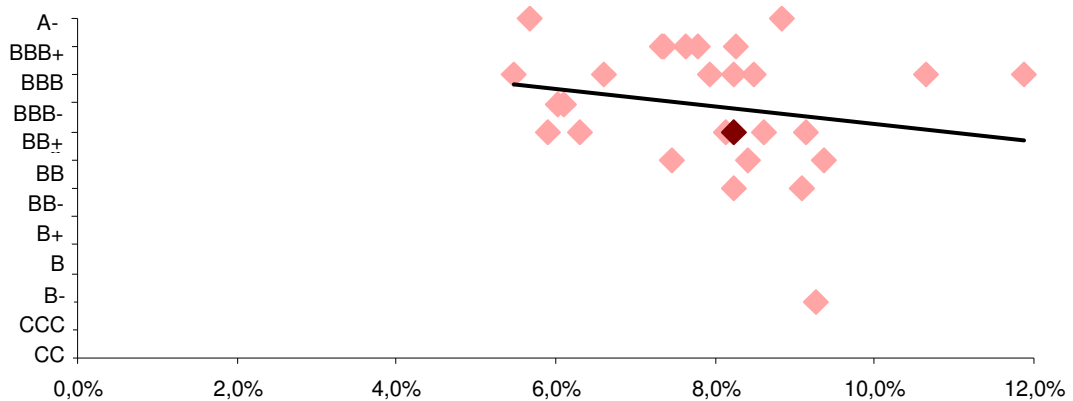
Quelle: GBC AG

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

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

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

Rating/Effektivzinsmatrix (Marktvergleich)



Quelle: GBC AG

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

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

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

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

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

Quelle: GBC AG

Ratingnote Emittentenrating (Creditreform):	10
Ratingnote Emittentenrating GBC (Aufbauend auf Zukunftsprognosen 2011)	11
Mittelwert	10,5

Rating Adaption durch:

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

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

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

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

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

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

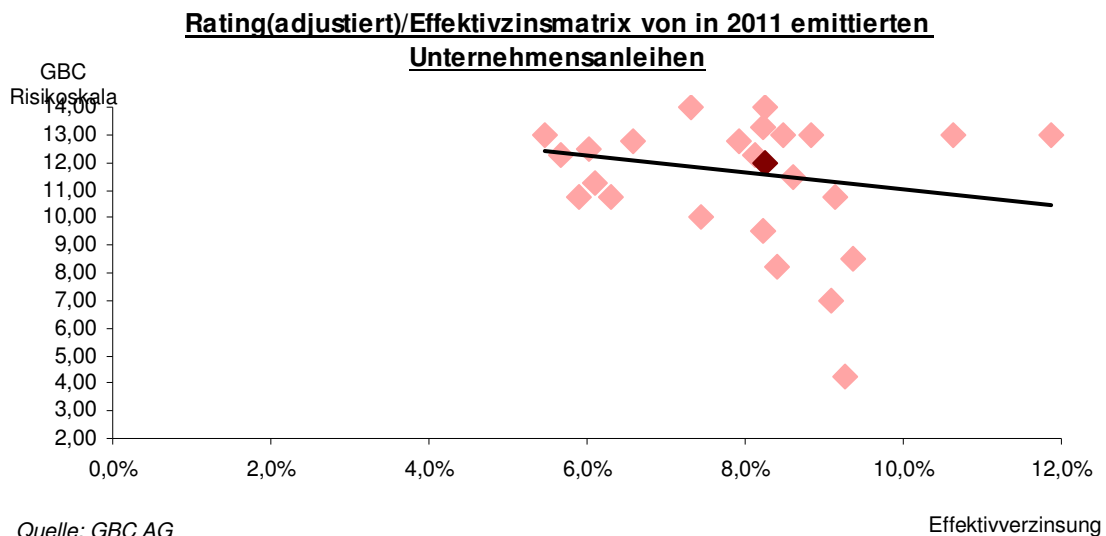
e.n.o. hat ein jährliches Zinsintervall vorgesehen. Da es sich hier um die Standardausgestaltung handelt, ergibt sich hieraus keine Risikoveränderung (+0 Risikopunkte).

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

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

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

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



Wie man der adjustierten Matrix entnehmen kann, liegt nun die e.n.o.-Anleihe aufgrund der guten Ausgestaltung und Merkmale und der damit verbundenen Risikoverbesserung oberhalb der aus dem Marktdurchschnitt des adjustierten Anleiheratings und der Effektivzinsen ermittelten Regressionsgeraden. Nach der vorgenommenen Adjustierung bewegt sich die e.n.o.-Anleihe mit einem Abstand von +3,9 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist daher als Überdurchschnittlich Attraktiv einzustufen.

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

Mit der Zeichnung der e.n.o. energy GmbH-Anleihe finanziert der Investor ein Unternehmen, dessen Kerngeschäft die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Onshore-Windparks in Deutschland ist. Dabei fungiert die Gruppe als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft und bietet Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von Windenergieanlagen (WEA) an.

In ihrer Historie errichtete die e.n.o. bereits nahezu 200 Windkraftanlagen mit einer kumulierten Gesamtleistung von über 300 MW. Mit installierten 21 WEA und einer Gesamtleistung von über 41 MW gehörte die e.n.o. im abgelaufenen Geschäftsjahr zu den 10 größten Projektentwicklern Deutschlands. Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die Gesellschaft in den vergangenen Jahren zunehmend Windkraftprojekte mit eigenen Anlagen bestücken konnte. Mit der e.n.o. 82 - 2.0 und der e.n.o. 92 - 2.2 verfügt die Gesellschaft über zwei Produkttypen, die sich zunehmend am Markt etablieren konnten und damit die Wertschöpfungstiefe der Gesellschaft erhöhen.

Damit bewegt sich die e.n.o. in einem Marktumfeld, welches als sehr attraktiv bezeichnet werden kann. Die Windenergie, die bereits heute eine führende Rolle im Energiemix der erneuerbaren Energien einnimmt, wird auch künftig, insbesondere vor dem Hintergrund der Energiewende, eine zentrale Stellung einnehmen. Denn die Windenergie weist nicht nur mit 25-30 % hohe Wirkungsgrade auf, sie gilt zudem im Vergleich als sehr profitabel und kann bereits auf einen langen Track Rekord zurückblicken. Mit der EEG-Novelle 2012 hat der Gesetzgeber für Kontinuität und Planungssicherheit gesorgt und gute Rahmenbedingungen für die künftige Entwicklung der Windenergie geschaffen. Gemäß Schätzungen der EWEA (European Wind Energy Association) soll sich das aktuell installierte Volumen in Deutschland bis zum Jahr 2020 verdoppeln.

Um von dieser Entwicklung zu profitieren aber auch um das internationale Wachstum zu beschleunigen (e.n.o. plant in den attraktiven Märkten Frankreich und Schweden zu wachsen) verfolgt die e.n.o. energy GmbH eine Wachstumsstrategie. Kernpunkt dieser Strategie ist es, neben dem Kapazitätsaufbau auch die Entwicklung der vorhandenen eigenen WEA-Anlagen voranzutreiben, um deren Einsatzzahlen in Windparkprojekten zu erhöhen. Zugleich wird die Entwicklung einer Anlage mit einer Nabenhöhe von 123 m forciert, um somit Produkte für unterschiedliche Standortbedingungen parat zu haben. Insgesamt versetzt der Einsatz eigener WEA die e.n.o. in die Lage, unabhängig von WEA-Hersteller zu operieren und damit auch von einer geringeren Sensitivität gegenüber Marktschwankungen zu profitieren. Parallel geht der Einsatz eigener Anlagen auch mit einem Rentabilitätsanstieg einher.

Ein wesentliches Asset der Gesellschaft ist die große vorhandene Projektpipeline sowie der Zugriff auf Flächen für Windparkanlagen. Dies ist insofern wichtig, da der Nutzung von Flächen mehrjährige Genehmigungsverfahren vorausgehen. Insgesamt konnte die Gesellschaft Flächen sichern, die den Anlagenbau von rund 400 MW erlauben. Für diese Flächen existieren bereits konkrete Projekte, die in den nächsten Jahren sukzessive abgearbeitet werden sollen. Auf dieser Basis dürfte die e.n.o. in den kommenden Geschäftsjahren eine dynamische Unternehmensentwicklung vorweisen, die mit einer signifikanten Verbesserung aller Kennzahlen einhergehen sollte.

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

Um eine Vergleichbarkeit und Beurteilung der e.n.o.-Anleihe vornehmen zu können, haben wir ein Anleiherating erstellt. Dabei haben wir auf Basis des Emittentenratings eine Adjus-

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Unternehmensanleihe

tionierung hinsichtlich verschiedener Faktoren (Unternehmensprognosen, Unternehmensalter, Covenants, Haftmittel, Zinsintervall, Transparenz, Laufzeit) vorgenommen. Insgesamt ergibt sich gemäß unserer Bewertung eine Risikoverbesserung um 2,0 Risikopunkten und damit eine Gesamtrisikozahl von 12,0. Dies entspricht gemäß unserem Modell einem Anleiherisiko von „BBB“. Die Gesellschaft erfüllt die meisten unserer Kriterien und die Anleiheausgestaltung ist überdurchschnittlich, weshalb die Anleihe eine bessere Risikoeinstufung erhält, als der Emittent selbst.

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

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

Einstufung bei Credit Research Analysen:

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

„Attraktiv“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen

„Unterdurchschnittlich attraktiv“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: 5

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortliche Analysten sind:

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

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de