



Credit Research (Anno)

e.n.o energy GmbH



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

„Frischer Wind und attraktive Rendite fürs Depot“

„Überdurchschnittlich Attraktiv“

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

Fertigstellung: 22.05.2012

Veröffentlichung: 23.05.2012

e.n.o. energy GmbH *4;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*: 95,5 %
Rückzahlungskurs: 100 %

*Kursdatum: 19.04.2012
Börse Düsseldorf

Analyst:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Onshore-Windkraft, Erneuerbare
Energien

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

Mitarbeiter: 120 Stand: 22.05.12

Gründung: 1999

Firmensitz: Ostseebad Rerik

Vorstand: Karsten Porm



Das Kerngeschäft der e.n.o. ist die Herstellung von Windenergieanlagen sowie die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Onshore-Windparks in Deutschland. Dabei fungiert die Gruppe auch als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft. Innerhalb der Gruppe werden darüber hinaus Produkte und Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von WEA (Windenergieanlagen) angeboten. Neben der Projektplanung und Entwicklung, dem Bau und der Windenergieanlagenherstellung werden auch die Bereiche Service & Wartung sowie Vertrieb und Finanzierung abgedeckt. Durch dieses vielseitige Produktportfolio ist es der Gesellschaft seit ihrer Gründung gelungen, stets ein positives Jahresergebnis zu erzielen.

Prognosen auf Konzernbasis

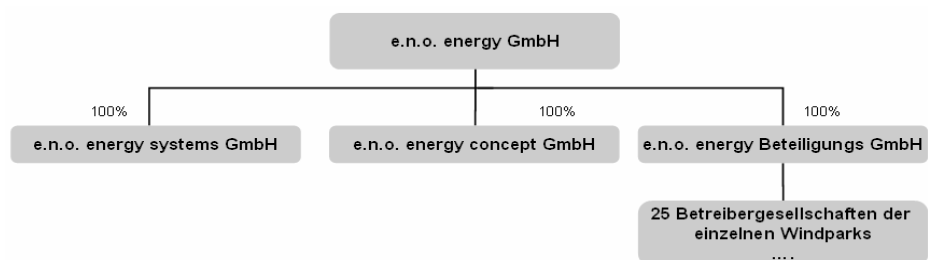
in Mio. €/GJ-Jahr	2011	2012e	2013e	2014e
Gesamtleistung (GL*)	42,92	75,53	131,90	142,25
EBITDA	6,17	8,73	11,26	14,59
EBIT	5,71	8,16	10,63	13,90
Jahresüberschuss	2,35	4,77	6,47	9,21

* GL nach GBC-Berechnungen

ausgewählte Bilanzkennzahlen (Post Money)

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

Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)



Inhaltsangabe

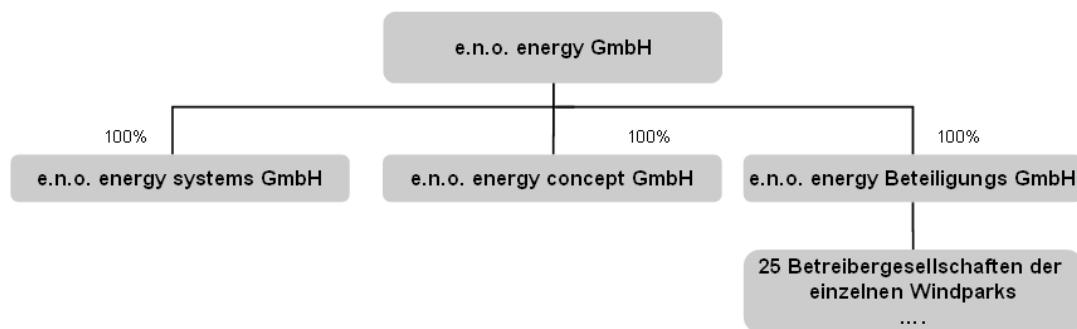
Geschäftstätigkeit und Strategie	1
Unternehmensstruktur.....	1
Markt und Marktumfeld.....	2
Geschäftsentwicklung GJ 2011.....	5
Ergebnisentwicklung GJ 2011.....	5
Bilanzkennzahlen 31.12.2011.....	7
Prognosen.....	9
Entwicklung Bonitätskennzahlen.....	11
Anleihebedingungen.....	12
Anleihebewertung/Marktvergleich.....	13
Fazit.....	17
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

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

Geschäftstätigkeit und Strategie

Das Kerngeschäft der e.n.o. ist die Herstellung von Windenergieanlagen sowie die Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Onshore-Windparks in Deutschland. Parallel hierzu ist die Gesellschaft auch ein Betreiber von Windkraftanlagen, mit einer derzeitigen installierten Leistung von über 65 MW. Die Gruppe fungiert bei der Errichtung von Windparks als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft. Darüber hinaus werden Produkte und Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von Windenergieanlagen (WEA) angeboten. So werden neben der Projektplanung und Entwicklung, der Bau und die Windanlagenherstellung, Service & Wartung sowie auch der Vertrieb und die Finanzierung von WEA abgedeckt.

Unternehmensstruktur



Quelle: e.n.o. energy GmbH

Die e.n.o. energy GmbH ist als Emittentin der 7,375 %-Unternehmensanleihe hinsichtlich der Eigentümerstruktur zu 100 % dem alleinigen Geschäftsführer und Gründer Herrn Karsten Porm zuzurechnen. Das Unternehmen unterhält zudem drei 100%ige Tochterunternehmen, die jeweils in der Form einer GmbH geführt sind.

Die Muttergesellschaft **e.n.o. energy GmbH** übernimmt die strategische und operative Führung innerhalb der Unternehmensgruppe sowie Kernaufgaben wie Rechnungswesen, Controlling, Personal, Projektmanagement, Vermarktung oder allgemeine Verwaltung. Auch die kaufmännische und technische Betriebsführung von Windparks wird von der Muttergesellschaft übernommen. Über die e.n.o. energy GmbH wird demzufolge die Planung und der Bau von Onshore-Windkraftprojekten abgewickelt. Für die Errichtung werden dabei WEA, je nach Eignung und Wirtschaftlichkeit für das jeweilige Projekt, 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 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.

Die **e.n.o. energy concept GmbH** ist im Bereich der Finanzierung aktiv, speziell im Bereich der Vermittlung und Abwicklung von Projektfinanzierungen. Dabei verfügt e.n.o. über mehrere langjährige Partner auf der Bankenseite, die bereits zahlreiche Projekte finanziert haben. Auch auf Investorensseite bestehen gute Kontakte zu verschiedenen Investorengruppen wie z.B. mittelständischen und kleinen Unternehmen, Stadtwerken und Privatpersonen.

Schließlich agiert die **e.n.o. energy Beteiligungs GmbH** als Komplementärin für die Kommanditgesellschaften, die für die einzelnen Windparks, welche die Muttergesellschaft plant und errichtet, gegründet werden. Derzeit ist die e.n.o. energy Beteiligungs GmbH Komplementärin von 25 Windparkbetreibergesellschaften.

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

Markt und Marktumfeld

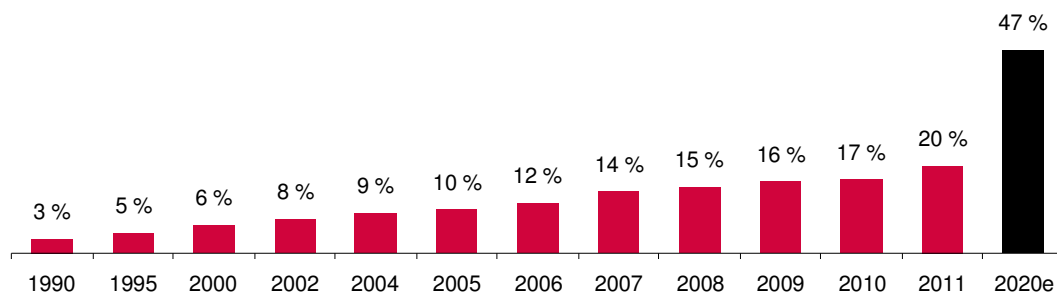
Die International Energy Agency (IEA) hat 2011 in ihrem Ausblick den akuten Handlungsbedarf im Bereich der Energiewende nochmals deutlich gemacht. Bedingt durch die weiterhin wachsende Weltbevölkerung und ein stetiges Wirtschaftswachstum, erhöht sich der Energieverbrauch bis 2035 um ein Drittel über dem aktuellen Niveau. Zusätzlich fordern die aufgrund des Klimawandels und der globalen Erderwärmung vereinbarten Klimaschutzziele des Kyoto-Protokolls die Regierungen weltweit zu einem radikalen Umdenken in ihrer Energiepolitik auf.

Im Gegensatz zu vielen anderen Industrieländern nimmt Deutschland in der Energiewende weltweit eine Vorreiterrolle ein. Im Rahmen des Kyoto-Protokolls hatte sich die Bundesregierung gegenüber 1990 zu einer Senkung des Ausstoßes der sechs nach dem Kyoto-Protokoll relevanten Treibhausgase um durchschnittlich 21 % bis 2012 verpflichtet. Diese Zielgröße konnte bereits 2009 mit einer Reduzierung um 22,5 % frühzeitig erfüllt werden.

Seit 1990 können dabei die erneuerbaren Energien ihren Beitrag zur Energieversorgung in Deutschland leisten und gleichzeitig zur Erfüllung der Klimaschutzziele der Bundesregierung beitragen. Ihren Anteil konnten sie besonders in den vergangenen zwanzig Jahren kräftig steigern. Laut Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU) liegt der Anteil der erneuerbaren Energien am gesamten Endenergieverbrauch – Strom, Wärme und Kraftstoffe – in Deutschland im Jahr 2011 bereits bei 12,2 %. Im Vergleich dazu lag dieser Wert 1990 noch bei lediglich 1,9 %.

Hinsichtlich des Stromverbrauchs in Deutschland zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Laut BMU ist der Anteil der erneuerbaren Energien am Stromverbrauch von 3,1 % in 1990 auf mittlerweile 20,0 % in 2011 angestiegen. Schätzungen des Bundesverbands Erneuerbare Energie (BEE) erwarten bis 2020 einen weiteren Anstieg auf dann rund 47,0 %.

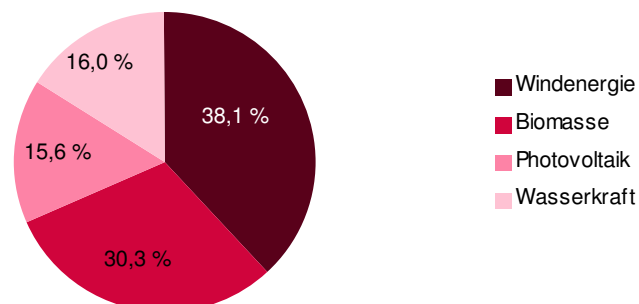
Anteil erneuerbarer Energien am Stromverbrauch in D



Quelle: BMU, BME, GBC AG

Unter den erneuerbaren Energien hat sich in den letzten Jahren besonders die Windenergie als führende Energiequelle etabliert.

Verteilung Stromerzeugung in D



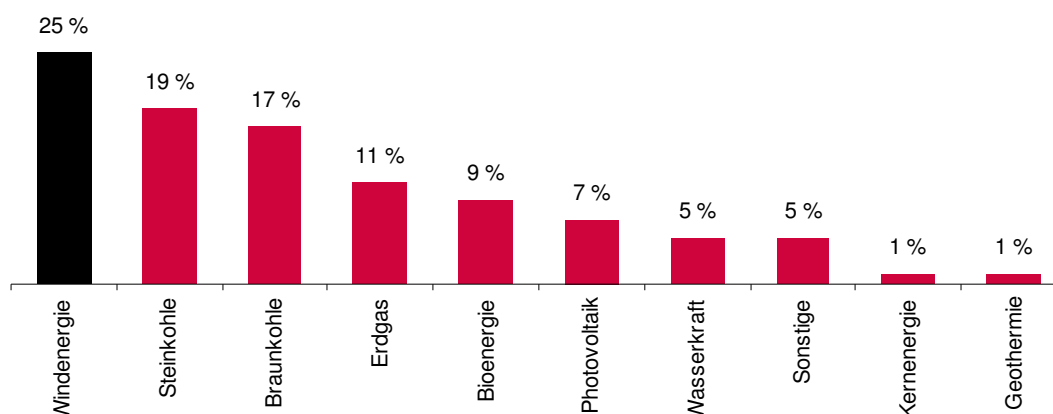
Quelle: BMU; GBC AG

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

So lag der Anteil der Windenergie an der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien im abgelaufenen Jahr 2011 mit 38,1 % deutlich vor Biomasse, welche mit 30,3 % als zweitgrößter Energielieferant gilt. Sowohl Wasserkraft als auch Photovoltaik liegen mit 16,0 % respektive 15,6 % auf einem ähnlichen Niveau.

Die führende Stellung der Windkraft dürfte laut BEE weiter ausgebaut werden. Gemäß dem prognostizierten Strommix im Jahr 2020 soll sich dabei die durch Windkraft erzeugte Energie für die Stromversorgung auf 149 Mrd. kWh mehr als verdreifachen. Damit würde die Windkraft in 2020 ein Viertel der Stromversorgung bereitstellen und sogar noch vor Steinkohle zum absolut größten Energieträger in Deutschland avancieren. Auch der deutliche Rückgang der Kernenergie auf lediglich 1 % spiegelt den schnell voranschreitenden Prozess der Energiewende wider.

Erwarteter Strommix im Jahr 2020



Quelle: BEE, GBC AG

Im Zuge der zunehmenden Bedeutung der Windenergie im Energiemix beläuft sich die im abgelaufenen Jahr 2011 neu installierte Leistung auf 2,09 GW. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies ein Anstieg der neu installierten Leistung von +34,4 % und damit weist der Zubau die höchste Dynamik seit dem Jahr 2001 auf. Nach Schätzungen der European Wind Energy Association (EWEA) soll sich das installierte Volumen in Deutschland bis zum Jahr 2020 auf 49-52 GW verdoppeln, was einem jährlichen durchschnittlichen Zubau von 2,2 - 2,5 GW entspricht. Dies liegt leicht über dem Niveau des guten Jahres 2011.

Auf europäischer Ebene (10,28 GW) machen die im Jahr 2011 in Deutschland neu installierten Kapazitäten rund ein Fünftel aus und damit setzt sich Deutschland erneut an die europäische Spitze. Alle Mitgliedsländer der EU, mit Ausnahme von Malta, investieren aber inzwischen in Windenergie. Zu den sich am dynamischsten entwickelnden Ländern gehören dabei Frankreich und Schweden, in denen die e.n.o. jeweils den Markteintritt vollzogen hat. In beiden Ländern herrschen stabile Förderverhältnisse, was einen Nährboden für eine starke Entwicklung des Ausbaus der Windenergie darstellt. Vor diesem Hintergrund soll sich der Zubau in Frankreich bis 2020 mehr als verdoppeln und in Schweden sogar verfünffachen.

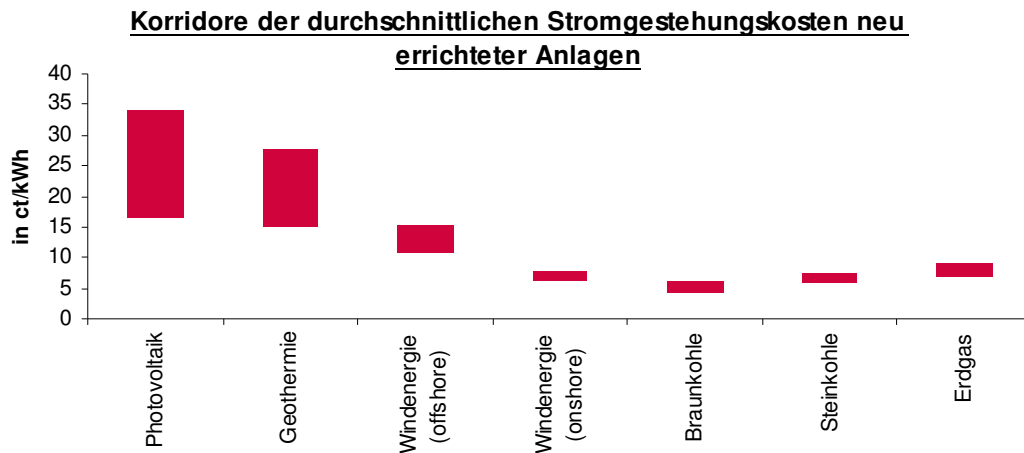
Konzentration auf Onshore birgt Vorteile

Dass sich Windkraft als wichtigste erneuerbare Energiequelle etablieren konnte, liegt in den Vorteilen dieser begründet. Allen voran zu nennen sind die verhältnismäßig geringen Stromgestehungskosten von Windenergieanlagen, welche sogar im Vergleich zu fossilen Energieanlagen konkurrenzfähig sind.

Es wird deutlich, dass besonders die aus dem Onshore-Bereich gewonnene Windenergie besonders effizient ist. Langjährige Erfahrungen, geringe Infrastrukturkosten und eine kostengünstigere Wartung erhöhen die Effizienz deutlich. So wird ein Großteil der Investitionskosten für Offshore-Anlagen für teure Fundamente und der Netzanbindung verwendet,

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

während diese im Onshore-Bereich relativ gering ausfallen.



Quelle: Begleitende Vorhaben zum EEG-Erfahrungsbericht 2011, DLR: Leitszenario 201, Fraunhofer ISE 2010; www.unendlich-viel-energie.de

In Deutschland etwa wird der Ausbau von Offshore-Anlagen durch komplizierte, langjährige Antragsverfahren und starke Mitspracherechte des Bundesamts für Naturschutz erschwert. So hat die Politik entschieden, eine Installation der Anlagen nur außerhalb der Sichtweite der Küste und des Lebensraum der Seevögel zu genehmigen.

Offshore-Windkraft hat derzeit in Deutschland noch einen Teststatus inne. So sollen mit dem Ende April 2010 eröffneten ersten Hochseewindpark in Deutschland, dem Alpha Ventus, zunächst wichtige Erkenntnisse bei der Errichtung und beim Betrieb von Offshore-Windparks gesammelt werden. Gleichzeitig sollen auch Daten zu den Auswirkungen auf den Naturschutz gesammelt werden. Zwar sollen Offshore-Anlagen in den Schätzungen des BEE bis zum Jahr 2020 rund 6 % der Stromerzeugung in Deutschland sichern, der Bau von Offshore-Anlagen hat sich bis zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht bewährt.

Im Gegensatz hierzu leistet die Onshore-Windkraft bereits seit mehreren Jahren einen wichtigen Beitrag zur Energiewende. Gemäß aktuellen Statistiken beläuft sich der Anteil der Onshore-Windkraft an der Endenergie in Deutschland bei 37.619 GWh (6,2 % am Endenergieverbrauch), während der Offshore-Anteil gerade einmal 174 GWh (0,03 % am Endenergieverbrauch) beträgt.

Sowohl für Investoren als auch für die Betreiber von Windkraftanlagen an Land spielt neben den geringen Gestehungskosten, niedrigen Wartungsaufwendungen und einem hohen Effizienzgrad auch die Rechts- und Planungssicherheit im Hinblick auf die Förderbedingungen der Bundesregierung eine wichtige Rolle. Dabei weist die Windkraft insbesondere im Vergleich zu anderen erneuerbaren Energieträgern eine deutlich geringere Abhängigkeit vom Gesetzgeber auf.

So liegt der derzeitige Einspeisatz von Windenergie (Onshore) in den ersten fünf Jahren ab Inbetriebnahme bei 9,2 Cent/kWh und reduziert sich bis zur anschließenden Grundvergütung auf 5,0 Cent/kWh. Im Vergleich hierzu liegt der Einspeisesatz von Solaranlagen bis zu einer Leistung von 30 kW bei über 28 Cent/kWh. Auch die Einspeisevergütung von Wasserkraft (6,6 Cent/kWh – 11,7 Cent/kWh) sowie Bioenergie (7,6 Cent/kWh – 11,4 Cent/kWh) liegt oberhalb der Grundvergütung der Onshore-Windenergie.

Mit gesicherten bzw. teilweise erworbenen Flächen, die den Bau von Onshoreanlagen mit einer Leistung von etwa 400 MW ermöglichen, hat die e.n.o. eine aussichtsreiche Stellung inne, um von den positiven Markt Vorgaben dieses Windkraft-Segementes zu profitieren.

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

Geschäftsentwicklung GJ 2011 - Ergebnisanstieg bei leicht rückläufiger Gesamtleistung

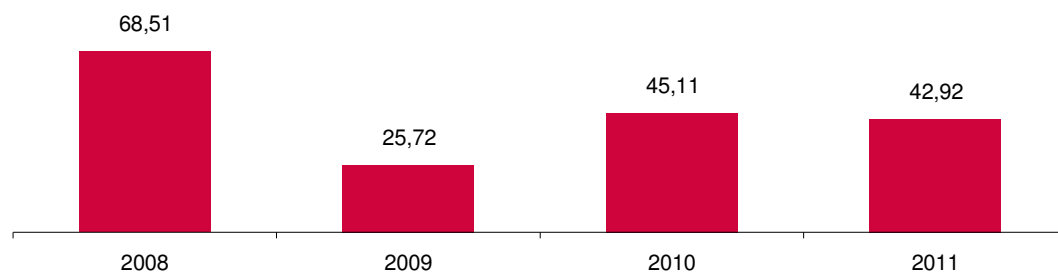
in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Gesamtleistung (GL*)	45,11	-4,9 %	42,92
EBITDA (EBITDA-Marge auf (GL))	4,43 (9,8 %)	+39,3 %	6,17 (14,4 %)
EBIT (EBIT-Marge auf GL)	3,97 (8,8 %)	+43,8 %	5,71 (13,3 %)
Periodenergebnis	2,30	+2,0 %	2,35

Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG; * GL nach GBC-Berechnungen

Die e.n.o. energy GmbH hat mit Bekanntgabe der Geschäftsjahreszahlen 2011 einen leichten Rückgang der Gesamtleistung von -4,9 % auf 41,05 Mio. € bekanntgegeben und somit auch unsere Prognosen (siehe Credit Research vom 17.10.2011) in Höhe von 65,00 Mio. € nicht erreicht. Diese Entwicklung verdeutlicht wieder den stichtagsbedingten Projektcharakter der Gesamtleistung, welche in einem großen Maße von einer fristgerechten Projektfertigstellung abhängig sind. Dementsprechend können Projektverschiebungen, wie sie im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 vor allem aufgrund von Unsicherheiten bei der Finanzierung vor der EEG-Novellierung vorgekommen sind, erhebliche Differenzen nach sich ziehen.

Zusätzlich zu den Projektverschiebungen konnte die Gesellschaft die Umsätze für ein französisches Windparkprojekt nicht wie vorher geplant über die e.n.o.-Gruppe konsolidieren. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Windanlagen nicht über die Gruppe sondern direkt über die Projektgesellschaft erworben wurden. Daraus resultierend wurden die Projektumsätze, entgegen vorheriger Planungen, nicht vollständig der e.n.o.-Gruppe, sondern in Höhe von etwa 12,00 Mio. € der Projektgesellschaft zugeordnet. Ohne diesen umsatzbelastenden Effekt wäre die konsolidierte Gesamtleistung auf dem Niveau des Vorjahres ausgefallen.

Gesamtleistung (in Mio. €)



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

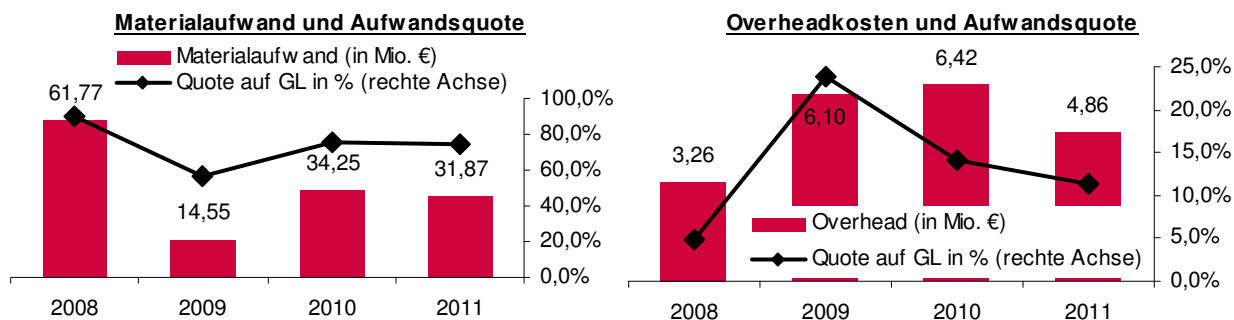
Insgesamt ist es aber der Gesellschaft gelungen, die Umsatzbasis kontinuierlich zu steigern. Seit dem Jahr 2000 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) auf +16,3 % und repräsentiert gleichzeitig eine stetig ansteigende Anzahl an realisierten Projekten. Bis zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2011 wurden von der e.n.o. insgesamt 203 WEA (Windenergieanlagen) mit einer installierten Leistung von über 300 MW installiert.

Ergebnisentwicklung GJ 2011 - Ergebnisanstieg durch Kostensenkung

Der Projektcharakter des Geschäftsmodells der e.n.o. energy GmbH findet sich auch in der Entwicklung der wichtigsten Kostenpositionen, welche im Wesentlichen als variabel zu bezeichnen sind, wieder. Allen voran zu nennen sind die Materialkosten, die im direkten Zusammenhang mit den Windkraftprojekten stehen und damit auch stark mit der Entwicklung der Umsatzerlöse korrelieren. Als Folge der rückläufigen, stichtagsbedingten Umsatzsituation und eines damit geringeren Materialeinsatzes, reduzierten sich die Materialaufwendungen um -6,9 % auf 31,87 Mio. € (VJ: 34,25 Mio. €). Die auf die Gesamtleistung bezogene

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

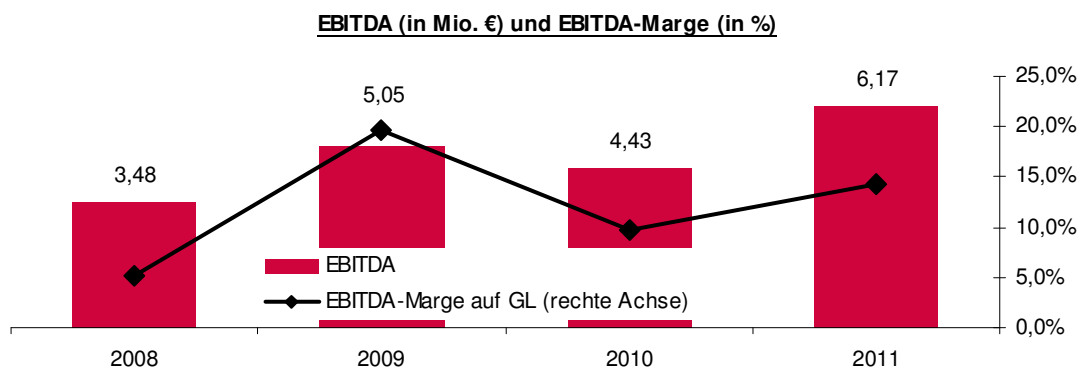
Materialaufwandsquote minderte sich ebenfalls auf 74,3 % (VJ: 75,9 %).



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

Die übrigen Kostenpositionen wie Personalaufwendungen und sonstige Erträge und Aufwendungen klassifizieren wir als Overhead-Kosten. Diese lagen in 2011 bei lediglich 4,86 Mio. € (Quote bezogen auf Gesamtleistung: 11,3 %) und verdeutlichen die schlanke Organisationsstruktur der Gesellschaft. Somit konnte die e.n.o. aufgrund der hohen Kostenflexibilität den rückläufigen Umsätzen aktiv gegensteuern und Kosteneinsparungen erzielen. Die Overhead-Kosten beliefen sich im vergleichbaren Vorjahreszeitraum 2010 auf 6,42 Mio. € (Quote bezogen auf Gesamtleistung: 14,2 %).

Demzufolge wurde der Umsatzrückgang kostenseitig gut aufgefangen was zu einer Steigerung der operativen Ergebnisrelationen geführt hat. Das EBITDA kletterte infolge dessen überproportional um +39,3 % auf 6,17 Mio. € (VJ: 4,43 Mio. €). Die entsprechende, auf die Gesamtleistung bezogene EBITDA-Marge, erhöhte sich ebenfalls von 9,8 % (GJ 2010) auf 14,4 %.

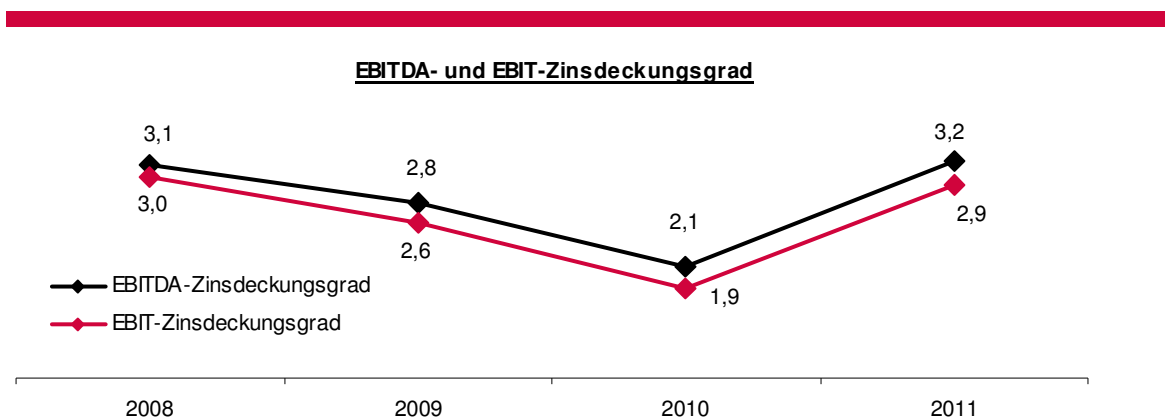


Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG

Die e.n.o.-Projekte werden sowohl durch die Aufnahme von Fremdkapital (unter anderem über die Anleiheemission), durch Mezzanine-Programme oder über finanzstarke Investoren finanziert. Diese Mittel werden als eigenkapitalersetzende Mittel (Eigenkapitaleinsatz: 15-20 %) in den Projektgesellschaften verwendet. Somit steigt mit einer zunehmenden Projektaktivität der Finanzbedarf und gleichzeitig hierzu auch die Zinsaufwendungen einer Periode. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 beliefen sich diese auf 1,94 Mio. € und lagen im Zuge der geringeren Projektaktivität unterhalb des Vorjahreswertes (VJ: 2,10 Mio. €).

Daraus ableitend ergibt sich eine erhebliche Verbesserung der für die Anleihegläubiger wichtigen Zinsdeckungsgrade. Im Vergleich zum Vorjahr konnte der EBITDA-Zinsdeckungsgrad von 2,11 (GJ 2010) auf 3,19 deutlich gesteigert werden. Analog hierzu kletterte auch der EBIT-Zinsdeckungsgrad von 1,89 (GJ 2010) auf 2,95 signifikant.

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



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

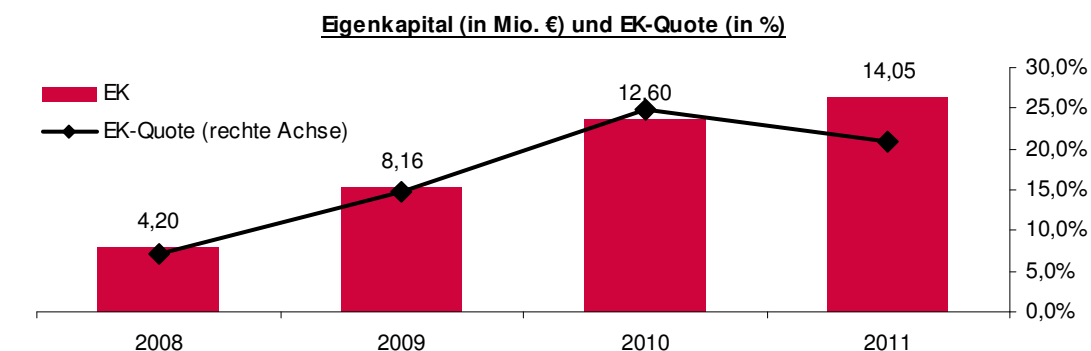
Das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 erzielte Nachsteuerergebnis von 2,35 Mio. € liegt lediglich um +2,0 % über dem Niveau des Vorjahres (VJ: 2,30 Mio. €). Verantwortlich für diesen, im Vergleich zur operativen Ergebnisentwicklung unterproportionalen Anstieg, zeichnen sich die Steueraufwendungen verantwortlich, welche gegenüber dem Vorjahr von 0,16 Mio. € signifikant auf 1,96 Mio. € angestiegen sind. Insbesondere die Veräußerung der Anteile von zwei Projektgesellschaften hatten in diesem Zusammenhang zu einer Anhebung der für die Körperschaftsteuer relevanten Bemessungsgrundlage geführt. Aufgrund einer geplanten vertraglichen Umgestaltung, dürfte der künftige Verkauf von KG-Anteilen eigener Betreibergesellschaften die steuerliche Bemessungsgrundlage nicht mehr in dieser signifikanten Weise ansteigen lassen.

Bilanzkennzahlen 31.12.2011 - Eigenkapital und Working Capital ausgebaut

in Mio. €	31.12.10	31.12.11
EK (EK-Quote)	12,60 (24,9 %)	14,05 (20,9 %)
Finanzverschuldung	13,45	17,86
Finanzvermögen	22,43	17,06
WC	-2,53	8,56

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

Das Eigenkapital der e.n.o. steigerte sich als Folge des positiven Nachsteuerergebnisses (2,35 Mio. €) auf 14,05 Mio. € (31.12.10: 12,60 Mio. €). Parallel hierzu kletterte die Bilanzsumme signifikant von 50,64 Mio. € (31.12.10) auf 67,35 Mio. €, was eine Reduktion der EK-Quote auf 20,9 % (31.12.10: 24,9 %) zur Folge hatte. Wir haben diese Reduktion jedoch im Rahmen der Produktionsausweitung erwartete und sehen hier keinen Grund zur Besorgnis, zumal sich das Eigenkapital nominal erhöht hat.



Quelle: e.n.o. energy GmbH

Der Anstieg des Working Capitals resultiert hauptsächlich aus einer überproportionalen

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

Ausweitung des kurzfristigen Umlaufvermögens gegenüber den kurzfristigen Verbindlichkeiten. Insbesondere die kurzfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Forderungen gegenüber verbundene Unternehmen kletterten in Summe von 12,44 Mio. € (31.12.10) auf 28,81 Mio. € (31.12.11). Dies ist unter anderem eine Folge von Projektveräußerungen, deren Zahlungseingang nach dem Bilanzstichtag erfolgt ist.

Grundsätzlich geht eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit mit einem Anstieg des Working Capitals einher. Neben den bereits erwähnten Zusammenhängen muss die e.n.o. energy GmbH insbesondere bei der Errichtung von WEA und Windparks zum Teil in Vorleistung gehen. Diese findet sich in der Regel in einem Anstieg der Vorräte wieder. Bereits zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres lässt sich dieser Zusammenhang an den Vorräten erkennen, welche auf 14,15 Mio. € (VJ: 8,00 Mio. €) zugelegt haben.

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

Prognosen - Gesicherte Flächen ermöglichen die Projektierung von 400 MW

in Mio. €	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e
Gesamtleistung	75,53	131,90	142,25
EBITDA (EBITDA-Marge)	8,73 (11,6 %)	11,26 (8,5 %)	14,59 (10,3 %)
EBIT (EBIT-Marge)	8,16 (10,8 %)	10,63 (8,0 %)	13,90 (9,8 %)
Jahresüberschuss	4,77	7,30	9,21

Quelle: GBC AG

Gemäß Unternehmensstrategie lassen sich bei der e.n.o. energy GmbH mehrere Erlösgrößen definieren. Die primäre und für die Zukunft wichtigste Erlösgröße sind die Umsätze im Rahmen der Herstellung von eigenen Windenergieanlagen (WEA), welche in Windparks eingesetzt werden können. Derzeit umfasst die Produktpalette mit der e.n.o. 82 - 2,0, der e.n.o. 82 - 2.2 und der e.n.o. 92 - 2.2 über eigene WEA-Typen, die auf bewährte Technologien renommierter Hersteller setzen. Im Rahmen der Erweiterung der Produktpalette befindet sich die Gesellschaft derzeit in der Entwicklungsphase einer neuen WEA mit einer geplanten Nennleistung von über 3,0 MW auf verschiedenen Nabenhöhen. Besonders interessant ist dabei eine zunehmende Anlagengröße, da viele Gemeinden auf die bisher gültige 100 m-Grenze verzichten um die Windenergie auch in Mittel- und Süddeutschland lukrativer werden zu lassen.

Die e.n.o.-Anlagen sollen in der Regel gebündelt und infrastrukturell angebunden werden, um dann im Rahmen von Windparks veräußert zu werden. Es gilt hier anzumerken, dass auch Anlagen anderer Hersteller für die von der e.n.o. geplanten Windparks eingesetzt werden können. Die infrastrukturelle Anbindung der eigenen und fremden WEA (Netzanbindung, Verkehrsanbindung usw.) sowie die gesamte Projektierung der Windparks stellt dabei die wichtigste Erlösgröße dar. Die Gesellschaft konnte in diesem Zusammenhang Flächen in Deutschland sichern, die den Anlagenbau mit einer Gesamtleistung von 400 MW ermöglichen. Gemäß Unternehmensangaben können auf diesen Flächen, die zum Teil erworben bzw. gesichert sind, rund 200 WEA geplant und errichtet werden. Ein Teil der Anleihemittel der derzeit in der Nachplatzierungsphase befindlichen Unternehmensanleihe (siehe Seite 11) soll dabei als Eigenkapitalersetzendes Fremdkapital (20 % des Finanzierungsbetrages) für die Projektgesellschaften zur Verfügung gestellt werden. Parallel zur Einbindung eigener Anlagen in Windparks sieht die Unternehmensstrategie die Veräußerung von Windenergieanlagen an Dritte sowie auch den Verkauf von WEA in Verbund über Kooperationen vor.

Zudem erwartet die Gesellschaft positive Impulse aus dem Aufbau von strategischen Partnerschaften mit Energieversorgern. Vor diesem Hintergrund meldete die e.n.o. Mitte Mai die Kaufvertragsunterzeichnung über 3 Windparks (42 MW) mit insgesamt 23 bayerischen Versorgern.

Ein weiterer Bestandteil der Unternehmensstrategie ist es, den Eigenbestand an Windkraftprojekten stabil zu gestalten, so dass ein Teil der laufenden Kosten aus Betriebsführungs- und Wartungserlösen gedeckt werden kann. Diese Umsätze stellen einen weiteren wichtigen Erlösstrom dar, welcher sich auf die in der Regel volatile Umsatzentwicklung stabilisierend auswirkt. Derzeit befinden sich infrastrukturell angebundene Windparks im Eigenbestand der e.n.o. mit einer gesamten Nennleistung von über 65 MW. Dieser Bestand, welcher darüber hinaus auch veräußert werden könnte, stellt in unseren Augen ein wichtiges Asset dar und geht unseres Erachtens mit hohen stillen Reserven einher. Gemäß eigenen Berechnungen könnte die Gesellschaft alleine aus der Veräußerung dieser Anlagen einen Betrag von bis über 70,00 Mio. € Erlösen.

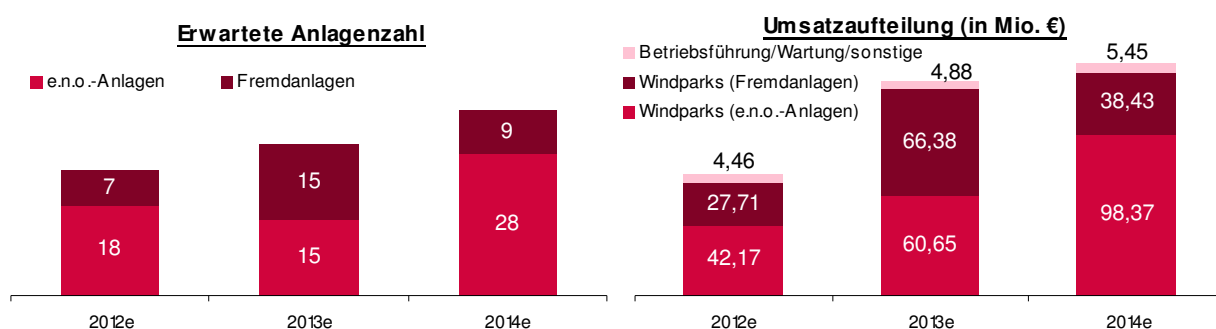
Für die veräußerten Windparks werden gemäß Vertragsgestaltung der Gesellschaft die kaufmännische und technische Betriebsführung übernommen. Diese Umsätze aus den Vollwartungsverträgen (Vertragslaufzeit i.d.R. über 10 Jahre) wirken sich ebenfalls stabilisierend auf die Umsatzentwicklung der e.n.o. aus. Der künftige Anteil der kumulierten Be-

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

triebsführungsumsätze und der Umsätze aus dem Betrieb von Windparks dürfte bei etwa 5,0 % liegen.

Schließlich besteht auch die Möglichkeit die eigenen e.n.o.-WEA an Dritte zu veräußern, ohne diese der Einbindung in einen Windpark zuzuführen. Aufgrund der relativ hohen Volatilität der Nachfrageseite haben wir diesen Erlösstrom in den nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisplanungen außer Acht gelassen.

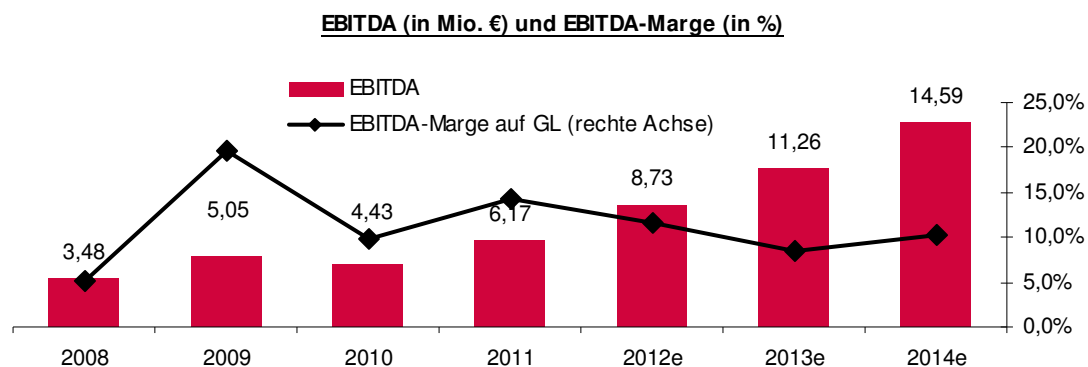
Aus diesen Erlösgrößen ableitend haben wir auf Basis einer erwarteten höheren Anzahl an hergestellten WEA und damit realisierten Windkraftprojekten, die von uns erwartete Gesamtleistung für die kommenden Geschäftsjahre ausformuliert. Als Grundlage hierfür haben wir für das laufende Geschäftsjahr 2012 die Herstellung und anschließende infrastrukturelle Einbindung in Windparks von 25 WEA (18 e.n.o.-Anlagen) für 2013 von 30 WEA (15 e.n.o.-Anlagen) und für 2014 von 37 WEA (28 e.n.o.-Anlagen) angenommen.



Quelle: GBC AG

Dementsprechend liefert der erwartete Anstieg von Windkraftprojekten die Basis für ein signifikantes Umsatzwachstum in den kommenden Geschäftsjahren. Wie der vorstehenden Grafik zu entnehmen, stammt dieses zum überwiegenden Teil aus der Projektierung von Windparks (inkl. Bestückung durch Eigen- und Fremdanlagen). Die Betriebsführungs- und Wartungserlöse sowie die sonstigen Umsätze spielen in unseren Planungen nur eine untergeordnete Rolle. Insgesamt liegt die prognostizierte Gesamtleistung bei 75,53 Mio. € (2012e), 131,89 Mio. € (2013e) respektive 142,25 Mio. € (2014e).

Bei einer unveränderten Kostenstruktur dürften sich die Ergebnisrelationen verhältnismäßig solide entwickeln. Wenngleich zu erwähnen ist, dass das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 nicht als Basis einer langfristigen Ergebnisentwicklung dienen kann. Denn hier bewirkte nicht zuletzt die Tatsache, dass aufgrund von Projektverschiebungen eine verhältnismäßig geringe Materialaufwandsquote sowie auch eine Reduktion der Overheadkosten sichtbar wurden. Auf Ergebnisbasis (EBITDA) gehen wir, bei einem Anstieg der absoluten Werte, von einer Normalisierung der EBITDA-Marge auf einem soliden Niveau aus.



Quelle: GBC AG

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

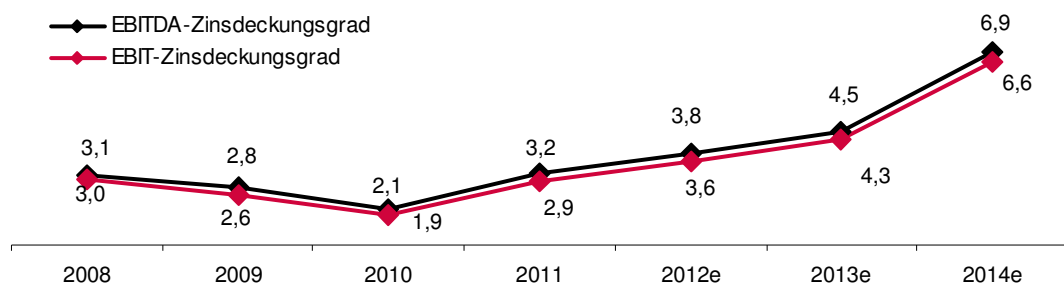
Entwicklung Bonitätskennzahlen - Gutes Niveau sollte sich weiter verbessern

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

Quelle: GBC AG

Die für die Anleihegläubiger wichtige Entwicklung der Zinsdeckungsgrade (auf EBIT und EBITDA-Basis) haben wir auf Grundlage der erwarteten Ergebnisse der kommenden Geschäftsjahre sowie unter Berücksichtigung eines Anstiegs von Finanzaufwendungen ausformuliert. Dabei repräsentiert eine zunehmende Finanzierungsbelastung auch die derzeit in der Platzierungsphase befindliche Anleiheemission. Für das laufende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir Zinsaufwendungen in Höhe von 2,29 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre dürften diese dann bei 2,49 Mio. € (2013e) sowie 2,10 Mio. € (2014e) liegen. Aufgrund der überproportionalen Ergebnisentwicklung dürften die Zinsdeckungsgrade, welche bereits in 2011 auf einem guten Niveau lagen, weiter zulegen. Die prognostizierte Entwicklung verdeutlicht, dass die e.n.o. auch künftig gut in der Lage sein sollte, den Zinsdienst zu erbringen.

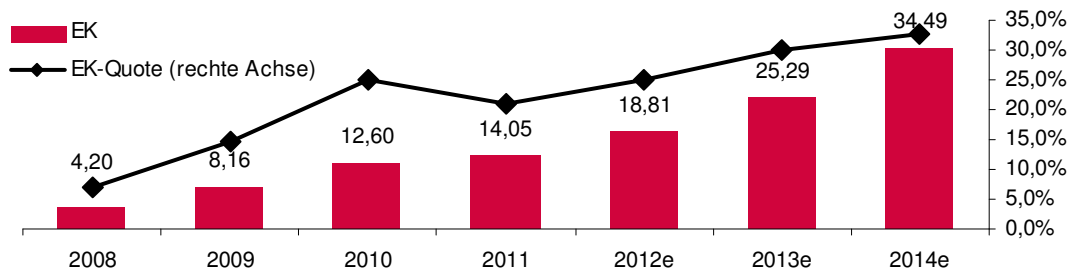
EBITDA- und EBIT-Zinsdeckungsgrad



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

Die positive Ergebnisentwicklung, insbesondere des Nachsteuerergebnisses, sollte zudem über die kommenden Geschäftsjahre hinweg die Eigenkapitalbasis kontinuierlich ansteigen lassen. Einen großen Beitrag zu einer erwarteten positiven EK-Entwicklung trägt auch die für die Anleiheinvestoren zusätzlich vereinbarte Ausschüttungssperre bei, wonach Gewinnausschüttungen während der Anleihelaufzeit an die Gesellschafter des Unternehmens auf 20 % des Konzernergebnisses beschränkt sind. Damit werden die künftigen Gewinne thesauriert und gleichzeitig die Finanzstärke der e.n.o. verbessert.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



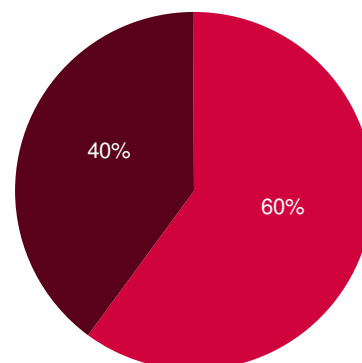
Quelle: e.n.o. energy GmbH; GBC AG

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

Anleihebedingungen - Attraktive Ausgestaltung der Anleihe

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 - 05.06.2012
Börsennotierung:	mittelstandsmarkt Düsseldorf
Emissionsrating:	BB+

Mittelverwendung in %



- Neue Projekte
- Konstruktion, Forschung, Grundstücksakquisition

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 05.06.2012 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 dementsprechend 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 Anleihe-mittel sollen zur Finanzierung neuer Projekte verwendet werden. Ein Volumen von etwa 10,00 Mio. € (ca. 40 % der Anleihemittel) soll die Bereiche Konstruktion, Forschung und Grundstücksakquisition stärken. Sofern nicht alle Mittel eingeworben wurden, steht bereits eine vereinbarte Kontokorrentlinie zur Finanzierung aller Projekte bereit. 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 konnte die bisherige Ratingnote „BB+“ erfolgreich halten.

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

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

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

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

Anleihebewertung/Marktvergleich

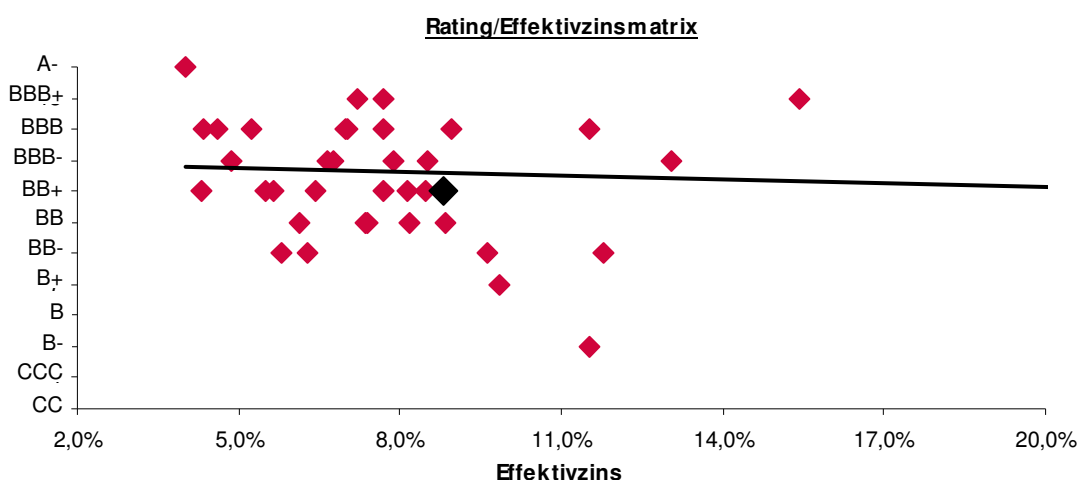
Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse ^{*1}	Emissionsdatum	Rating	Ratingdatum	Volumen in Mio. € (geplant)	Credit Research	Covenants/ Investorenschutzrechte		
									Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
KTG Agrar AG (2010/2015)	6,750%	5	4,356%	15.09.2010	BBB	05.10.2011	50,00	ja	30	nein	nein
Helma Eigenheimbau AG	6,500%	5	5,229%	01.12.2010	BBB	26.11.2010	10,00	ja	nein	nein	nein
3W Power Holdings S.A.	9,250%	5	11,502%	01.12.2010	B-	29.11.2011	125,00	nein	30	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG (2010/2015)	6,250%	5	21,199%	15.12.2010	BBB+	02.11.2010	50,00	ja	20	nein	nein
MAG IAS GmbH	7,500%	5	9,854%	08.02.2011	B+	27.01.2012	50,00	ja	30	nein	nein
CENTROSOLAR AG	7,000%	5	46,399%	15.02.2011	BBB	13.12.2011	50,00	nein	60	nein	nein
SIC Processing GmbH	7,125%	5	13,051%	01.03.2011	BBB-	08.03.2012	100,00	nein	7	nein	ja
JOH F. BEHRENS AG	8,000%	5	6,261%	15.03.2011	BB-	04.02.2011	30,00	nein	30	nein	ja
German Pellets GmbH	7,250%	5	7,007%	01.04.2011	BBB	02.12.2011	80,00	nein	60	nein	ja
Solar8 Energy AG	9,250%	5	11,768%	07.04.2011	BB-	31.01.2011	10,00	nein	60	nein	nein
Payom Solar AG	7,500%	5	61,167%	08.04.2011	B-	01.03.2012	50,00	ja	20	nein	nein
golden Gate	6,500%	3,5	8,170%	11.04.2011	BB	30.03.2011	30,00	nein	60	nein	nein
UNIWHEELS	7,500%	5	9,635%	19.04.2011	BB-	23.03.2012	50,00	ja	30	ja	ja
Semper Idem Underberg	7,125%	5	4,297%	20.04.2011	BB+	09.03.2012	50,00	nein	k.A.	nein	ja
Valensina	7,375%	5	5,788%	28.04.2011	BB-	18.03.2012	50,00	nein	45	nein	ja
SeniVita GmbH	6,500%	5	4,014%	17.05.2011	A-	11.03.2011	15,00	nein	15	nein	ja
REIFF Reifen und Autotechnik GmbH	7,250%	5	4,870%	27.05.2011	BBB	28.02.2012	30,00	nein	30	nein	ja
FFK Environment GmbH	7,450%	5	6,437%	01.06.2011	BB+	14.04.2011	25,00	ja	60	ja	ja
AWW Grund AG	6,100%	4,5	6,640%	01.06.2011	BBB-	15.04.2011	50,83	ja	20	ja	nein
KTG Agrar AG (2011/2017)	7,125%	6	6,980%	06.06.2011	BBB	05.10.2011	70,00	nein	30	nein	nein
BKN Biostrom AG	7,500%	5	11,538%	06.06.2011	BBB		25,00	nein	20	nein	nein
Katjes International GmbH	7,125%	5	5,513%	19.06.2011	BB+	03.06.2011	45,00	nein	k.A.	nein	ja
S.A.G. Solarstrom AG (2011/2017)	7,500%	6	15,407%	11.07.2011	BBB+	02.11.2010	25,00	nein	20	nein	nein
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	7,250%	5	6,116%	15.07.2011	BB	13.05.2011	30,00	nein	30	nein	ja
Windreich AG (2011/2016)	6,500%	5	28,478%	15.07.2011	BBB+	05.05.2011	75,00	ja	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2011/2016)	7,500%	5	7,214%	26.07.2011	BBB+	22.02.2012	25,00	ja	60	ja	nein
GIF - Gesellschaft für Industrieforschung	8,500%	5	8,860%	20.09.2011	BB	27.06.2011	15,00	nein	60	ja	ja
ALBIS Leasing AG	7,625%	5	7,708%	04.10.2011	BB+	12.05.2011	50,00	nein	30	nein	nein
Procar Automobile GmbH & Co. KG	7,750%	5	7,681%	14.10.2011	BBB	07.02.2012	30,00	nein	7	ja	ja
Bastei Lübbe	6,750%	5	4,589%	26.10.2011	BBB	12.09.2011	30,00	nein	7	nein	ja
royalbeach	8,125%	5	8,125%	28.10.2011	BB+	08.06.2011	25,00	nein	30	ja	ja
K-Bond 1	5,250%	7	5,250%	01.12.2011	A		50,00	ja	nein	nein	nein
hkw Personalkonzepte GmbH	8,250%	5	8,951%	15.11.2011	BBB	28.06.2011	10,00	nein	60	ja	ja
Scholz AG	8,500%	5	7,341%	08.03.2012	BB	26.08.2011	150,00	nein	7	nein	ja
Textilkontor Walter Seidensticker	7,250%	6	5,652%	12.03.2012	BB+	25.11.2011	30,00	nein	15	ja	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2012/2017)	7,750%	5,5	7,694%	11.04.2012	BBB+	22.02.2012	15,00	ja	nein	ja	nein
Ekosem-Agrar	8,750%	5	8,477%	23.03.2012	BB+	08.02.2012	50,00	nein	30	nein	ja
MT-Energie	8,250%	5	8,525%	04.04.2012	BBB-	13.10.2011	30,00	nein	5	ja	nein
MITEC Automotive	7,750%	5	7,875%	30.03.2012	BBB-	16.09.2011	50,00	nein	k.A.	nein	ja
GOFLINO	7,250%	5	6,765%	05.04.2012	BBB-	03.02.2012	12,00	nein	30	nein	ja
friedola Gebr. Holzapfel GmbH	7,250%	5	7,381%	11.04.2012	BB	13.03.2012	25,00	nein	30	nein	ja
Median	7,375%	5	7,688%								
e.n.o. energy GmbH	7,375%	5	8,817%	30.06.2011	BB+		25,00	ja	3	ja	ja

*1 Kurse zum 21.05.2012

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

Das Marktumfeld für die Emission von mittelständischen Unternehmensanleihen hat sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres 2012 erheblich verbessert. Dies lässt sich besonders gut aus der regen Emissionstätigkeit von mittelständischen Unternehmen ableiten und gibt uns zugleich die Möglichkeit eines noch umfassenderen Marktvergleiches. Wie dem umseitigen dargestellten Marktvergleich zu entnehmen, liegt die e.n.o.-Anleihe hinsichtlich der Kuponausstattung genau im Median unserer Anleihe-Auswahl. Der auf Basis des aktuellen Anleihekurses ermittelte Effektivzins liegt hingegen mit 8,82 % leicht oberhalb des Markt-Medians.

Im zweidimensionalen Marktvergleich (zusätzlicher Einbezug des Risikos in Form von Emittentenratings) liegt das Risiko-Renditeprofil der e.n.o.-Anleihe in etwa im Marktdurchschnitt. Folgende Rating/Effektivzinsmatrix stellt diesen Zusammenhang grafisch dar:



Quelle: GBC AG

Der oben dargestellte Vergleich basiert aber auf in der Mehrzahl von der Creditreform ermittelten Emittentenratings (in der Regel ohne Anleihebezug). Eine Vergleichbarkeit der Attraktivität der e.n.o.-Anleihe kann aber nur auf Ebene der Anleihe unter Berücksichtigung der Ausgestaltungsmerkmale erfolgen. Daher haben wir die Unternehmensratings um die Anleihefaktoren erweitert, um somit im Rahmen adjustierter Anleiheratings eine genauere Risikoeinschätzung zu ermitteln. Folgende Adjustierungspunkte erachten wir für 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 % Corporate Bond

Hierfür haben wir unser Bewertungssystem nach einer numerischen Skala aufgeschlüsselt. Auf dessen Basis 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)	10,0
Ratingnote Emittentenrating GBC (Aufbauend auf Zukunftsprognosen 2012/2013)	12,0
Mittelwert	11,0

Ratingadaption durch:

Gründungsjahr (Unternehmen ist älter als 5 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 und gerundet):	13,0

Als Basis für unsere Bewertung haben wir zum einen das bestehende, aktualisierte Emittentenrating der Creditreform Rating AG mit BB+ herangezogen, welches einer GBC Risikopunktzahl von 10 entspricht. Basierend auf unseren Unternehmensprognosen 2012 und 2013 haben wir des Weiteren ein eigenes Emittentenrating (Prognoserating) erstellt und ein Ergebnis von 12 Risikopunkten erhalten (entspricht einer „BBB“ Notation). Beide Ratings wurden mit 50% gewichtet und damit liegt das Resultat bei 11,0 Punkten.

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

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 % Corporate Bond

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

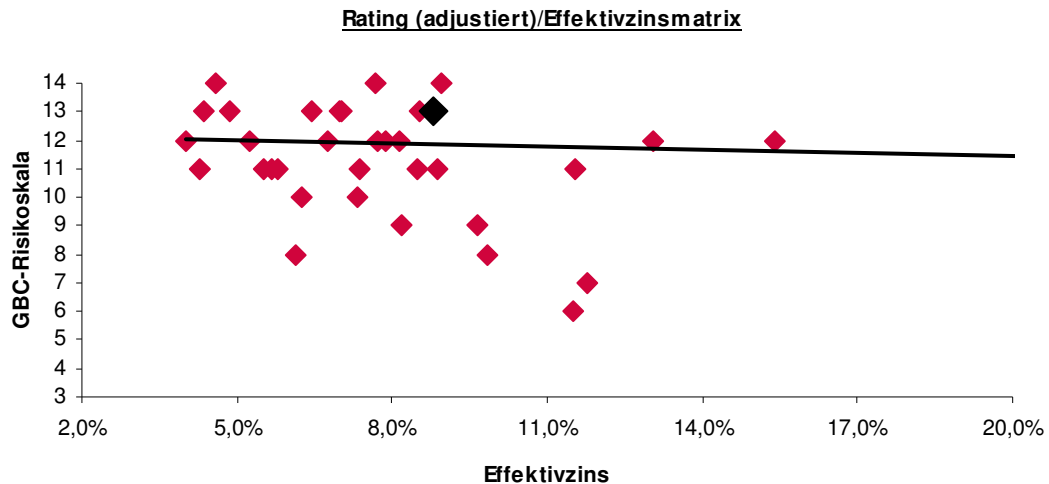
e.n.o. hat ein jährliches Zinsintervall vorgesehen. Da es sich hier um die Standardausgestaltung handelt, ergibt sich hieraus keine Risikoveränderung (+0 Risikopunkte).

Die e.n.o unterwirft sich durch das Listing im Qualitätsanleihe segment „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 aufgerundete Risikoverbesserung um 2,0 Risikopunkte und damit eine Gesamtrisikozahl von 13,0. 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.

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 wir diese berücksichtigt:



Quelle: GBC AG

Wie der adjustierten Matrix zu entnehmen, liegt das bereinigte Rendite-/Risikoprofil der e.n.o.-Anleihe oberhalb des Marktdurchschnitts. Nach der vorgenommenen Adjustierung liegt die e.n.o.-Anleihe um +9,9 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist damit als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

GBC Credit Research - e.n.o energy GmbH - 7,375 % Corporate Bond**Fazit - Frischer Wind und attraktive Rendite fürs Depot**

Die e.n.o. energy GmbH hat sich mit ihrem Kerngeschäft, dessen Fokussierung auf der Entwicklung, Projektierung und Realisierung von Windparks in Deutschland liegt, in einem dynamischen Marktumfeld gut positioniert. Die Gruppe fungiert dabei als Generalunternehmer im Auftrag der jeweiligen Betreibergesellschaft und bietet Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette von Windenergieanlagen (WEA) an.

Mit diesem Schwerpunkt dürfte die Gesellschaft von einem Marktumfeld profitieren, welches insbesondere vor dem Hintergrund der voranschreitenden Energiewende mit einem weiteren dynamischen Wachstum aufwarten sollte. Die Windenergie, deren Anteil an der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien die führende Stellung einnimmt, dürfte laut BEE (Bundesverband Erneuerbare Energie) weiterhin die wichtigste erneuerbare Energieform sein. So soll bis zum Jahr 2020 die durch Windkraft erzeugte Energie für die Stromversorgung auf 149 Mrd. kWh ansteigen und sich somit mehr als verdreifachen.

In ihrer Unternehmenshistorie hat die e.n.o. energy GmbH mit insgesamt 203 installierten Onshore-WEA mit einer installierten Gesamtleistung von über 300 MW einen Teil zur Energiewende geleistet und weist mit dem umfassenden Produktportfolio einen beeindruckenden Track Rekord auf. Gleichzeitig war die Gesellschaft in der Lage, seit ihrer Gründung im Jahre 1999, einen sukzessiven Anstieg der Umsatzerlöse zu erzielen. Seit dem Jahr 2000 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate auf +15,9 % und repräsentiert gleichzeitig eine stetig ansteigende Anzahl an realisierten Projekten.

Das abgelaufene Geschäftsjahr war jedoch insbesondere aufgrund von Unsicherheiten bei der Finanzierung vor der EEG-Novellierung von Projektverschiebungen belastet, so dass sich die Gesamtleistung um -4,9 % auf 42,92 Mio. € reduziert hat. Diese Entwicklung konnte jedoch kostenseitig durch einen geringeren Materialeinsatz aber auch durch eine aktive Reduktion der Overheadkosten gut aufgefangen werden, so dass die Ergebnissituation sich insgesamt als positiv darstellt. Das EBITDA kletterte dabei entgegen der rückläufigen Umsatzentwicklung um +39,3 % auf 6,17 Mio. € (VJ: 4,43 Mio. €). Dementsprechend verbesserten sich auch alle relevanten Bonitätskennzahlen der Gesellschaft.

Wir erachten es als ein wesentliches Asset, dass die e.n.o. energy GmbH über einen Flächenbestand verfügt, der den Anlagenbau mit einer Gesamtleistung von 400 MW erlaubt. Diese sollen vornehmlich sowohl mit eigenen Anlagen als auch Fremdanlagen bebaut und dann als Windparks mehrheitlich veräußert werden. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang die geplante Ausweitung der Produktpalette um weitere eigene Anlagen, welche in der Regel höhere Margen erwirtschaften als Fremdanlagen und die Flexibilität der Gesellschaft nochmals erhöht. Auf dieser Basis dürfte die e.n.o. in den kommenden Geschäftsjahren eine dynamische Unternehmensentwicklung vorweisen, die mit einer deutlichen Verbesserung aller Kennzahlen einhergehen sollte.

Um einen Teil der Projektfinanzierung zu stemmen, befindet sich die Gesellschaft derzeit in einer Nachplatzierungsphase einer 7,375%-Unternehmensanleihe. Die erlösten Mittel sollen dabei größtenteils für die Finanzierung neuer Projekte verwendet werden. Darüber hinaus sollen auch die Bereiche Konstruktion, Forschung und Grundstücksakquisition gestärkt werden.

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 Adjustierung hinsichtlich verschiedener Faktoren (Unternehmensprognosen, Unternehmensalter, Covenants, Haftmittel, Zinsintervall, Transparenz, Laufzeit) vorgenommen. Insgesamt ergibt sich gemäß unserer Bewertung eine Risikoverbesserung um 2,0 Risikopunkte und damit eine Gesamttrisikozahl von 13,0. Dies entspricht gemäß unserem Modell einem Anleiherisiko von „BBB+“.

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 30.9.2011 ein 5-stufiges absolutes Anleihe-Ratingsystem.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings lassen sich folgendermaßen einstufen:

Stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark 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: 4;5

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortliche Analysten sind:

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

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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