

## Finanzanalyse / Unternehmensanleihe

### Analyst

Klaus Perschbacher  
+49 69 71 91 838-45  
klaus.perschbacher@bankm.de

## Dynamische Strategie im Energiemarkt

Exergia gehörte nach der Liberalisierung des italienischen Energiemarkts in 2007 zu den ersten privaten Energieversorgern in Italien. Die Gesellschaft wurde 2002 gegründet und ist seit 2006 ein Teil des F.I.S.I.-Konzerns, der hauptsächlich im Bereich des Vertriebs und der Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien tätig ist.

Heute ist Exergia einer der führenden privaten Energieversorger in Italien mit einem klaren Fokus auf dem Ausbau attraktiver Marktsegmente und einer solventen Kundenbasis. Exergia beliefert überwiegend kleine bis mittelgroße Unternehmen so wie öffentliche Einrichtungen wie z.B. Krankenhäuser, Universitäten oder das Militär mit elektrischer Energie. Ergänzend bietet Exergia auch die Versorgung mit Erdgas an.

Den Freien Markt (Mercato Libero) erachtet Exergia im Vergleich zum Regulierten Markt für das zukünftige Wachstum als deutlich attraktiver. Auf dem regulierten Markt besitzt der großen Energieversorger ENEL immer noch eine dominante Marktposition.

Exergia verkaufte 2009 ca. 3,2 Terawattstunden (TWh) Strom und 23 Millionen Kubikmeter Erdgas. Aktuell verfügt die Gesellschaft über rund 15.000 Kunden.

Mit einer effizienten Unternehmensstruktur bestehend aus derzeit 50 Mitarbeitern erwirtschaftete Exergia im Geschäftsjahr 2009 einen Umsatz von € 459 Mio. und ein EBIT in Höhe von €4,5 Mio. Die Gesellschaft war in der Vergangenheit stets profitabel.

Um das Wachstum der Gesellschaft zu beschleunigen emittiert Exergia über ihre deutsche Finanzierungsgesellschaft EXER D GmbH eine Unternehmensanleihe in Höhe von bis zu € 50 Mio. auf dem deutschen Kapitalmarkt. Mit den Erlösen wird Exergia Stromkontingente antizyklisch erwerben, um so den Einkaufspreis für Strom zu reduzieren und die Gewinnmarge signifikant zu verbessern.

Im November 2010 hat die italienische Rating Agentur LINCE die Bonität der Gesellschaft mit A5 bewertet. Dieses Rating liegt im Bereich „Investment Grade“ und ist mit einem Rating der Kategorie „A+“ der Ratingskala von S&P vergleichbar

<b>Anleihe - Eckpunkte: Nominalwert:</b>	<b>bis zu EURO 50,0 Mio.</b>
<b>Kupon:</b>	<b>5,7 % p.a.; Ausgabepreis 100%</b>
<b>Laufzeit/Rückzahlung:</b>	<b>1.2.2011 - 2016 zu Nominal</b>
<b>Investorenrendite (eff.):</b>	<b>5,7%</b>

### Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	JÜ (Mio. €)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2007	481,7	4,3	3,5	3,7	2,7	0,7%	0,6%
2008	793,0	8,5	7,0	4,3	2,1	0,9%	0,3%
2009	459,4	5,9	4,5	1,4	0,7	1,0%	0,2%
2010e	461,7	7,5	6,2	3,4	2,0	1,4%	0,5%
2011e	543,4	13,3	11,5	9,2	6,3	2,3%	1,2%

Quelle: BankM-Research

**Branche** Energie / Versorger

**Rechnungslegung** Codice Civile

**Geschäftsjahr** 31.12.

**Geschäftsführung** Herr Gianni Marziali

Frau Laura Lombardo

Herr Michele Pagliara

**Verwaltungsrat** Corrado Nela

(Vorsitzender)

Dr. Marco Marengo

**Anleihe**

**Emittentin** EXER D GmbH

**Garantin** Exergia S.p.A.

**Emissionsvolumen** bis zu 50 Mio. €

**Nennwert je  
Teilschuldverschreibg.** 1.000 €

**Stücke** bis zu 50.000

**Laufzeit** 12.2011- 12.2016

**Kupon** 5,7%p.a.

**Ausgabepreis** 100%

**Rating (LINCE)** A5  
(Investment Grade)

**Ratingagentur** LINCE / Cerved Group

**ISIN** DE000A1E8TK1

**Börsennotierung** Open Market  
Frankfurt

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG fungiert als Lead Manager einer Anleiheemission. Am Eigenkapital der Gesellschaft ist die BankM nicht beteiligt. Im Rahmen des öffentlichen Angebots der Teilschuldverschreibungen des Emittenten wurde ein Wertpapierprospekt erstellt, der unter [www.exergia.it/de](http://www.exergia.it/de) erhältlich ist. Potenziellen Investoren wird empfohlen, dieses Dokument vor Kauf der Wertpapiere zu lesen. Wertpapieranlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

## Inhaltsverzeichnis

<b>FINANZKRAFT DER EXERGIA</b>	<b>3</b>
<b>RENDITE/RISIKO-PROFIL DER ANLEIHE</b>	<b>5</b>
<b>Risikofreier Zinssatz (systematisches Risiko)</b>	<b>5</b>
<b>Idiosynkratisches Risiko</b>	<b>6</b>
<b>Weitere Verpflichtungen des Schuldners (covenants)</b>	<b>9</b>
<b>Transparenz des Unternehmens</b>	<b>9</b>
<b>GESCHÄFTSMODELL</b>	<b>10</b>
<b>MARKT</b>	<b>10</b>
<b>UNTERNEHMENSGESCHICHTE</b>	<b>13</b>
<b>Struktur des F.I.S.I.-Konzerns</b>	<b>15</b>
<b>Marktumfeld und Marktmechanismen</b>	<b>17</b>
<b>WETTBEWERB</b>	<b>18</b>
<b>VERWENDUNG DER LIQUIDITÄT AUS DER ANLEIHE</b>	<b>20</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>21</b>
<b>Bilanz</b>	<b>21</b>
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>22</b>
<b>Cash-Flow Rechnung</b>	<b>23</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>24</b>

## Finanzkraft der Exergia

→ Fähigkeit, die jährlichen Zinszahlungen zu bedienen sowie die Anleihe per Fälligkeit zurückzuzahlen

Die Ratingagentur LINCE (Italien) hat im November 2010 die Exergia S.p.A. mit einem A5 Rating versehen. LINCE (Teil der Cerved Group) zählt zu den führenden italienischen Ratingagenturen. Das vorliegende Rating würdigen wir folgendermaßen:

- 1.) LINCE hatte nicht den Auftrag die Emission der Anleihe mit einem Volumen von € 50 Mio. zu bewerten. Es gibt kein spezielles Bond-Rating. LINCE hat vielmehr die Bonität der Gesellschaft Exergia S.p.A. eingestuft, d.h. ein Rating der Exergia S.p.A. vergeben.
- 2.) Das Rating der Gesellschaft Exergia S.p.A. wurde von LINCE mit der Bewertung „A5“ klassifiziert; das Management der Exergia wurde mit 6 von 7 möglichen Punkten bewertet (1 Punkt = schlechtes Management, 7 Punkte = höchstmögliche Kompetenz des Managements)
- 3.) Nach unserer Einschätzung sind die Rating-Skalen von LINCE und S&P miteinander vergleichbar. Eine vergleichende Darstellung der Rating-Skalen befindet sich auf Seite 7 dieser Studie.
- 4.) Die Rating-Methodik von LINCE ist auf folgender Internetseite dargestellt: <http://www.cervedgroup.com/web/guest/ecai>
- 5.) Wir sehen die Bonität der Exergia im "Investment Grade" und damit eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit, die laufenden Zinszahlung und die Tilgung am Ende der Laufzeit bedienen zu können. Es sei darauf hingewiesen, dass unsere Betrachtungen kein Bond Rating darstellen.

Ergänzend zu den Analysen von LINCE haben wir nachfolgend relevante Berechnungen auf Basis der von Exergia gelieferten Daten zusammengestellt:

Ermittlung Cash-Flow I-III	alle Angaben in EURO			
	2008	2009	2010e	2011e
Gewinn nach Steuern	2.082.567	707.878	2.048.680	6.321.350
+/- Zuführung / Auflösung RL	-297.005	2.082.417	705.398	2.048.680
+ Abschreibungen auf AV & UV	1.523.120	1.351.598	1.274.164	1.847.957
- Erträge aus Zuschreibung zu VG	0	0	0	0
<b>= CF I</b>	<b>3.308.682</b>	<b>4.141.893</b>	<b>4.028.242</b>	<b>10.217.987</b>
+/- Bestand Vorräte	1.382.000	-6.752.000	0	0
+/- Bestand erh. + geg. Anzahlungen	0	0	0	0
+/- Erhöhung / Minderung Forderungen	188.058.532	-77.026.035	-3.081.920	44.061.590
+/- Erhöhung / Minderung Verbindl.	204.536.037	-64.734.553	-37.143.723	82.218.895
<b>= CF II</b>	<b>397.285.251</b>	<b>-144.370.695</b>	<b>-36.197.401</b>	<b>136.498.472</b>
- Gewinnausschüttung	0	0	0	0
+/- Erhöhung/Minderung des EK	9.082.569	707.877	7.036.266	9.821.350
<b>= CF III</b>	<b>406.367.820</b>	<b>-143.662.818</b>	<b>-29.161.135</b>	<b>146.319.822</b>

Quelle: Geprüfte Unternehmensbilanzen, Prognosen: Exergia / BankM Research

## 1.) Liquiditätskennzahlen:

alle Angaben in EURO

	2007	2008	2009	2010e	2011e
EK-Quote	9,48%	6,43%	8,03%	11,49%	11,28%
FK-Quote	90,52%	93,57%	91,97%	88,51%	88,72%
Verschuldungskoeffizient	954,59%	1455,35%	1145,97%	770,15%	786,27%
Working Capital	29.194.392	108.731.422	70.637.747	179.728.113	198.790.195
Liquidität 1. Grades	6,99%	13,13%	16,71%	1,03%	40,70%
Liquidität 2. Grades	107,02%	153,99%	192,16%	229,97%	284,12%
Liquidität 3. Grades	110,98%	156,93%	192,16%	229,97%	284,12%
Verhältnis AV/UV	1,35%	1,54%	9,92%	11,04%	8,31%
Anlagenintensität	1,33%	1,51%	8,87%	9,92%	7,66%
Umlaufintensität	98,53%	98,38%	89,33%	89,82%	92,12%
Anlagendeckungsgrad I	714,64%	425,36%	90,53%	115,89%	147,34%
Kapitalbindung	28,16%	37,85%	54,12%	44,91%	40,50%
Tilgungsfähigkeit	100,04%	140,86%	175,45%	228,94%	243,41%
Dynamisches Betriebsergebnis	2,59%	3,04%	3,24%	5,82%	9,74%
Zinsdeckungsgrad	574,00%	178,96%	137,90%	206,40%	433,21%

## 2.) GuV-Kennzahlen:

	2007	2008	2009	2010e	2011e
EBITDA	4.270.029	8.509.421	5.903.761	7.466.283	13.364.108
EBIT	3.509.862	6.986.301	4.552.163	6.192.119	11.516.151
EBT	3.724.286	4.287.223	1.437.806	3.442.119	9.231.030
Jahresüberschuss	2.708.065	2.082.567	707.878	2.048.680	6.321.350
Finanzergebnis	214.424	-2.699.078	-2.141.271	-2.750.000	-2.285.121
Steuerquote	27,29%	51,42%	50,77%	40,48%	31,52%

## 3.) Profitabilitätskennzahlen:

	2007	2008	2009	2010e	2011e
EBITDA-Marge	0,89%	1,07%	1,29%	1,62%	2,46%
EBIT-Marge	0,73%	0,88%	0,99%	1,34%	2,12%
EBT-Marge	0,77%	0,54%	0,31%	0,75%	1,70%
Netto-Marge	0,56%	0,26%	0,15%	0,44%	1,16%
Rohertragsmarge	3,15%	8,64%	11,88%	16,08%	17,10%
Gesamtkapitalrentabilität	2,30%	1,91%	1,50%	2,27%	3,16%
Eigenkapitalrendite	18,69%	8,83%	6,92%	6,54%	15,37%
Umsatzrentabilität	0,56%	0,26%	0,15%	0,44%	1,16%
Umschlaghäufigkeit (GK)	3,15	2,17	1,52	1,69	1,49
ROI	1,77%	0,57%	0,23%	0,75%	1,73%
Debitorenumschlag	3,55	2,45	1,86	1,89	1,89
Kreditorenumschlaghäufigkeit	4,17	3,27	2,30	6,06	5,07

## 4.) Bilanzkennzahlen:

	2007	2008	2009	2010e	2011e
Nettoverschuldung	11.010.593	-10.984.640	18.201.512	9.695.810	10.082.919
Investiertes Kapital	34.981.382	42.777.223	65.995.831	42.336.724	99.634.029
Rückstellungsquote	0,06%	0,03%	0,05%	0,09%	0,09%
Rücklagenintensität	1,16%	0,40%	1,18%	1,57%	1,73%

Berechnungen: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Liquiditätskennzahlen:

Als Handelsunternehmen mit hohen Debitoren- und Kreditorenbeständen benötigt die Exergia stets ein hohes Umlaufvermögen. Geschäftsausweitungen müssen i.d.R. vorfinanziert werden. Deutlich ersichtlich ist dieses Phänomen im sprunghaften Anstieg der tieferen Liquiditätsgrade (Liquidität 2. + 3. Grad)

Die Tilgungsfähigkeit des am Buch geführten Fremdkapitals war bei der Gesellschaft zu jeder Zeit gegeben und erscheint auch in den angestellten Prognosen adäquat vorhanden zu sein.

## Profitabilitätskennzahlen:

Die Ertragsmargen der Exergia sind zwar durchweg positiv, doch im Verhältnis zum eingesetzten Kapital gering. Das Volumengeschäft verlangt der Gesellschaft eine zunehmend höhere Kapitalbindung ab, um die Ertragsmargen durch bspw. bessere Einkaufsbedingungen zu steigern.

Dies betrachten wir auch als den Grund dafür, dass sich die Gesellschaft an den Fremdkapitalmarkt wendet. Nur durch den Zukauf fester Energiekontingente (PPP) wird die Exergia in der Lage sein, die Margen - wie in den Prognosejahren 2011 ff. gezeigt - zu steigern. (Erläuterung zu PPP = Power Purchase Plan, S. 20)

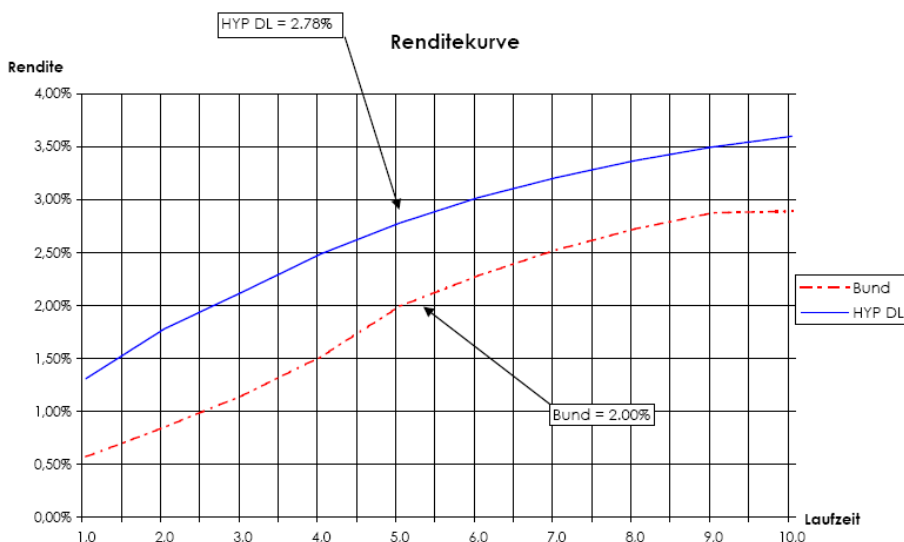
## Bilanzkennzahlen:

Die durchschnittliche Nettoverschuldung der Exergia beträgt rd. € 10 Mio. Bei einer Bilanzsumme von rd. € 300 Mio. betrachten wir die Nettoverschuldung bei einer EK-Quote von 11,5% im Geschäftsjahr 2010 als überschaubar.

## Rendite/Risiko-Profil der Anleihe

Die vorliegende 5-jährige €50 Mio. Anleihe der Exergia ist mit einem Kupon von 5,7% ausgestattet. Bei einem Ausgabekurs zu pari beträgt die effektive Rendite für den Investor 5,7% bei jährlicher Zinszahlung.

## Risikofreier Zinssatz (systematisches Risiko)



Quelle vdp: Renditen vom 23.12.2010; Bloomberg (Schlusskurse)

Risikofreier Zinssatz - 5-jährige Bundesanleihen: 2,00%  
 Risikofreier Zinssatz - 5-jährige Pfandbriefe: 2,78%

Zur Ermittlung einer adäquaten Investorenrendite für eine Industriefinanzierung legen wir den 5-jährigen Pfandbrief-Satz zugrunde. Dieser Satz entspricht in etwa dem Satz für Asset-Swaps zu dem Banken risikofreie Kreditbeträge in dieser Laufzeit tauschen.

## Idiosynkratisches Risiko

Zur Ermittlung eines Risikoaufschlags, welcher der Bonität der Exergia gerecht wird, haben wir ein Universum von rd. 800 Euro-Unternehmensanleihen nationaler und internationaler Emittenten, verschiedener Bonitätsstufen und Laufzeiten untersucht.

Durch Diskriminierung der Bonitätsstufen konnten wir die Abstände zwischen den einzelnen Bonitätsstufen im Segment der Industriefinanzierungen ermitteln.

## Ergebnis:

### Bonitätsabstände Betrachtete Laufzeit: 5 Jahre

Bonität	Durchschn Renditen	diff.	Marge über	
			HYP DL	Bund
AA-	2,58%		-20	58
A+	2,74%	16	-4	74
A	2,83%	10	5	83
A-	2,99%	16	21	99
BBB+	3,28%	29	50	128
BBB	3,54%	26	76	154
BBB-	4,17%	63	139	217
BB+	4,42%	25	164	242
BB	5,19%	77	241	319
BB-	5,57%	38	279	357
B+	8,51%	294	573	651

**Bundespapiere - 5 Jahre Laufzeit:** 2,00%  
**Pfandbriefe / SWAP - 5 Jahre Lfz.:** 2,78%

Kurse/Renditen vom 23.12.2010:  
 Quelle: Schlusskurse - Börse Stuttgart; Bloomberg

Differenzrechnung zur Ermittlung des adäquaten unternehmensspezifischen Risikoaufschlags.

Rendite Exergia-Anleihe von 2011/2016: 5,70%

./. Risikofreier Zinssatz (5-Jahres Pfandbrief): 2,78%

**Risikoaufschlag (idiosynkratisches Risiko): 2,92% = 292 Basispunkte (bp)**

Der von Exergia angebotene Risikoaufschlag beträgt 292 Basispunkte, also ein Äquivalent zu einem Risikoaufschlag der Bonitätsstufe BB-.

Betrachten wir das von LINCE vergabene Unternehmensrating für die Exergia S.p.A. mit der Bonitätsstufe A5 wäre eine Marge über Pfandbriefe von -4 bp, bzw. Bund+74, d.h. eine Verzinsung von 2,74% gerechtfertigt.

## Vergleich: LINCE Ratingstufen mit Moody's und S&P

### Rating Skala & Definition

Vergleich LINCE/S&P/Moody's



LINCE	Moody's	S&P	Definition
Aa-1	Aaa	AAA	Prime, Maximum Safety
Aa-1	Aa1	AA+	High Grade - High Quality
Aa-1	Aa2	AA	
A4	Aa3	AA-	
<b>A5</b>	<b>A1</b>	<b>A+</b>	<b>Upper Medium Grade</b>
A6	A2	A	
Baa7	A3	A-	
Baa8	Baa1	BBB+	Lower Medium Grade
Baa9	Baa2	BBB	
Ba10	Baa3	BBB-	
Ba11	Ba1	BB+	non investment-grade
Ba12	Ba2	BB	Speculative
B13	Ba3	BB-	
B14	B1	B+	Highly Speculative
B15	B2	B	
B16	B3	B-	
C17	Caa1	CCC+	Substantial Risk
C18	Caa2	CCC	In poor standing
C19	Caa3	CCC-	

Quelle: Cerved Group, S&P, Moody's, BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Three-Year Cumulative Default Rate (CDR) and average values

RATING CLASS	CDR 2002-2004	CDR 2003-2005	CDR 2004-2006	CDR 2005-2007	CDR 2006-2008	CDR 2007-2009	AVERAGE
	A	B	C	D	E	F	A&B&C&D&E&F
Aa.1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aa.2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aa.3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.4	0,12	0,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04
A.5	0,07	0,00	0,07	0,07	0,07	0,42	0,12
A.6	0,08	0,14	0,23	0,25	0,14	0,38	0,20
Baa.7	0,22	0,21	0,30	0,37	0,40	0,78	0,38
Baa.8	0,25	0,26	0,32	0,55	0,85	1,22	0,57
Baa.9	0,39	0,41	0,52	0,78	1,05	1,98	0,85
Ba.10	0,30	0,51	0,65	0,90	1,09	2,22	0,94
Ba.11	0,40	0,51	0,71	1,21	1,33	2,35	1,09
Ba.12	0,63	0,69	0,81	1,40	1,63	3,18	1,39
B.13	0,45	0,52	0,55	1,61	1,95	3,53	1,44
B.14	0,39	0,51	0,68	1,86	2,42	4,10	1,66
B.15	0,46	0,47	0,44	1,21	1,83	3,05	1,24
B.16	1,26	1,84	2,59	4,43	5,26	9,42	4,13
C.17	1,81	1,98	3,27	6,11	9,17	15,97	6,39
C.18	5,23	5,14	8,92	16,20	26,84	42,74	17,51
C.19	18,63	15,55	16,02	20,70	34,42	48,35	25,61

Quelle: Cerved-Group (LINCE) - April 2010

Im Back-testing des beobachteten Zeitraums 2002 bis 2009 wird das durchschnittliche, kumulative, 3-Jahres Ausfallrisiko (CDR) von der Rating Agentur LINCE in der Klassifizierung „A.5“ mit 0,12% angegeben.

In diesem Kontext möchten wir jedoch den Vergleich einzelner Bonitätseinstufungen von Industrieunternehmen verschiedener Unternehmensgrößen verdeutlichen: Industrieunternehmen wie bspw. Siemens, Electricité de France, GlaxoSmith Kline, die alle mit einem S&P-Rating von A+ bewertet sind, sind u.E. schon allein wegen ihrer schieren Größe weniger anfällig ggü. konjunkturellen Schwankungen verglichen mit dem Emittenten Exergia.

Wenngleich die für eine Bonitätseinstufung angestellten Bewertungskennzahlen ähnlich ausfallen mögen, so empfinden wir im Fall Exergia einen weiteren Rendite-Aufschlag wegen der Unternehmensgröße als Kapitalmarktteilnehmer als angezeigt.

In den von Exergia angebotenen **292 bp** über der Pfandbriefkurve ist aus unserer Sicht noch ausreichend Platz für solcherlei zusätzliche Renditeerfordernisse.

Repräsentativ für die Einordnung der Anleihe nach Risiko/Rendite Gesichtspunkten ist die im September 2009 begebene ENEL 4,0% Anleihe vom 16.9.2009/16 (S&P-Rating: A-). Die Anleihe handelt per 30.12.2010 auf einem Renditeniveau von 3,87%, d.h. mit einem Renditeabstand von **111 bp** über dem 5-jährigen Pfandbrief, bzw. zu Bund+187 bp im Sekundärmarkt.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



## Weitere Verpflichtungen des Schuldners (covenants)

Wie in den Anleihebedingungen der 5,7%-Anleihe der Exergia/ExerD von 2011/2016 dargestellt, ist die Schuldverschreibung mit drei wesentlichen Verpflichtungen des Schuldners ausgestattet, welche die Sicherheit der Anleihe weiter erhöhen:

- Keine Nachrangigkeit der Schuldverschreibung
- Negativerklärung des Schuldners
- Garantierklärung der Muttergesellschaft (Exergia S.p.A.)

## → Die Schuldverschreibung ist nicht kündbar

1. Die vorliegende Schuldverschreibung wird stets als „Senior“ [erstrangig] gegenüber anderen Schuldverhältnissen behandelt.
2. Mit der Negativerklärung sichert der Anleihe-Schuldner zu, dass er künftigen Gläubigern keine Kreditsicherheiten zur Verfügung stellen wird oder gleichzeitig den von der Erklärung begünstigten Gläubigern gleichwertige Sicherheiten anbieten wird.
3. Die Garantin hat eine unbedingte und unwiderrufliche Garantie für die ordnungsgemäße Zahlung von Kapital und Zinsen und sonstiger auf die Schuldverschreibungen zahlbarer Beträge übernommen.

Darüber hinaus ist die Anleihe - mit Ausnahme von steuerlichen Gründen - seitens des Schuldners nicht kündbar.

## Transparenz des Unternehmens

Sowohl die Exergia S.p.A. als auch deren Muttergesellschaft, F.I.S.I. Group zeigten als nicht börsennotierte Unternehmen in der Vergangenheit ein sehr geringes Maß an Transparenz hinsichtlich der Unternehmens-/Geschäftsstrategie und der Finanzlage. Auch vermissen wir einen gewissen Bekanntheitsgrad der Unternehmen im deutschen Raum.

Das Management der Exergia hat die Hintergründe der bislang zurückhaltenden Unternehmenstransparenz damit erklärt, dass Exergia vor ca. 10 Jahren als relativ kleines Unternehmen in einen Markt eintrat, der von sehr dominanten Marktteilnehmern deutlich beherrscht wird (ENI, ENEL). Eine permanente Offenlegung der Strategie und der Bücher hätte der Gesellschaft in der Eintrittsphase geschadet. Zu leicht hätten die großen Wettbewerber die Schwächen der Exergia zu ihrem Vorteil nutzen können.

Seit dem Überschreiten der Umsatzmarke von € 250 Million und dem Erbringen des „Going-Concern“-Beweises (Fortführung) tritt der Transparenzaspekt bei der Geschäftsleitung in den Hintergrund. Beschleunigtes Wachstum und Publikums-wirksamkeit sind heute nach Etablierung des Unternehmens Teil der Strategie.

Vor diesem Hintergrund hat sich das Management der Exergia verpflichtet, auf ihrer Internetseite folgende Information zeitnah zu veröffentlichen:

- Testierte Jahresabschlüsse im Konzern (6 Mon. nach Ende d Gj.)
- 6-Monatsabschlüsse im Konzern
- Jährliche Aktualisierung des LINCE-Ratings
- Relevante Unternehmensmeldungen

## Geschäftsmodell

Exergia ist im Vergleich zu den großen, ehemals monopolistischen Energieunternehmen (ENI, ENEL) ein relativ kleines Unternehmen und fokussiert sich auf den Freien Markt (Mercato Libero), auf dem das Management ein größeres Wachstumspotential sieht. Im Regulierten Markt sieht Exergia einen noch stärkeren Wettbewerb.

Exergia beliefert hauptsächlich kleine bis mittelgroße Unternehmen und öffentliche Einrichtungen wie z.B. Krankenhäuser, Universitäten oder das Militär.

Aktuell (2010) lassen sich die Umsätze der Gesellschaft wie folgt aufteilen:

- ➔ 97% aus dem Vertrieb von elektrischer Energie und
- ➔ 3% aus dem Vertrieb von Erdgas

Die Umsätze aus dem Vertrieb von elektrischer Energie verteilen sich zu

- ➔ 69% auf Kunden im Freien Markt und zu
- ➔ 31% auf Kunden im Regulierten Markt.

## Markt

Seit der Liberalisierung des italienischen Energiemarktes am 1. Juli 2007 können die Kunden ihren Energieversorger auf dem freien Markt ("Mercato Libero") wählen. Alle Kunden die dies nicht tun, werden automatisch dem Regulierten Markt ("Mercato Vincolato") zugeordnet.

Der regulierte Markt teilt sich in zwei Bereiche:

1. „Servizio di Salvaguardia“
2. „Servizio di Maggior Tutela“

Der **Servizio di Salvaguardia** ist für gewerbliche Stromabnehmer mit einem Stromanschluss mindestens im Mittelspannungsbereich und einem Jahresumsatz von mindestens € 10 Mio. oder mehr als 50 Angestellten.

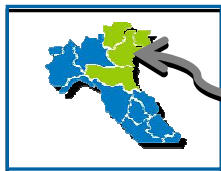
Der **Servizio di Maggior Tutela** ist für alle kleineren Konsumenten, wie zum Beispiel alle privaten Haushalte oder Kleinbetriebe. In diesem Bereich hat ENEL das Monopol.

Das Recht zur exklusiven Belieferung des Servizio di Salvaguardia wird von der staatlichen Gesellschaft "Acquirente Unico S.p.A." für die jeweiligen Regionen Italiens ausgeschrieben und vergeben.

Die italienische Regierung hat den Servizio di Salvaguardia als Übergangslösung eingeführt, um die mono- /oligopolistischen Strukturen des italienischen Energiemarktes aufzubrechen. Das mittel- bis langfristige politische Ziel in Italien ist eine landesweite Versorgung mit Energie über den freien Markt.

Im Jahr 2008 betreute die Exergia exklusiv neun Regionen des Servizio di Salvaguardia. In den Jahren 2009 bis 2010 waren es die drei Regionen Venetiens (Veneto, Trentino-Alto Adige und Friuli-Venezia Giulia) und die Emilia Romagna. Für den Zeitraum von 2011 bis 2013 konnte Exergia die Ausschreibungen für insgesamt sieben Regionen gewinnen (3 Regionen Venetiens, Emilia Romagna, Piemonte, Valle d'Aosta und Ligurien) und erschloss sich damit eine größere Kundenbasis und weiteres Wachstumspotential.

## Exergia's regionaler Belieferungsstatus im geschützten Markt Salvaguardia



### Jahre 2008-2010

Exergia S.p.A. belieferte den Regulierten Markt in den Regionen:  
Veneto, Trentino Alto Adige, Friuli Venezia Giulia ed Emilia Romagna.



### Jahre 2011-2013

Exergia S.p.A. beliefert den Regulierten Markt in den Regionen:  
Veneto, Trentino Alto Adige, Friuli Venezia Giulia ed Emilia Romagna  
und in weiteren drei Regionen:  
Valle d'Aosta, Piemonte and Liguria

Die Lieferbedingungen sind durch die Regelungen des Schutzbetriebs vorgeschrieben. Die vom Kunden verbrauchte Energie wird von Exergia zum aktuellen Marktpreis auf dem Strommarkt eingekauft. Exergia schlägt dann eine festgeschriebene Marge auf den Einkaufspreis auf und stellt dies dem Kunden in Rechnung.

In diesem Marktsegment ist der Einkaufspreis von Exergia eine Funktion der täglichen und saisonalen Schwankungen des Energiemarktes.

Die Marge wird durch einen hohen Verwaltungsaufwand, eine im Vergleich zum freien Markt schlechtere Zahlungsmoral der Kunden und Schwierigkeiten bei der Ermittlung der Verbrauchsdaten sowie der Durchleitungskosten geschmälert. Allerdings verschafft die Erlangung eines insgesamt größeren Kundenstammes im Regulierten Markt auch ein höheres Potenzial zur Durchdringung und Kundenselektion im attraktiveren freien Marktsegment.

Exergia's Geschäftsmodell auf dem margenstärkeren deregulierten (freien) Markt birgt weniger Unwägbarkeiten in sich und ist einfacher zu strukturieren:

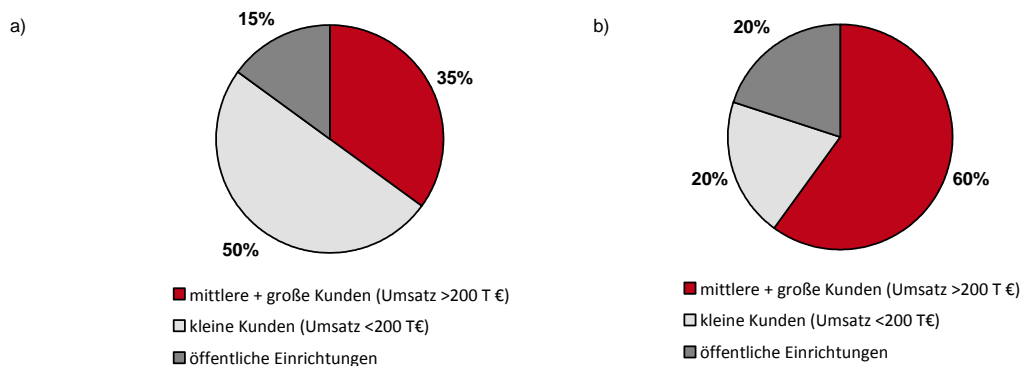
Der Fokus liegt auf kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Diesen unterbreitet Exergia in der Regel ein Angebot für einen festen Strompreis je Megawattstunde (MWh) für einen Zeitraum von zwölf Monaten. Damit haben die Unternehmen eine verlässliche Grundlage für die Kalkulation ihrer Energiekosten.

Der angebotene Preis errechnet sich aus dem aktuellen Marktpreis sowie dessen erwarteter Entwicklung und einem detaillierten Verbrauchsprofil des Kunden.

Das Verbrauchsprofil des Kunden wird anhand von historischen Verbrauchsdaten sowie den Planungen des Unternehmens erstellt. Im Idealfall verfügt Exergia bereits über detaillierte Verbrauchsdaten aus der Belieferung im Schutzbetrieb.

Exergia bevorzugt Kunden mit denen ein Umsatz von mindestens 200 T€ p.a. erzielt werden kann und versucht ganz bewusst den Anteil von kleinen Kunden (Stromerlöse < T€ 200) zu Gunsten von größeren Kunden mit hohem Stromverbrauch zu reduzieren. Die Großkunden werden jeweils von Key-Accountmanagern betreut, die im engen Kontakt zu den Kunden stehen.

## Exergias Kundenstruktur 2009 a) und die Umsatzverteilung b)



Quelle: BankM-Research

Genauso wichtig wie das Management der Kundenbeziehung ist die Absicherung der Geschäfte auf dem freien Markt über die Energiebörse.

Unmittelbar nach dem Vertragsabschluss mit einem Kunden schließt Exergia über den Energiemarkt ein entsprechendes Gegengeschäft ab und sichert sich so für einen Großteil des kalkulierten Verbrauchs die aktuellen Marktkonditionen. Um das Risiko schwankender Energiepreise am Markt zu minimieren, werden in der Regel rund 95 % des Volumens abgesichert. Die tatsächliche Höhe der Absicherung ist jedoch von der erwarteten Entwicklung des Energiemarkts abhängig.

Schwankungen im Energieverbrauch der einzelnen betreuten Unternehmen können in der Regel intern über die Poolbildung aller Unternehmen aufgefangen werden. So wird zum Beispiel ein höherer Verbrauch von Kunde „A“ durch einen niedrigeren Verbrauch von Kunde „B“ aufgefangen.

Das Geschäftsmodell birgt für die Gesellschaft folgendes Restrisiko: Für den Fall, dass Exergia zuviel Energie eingekauft hat, muss Exergia diese Energie am Markt zu den aktuellen Marktpreisen verkaufen. Diese können geringer sein als Exergias Einkaufspreis. Ebenso im umgekehrten Fall, wenn Exergia zu Spitzenverbrauchszeiten Energie am Markt zukaufen muss, so kann dieser Preis höher sein als der Kunden Abgabepreis an die Kunden.

Exergia ist kein Stromproduzent. Die elektrische Energie, welche Exergia an ihre Kunden liefert, bezieht Exergia entweder über die Strombörse oder über direkte Lieferkontrakte mit Stromproduzenten. Eine Abhängigkeit zu bestimmten Lieferanten besteht nicht. Exergia vertreibt auch den Strom der F.I.S.I.-Gruppe, dieser macht einen Anteil an der gesamten vertriebenen Strommenge von rund 3% aus.

Exergia verbuchte im Geschäftsjahr 2009 Umsätze an Strom für ca. 3,2 Terawattstunden\* (TWh) und 23 Millionen Kubikmeter an Erdgas. Aktuell verfügt die Gesellschaft über rund 15.000 Kunden.

\* 1 TWh = 1 Milliarde kWh

## Unternehmensgeschichte

- |                  |  |
|------------------|--|
| <b>2009-2010</b> | <p>Fokus der Geschäftstätigkeit auf den freien Markt.</p> <p>Exergia konnte Ende 2010 die Ausschreibungen für 7 Regionen für 2011 bis 2013 gewinnen.</p> <p>Exergia belieferte von 2009 bis 2010 noch 4 Regionen als Alleinanbieter im regulierten Markt.</p>  |
| <b>2008</b>      | <p>Exergia erhält den Zuschlag für die exklusive Belieferung der Kunden des regulierten Marktes in 9 Regionen Norditaliens. Die Kundenbasis vergrößert sich dadurch erheblich.</p> <p>Der Fokus von Exergia richtet sich nun zunehmend auf kleinere und mittlere Unternehmen auf dem freien Markt.</p> |
| <b>2006</b>      | <p>Exergia wird Teil der F.I.S.I.-Gruppe. Kooperationen mit anderen Unternehmen aus dem Energiesektor erlauben es der Exergia ihr Wachstum zu beschleunigen.</p>   |
| <b>2005</b>      | <p>Die Exergia S.p.A. erhält die „ESCO“-Akkreditierung für die Einrichtung eines Arbeitskreises, der sich auf Energieeffizienz spezialisiert hat.</p>  |
| <b>2002</b>      | <p>Gründung der Exergia S.p.A. als Resultat aus der erfolgreichen Zusammenarbeit mehrerer Spezialisten, die seit über 20 Jahren im Energiesektor tätig sind.</p>   |

## Strategie

Die Entwicklung der Strategie von Exergia ist eng verbunden mit den Entwicklungen und Veränderungen des Energiemarktes in Italien. Das Management sieht in der geringeren Größe und der schnellen Reaktionsgeschwindigkeit auf Änderungen des Energiemarktes die entscheidenden Wettbewerbsvorteile gegenüber den größeren Konkurrenten.

In der Anfangsphase der Liberalisierung des italienischen Energiemarktes legte Exergia den Fokus auf ein möglichst schnelles Wachstum und eine Vergrößerung der Kundenbasis. Dieses Ziel konnte Exergia durch den Gewinn der Ausschreibungen für insgesamt neun Regionen in Norditalien zur exklusiven Belieferung im Bereich des „Servizio di Salvaguardia“ erreichen. Obwohl dieses Wachstum zunächst nur auf dem regulierten Markt stattfand, war der Gewinn der neun Regionen ein entscheidender Erfolg, da die Gesellschaft so ihre Kundenbasis signifikant erweitern konnte.

Der „Servizio di Salvaguardia“ wurde auf dem Weg zu einem liberalisierten Energiemarkt von der italienischen Regierung als Übergangslösung eingeführt. Der Fokus von Exergia liegt heute auf dem profitableren freien Markt.

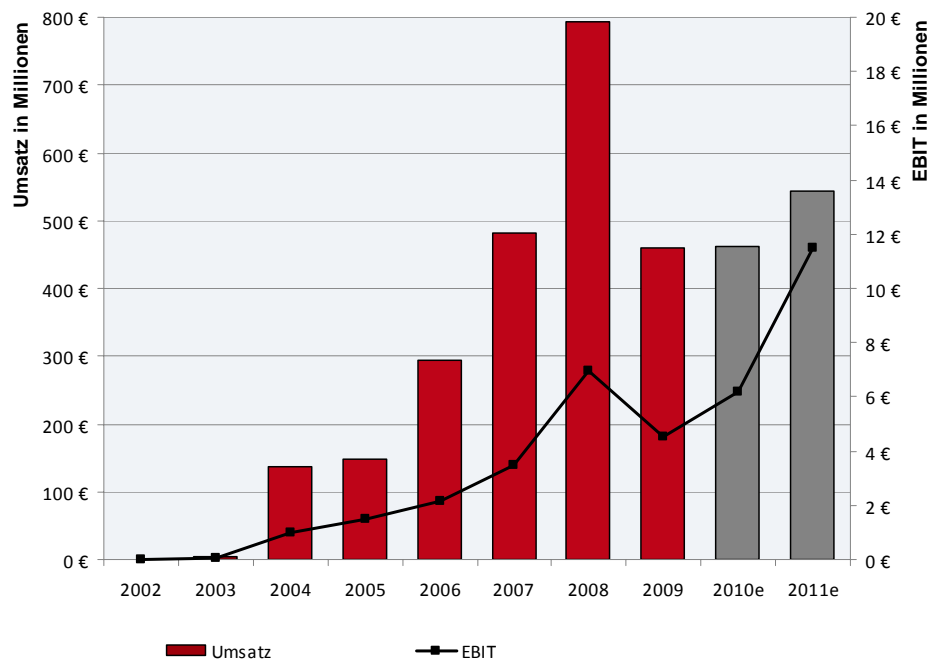
Demzufolge ist es das erklärte Ziel von Exergia die Kunden aus dem „Servizio di Salvaguardia“ zum Wechsel in den freien Markt zu bewegen. Die aus dem „Servizio di Salvaguardia“ gewonnenen Kontakt- und Verbrauchsdaten der Unternehmen spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle für den zukünftigen Erfolg von Exergia auf dem freien Markt.

	Vorteile	Nachteile
<b>Regulierter Markt</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ große Anzahl an Kunden</li> <li>+ garantierte Marge</li> <li>+ Zugang zu Kundendaten (Kontakt- und Verbrauchsdaten)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- geringe Marge</li> <li>- schlechte Zahlungsmoral</li> <li>- hoher Verwaltungsaufwand</li> <li>- Probleme bei der Abwicklung</li> <li>- keine Kundenbindung</li> <li>- Schutzbetrieb nur für 1-2 Jahre</li> <li>- strikte Vergabekriterien</li> <li>- keine Planungssicherheit bezüglich der Vergabe</li> <li>- Schutzbetrieb nur Übergangslösung</li> <li>- Qualität der Kunden nimmt weiter ab</li> </ul>
<b>Freier Markt</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ höhere Marge</li> <li>+ geringerer Verwaltungsaufwand</li> <li>+ gute Zahlungsmoral</li> <li>+ hohe Kundenbindung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gewinnung von Neukunden als kritischer Erfolgsfaktor</li> <li>- Preisrisiko (bei Über-/ Unterkapazitäten)</li> </ul>

Quelle: BankM-Research

Für das Jahr 2009 änderten sich die Vergabekriterien für den Servizio di Salvaguardia in einigen Regionen Italiens, deshalb konnte Exergia die Ausschreibungen nur noch für vier Regionen gewinnen. Die Gesellschaft konnte den Rückgang des Geschäftsvolumens aufgrund der schlanken und flexiblen Organisationsstruktur sowie der bereits erfolgreich vorangetriebenen Konzentration auf den freien Markt gut kompensieren.

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung von Exergia spiegelt den Umsatz-Ausreißer aus dem Jahr 2008 in der langfristigen Entwicklung 2008 wider. Die jetzt vorliegenden Halbjahreszahlen 2010 der Exergia mit Umsätzen von € 230,7 Mill. und einem EBIT von rd. € 5 Mill. Bestätigen unsere Umsatz- und Ergebnisplanung für die Folgejahre.



Quelle: BankM-Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

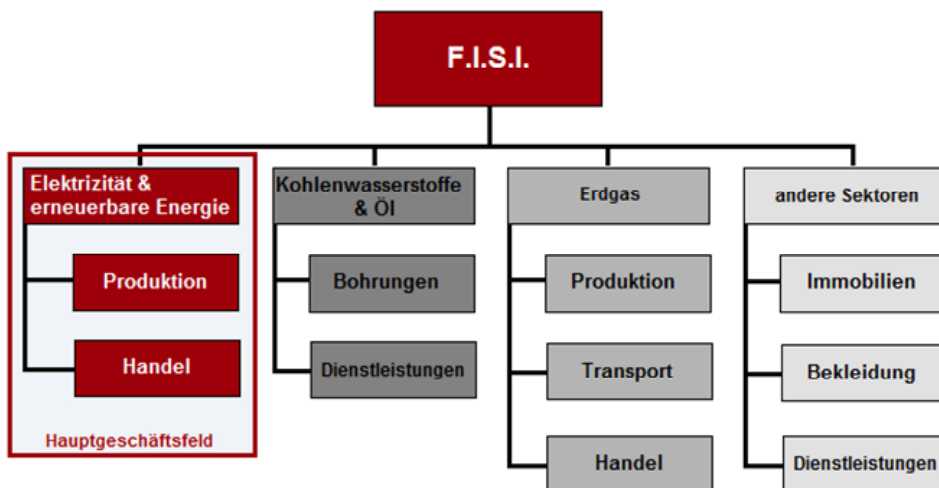
Exergia hat zwei langfristige Unternehmensziele:

- Ausbau der Kundenbasis im freien Markt
- Konzentration auf qualitativ hochwertige Kunden mit einem großen Umsatzvolumen und einer gesicherten Bonität.

Des Weiteren will Exergia den Absatz von Gas steigern. Dazu soll den Kunden verstärkt die kombinierte Belieferung mit Strom und Gas angeboten werden. Das Management will Exergia als den Energieversorger mit dem besten Preis-Leistungs-Verhältnis für kleinere bis mittelgroße Unternehmen am Markt positionieren.

Exergia ist eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der F.I.S.I. S.p.A. Wir halten es deshalb für relevant und sinnvoll, an dieser Stelle eine kurze Übersicht über den F.I.S.I.-Konzern zu geben.

## Struktur des F.I.S.I.-Konzerns



Die Finanziaria Italia per lo Sviluppo Industriale (F.I.S.I.) S.p.A ist die italienische Holdinggesellschaft des F.I.S.I.-Konzerns. Der F.I.S.I.-Konzern hat seinen Hauptsitz in Asti (Italien) und wird privat von der Familie Marengo geführt. Die operativen Tochtergesellschaften des Konzerns befinden sich u.a. in Italien, Deutschland, der Schweiz und Osteuropa. In 2009 erwirtschaftete der Konzern mit insgesamt rund 900 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von über € 1 Mrd. und ein Ergebnis vor Steuern i.H.v. € 18,6 Mio.

Der Hauptfokus der Gruppe liegt auf dem Sektor der erneuerbaren Energien. Das Management konnte aufgrund der Erfahrungen in den letzten 20 Jahren eine erhebliche Expertise und ein großes technisches Know-how in diesem Bereich aufbauen. In dieser Zeit tätigte das Management erhebliche Investitionen in Forschung und Entwicklung, Produkte, Logistik und Vertrieb in Bezug auf die Nutzung von erneuerbaren Energiequellen.

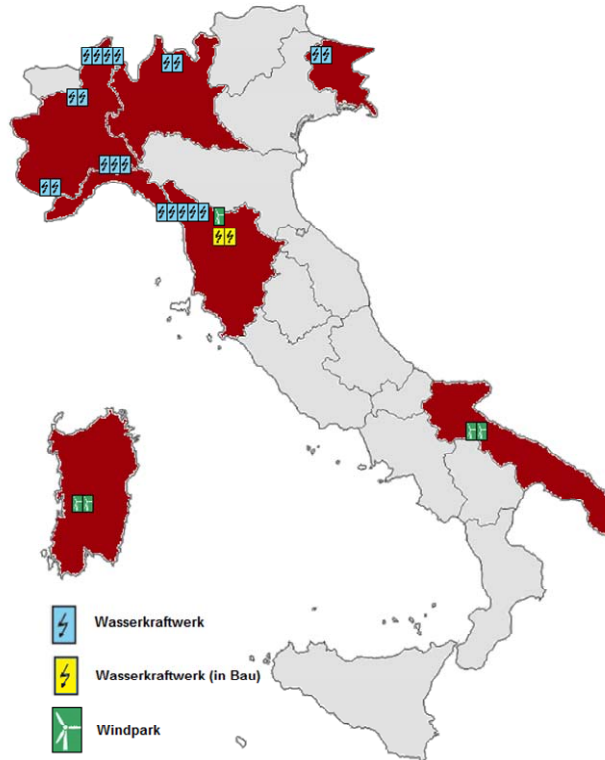
Der Konzern verfügt über eine operative Gesellschaft, die im Bereich Erdbohrungen aktiv ist. Mit diesem Know-how beabsichtigt das Management in der nahen Zukunft die Errichtung von geothermischen Kraftwerken.

Das zweitgrößte Geschäftsfeld des Konzerns ist jedoch die Produktion, der Transport und der Vertrieb von Erdgas. Einen Vorsprung gegenüber den meisten Konkurrenten hat die F.I.S.I. vor allem im Bereich der Logistik, insbesondere in Bezug auf die Durchleitung und die Speicherung von Erdgas.

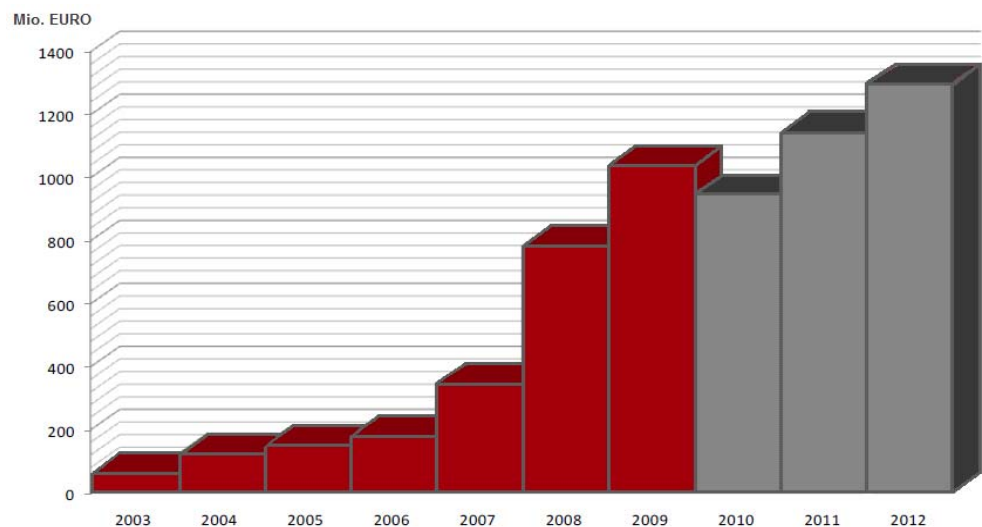
Zusätzlich hat der Konzern noch operative Tochtergesellschaften in verwandten Sektoren, wie Immobilien und Dienstleistungen. Ebenfalls ein Teil der F.I.S.I. ist die bekannte italienische Modemarke "Borsalino".

In Italien besitzt und betreibt der F.I.S.I.-Konzern mehr als 20 Wasserkraftwerke mit einer jährlichen Kapazität von über 300 Mio. kWh.

Die folgende Darstellung zeigt die Standorte der Wasserkraftwerke und Windkraftanlagen des F.I.S.I.-Konzerns:



Der F.I.S.I.-Konzern profitiert maßgeblich von der Liberalisierung des italienischen Energiemarktes, die von der Europäischen Union vorangetrieben wird. Dies spiegelt sich auch in der Umsatzentwicklung des Konzerns wider.



Quelle: BankM-Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



## Marktumfeld und Marktmechanismen

### Entwicklung des Strompreises (PUN\*) in Italien (2005-2010)



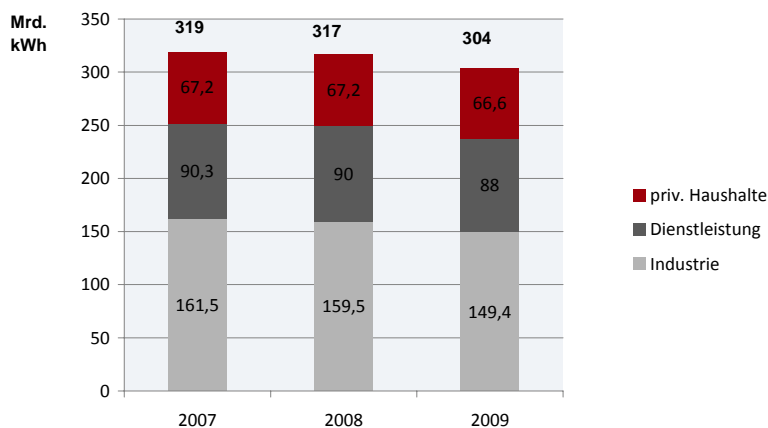
Quelle: BankM-Research, Gestore Mercati Energetici (GME)

\*) prezzo unico nazionale = Zonenunabhängiger Einheitspreis in €/MWh

### Der Italienische Energiemarkt

Italien ist der viertgrößte Strommarkt und der drittgrößte Gasmarkt in Europa. Seit Ende der 80er-Jahre verzichtet Italien gänzlich auf den Einsatz von Kernenergie. Dadurch sind das Land und seine Stromwirtschaft in hohem Maß auf Gas als Energielieferant angewiesen. In der Folge liegen die Strompreise in Italien deutlich über denen anderer Länder der Europäischen Union.

### Entwicklung des Stromverbrauchs in Italien:



Quelle: BankM-Research

In den letzten Jahren ist die Nachfrage nach elektrischer Energie in Italien aufgrund der Rezession zurückgegangen. Besonders deutlich war der Rückgang in 2009 um rund 4% verglichen mit 2008. Mit einem Rückgang von 6% sank die Nachfrage der Industrie am stärksten.

Die vom führenden Elektrizitätsnetzbetreiber Terna S.p.A. erhobenen Daten zeigen im Vergleich zur Vorjahresperiode einen Anstieg der Nachfrage nach elektrischer Energie von rund 1,75% auf 243,3 TWh in den ersten neun Monaten 2010.

Die nachgefragte Energie wurde zu 85,6% in Italien produziert, die restlichen 14,2% wurden importiert.

Die Verteilung des Gesamtvolumens von 243,3 TWh der ersten neun Monate 2010 auf die verschiedenen Regionen Italiens zeigte ein heterogenes Wachstum:

Nord-Italien +2,5% (45,5%)

Zentral-Italien +0,0% (29,2%)

Süd-Italien +2,4% (25,3%)

Langfristig sollte der Energiebedarf mit dem Wirtschaftswachstum korrelieren.

## Wettbewerb

### Regulierter Markt - Servizio di Salvaguardia

Bei der Vergabe der Rechte für die Ausübung des Servizio di Salvaguardia steht Exergia in Konkurrenz zu den beiden großen Energieversorgern Enel Energia S.p.A. und Hera Comm Srl. Seit 2008 waren bisher nur Exergia, Enel und Hera dazu in der Lage die restriktiven Vergabekriterien zu erfüllen und eine Ausschreibung für den Servizio di Salvaguardia zu gewinnen. Für den Zeitraum von 2011 bis 2013 konnte Exergia die Ausschreibungen für 7 von insgesamt 20 Regionen gewinnen. Hera Comm Srl wurden 6 Regionen zugewiesen und Enel 7 Regionen.

### Freier Markt

Die Analyse der Wettbewerbsposition der Exergia umfasst den Strom- und Gassektor, da ein Großteil der Wettbewerber in der Lage ist, sowohl Strom als auch Gas kombiniert anzubieten (*dual fuel*).

Der Sektor ist gekennzeichnet durch die Präsenz der beiden Wettbewerber Enel und Eni, welche gemeinsam mehr als 60-70% des Strom- und Gasmarktes abdecken und in der Wertschöpfungskette eine deutlich vorherrschende Position einnehmen: Auf dem Stromsektor haben sie Zugang zu Erzeugungs-/ Importkapazitäten von über 50% des Absatzes an Endkunden, auf dem Gassektor sind sie durch Langzeitverträge und Beteiligungen sehr präsent.

Die am Markt beteiligten Wettbewerber können in folgende Kategorien eingeteilt werden:

	Wettbewerber	Eigenschaften
Marktführer		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Top 2 Anbieter bei Strom und Gas mit Vorherrschaft end to end</li> <li>- früher Fokus im wesentlichen auf Großkunden, heute auch auf den Massenmarkt fokussiert</li> <li>- Etabliert mit hoher Markenbekanntheit, erhöht den Marktanteil durch Anbieterwechsel und minimiert Akquisitionskosten (Pull-Strategie)</li> </ul>
Erzeuger		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nationale und internationale Marktteilnehmer, die nach der Liberalisierung in den Markt eingetreten sind</li> <li>- Ausländische Unternehmen treten am Markt als Unternehmenskäufer auf</li> <li>- Fokus liegt bei Geschäftskunden (Großindustrie und kleine bis mittelständische Unternehmen) mit Ausnahme von Sorgenia</li> <li>- Hoher Wettbewerbsdruck, Unternehmen setzen auf Außendienst und indirekte Händlernetzwerke für die Kundenakquisition (Pull-Strategie)</li> </ul>
Ehemalige Stadtwerke		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ehemalige lokale Monopolisten, die sich zu großen, auch börsennotierten Wettbewerbern entwickelt haben</li> <li>- Geschäftswachstum insbesondere durch horizontale Unternehmenszusammenschlüsse mit anderen lokalen Marktteilnehmern</li> <li>- Fokus liegt bei sogenannten gebundenen Kunden, vor allem im Gas-Massenmarkt</li> <li>- Unternehmen sind regional verwurzelt und profitieren von den Markteintrittsbarrieren im Gasbereich</li> </ul>
Verkäufer		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Großhändler oder kleine Erzeuger</li> <li>- Übernahmekandidaten für große nationale und internationale Erzeuger</li> <li>- Fokus auf Großkunden (bei begrenzten Margen und einer nicht für Massenkunden geeigneten Kostenstruktur)</li> <li>- steigender, aber noch begrenzter Wettbewerbsdruck</li> </ul>

Quelle: BankM Research, Exergia S.p.A.

## Verwendung der Liquidität aus der Anleihe

Zur Geschäftsausweitung und gleichzeitigen Stabilisierung wird Exergia das Stromkontingent eines virtuellen Kraftwerks abnehmen. Der sog. „Power Purchase Plan“ (PPP) sieht vor, dass Exergia die Verpflichtung eingeht, ein Stromkontingent im Gegenwert von € 50 Mio. zu einem Festpreis abzunehmen und dieses entsprechend abzusetzen. Die Konditionen des Kontingents werden jährlich neu verhandelt.

Die so erlangte Bevorratung eines Stromkontingents versetzt Exergia in die Lage, die Wertschöpfungskette hin zur „virtuellen“ Stromerzeugung auszudehnen und dadurch 3 strategische Wettbewerbsvorteile zu erschließen:

- Mittelfristige Sicherung der Belieferung
- Erhöhung der Margen (via günstigerem antizyklischem Einkauf)
- Verbesserung der Kundenbasis (Selektionskriterium: „Solvenz“)

Die Sicherung vorteilhafter und berechenbarer Einkaufskonditionen erachten wir in volatilen Märkten als Geschäftsstabilisierung. Die Möglichkeit des antizyklischen Erwerbs von Stromkontingenten führt zu deutlich verbesserten Einstandskosten, i.e. zu höheren Rohertragsmargen. Die verbesserten Einstandskosten kann Exergia wiederum zum Teil an die Geschäftskunden weiterreichen und als Steuerungsinstrument hinsichtlich der Selektion der Kundschaft nutzen.

Im Vergleich zu den anderen vier Umsatz tragenden Geschäftsfeldern der Exergia (Freier Markt, Salvaguardia, Handel, Gas) wird sich die Rohertragsmarge aus dem PPP (ca. 8% des Gesamtumsatzes) um mehr als 10% abheben und damit die gesamte Marge deutlich verbessern.

Mit der höheren Rohertragsmarge wird die Gesellschaft nicht nur den Kapitaldienst aus der begebenen Anleihe decken, sondern überdies die Expansionsstrategie zur nationalen und überregionalen Marktfestigung umsetzen.

## Tabellenanhang

### Bilanz

Geschäftsjahr 31/12 • Codice Civile	09	10e	11e	12e	13e	10e	11e	12e	13e
<b>Aktiva (in €Mio.)</b>						<b>% der Bilanzsumme</b>			
Sachanlagen	26,1	26,2	25,9	24,3	23,0	9,6	7,1	6,2	5,5
Sonstiges Anlagevermögen	0,8	0,8	2,0	2,0	2,1	0,3	0,5	0,5	0,5
dav. Goodwill	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>26,9</b>	<b>27,0</b>	<b>27,9</b>	<b>26,3</b>	<b>25,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen	215,3	217,9	256,3	263,5	277,0	80,0	70,3	67,8	66,3
Barmittel	23,5	1,1	49,2	67,0	82,0	0,4	13,5	17,2	19,6
Sonstiges Umlaufvermögen	36,8	26,5	31,2	32,0	33,7	9,7	8,6	8,2	8,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>275,6</b>	<b>245,5</b>	<b>336,7</b>	<b>362,5</b>	<b>392,7</b>	<b>90,1</b>	<b>92,4</b>	<b>93,2</b>	<b>94,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>302,5</b>	<b>272,5</b>	<b>364,6</b>	<b>388,9</b>	<b>417,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Passiva (in €Mio.)</b>						<b>% der Bilanzsumme</b>			
Gezeichnetes Kapital	20,0	25,0	28,5	28,5	28,5	9,2	7,8	7,3	6,8
Kapitalrücklagen	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	1,3	1,0	0,9	0,9
Gewinnrücklagen	0,7	2,7	9,0	15,7	22,7	1,0	2,5	4,0	5,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>24,3</b>	<b>31,3</b>	<b>41,1</b>	<b>47,8</b>	<b>54,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>
Anteile Konzernfremder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	24,3	31,3	41,1	47,8	54,8	11,5	11,3	12,3	13,1
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
dav. Pensionsrückstellungen	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Verbindlichkeiten	278,0	241,0	323,1	340,6	362,6	88,4	88,6	87,6	86,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>278,2</b>	<b>241,2</b>	<b>323,5</b>	<b>341,1</b>	<b>363,1</b>	<b>88,5</b>	<b>88,7</b>	<b>87,7</b>	<b>86,9</b>
dav. zinstragende Verbindl.	63,4	63,4	58,2	50,0	50,0	23,2	16,0	12,9	12,0
dav. nicht zinstragende Verbindl. <1J.	214,9	177,9	209,2	215,1	226,1	65,3	57,4	55,3	54,1
<b>Bilanzsumme</b>	<b>302,5</b>	<b>272,5</b>	<b>364,6</b>	<b>388,9</b>	<b>417,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

In unseren Prognosen ist der Mittelzufluss aus der Anleiheemission i.H.v. €50 Mio. in den zinstragenden Verbindlichkeiten enthalten

Quelle: BankM-Research

## Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31/12 • Codice Civile	09	10e	11e	12e	13e	10e	11e	12e	13e	5J ø
<b>in € Mio.</b>						<b>Veränderungen z. Vorjahr (%)</b>				
Power - FreeMarket	254,3	270,0	258,5	286,8	312,4	6,2	-4,3	10,9	8,9	5,3
Power - Salvaguardia	158,8	143,0	171,5	156,6	157,1	-9,9	19,9	-8,7	0,3	-0,3
Power - trading	25,1	25,6	25,6	25,6	25,6	2,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Gas	21,2	23,1	25,7	27,4	30,0	9,0	11,3	6,6	9,5	9,1
PPP	0,0	0,0	62,1	62,1	62,1	0,0	N/A	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>459,4</b>	<b>461,7</b>	<b>543,4</b>	<b>558,5</b>	<b>587,2</b>	<b>0,5</b>	<b>17,7</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>
Herstellkosten	404,8	387,4	450,5	463,1	487,1	-4,3	16,3	2,8	5,2	4,7
<b>Rohertrag</b>	<b>54,6</b>	<b>74,3</b>	<b>92,9</b>	<b>95,4</b>	<b>100,1</b>	<b>36,1</b>	<b>25,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>16,4</b>
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	5,6	5,6	5,6	5,6	86,7	0,0	0,0	0,0	16,9
Vertriebsaufwand	12,8	39,9	46,9	48,2	50,5	211,7	17,5	2,8	4,8	40,9
Verwaltungsaufwand	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	0,0	5,3	0,0	5,0	2,5
F&E und sonstige Aufwendungen	38,4	31,9	38,1	39,1	41,2	-16,9	19,4	2,6	5,4	1,8
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>37,8</b>	<b>85,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>27,5</b>
Zinserträge	0,0	0,2	0,4	1,2	1,4	0,0	100,0	200,0	16,7	91,3
Zinsaufwand	2,1	3,0	2,7	2,9	2,9	42,9	-10,0	7,4	0,0	8,4
<b>Finanzanlageergebnis</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>33,3</b>	<b>-17,9</b>	<b>-26,1</b>	<b>-11,8</b>	<b>-18,8</b>
<b>Erg. d. gewöhnl. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>142,9</b>	<b>170,6</b>	<b>8,7</b>	<b>4,0</b>	<b>44,3</b>
Aussergewöhnliches Ergebnis	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	-20,0
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>9,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>142,9</b>	<b>170,6</b>	<b>8,7</b>	<b>4,0</b>	<b>65,1</b>
Ertragssteuern	0,7	1,4	2,9	3,3	3,4	100,0	107,1	13,8	3,0	48,5
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>185,7</b>	<b>215,0</b>	<b>6,3</b>	<b>4,5</b>	<b>77,8</b>
<b>Adj. Ergebnis nach Steuern</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>185,7</b>	<b>215,0</b>	<b>6,3</b>	<b>4,5</b>	<b>77,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,4	1,3	1,8	1,9	2,0	-7,1	38,5	5,6	5,3	9,3
Firmenwertabschreibungen (Goodwill)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebserg. v. Abschr. (EBITDA)</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>	<b>27,1</b>	<b>77,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>23,9</b>
<b>Betriebserg. v. Goodwill (EBITA)</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>37,8</b>	<b>85,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>27,5</b>

Quelle: BankM-Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Cash-Flow Rechnung

Geschäftsjahr 31/12 • Codice Civile	09	10e	11e	12e	13e	10e	11e	12e	13e	5J ø
<b>in € Mio.</b>						<b>Veränderungen z. Vorjahr (%)</b>				
Adj. Ergebnis nach Steuern	0,7	2,0	6,3	6,7	7,0	185,7	215,0	6,3	4,5	77,8
+ Abschreibung	1,4	1,3	1,8	1,9	2,0	-7,1	38,5	5,6	5,3	9,3
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	3,9	4,3	5,3	5,1	4,9	10,3	23,3	-3,8	-3,9	5,9
<b>= Cash Earnings</b>	<b>6,0</b>	<b>7,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,9</b>	<b>26,7</b>	<b>76,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>23,4</b>
+ Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	N/A
- Veränderungen im Net Working Capital	-79,9	3,5	3,0	11,4	-1,8	-104,4	-14,3	280,0	-115,8	-180,1
<b>= Operativer Cash Flow</b>	<b>85,9</b>	<b>4,1</b>	<b>10,4</b>	<b>2,3</b>	<b>15,7</b>	<b>-95,2</b>	<b>153,7</b>	<b>-77,9</b>	<b>582,6</b>	<b>-34,6</b>
- Investitionen in Sachanlagen	115,8	5,1	1,5	0,3	0,7	-95,6	-70,6	-80,0	133,3	-72,1
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-29,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>8,9</b>	<b>2,0</b>	<b>15,0</b>	<b>-96,7</b>	<b>-990,0</b>	<b>-77,5</b>	<b>650,0</b>	<b>-346,6</b>
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0,0	0,0	0,0	-15,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	N/A
- Dividende (Vorjahr)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	N/A
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,0	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	-100,0
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	N/A
+ Bankverbindlichkeiten	23,2	-26,5	39,2	0,0	0,0	-214,2	-247,9	-100,0	0,0	-100,0
<b>= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)</b>	<b>-6,7</b>	<b>-19,0</b>	<b>48,1</b>	<b>17,8</b>	<b>15,0</b>	<b>183,6</b>	<b>-353,2</b>	<b>-63,0</b>	<b>-15,7</b>	<b>-192,4</b>

Quelle: BankM-Research

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Anlagen in Wertpapiere sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.**

**Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Klaus Perschbacher, Finanzanalyst.**

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die Exergia S.p.A

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten in den letzten zwölf Monaten:

**In den vergangenen 12 Monaten wurden weder über den Emittenten noch über die vorliegende Wertpapiergattung Veröffentlichungen herausgegeben.**

### II. Zusätzliche Angaben:

#### 1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

#### 2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

#### 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**5. Januar 2011**

#### 4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

**Schlusskurse vom 23. Dezember 2010, wenn nicht anderweitig vermerkt**

#### 5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



**BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen**

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

**2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betruet den Emittenten nach Handelsaufnahme nicht als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.**

3. Die BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

**5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.**

## **C. Haftungsausschluss (Disclaimer):**

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger eines Landes vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung, als Kauf- oder Verkaufsempfehlung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen. Im Rahmen des öffentlichen Angebots der Anleihe des Unternehmens wurde ein Wertpapierprospekt erstellt, der unter [www.exergia.it/de](http://www.exergia.it/de) erhältlich ist. Potenziellen Investoren wird empfohlen, dieses Dokument vor Kauf der Wertpapiere zu lesen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland). Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2010 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!