



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Credit Research



**Emission einer Unternehmensanleihe**

**Photon Energy Investments**

**25. Februar 2013**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.**

## Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Profil der Anleihe	6
Bewertung	8
Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung	11
Ergebnisanalyse	11
Finanzanalyse	14
Unternehmensprofil	16
Überblick	16
Management	18
Historie	19
Geschäftsmodell und strategische Perspektiven	20
Markt und Wettbewerbsumfeld	24
Fazit	28
Anhang	29
Rechtliche Hinweise	35

## Photon Energy Investments

### Anleihe: Überdurchschnittlich attraktiv

**Ersteller:** M. Engelmayr, S. Röhle (Analysten)  
**Kontakt:** Independent Research GmbH  
 Tel.: +49 (0) 69 971 490 0  
 Fax: +49 (0) 69 971 490 90

#### Unternehmensdaten

Land: Niederlande  
 Branche: Erneuerbare Energien  
 ISIN: DE000A1HELE2  
 Rechnungslegung: IFRS  
 Internet: www.photonenergyinvestments.com

#### Anleihedaten

Gesamtnennbetrag: 40 Mio. Euro  
 Laufzeit: 12.03.2013 - 11.03.2018  
 Ausgabepreis: 100% des Nennbetrages  
 Verzinsung: 8,00% p.a.  
 Mindestzeichnungsbetrag: 1.000 Euro  
 Zinszahlung: Vierteljährlich  
 Zeichnungsfrist: 25.02.2013 - 08.03.2013  
 Emissionstermin\*: 12.03.2013  
 Rückzahlung: 11.03.2018  
 Unternehmensrating: BB- (Creditreform)  
 \* voraussichtlich

- ⇒ Photon Energy Investments, in der Photon Energy Gruppe verantwortlich für die Bestandshaltung von Photovoltaik-Kraftwerken, strebt die Emission einer Anleihe an (5 Jahre; Kupon 8,0%).
- ⇒ Die Emittentin plant, mit dem Kapital die Erweiterung des Anlagenportfolios zu finanzieren. Hierfür verfügt Photon Energy Investments über eine Projektpipeline von über 125 MWp. Durch den Betrieb von Solarparks in Tschechien, der Slowakei und Italien mit 25 MWp und einem annualisierten Finanzüberschuss von 3,2 Mio. Euro verfügt die Gesellschaft bereits über einen Track Record.
- ⇒ Im Gegensatz zu reinen Projektierern profitiert die Emittentin von den fallenden Modulpreisen und dem niedrigen Zinsniveau. Die Einbindung in die Photon Energy Gruppe ist angesichts des günstigeren Erwerbs von Solarparks vorteilhaft. Andererseits hängt der Kapazitätsausbau maßgeblich von der Geschäftsentwicklung der restlichen Unternehmensgruppe bzw. der u.E. schwierigen Finanzierung von Projektentwicklern ab. Risiken sehen wir in einer potenziellen Wertberichtigung bei den tschechischen SPVs (falls die Solarabgabe von derzeit 26% über den 31.12.13 hinaus verlängert wird).
- ⇒ Wir erwarten bis Ende 2017 einen Kapazitätsausbau auf 120 MWp (CAGR 2013 bis 2017: +34%; Gesamtleistung: +31%; EBITDA: +37%). Das Geschäftsmodell ist u.E. auf Grund der staatlichen Einspeisevergütung gut planbar und sehr cashflowstark (Funds from Operations 50% bis 60% des Umsatzes). Daher sollte Photon Energy Investments den Kapitaldienst für den Bond leisten können.
- ⇒ Verglichen mit anderen Anleihen mit Non-Investment Grade weist der Photon Energy Investments-Bond u.E. eine attraktive Anfangsrendite von 8,2% auf (Basis: Kupon von 8,0%). Bei höherrentierlichen Anleihen handelt es sich häufig um Emittenten in zyklischen Industrien oder wie bei S.A.G. um Unternehmen, die in letzter Zeit Verluste verbuchten. Hervorzuheben sind die überdurchschnittlichen Covenants (u.a. Ausschüttungssperre und Mindesteigenkapitalquote).

Kennzahlen	RG 2012e*	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	CAGR (13e-17e)
Gesamtleistung	16,4	26,1	42,7	55,3	69,0	76,2	30,7%
Wachstum Gesamtleistung	-	-	63,6%	29,5%	24,8%	10,4%	-
EBITDA	14,9	14,0	28,9	37,1	46,1	49,6	37,3%
EBITDA-Marge	90,9%	53,6%	67,7%	67,1%	66,8%	65,2%	-
EBIT	12,7	8,3	20,7	25,7	31,5	31,8	39,8%
EBIT-Marge	77,9%	32,0%	48,6%	46,6%	45,6%	41,7%	-
Jahresüberschuss	11,1	2,1	11,0	12,9	15,5	14,1	n/a
Nettomarge	68,0%	7,9%	25,7%	23,4%	22,5%	18,6%	-
Funds from Operations (FFO)	-	3,6	13,3	21,7	29,3	36,4	78,2%
Cash Earnings	-	-2,0	6,1	12,1	17,0	21,9	-
Free Cashflow	2,3	-31,6	-47,3	-40,7	-36,9	-18,1	-
Nettofinanzverschuldung	45,4	77,0	124,3	165,0	201,9	220,0	30,0%
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-	4,4	3,5	3,9	4,0	4,3	-
Net Gearing	1,2	1,9	2,4	2,5	2,5	2,3	-
Eigenkapitalquote	37,6%	28,7%	28,2%	27,2%	27,5%	29,1%	-
EBITDA Interest Coverage	7,3	2,2	3,5	3,5	3,4	3,2	-
EBIT Interest Coverage	6,3	1,3	2,5	2,4	2,3	2,1	-

Zahlen in Mio. Euro

\* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12 Quelle: Independent Research

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**STÄRKEN / CHANCEN**

- **Sehr erfahrenes Managementteam mit langjährigem Track Record**
- **Bereits vorhandenes Bestandsportfolio mit 25 MWp mit Finanzüberschuss von 2,8 Mio. Euro (Periode: Q4 2011 bis Q3 2012) - zusätzlicher Finanzüberschuss von jährlich 0,4 Mio. Euro durch die Übernahme von zwei PV-Anlagen in Italien**
- **Attraktive Renditeerwartung bei Solarpark-Investments (IRR von bis zu 12% auf Equity-Basis)**
- **Relativ hohe Planungssicherheit u.a. durch staatlich garantierte Einspeisevergütungen und steuerliche Förderungen**
- **Weiterhin attraktive Rahmenbedingungen für Solarpark-Investments (weiterer Rückgang der Modulpreise erwartet, niedriges Zinsniveau)**
- **Internationalisierung in Zielmärkten mit hoher Sonneneinstrahlung (USA, Kanada, Australien) und Grid Parity-Projekte steigern Rendite der Projekte und reduzieren Abhängigkeit von Förderungen**
- **Einbindung in Photon Energy Gruppe: Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette und damit kostengünstigerer Bau und Betrieb von PV-Anlagen**
- **Anleihe mit umfangreichen Covenants ausgestattet (neben Standard-Covenants u.a. auch Ausschüttungsbeschränkungen und Mindestkapitalquote festgelegt)**
- **Rendite der Anleihe (anfänglich 8,2%; bei einem Kupon von 8,0%) liegt über der Rendite der meisten Non-Investment Grade-Bonds**

## **SCHWÄCHEN / RISIKEN**

- **Komplexe Unternehmensstruktur**
- **Mögliche Interessenskonflikte zwischen Photon Energy Investments und den einzelnen Gesellschaften der Mutter Photon Energy**
- **Ausbau des Solarpark-Portfolios der Emittentin hängt entscheidend von der Geschäftsentwicklung der restlichen Unternehmen der Photon Energy Gruppe (u.a. Photon Energy Projects) ab**
- **Weiterführende, separate Finanzierung der Projektentwicklungsgesellschaften der Mutter Photon Energy ist u.E. eine Herausforderung**
- **Verzögerungen bei Errichtung einzelner Projekte - hierdurch verursachte längere Eigenkapitalbindung könnte aus Finanzierungsgründen zu Verschiebungen bei weiteren Projekten führen**
- **Negatives Marktsentiment für den Photovoltaik-Markt (wenngleich primär durch Modulhersteller resultierend)**
- **Zum Teil Unsicherheiten bei gesetzlichen Rahmenbedingungen - z.B. nachträgliche Degression von Vergütungssätzen ist grundsätzlich nicht auszuschließen**
- **Möglicher Wertberichtigungsbedarf in Tschechien von bis zu 13 Mio. Euro im Falle der Verlängerung der Solarabgabe in derzeitiger Höhe auf die gesamte Restlaufzeit der Einspeisevergütung**

## Profil der Anleihe

Emissionsvolumen der Anleihe bis zu 40 Mio. Euro

Ausgewählte Anleihedaten gemäß Wertpapierprospekt	
Emittentin	Photon Energy Investments N.V.
Emissionsvolumen	Bis zu 40 Mio. Euro
Stückelung	Je 1.000 Euro Nennbetrag
Ausgabepreis	100% des Nennbetrages
Laufzeit	12.03.13 bis 11.03.18
Verzinsung	8,00% p.a. (Zinszahlung vierteljährlich)
Mindestzeichnungsbetrag	1.000 Euro
Zeichnungsfrist	25.02.13 bis 08.03.13
Zahlstelle	Bankhaus Neelmeyer
Kündigungsrecht	Gläubiger: Keine vorzeitige ordentliche Kündigung; unter bestimmten Voraussetzungen außerordentliches Kündigungsrecht
Investorschutzklauseln	Negativverpflichtung; Change of Control-Klausel; Cross Default-Klausel; Ausschüttungssperre; Mindest-Konzerner Eigenkapitalquote von 25% (IFRS)*; kein Cash Pooling mit Mutter- und Schwestergesellschaften
Emissionskosten	Bei Vollzeichnung: bis zu 2,8 Mio. Euro bzw. 6,9% des Emissionsvolumens
Börsennotierung	Quotation Board im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse
Unternehmensrating	BB- (Creditreform)

Quelle: Photon Energy Investments \* Definition Eigenkapitalquote: Eigenkapital / Eigenkapital zzgl. Finanzverbindlichkeiten

Emittentenrating (Creditreform) bei „BB-“

Emissionserlös zum Ausbau des Bestandsportfolios

Mit der Anleiheemission tritt die Photon Energy Gruppe erstmals an den deutschen Kapitalmarkt. Die Emission mit einem Volumen von bis zu 40 Mio. Euro bei einem Kupon von 8,0% (fünfjährige Laufzeit; vierteljährliche Zinszahlung; Stückelung: 1.000 Euro) erfolgt über die Tochtergesellschaft Photon Energy Investments, die als Independent Power Producer (IPP) über einen Bestand an Photovoltaik-Kraftwerken mit einer Kapazität von 25 MWp verfügt. Die Ratingagentur Creditreform hat ein Unternehmensrating von „BB-“ vergeben. Dies bedeutet nach den Regeln der Agentur eine „befriedigende Bonität“ sowie ein „mittleres Insolvenzrisiko“.

Die Emittentin beabsichtigt, durch den Nettoerlös aus der Anleiheemission ihr Bestandsportfolio an Photovoltaik-Kraftwerken auszubauen. Das Bestandsportfolio mit derzeit 25 PV-Kraftwerken und einer installierten Gesamtkapazität von 25 MWp (Eigenanteil) umfasst Projekte in Tschechien (15,0 MWp), der Slowakei (10,4 MWp) und Italien (1,3 MWp). Zukünftig sollen weitere PV-Kraftwerke in den Zielmärkten Australien, USA und Kanada realisiert werden. Zudem umfasst die derzeitige Projektpipeline PV-Kraftwerke in Rumänien und der Türkei. Die Emittentin verfügt in diesen Zielmärkten aktuell über eine Projektpipeline mit einer Gesamtkapazität von über 125 MWp. Für den nordamerikanischen Markt bestehen bereits Absichtserklärungen mit einem Kooperationspartner (Jacob Securities Holdings). In Australien sind nach der Gründung einer Niederlassung im Jahr 2011 bereits erste kleinere Projekte von der Muttergesellschaft Photon Energy realisiert worden.

Neben der Privatplatzierung bei institutionellen Investoren ist ein öffentliches Angebot in Deutschland, Österreich, Tschechien, der Slowakei und Polen vorgesehen. Aus den umfangreichen Anleihebedingungen ist hervorzuheben, dass die Anleihegläubiger kein ordentliches

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

<b>Zahlungsflüsse der Anleihe</b>			
<b>Datum</b>	<b>Vorgang</b>	<b>Mittelzufluss</b> (Mio. Euro)	<b>Mittelabfluss</b> (Mio. Euro)
März 2013	Bruttoemissionserlös	40,0	-
März 2013	Kosten der Emission	-	2,8
12. Juni 2013	Zinszahlung	-	0,8
12. September 2013	Zinszahlung	-	0,8
12. Dezember 2013	Zinszahlung	-	0,8
12. März 2014	Zinszahlung	-	0,8
12. Juni 2014	Zinszahlung	-	0,8
12. September 2014	Zinszahlung	-	0,8
12. Dezember 2014	Zinszahlung	-	0,8
12. März 2015	Zinszahlung	-	0,8
12. Juni 2015	Zinszahlung	-	0,8
12. September 2015	Zinszahlung	-	0,8
12. Dezember 2015	Zinszahlung	-	0,8
12. März 2016	Zinszahlung	-	0,8
12. Juni 2016	Zinszahlung	-	0,8
12. September 2016	Zinszahlung	-	0,8
12. Dezember 2016	Zinszahlung	-	0,8
12. März 2017	Zinszahlung	-	0,8
12. Juni 2017	Zinszahlung	-	0,8
12. September 2017	Zinszahlung	-	0,8
12. Dezember 2017	Zinszahlung	-	0,8
12. März 2018	Zinszahlung	-	0,8
12. März 2018	Tilgung der Anleihe	-	40,0
<b>Gesamtsumme</b>		<b>40,0</b>	<b>58,8</b>

Quelle: Photon Energy Investments

Kündigungsrecht haben. Ausnahmen hiervon sind der Insolvenzfall sowie die Auflösung der Gesellschaft. Die Teilschuldverschreibungen stellen unmittelbare, unbedingte und nicht nachrangige Verpflichtungen der Emittentin dar.

### **Besonderheiten**

Im Vergleich zu den bisher in Deutschland emittierten Mittelstandsanleihen beinhalten die Anleihebedingungen bei Photon Energy Investments zahlreiche Anlegerschutzklauseln/ Covenants. Neben den am Markt für Mittelstandsanleihen etablierten „Standard-Covenants“ wie Negativverpflichtung, Change of Control-Klausel und Cross Default-Klausel sind zudem weitere Schutzklauseln vereinbart worden. So besteht bei der Emittentin eine Ausschüttungssperre an ihre Aktionäre, d.h. gegenüber der Muttergesellschaft Photon Energy. Außerdem verpflichtet sich die Emittentin, in der IFRS-Konzernbilanz eine Eigenkapitalquote von mindestens 25% (42% zum 30.06.12) auszuweisen. Ein Cash Pooling mit der Muttergesellschaft Photon Energy oder mit einer der Schwestergesellschaften ist im Rahmen der vereinbarten Anlegerschutzklauseln ebenfalls ausgeschlossen.

Gemäß der Anleihebedingungen sind bei dem Bond der Photon Energy Investments vierteljährliche Zinszahlungen vorgesehen. Die große Mehrzahl der bislang emittierten Mittelstandsanleihen in Deutschland hat jährliche Zinszahlungstermine, vereinzelt wurden auch halbjährliche Zinszeiträume vereinbart. Entsprechend einem Kupon von 8,0% p.a. ergibt sich durch die vierteljährlichen Zinszahlungen eine (Anfangs-)Rendite von 8,2%.

*Zahlreiche Anlegerschutzklauseln vereinbart*

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

## Bewertung

### Zahlreiche Anleiheemissionen aus dem Bereich Erneuerbare Energien

In den letzten zwei Jahren haben zahlreiche Unternehmen aus der Erneuerbaren Energien-Branche - sowohl im Bereich Photovoltaik als auch in den Bereichen Windenergie und Biogas - Mittelstandsanleihen emittiert. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über einige Emittenten. Capital Stage hat zwar keine Anleihe platziert, doch ist das Geschäftsmodell u.E. mit dem von Photon Energy Investments vergleichbar (akquiriert und betreibt PV-Anlagen). Auch S.A.G. Solarstrom verfolgt einen vergleichbaren Ansatz - von der Projektierung über den Bau bis zum Betrieb von Solarparks. Ein Renditevergleich mit Solen/Payom Solar, Centrosolar oder Windreich erscheint uns wegen der angespannten Finanzsituation dieser Unternehmen wenig sinnvoll.

Unternehmensvergleich												
	Capital Stage		Carpevigo*		e.n.o. energy**		KTG Energie***		S.A.G. Solar		PEI	
	2011	H1 12	2010	2011	2011	H1 12	2011	H1 12	2011	9M 12	RG 12e	2013e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	46,1	33,8	18,2	3,9	45,3	12,0	23,4	13,7	220,6	105,7	16,4	26,1
Veränderung ggü. Vorjahr	176,5%	40,9%	30,2%	-78,7%	-3,6%	40,9%	44,1%	20,3%	-13,7%	-38,4%	-	-
EBITDA (Mio. Euro)	24,8	25,3	12,7	3,3	6,2	3,2	6,1	4,0	9,1	2,7	14,9	14,0
EBITDA-Marge	53,8%	75,0%	69,7%	85,2%	13,7%	26,4%	26,1%	28,8%	4,1%	2,6%	90,9%	53,6%
EK-Quote	30,5%	32,1%	27,1%	35,3%	20,0%	16,9%	6,9%	19,4%	14,5%	17,2%	37,6%	28,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	4,9	5,4	1,4	3,0	1,8	1,8	11,6	3,2	15,3	n/a	-	4,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	2,8	3,0	6,2	1,9	3,2	3,9	2,3	2,7	1,0	n/a	7,3	2,2
Op. Cashflow / Gesamtleistung	52,9%	20,6%	-	-	-	-	12,7%	17,9%	-27,8%	91,0%	13,9%	-9,4%
<b>Anleihen</b>												
Volumen (Mio. Euro)	-	-	50,0	-	25,0	-	25,0	-	25,0	17,0	-	40,0
Laufzeit (in Jahren)	-	-	5	-	5	-	6	-	5	6	-	5
Kupon p.a.	-	-	7,25%	-	7,375%	-	7,25%	-	6,25%	7,50%	-	8,00%
Kuponzahlung	-	-	halbjährlich	-	jährlich	-	jährlich	-	jährlich	jährlich	-	vierteljährlich
Unternehmensrating	-	-	-	-	BB+ (Creditreform)	-	BBB- (Creditreform)	-	BB+ (Creditreform)	BB+ (Creditreform)	-	BB- (Creditreform)
Covenants	-	-	Anteile der Capevigo Energy als Sicherheit	-	u.a. Ausschüttungsbeschränkung, Cross Default-Klausel und Call Option	-	keine	-	keine	keine	-	u.a. Ausschüttungssperre, Mindest-EK-Quote; kein Cash Pooling mit Mutter

\* Daten der Tochter Carpevigo AG; börsennotierte Carpevigo Holding AG nur mit AG-Abschluss; Zahlen noch ohne 2012 emittierter Anleihe  
\*\* Zahlen 2011 auf Basis des Konzernabschlusses; Zahlen für H1 2012 auf Basis des AG-Abschlusses  
\*\*\* Zahlen ohne die im September 2012 emittierte Anleihe

Quelle: Unternehmensangaben PEI = Photon Energy Investments

### Anlagenbetreiber mit hohem Leverage, aber gut planbaren Cashflows

Auffällig sind u.E. einerseits die hohen EBITDA-Margen von Capital Stage, Carpevigo und Photon Energy Investments - also den Unternehmen, die im PV-Anlagenbetrieb tätig sind. Die schwerpunktmäßig auf die Projektierung fokussierte S.A.G. Solarstrom und der Windanlagenbauer e.n.o. energy sind deutlich margenschwächer. Alle Betreiber von Solar- und Biogasanlagen weisen zudem einen relativ hohen Leverage auf (Nettofinanzverschuldung/EBITDA von 3 bis 5). Dies halten wir angesichts der gut planbaren Cashflows aus den PV- bzw. Biogasanlagen für unproblematisch.



**Ausgewählte Anleiheemissionen 2012** (sortiert nach Rating)

Unternehmen	Branche	Zeitraum der Platzierung	Volumen	Fälligkeit	Kupon	Rating	Ratingagentur	Voll platziert
Steilmann-Boecker	Modehändler	Jun 12	23 Mio. Euro	27.06.17	6,75%	BBB	Creditreform	nein
Laurèl	Mode	Okt 12	20 Mio. Euro	16.11.17	7,125%	BBB	Creditreform	ja
Homann	Holzwerkstoffe	Dez 12	50 Mio. Euro	14.12.17	7,00%	BBB-	Creditreform	ja
SAF-HOLLAND	Automobil	Okt 12	75 Mio. Euro	26.04.18	7,00%	BBB-	EulerHermes	ja
KTG Energie	Erneuerbare Energien	Sep 12	25 Mio. Euro	27.09.18	7,25%	BBB-	Creditreform	ja
GOLFINO	Bekleidung	Mrz 12	12 Mio. Euro	04.04.17	7,25%	BBB-	Creditreform	ja
getgoods.de	E-Commerce	Okt 12	30 Mio. Euro	01.10.17	7,75%	BBB-	Creditreform	ja
MT-Energie	Biogasanlagen	Apr 12	14 Mio. Euro	03.04.17	8,25%	BBB-	Creditreform	nein
Seidensticker	Modehändler	Feb 12	30 Mio. Euro	12.03.18	7,25%	BB+	Creditreform	ja
BDT Automation	Technologie	Okt 12	30 Mio. Euro	08.10.17	8,125%	BB+	Creditreform	nein
Ekosem-Agrar	Agrar	Mrz 12	50 Mio. Euro	23.03.17	8,75%	BB+	Creditreform	ja
Ekosem-Agrar II	Agrar	Nov 12	60 Mio. Euro	06.12.18	8,50%	BB+	Creditreform	ja
friedola	Freizeitartikel	Apr 12	13 Mio. Euro	11.04.17	7,25%	BB	Creditreform	nein
RENÉ LEZARD	Mode	Nov 12	15 Mio. Euro	25.11.17	7,25%	BB	Creditreform	ja
Zamek	Lebensmittel	Mai 12	35 Mio. Euro	15.05.17	7,75%	BB	Creditreform	ja
Scholz	Recycling	Feb 12	150 Mio. Euro	08.03.17	8,50%	BB	EulerHermes	ja
Karlsberg Brauerei	Brauerei	Sep 12	30 Mio. Euro	28.09.17	7,375%	BB-	Creditreform	ja
eterna Mode	Mode	Sep 12	35 Mio. Euro	08.10.17	8,00%	BB-	Creditreform	ja
<b>Photon Energy Investm.</b>	<b>Erneuerb. Energien</b>	<b>Feb 13</b>	<b>bis zu 40 Mio. Euro</b>	<b>-</b>	<b>8,00%</b>	<b>BB-</b>	<b>Creditreform</b>	<b>-</b>
Berentzen-Gruppe	Spirituosen	Okt 12	50 Mio. Euro	18.10.17	6,50%	keines	-	ja
Travel24.com	Touristik/Hotellerie	Sep 12	25 Mio. Euro	17.09.17	7,25%	keines	-	ja

Quelle: Unternehmensangaben; Bloomberg; BOND MAGAZINE; BondGuide

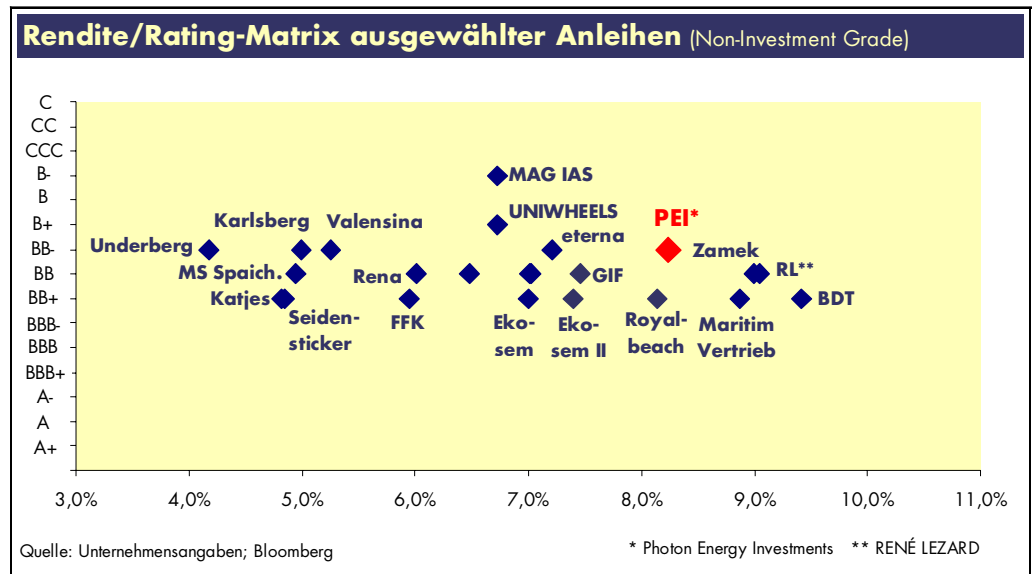
Auffallend anlegerfreundliche CovenantsRendite von Non-Investment Grade Bonds liegt bei durchschnittlich 7,4%Gut planbare Geschäftsmodelle bedeuten geringere Anleiherenditen

Mit Blick auf die emittierten Anleihen sind aus unserer Sicht die anlegerfreundlichen Investorenschutzklauseln des Photon Energy Investments-Bonds hervorzuheben (u.a. Ausschüttungssperre und Verhältnis von Eigenkapital zur Summe aus Eigenkapital und Finanzverbindlichkeiten von mindestens 25%). Die vierteljährliche Kuponzahlung senkt zusätzlich das Risikoprofil für Anleger (die Kupons der meisten Mittelstandsanleihen werden jährlich gezahlt).

Das hohe Chancen-/Risikoprofil von Photon Energy Investments spiegelt sich im Creditreform-Rating BB- wider (Non-Investment Grade). Die Peer Group-Unternehmen weisen allesamt ein besseres Rating auf. Photon Energy Investments trägt diesem Umstand mit einem höheren Kupon (8,00% p.a.) Rechnung. Auch im Vergleich zu den Kupons der 2012 emittierten Mittelstandsbonds erscheint uns die Verzinsung angemessen (zumal wegen der umfangreichen Covenants). Die durchschnittliche Rendite aller im Jahr 2012 emittierten Non-Investment Grade-Anleihen liegt bei nur 7,4%.

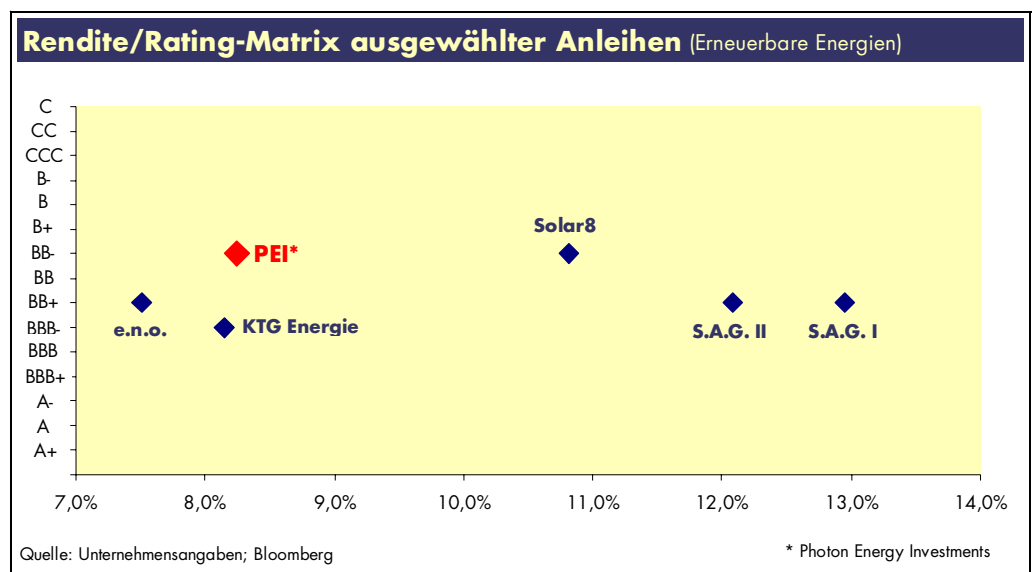
Die Renditen der Mittelstandsanleihen mit Non-Investment Grade-Rating sind insgesamt sehr breit gestreut. Die meisten Anleihen weisen trotz eines vergleichbaren - zum Teil auch besseren Ratings - deutlich geringere Renditen als der Bond von Photon Energy Investments auf (anfänglich 8,2%). Vor allem die Anleihen von Unternehmen mit wenig konjunktursensiblen Geschäftsmodellen haben niedrige Renditen (u.a. Underberg, Seidensticker und Katjes International). Die Renditen von Unternehmen wie BDT (Automotive) oder Maritim Vertrieb (Reederei) fallen hingegen höher aus. Als Ursache sehen wir die Abhängigkeit dieser Unternehmen von Konjunkturzyklen - wohingegen Photon Energy Investments über ein stabiles, cashflowstarkes Geschäftsmodell verfügt.

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



Aktuelle Lage bei S.A.G. und Solar8 erklärt höhere Renditen

Verglichen mit den Peer Group-Unternehmen des Bereichs Erneuerbare Energien fällt die Renditeanalyse zweigeteilt aus (höhere Rendite als bspw. bei KTG Energie, aber deutlich geringer als bei S.A.G. Solarstrom). Dass die beiden S.A.G.- und die Solar8-Anleihen höhere Renditen aufweisen, ist u.E. nachvollziehbar. S.A.G. Solarstrom ist derzeit noch auf das volatile Geschäft mit der Projektierung von PV-Parks fokussiert und hat erst in Q3 2012 wieder die Rückkehr in die Gewinnzone geschafft. Solar8 Energy plant ähnlich wie Photon Energy Investments den Aufbau eines Portfolios an Solarparks. Allerdings fällt der Track Record u.E. vergleichsweise schwach aus (erst 1,5 MWp in Italien installiert, 1,0 MWp im Bau und Anlagen mit 6,0 MWp genehmigt), was sich in der Rendite der Anleihe widerspiegelt.



## Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung

### Ergebnisanalyse

Fehlende Finanzhistorie

Angesichts der erst zum 01.06.12 erfolgten Gründung der Photon Energy Investments liegen nur Zwischenabschlüsse vor. Einnahmen erzielt Photon Energy Investments als Holdinggesellschaft in Form von Erträgen aus den Zweckgesellschaften (i.d. R. ist jedes einzelne PV-Kraftwerk in einer separaten Zweckgesellschaft gebündelt) sowie aus Zinserträgen nachrangiger Gesellschafterdarlehen (vor allem im PV-Kraftwerksportfolio in Tschechien).

Finanzinformationen nur bedingt aussagefähig

Die zuletzt veröffentlichte Konzern-GuV (IFRS) ist nicht sehr aussagefähig, da sie nur einen Einmonatszeitraum umfasst (01.06.12 bis 30.06.12). Die Ertragsentwicklung bei Solarpark-Investments ist über die Quartale sehr unterschiedlich (starkes Q2 und Q3; schwächeres Q1 und Q4 auf Grund der geringeren Sonneneinstrahlung). Daher können die berichteten Zahlen - Konzernumsatz von 0,7 Mio. Euro und Nettoergebnis von 0,1 Mio. Euro - nicht auf das Gesamtjahr extrapoliert werden. Begünstigt wurde das Gesamtergebnis i.H.v. 9,7 Mio. Euro durch einen nicht liquiditätswirksamen Ertrag von netto 9,5 Mio. Euro. Dieser resultiert aus Fair Value-Effekten im Rahmen des Anteilserwerbs bzw. des Erwerbs der Call-/Put-Optionen für die Zweckgesellschaften des PV-Kraftwerksportfolios in Tschechien und der Slowakei.

Finanzüberschuss von 2,8 Mio. Euro (bei 100%-Anteil aller SPVs)

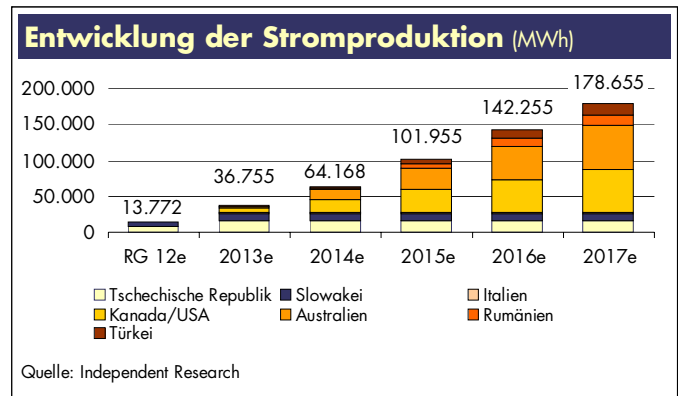
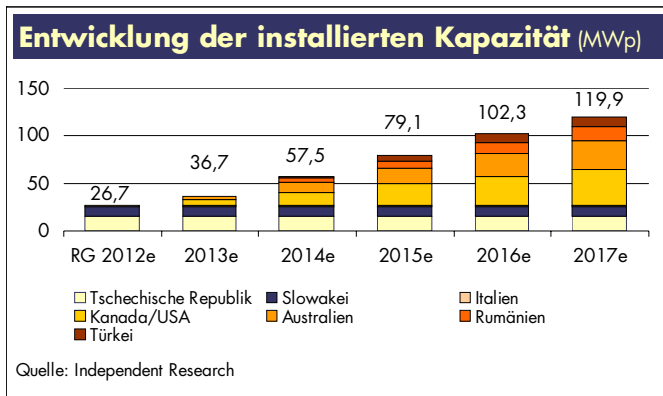
Für die Beurteilung der Ergebnisqualität liegen zudem Leistungsdaten des PV-Kraftwerksportfolios in Tschechien und der Slowakei seit dem Q4 2011 vor. Dabei muss beachtet werden, dass sich nahezu alle PV-Kraftwerke in Tschechien nicht im rechtlichen sondern nur im wirtschaftlichen Eigentum von Photon Energy Investments befinden (Leasingverträge mit der Raiffeisen - Leasing Real Estate; ist Gesellschafterin bei neun von zehn tschechischen SPVs). Bei den slowakischen SPVs verfügt die Emittentin bei sechs von elf SPV über 100% der Anteile (die restlichen mit Mehrheitsanteilen im Bereich von 50% bis 70%). Von Q4 2011 bis Q3 2012 ergibt sich ein Finanzüberschuss von 1,6 Mio. Euro bei den tschechischen bzw. von 1,2 Mio. Euro bei den slowakischen PV-Kraftwerken (kumuliert: 2,8 Mio. Euro). Zudem hat Photon Energy Investments mittlerweile zwei PV-Anlagen in Italien erworben (Kapazität: 1,3 MWp), die einen jährlichen Finanzüberschuss von ca. 0,4 Mio. Euro erwirtschaften.

### Historische Kennzahlen der PV-Parks in Tschechien und der Slowakei

	Tschechische Republik					Slowakei				
	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Gesamt	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Gesamt
Umsatz (Mio. Euro)	1,0	1,5	3,0	2,9	8,4	0,6	0,8	1,3	1,3	4,0
EBITDA (Mio. Euro)	0,6	1,0	2,1	2,0	5,7	0,4	0,7	1,2	1,2	3,6
EBITDA-Marge	62,0%	63,4%	69,1%	69,9%	67,5%	77,1%	89,0%	89,3%	94,5%	89,2%
Finanzüberschuss (Mio. Euro)	-0,2	0,1	0,9	0,9	1,6	0,1	0,2	0,4	0,5	1,2

Quelle: Photon Energy Investments

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



### Expansion u.E. vor allem in Nordamerika und Australien

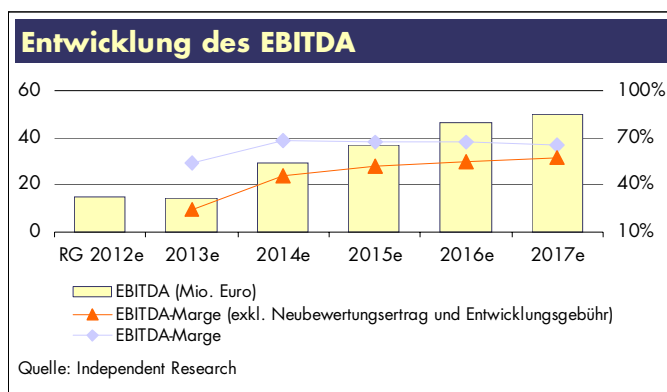
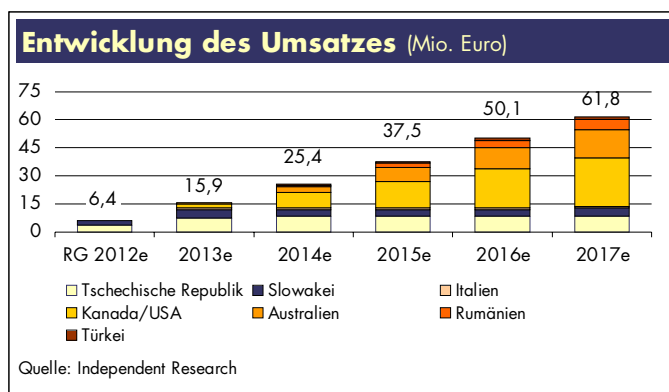
Mit den Erlösen aus der Anleiheemission i.H.v. 40 Mio. Euro will Photon Energy Investments das Portfolio an PV-Parks internationalisieren. Zielmärkte sind Nordamerika (USA, Kanada), Australien, Rumänien und die Türkei. In den Zielmärkten verfügt Photon Energy Investments bereits über eine Projektpipeline mit einer Kapazität von über 125 MWp. Der Expansionsschwerpunkt dürfte in Nordamerika und Australien liegen. Zum einen hat Photon Energy Investments bereits eine Absichtserklärung mit dem Kooperationspartner Jacob Securities Holdings in Nordamerika abgeschlossen (Ziel: Errichtung von Anlagen mit einer Leistung von zunächst bis zu 50 MWp). Zum anderen ist die Sonneneinstrahlung mit ca. 1.750 Stunden/Jahr (Nordamerika) bzw. 2.250 Stunden/Jahr (Australien) hier besonders hoch (Tschechische Republik und Slowakei ca. 1.000 Stunden/Jahr), so dass PV-Projekte i.d.R. rentabler sind.

### Ausbau um 93 MWp un-terstellt

Wir rechnen bis 2017 mit einem Kapazitätsausbau auf 119,9 MWp - das bedeutet einen Zubau um 93,2 MWp (davon Nordamerika: +37,7 MWp; Australien: +30,0 MWp). Wir rechnen 2013 bereits mit der Umsetzung erster Projekte (+10,0 MWp), wenn auch der Expansionsschwerpunkt auf dem Zeitraum 2014 bis 2016 liegen sollte. Auf Grund der relativ kurzen Bauzeit von vier bis sechs Monaten gehen wir schon 2013 von ersten Umsatzbeiträgen der neuen Projekte aus (ca. 3,3 Mio. Euro). Zudem dürfte die Inbetriebnahme der neuen Anlagen schnell erfolgen, da es bei zahlreichen Projekten bereits Stromerzeugungsverträge mit lokalen Energieversorgern gibt. Entsprechend des sukzessiven Kapazitätsaufbaus rechnen wir bis 2017 mit einem Umsatzanstieg auf 61,8 (2013: 15,9) Mio. Euro.

### Mittelfristige EBITDA-Marge von ca. 65%

Auf der Ertragebene erwarten wir mittelfristig eine EBITDA-Marge von ca. 65% - gleichbedeutend mit einer Steigerung des EBITDA bis 2017 auf 49,6 (2013: 14,0) Mio. Euro. Die Marge liegt etwas höher als beim Wettbewerber Capital Stage (2011: 54%; 9M 2012: 56%). Ursächlich hierfür ist, dass Photon Energy Investments aus der Gewährung von Darlehen an die Projektentwicklungsgesellschaften der Mutter Photon Energy Erträge aus Entwicklungs- und Managementgebühren erzielt. Diese erhöhen die Gesamtleistung bzw. das Ertragsniveau. Das insgesamt hohe Margenniveau resultiert aus den relativ geringen Betriebskosten von PV-Anlagen (keine Inputstoffe wie bei Biogasanlagen erforderlich).



### Skalenerträge in bereinigter EBITDA-Marge ersichtlich

Bei der Analyse der Ertragskennzahlen ist ferner zu berücksichtigen, dass Photon Energy Investments die PV-Projekte von der Mutter Photon Energy kauft. Der Wert der erworbenen Strom-einspeiseverträge muss nach IFRS ertragswirksam als immaterieller Vermögensgegenstand aktiviert werden (d.h. hohe sonstige, nicht liquiditätswirksame Erträge, die die Gesamtleistung und das EBITDA erhöhen). Das geringere EBITDA-Niveau in 2013 (14,0 Mio. Euro; Marge: 53,6%) ist den Kosten für die Anleiheemission geschuldet (rd. 2,8 Mio. Euro). Die Volatilität der Erträge aus der Aktivierung der Einspeiseverträge sowie den Entwicklungs-/Managementgebühren zeigt sich von 2014 bis 2017 in einem leichten Rückgang der berichteten EBITDA-Marge. Der kontinuierliche Anstieg der um diese Erträge bereinigten EBITDA-Marge von 46% in 2014 auf 57% in 2017 verdeutlicht jedoch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.

### Hohe Finanzaufwendungen reflektieren FK-Finanzierung

Wegen des vorwiegend mit Fremdkapital finanzierten Ausbaus des PV-Portfolios und der daraus resultierenden steigenden Nettofinanzverschuldung ist eine deutliche Verschlechterung des Finanzergebnisses zu erwarten (2017: -15,2 (2013: -5,9) Mio. Euro). Aus den Kosten für die Anleiheemission und die Zinsen resultiert auch der nur leichte Nettogewinn in 2013. In den Folgejahren rechnen wir mit einer Nettomarge von ca. 20%.

### EBIT und Nettoergebnis mit beschränkter Aussagekraft

Insgesamt erachten wir die Ertragskennzahlen EBIT, EBT und Nettoergebnis als nur beschränkt aussagekräftig. Wir sehen das Geschäftsmodell von Photon Energy Investments als cashflow-getrieben an (feste Einspeisevergütung über einen längeren Zeitraum bzw. steuerliche Vergünstigungen in den einzelnen Zielmärkten). Hohe Abschreibungen sowie Entwicklungs- und Anlaufkosten für neue PV-Anlagen verzerren die Ertragskennziffern unterhalb des EBITDA.

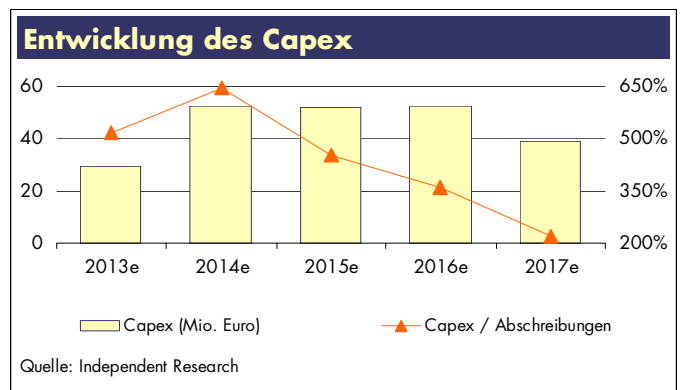
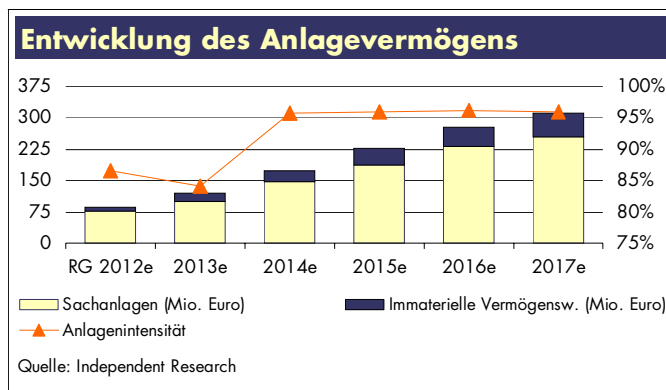
*Bilanzierte PV-Kraftwerke dominieren Aktivseite*

*Refinanzierung nach Projektfertigstellung setzt Kapital für neue Investitionen frei*

*Finanzierung der Projektentwicklung in der Muttergesellschaft schwierig*

### Finanzanalyse

Die Aktivseite der Bilanz setzt sich zum 30.06.12 primär aus dem Anlagevermögen (90,1 Mio. Euro bzw. 95% der Bilanzsumme) zusammen, das sich im Wesentlichen aus den bilanzierten PV-Kraftwerken ergibt. Im Zuge des Aufbaus des PV-Portfolios rechnen wir von 2013 bis 2017 mit Investitionen von 225,5 Mio. Euro - entsprechend einem Capex von ca. 2,4 Mio. Euro je MWp. Daher erwarten wir Ende 2017 eine deutliche Ausweitung des Anlagevermögens auf 314,1 Mio. Euro. Da das Anleihekaptal von 40,0 Mio. Euro erst im Laufe des Q1 2013 zur Verfügung steht, dürfte der Capex 2013 mit 29,2 Mio. Euro noch relativ gering sein. Unsere Capex-Planung für die Jahre 2014 bis 2016 von jeweils rd. 50 Mio. Euro pro Jahr basiert auf der Annahme, dass die Umsetzung eines Projektes nur vier bis sechs Monate dauert, so dass das Anleihekaptal mehrfach pro Jahr investiert werden kann. Durch die Umfinanzierung des in ein Projekt investierten Kapitals in Bankdarlehen nach der Projektfertigstellung (20% Eigenkapitalanteil unterstellt) wird das Anleihekaptal für neue Projekte frei. Zudem können die Cashflows aus dem Bestandsportfolio und der Entwicklungs-/Managementgebühr reinvestiert werden. Aus unserer Sicht wäre auch ein höherer Kapazitätsausbau möglich. Voraussetzung hierfür wäre aber, dass sich die Projektentwicklungsgesellschaften der Mutter Photon Energy auch separat über Banken finanzieren können. Dies ist schwierig, weil Banken PV-Projekte in der Regel nicht vorfinanzieren, sondern Bankdarlehen erst nach der Projektfertigstellung gewähren.

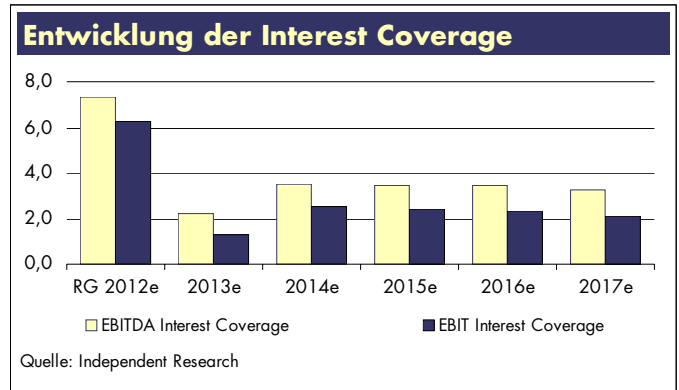
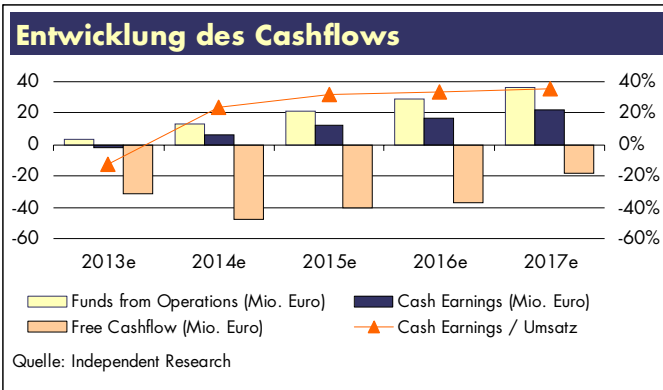


*Deutlich positiver Cashflow ab 2014 ermöglicht Kapitaldienst*

*Steigende Verschuldung, aber stabiler Cashflow*

Als - mit Blick auf die Kuponzahlung für die Anleihe - besonders aussagekräftig erachten wir die Cashflowentwicklung. Das Jahr 2013 (Cash Earnings: -2,0 Mio. Euro) sehen wir u.a. wegen der Tilgung sonstiger Verbindlichkeiten als Übergangsjahr an. Wir erwarten von 2014 bis 2017 einen Anstieg der Funds from Operations (Cash Earnings vor Zinsaufwendungen) von 53% auf 59% des Umsatzes bzw. von 13,3 Mio. Euro auf 36,4 Mio. Euro. Dies zeigt, dass Photon Energy Investments den Kupon für den Bond (3,2 Mio. Euro p.a.) tragen kann. Die bereits ab 2013 deutlich über 1,0 liegende EBIT Interest Coverage macht dies ebenfalls deutlich. Auf Grund der Expansionsphase erwarten wir im Prognosezeitraum deutlich negative Free Cashflows. Daher rechnen wir bis Ende 2017 mit einem Anstieg der Nettofinanzverschuldung auf 220,0 Mio. Euro. Zum 30.06.12 lag die Nettofinanzverschuldung lediglich bei 46,0 Mio. Euro bzw. die Finanzverschuldung bei 49,4 Mio. Euro. Die Bankkredite umfassen vor allem die Finanzierung der PV-Kraftwerksportfolios. Finanzierungspartner sind in der Slowakei die UniCredit Group und in der Tschechischen Republik die Raiffeisen Bankengruppe. Der sich um

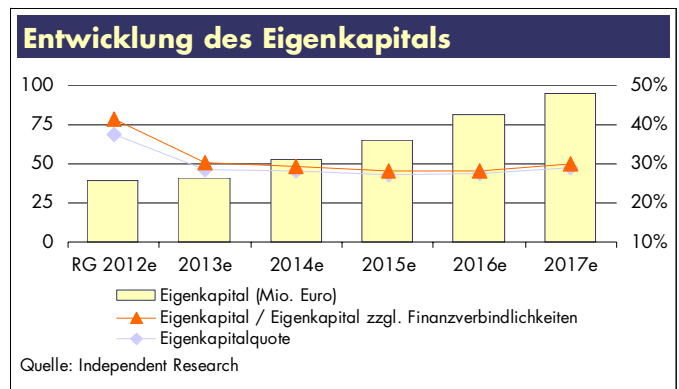
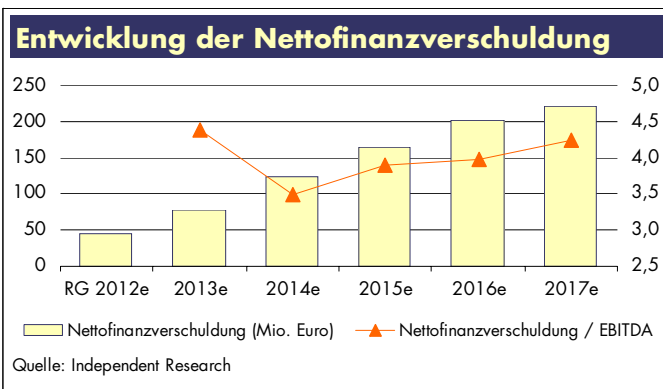
**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



*Positive Kapitaleffekte durch Forderungsabtretung und Neubewertung*

*Mögliche Wertberichtigungen und Projektverzögerungen als latente Risiken*

4 bewegende dynamische Verschuldungsgrad (Nettofinanzverschuldung/EBITDA) ist u.E. hoch. Allerdings stehen diesem die gesicherten Cashflows aus den PV-Anlagen entgegen. Hervorzuheben ist die Entwicklung des Eigenkapitals. Zum 30.06.12 belief sich die Eigenkapitalquote auf 41,6%. Das Eigenkapital zum 30.06.12 von 39,7 Mio. Euro setzt sich primär aus der Kapitalrücklage von 21,7 Mio. Euro und aus Neubewertungsrücklagen von 18,9 Mio. Euro zusammen. Die Kapitalrücklage resultiert aus der Abtretung einer Forderung der Muttergesellschaft Photon Energy gegenüber der Emittentin. Durch die Forderungsabtretung, die primär aus der Übertragung der slowakischen und tschechischen SPVs an die Emittentin resultierte, wurde eine Einlage der Gesellschafterin in die Kapitalrücklage vorgenommen. Eine Rückzahlung der Kapitalrücklage an die Mutter Photon Energy durch die Emittentin ist durch die Investorenschutzklauseln nicht möglich ("Ausschüttungssperre"). Wir erwarten, dass die Eigenkapitalquote infolge der hohen Investitionen (Ausweitung der Bilanzsumme) über den Prognosezeitraum auf 27% bis 29% sinkt. Die Quote von Eigenkapital zur Summe aus Eigenkapital und Finanzverbindlichkeiten sollte sich zwischen 28% und 30% bewegen, womit die Covenants eingehalten werden. Als Risiko sehen wir mögliche Wertberichtigungen. Hierauf verweist die Emittentin im Wertpapierprospekt. Die Wertberichtigungen (bis zu 13 Mio. Euro) könnten anfallen, falls die Sondersteuer auf Solarstrom in Tschechien in der jetzigen Höhe (26%) auf die gesamte Restlaufzeit der Einspeisevergütung verlängert wird. Als Herausforderung sehen wir zudem die separate Refinanzierung der Projektentwicklungsgesellschaften der Mutter Photon Energy. Verzögerungen bei der Umsetzung von Projekten könnten daher auch zu Verschiebungen bei anderen Projekten führen, da das in einem Projekt gebundene Kapital eigentlich für das Nachfolgeprojekt benötigt wird.



**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

## Unternehmensprofil

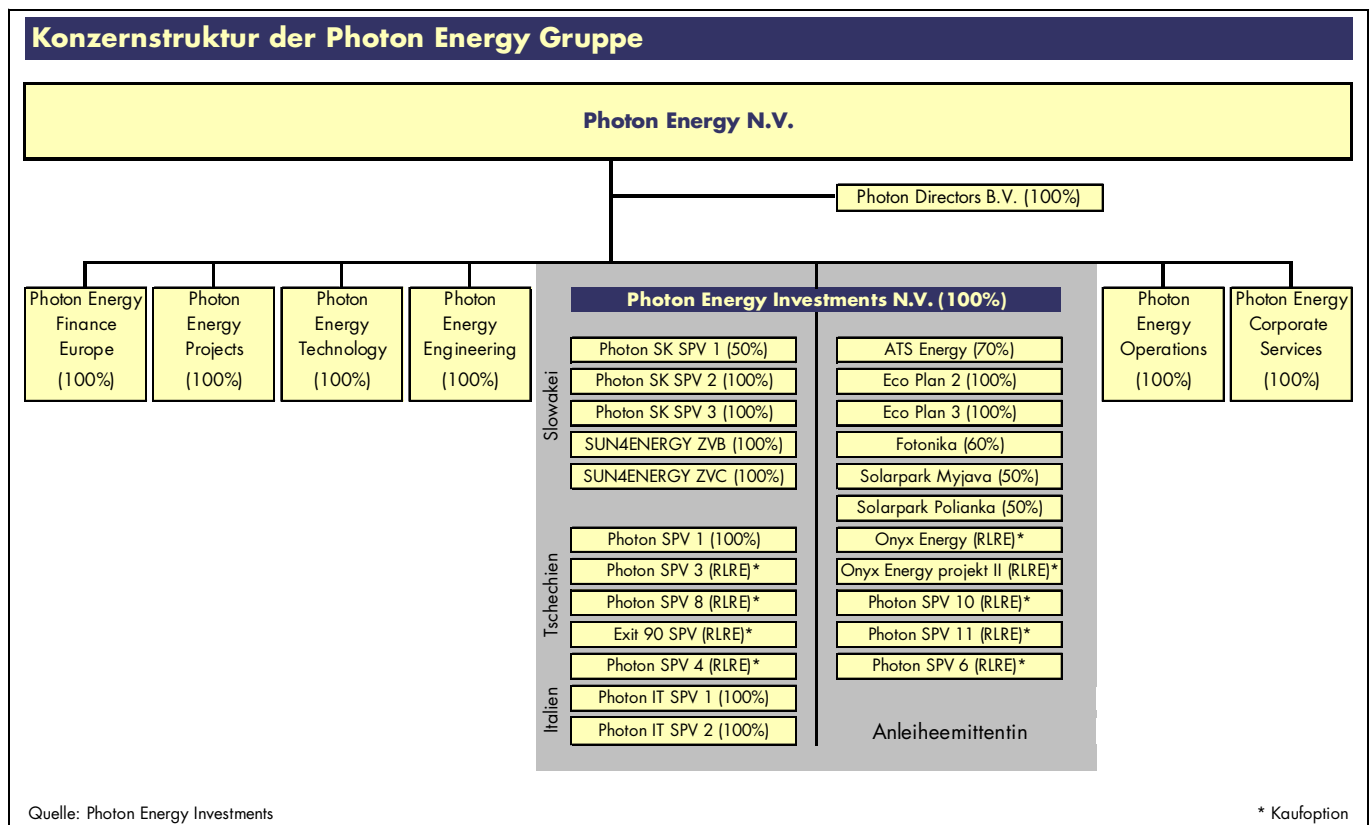
### Überblick

Konzernmitglied der Photon Energy N.V.

Die Photon Energy Investments N.V. ist eine Tochtergesellschaft der Photon Energy N.V. mit Sitz in Amsterdam. Die Photon Energy Gruppe ist ein weltweit agierender Anbieter von Komplettlösungen und Serviceleistungen für Photovoltaik-Anlagen und deckt dabei die gesamte Wertschöpfungskette ab. Die Photon Energy Gruppe fokussiert sich auf die Geschäftsbereiche Projektentwicklung (Photon Energy Projects), Stromproduktion und Bestandhaltung (Photon Energy Investments), Projektfinanzierung und Versicherung (Photon Energy Finance Europe), Beschaffung und Vertrieb (Photon Energy Technology), technische Planung und Errichtung (Photon Energy Engineering) sowie technische Betriebsführung (Photon Energy Operations). In der Photon Energy Gruppe sind an den Standorten Amsterdam (Unternehmenssitz), Berlin, Prag, Mailand, Bratislava und Sydney insgesamt etwa 70 Mitarbeiter beschäftigt. Seit der Unternehmensgründung im Jahr 2008 realisierte die Photon Energy Gruppe Photovoltaik-Kraftwerke mit einer installierten Gesamtkapazität von etwa 50 MWp in fünf Ländern.

Investments in PV-Kraftwerke und Portfoliomanagement

In der Photon Energy Investments ist das Portfolio der Photovoltaik-Kraftwerke der Photon Energy Gruppe gebündelt. Dabei fokussiert sich die Gesellschaft auf die Investitionsanalyse, Projektakquisition, Bauherrschaft (Finanzierung und Umsetzung), Bestandhaltung und das Management des Portfolios von Photovoltaik-Kraftwerken. Derzeit umfasst dieses Portfolio 25 PV-Kraftwerke in Tschechien (15,0 MWp), der Slowakei (10,4 MWp) und Italien (1,3 MWp) mit einer installierten Gesamtkapazität von 26 MWp (dabei Eigenanteil von 25



**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



---

*Anteilseigner: Georg Hotar  
und Michael Gartner*

---

MWp). Bei den slowakischen Zweckgesellschaften (SPVs) hält die Gesellschaft jeweils Mehrheitsanteile, während bei dem tschechischen PV-Kraftwerkportfolio die Photon Energy Investments Call-Optionen für den Erwerb der jeweiligen Zweckgesellschaften hält (Leasing-Finanzierung bei Raiffeisen Leasing Real Estate/RLRE). Die Unternehmensgründer Georg Hotar (48,3%) und Michael Gartner (51,7%) halten mittelbar über die Photon Energy N.V. die Anteile an der Photon Energy Investments N.V.

## Management

---

*Erfahrenes Management  
mit langjährigem Track  
Record*

---

### Georg Hotar (CEO)

- Studienabschlüsse an der London School of Economics als BSc Accounting and Finance sowie an der London Business School als Master in Finance
- Fundierte Kenntnisse in der internationalen Finanzwissenschaft in London (Carnegie AB, ICE Securities) und Zürich (Fincood)
- 2000: Gründung der Central European Capital, eine Finanz- und Strategieberatung für Zentral- und Osteuropa
- 2008: Gründung der Photon Energy Gruppe
- CEO der Emittentin; zudem Vorstand bzw. Geschäftsführer bei zahlreichen Gesellschaften innerhalb der Photon Energy Gruppe als auch bei einigen Tochtergesellschaften der Emittentin
- Über die Photon Energy N.V. mittelbarer Anteilsbesitz von 48,3% an der Emittentin

### Michael Gartner (Vorstandsmitglied)

- Studienabschlüsse an der US Business School in Prag mit einem MBA sowie an der University of Newcastle in Australien als BSc in Economics
- 1994-2004: Equity-/Debt-Analyst sowie Leiter der Anleihensparte für die ING bzw. Commerzbank in Prag
- 2005-2007: Eigene Investmentboutique, die u.a. mit der Organisation, Finanzierung und Technologie für eine der ersten großen PV-Installationen in Tschechien befasst war
- 2008: Gründung der Photon Energy Gruppe
- Vorstandsmitglied der Emittentin; zudem Vorstand bzw. Geschäftsführer bei zahlreichen Gesellschaften innerhalb der Photon Energy Gruppe als auch bei einigen Tochtergesellschaften der Emittentin
- Über die Photon Energy N.V. mittelbarer Anteilsbesitz von 51,7% an der Emittentin

### Clemens Wohlmuth (Vorstandsmitglied)

- Studienabschluss in Betriebswirtschaft an der Wirtschaftsuniversität in Wien
- 1994-2000: Senior Manager bei Ernst & Young Consulting in Österreich; Leiter für Reorganisationsprojekte im Industrie- und Energiesektor in Zentraleuropa
- 2000: CFO der Telekom Austria Czech Republic
- 2005: COO der Telekom Austria Czech Republic
- 2006: CEO der Telekom Austria Czech Republic
- 2012: CFO der Photon Energy Gruppe
- Kein mittelbarer/unmittelbarer Anteilsbesitz an der Emittentin

## Historie

### Historie der Photon Energy Gruppe

**2008**

- Gründung der Photon Energy Gruppe
- IPO der Photon Energy a.s. an der NewConnect Warschauer Wertpapierbörse (Marktsegment: NewConnect)

**2009**

- Errichtung von vier Photovoltaik-Kraftwerken in Tschechien (3,5 MWp)

**2010**

- Errichtung von Photovoltaik-Kraftwerken in Tschechien und der Slowakei mit einer Gesamtkapazität von über 32 MWp
- Gründung der O&M-Sparte mit fast 20 MWp im Bestand (technische Betriebsführung)

**2011**

- Errichtung weiterer Photovoltaik-Kraftwerke in der Slowakei mit einer Gesamtkapazität von etwa 9 MWp
- Erste Entwicklungsprojekte in Australien
- Errichtung weiterer Photovoltaik-Kraftwerke in Deutschland und Italien mit einer Gesamtkapazität von etwa 2 MWp

**2012**

- Gründung der Photon Energy Investments N.V. und Übernahme des gesamten PV-Kraftwerksbestands in der Tschechischen Republik, der Slowakei und Italien aus der Photon Energy Gruppe
- Eröffnung eines Büros in Toronto zur Markterschließung Nordamerikas (Projektentwicklung und Business Development für die Photon Energy Gruppe)

**2013**

- Geplante Emission einer Unternehmensanleihe von bis zu 40 Mio. Euro mit 5-jähriger Laufzeit und einem Kupon in Höhe von 8,0%

Quelle: Photon Energy Investments

## Geschäftsmodell und strategische Perspektiven

### Bestandhalter sowie Management des Portfolios

Mit Anteilen bzw. Optionen auf Anteile an insgesamt 25 PV-Kraftwerke in der Slowakei, Tschechien und Italien verantwortet die Photon Energy Investments in der Photon Energy Gruppe die Bestandhaltung sowie das Management des Portfolios von Photovoltaik-Kraftwerken. Die Photon Energy Investments fungiert dabei als Holdinggesellschaft für die Zweckgesellschaften der Solarparks. Mit den Schwestergesellschaften Photon Energy Projects (verantwortlich für die Projektentwicklung), Photon Energy Engineering (verantwortlich für die technische Planung und Errichtung), Photon Energy Finance Europe (verantwortlich für die Projektfinanzierung und Versicherung), Photon Energy Operations (verantwortlich für die technische Betriebsführung) sowie Photon Energy Corporate Services (Verwaltungstätigkeiten) bestehen diverse Rahmenverträge.

### Rahmenverträge mit Schwestergesellschaften

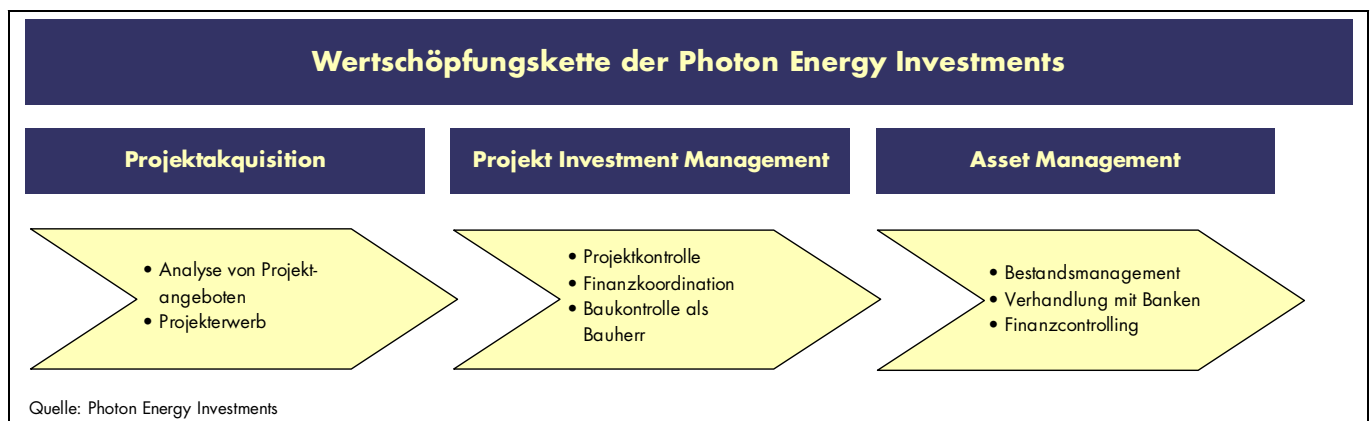
Die erbrachten Leistungen zwischen den Schwestergesellschaften und der Photon Energy Investments sollen nach den Rahmenverträgen zu den jeweiligen marktüblichen Preisen abgerechnet werden. Dabei wurde in den Rahmenverträgen vereinbart, dass mögliche höhere Preise den Schwestergesellschaften durch die Photon Energy Investments in Form von Management- oder Entwicklungsgebühren in Rechnung gestellt werden sollen.

### Übernahme von fertig entwickelten PV-Projekten

Von der Schwestergesellschaft Photon Energy Projects übernimmt die Photon Energy Investments fertig entwickelte Photovoltaik-Kraftwerksprojekte (d.h. Baugenehmigungen liegen vor; Abnahmeverträge mit einem lokalen Versorger bzw. Endkunden sind bereits abgeschlossen) und stattet diese mit einer Anschubfinanzierung aus. Dies erfolgt im Rahmen von Eigenkapital oder Gesellschafterdarlehen, die in die jeweilige Zweckgesellschaft eingebracht werden. Diese Mittel sollen aus dem geplanten Emissionserlös der Unternehmensanleihe in Höhe von bis zu 40 Mio. Euro kommen. Die in der Bauphase von etwa vier bis sechs Monaten anfallenden Baukosten sollen über das eingebrachte Eigenkapital bzw. Gesellschafterdarlehen sowie über Lieferantenzahlungsziele („positives Working Capital“) finanziert werden.

### Umfinanzierung nach Netzanschluss

Die technische Planung, Errichtung und Inbetriebnahme des Photovoltaik-Kraftwerks erfolgt über die Schwestergesellschaft Photon Energy Engineering (EPC-Vertrag: tatsächliche Entstehungskosten zuzüglich einer Risikomarge von 10% bis 12%). Die für die Errichtung erforderlichen Komponenten (u.a. PV-Module, Wechselrichter) werden über die Schwestergesellschaft Photon Energy Technology bezogen (vertragliche Regelung: Beschaffungskosten zuzüglich Marge von 3%). Nach dem Netzanschluss der Photovoltaik-Kraftwerke ist eine Umfinanzierung



**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Kraftwerkportfolio in der Slowakei - Eckdaten**

Gesellschaft (SPV)	Kapazität (kWp)	Standort	Netzanschluss	Einspeise- vergütung (FIT)	Rentabi- lilität	EK-Quote %	
						anfäng- lich	nach EK- Rückführung
Fotonika s.r.o.	999	Prsa	Dez 2010	0,42512 Euro / kWh	10,4%	20,0%	5,1%
SUN4ENERGY ZVB s.r.o.	999	Babina	Dez 2010	0,42512 Euro / kWh	6,7%	20,0%	20,0%
SUN4ENERGY ZVC s.r.o.	999	Babina	Dez 2010	0,42512 Euro / kWh	7,0%	20,0%	20,0%
ATS Energy s.r.o.	700	Blatna na Ostrove	Dez 2010	0,42512 Euro / kWh	9,6%	22,9%	16,8%
Eco Plan 2 s.r.o.	963	Mokra Luka	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	10,5%	21,7%	7,3%
Eco Plan 3 s.r.o.	963	Mokra Luka	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	10,6%	21,7%	7,2%
Photon SK SPV 2 s.r.o.	979	Jovice	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	11,2%	20,1%	2,5%
Photon SK SPV 3 s.r.o.	979	Jovice	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	11,2%	20,1%	2,3%
Solarpark Myjava s.r.o.	999	Myjava	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	10,0%	20,0%	6,7%
Solarpark Polianka s.r.o.	999	Polianka	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	10,5%	20,0%	5,3%
Photon SK SPV 1 s.r.o.	850	Brestovec	Jun 2011	0,38261 Euro / kWh	8,6%	20,1%	11,9%
<b>Gesamt</b>	<b>10.429</b>					<b>20,5%</b>	<b>9,4%</b>

Quelle: Photon Energy Investments

Eigenkapitalrückführung  
aus Zweckgesellschaften

über Bankdarlehen mit Laufzeiten zwischen 10 und 18 Jahren vorgesehen (hierbei unterstützt durch die Schwestergesellschaft Photon Energy Finance Europe). Ziel ist es dabei, den Großteil des Eigenkapitals aus den Zweckgesellschaften an die Photon Energy Investments zurückzuführen und für neue Projekte zu verwenden. Bei den Kraftwerkportfolien in der Slowakei und in Tschechien lagen die Eigenkapitalquoten in den Zweckgesellschaften nach der Umfinanzierung nur noch bei durchschnittlich 5% bis 10% - nach anfänglich über 20%.

Abhängigkeit von Photon  
Energy Gruppe

Durch die enge Bindung der Photon Energy Investments an die Photon Energy Gruppe ist die Gesellschaft maßgeblich von deren Entwicklung abhängig. Insbesondere die nach wie vor schwierigen Finanzierungsbedingungen für Projektentwickler von PV-Anlagen können

**Kraftwerkportfolio in Tschechien - Eckdaten**

Gesellschaft (SPV)	Kapazität (kWp)	Standort	Netzanschluss	Einspeise- vergütung (FIT)	Rentabi- lilität	EK-Quote %	
						anfäng- lich	nach EK- Rückführung
Photon SPV 3 s.r.o.	795	Mostkovice	Dez 2009	0,50875 Euro / kWh	13,8%	21,6%	-2,2%
	131	Mostkovice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	17,6%	21,6%	-2,2%
Photon SPV 1 s.r.o.	210	Mostkovice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	12,5%	23,2%	14,8%
	137	Breclav	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	11,6%	23,2%	14,8%
Photon SPV 8 s.r.o.	2031	Zvikov/Lisova	Nov 2010	0,49324 Euro / kWh	12,8%	20,0%	5,0%
Exit 90 SPV s.r.o.	2354	Komorovice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	12,6%	22,8%	7,4%
Photon SPV 6 s.r.o.	1159	Slavkov/Brna	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	13,4%	26,3%	3,7%
Photon SPV 4 s.r.o.	1231	Svatoslav/Trebnice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	15,5%	30,7%	4,4%
Onyx Energy s.r.o.	1499	Zdice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	12,3%	15,7%	5,5%
Onyx Energy Projekt II s.r.o.	1499	Zdice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	13,6%	17,9%	2,0%
Photon SPV 10 s.r.o.	1645	Dolni Dvoriste	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	12,8%	18,9%	5,0%
Photon SPV 11 s.r.o.	2305	Radvanice	Dez 2010	0,49324 Euro / kWh	13,6%	17,7%	3,3%
<b>Gesamt</b>	<b>14.996</b>					<b>21,0%</b>	<b>4,5%</b>

Quelle: Photon Energy Investments

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Kraftwerkportfolio in Italien - Eckdaten**

Gesellschaft (SPV)	Kapazität (kWp)	Standort	Netzanschluss	Einspeisevergütung (FIT)	Rentabilität	EK-Quote %	
						anfänglich	nach EK-Rückführung
Photon IT SPV 1 s.r.l.	261	Verderio	Nov 2011	0,345 Euro / kWh	8,9%	100,0%	-
Photon IT SPV 2 s.r.l.	993	Verrone	Jun 2012	0,354 Euro / kWh	8,5%	100,0%	-
<b>Gesamt</b>	<b>1.254</b>					<b>100,0%</b>	<b>-</b>

Quelle: Photon Energy Investments

Projektpipeline umfasst aktuell über 125 MWp

Zukünftig verstärkt Grid Parity-Projekte

daher die Wachstumsstrategie der Photon Energy Investments beeinträchtigen, da der Erwerb von Drittanlagen (primär) nicht im Fokus steht.

Mit dem geplanten Emissionserlös aus der Unternehmensanleihe von bis zu 40 Mio. Euro soll das derzeitige Bestandsportfolio mit einer Gesamtkapazität von 25 MWp ausgebaut werden. Die aktuelle Projektpipeline umfasst Projekte mit einer Kapazität von über 125 MWp. Dabei entfallen auf die Zielmärkte Australien und Nordamerika (USA/Kanada) insgesamt über 70 MWp, auf die ebenfalls im Fokus stehenden Märkte Türkei und Rumänien weitere über 55 MWp. Bis 2017 plant die Gesellschaft, das Bestandsportfolio um eine Gesamtkapazität von rund 120 MWp auszuweiten. Sollten die Mittelerlöse aus der Anleiheemission geringer ausfallen, würde sich die Gesellschaft auf weniger Zielmärkte fokussieren (die Priorität liegt dabei auf dem australischen Markt).

Nicht zuletzt durch die Erfahrungen auf dem tschechischen Photovoltaik-Markt (steuerliche Sonderabgabe von 26% wurde nachträglich festgesetzt) werden durch die Fokussierung auf die oben genannten Zielmärkte (förderunabhängige) Grid Parity-Projekte zukünftig eine größere Bedeutung einnehmen.

**Projektpipeline (I) - Kanada, USA & Australien**

Nr.	Projektname	Land	Standort	Typ	Kompensation	Kapazität (kWp)	Geplante Inbetriebnahme
1	New Jersey A	USA	New Jersey	Bodenanlage	PPA* & Grüne Zertifikate (GZ)	3.300	Q3 2013
2	New Jersey B	USA	New Jersey	Bodenanlage	PPA & GZ	9.300	Q4 2013
3	New Jersey C	USA	New Jersey	Bodenanlage	PPA & GZ	9.700	Q4 2013
4	Ontario A	Kanada	Ontario	Bodenanlage	Feed in tariff (FIT)	5.000	Q3 2013
5	Ontario B	Kanada	Ontario	Bodenanlage	Feed in tariff (FIT)	8.000	Q4 2013
6	Ontario C	Kanada	Ontario	Bodenanlage	Feed in tariff (FIT)	10.000	Q4 2013
7	CAA	Australien	Jerrabomberra, ACT	Dachanlage	FIT oder PPA & GZ	600	Q2 2013
8	MLAB	Australien	Symonston, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	2.200	Q3 2013
9	BELA	Australien	Belconnen, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	3.200	Q3 2013
10	BELB	Australien	Belconnen, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	3.200	Q3 2013
11	PAR	Australien	Parkwood, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	3.500	Q3 2013
12	TUGA	Australien	Tuggeranong, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	2.400	Q3 2013
13	TUGB	Australien	Tuggeranong, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	2.400	Q3 2013
14	HUM	Australien	Hume, ACT	Bodenanlage	FIT oder PPA & GZ	3.100	Q4 2013
15	LEE	Australien	Leeton, NSW	Hybrid PV	PPA & GZ	5.000	Q3 2013
<b>Gesamt</b>						<b>70.900</b>	

Quelle: Photon Energy Investments

\* PPA = Power Purchase Agreement

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Projektpipeline (II) - Rumänien & Türkei**

Nr.	Projektname	Land	Standort	Typ	Kompensation	Kapazität (kWp)	Geplante Inbetriebnahme
16	Cosmesti I	Rumänien	Cosmesti	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	10.000	Q4 2013
17	Cosmesti II	Rumänien	Cosmesti	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	10.000	Q4 2013
18	Draganesti I	Rumänien	Draganesti-Vlasca	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	1.600	Q4 2013
19	Draganesti II	Rumänien	Draganesti-Vlasca	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	2.800	Q4 2013
20	Vrancea I	Rumänien	Vrancea	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	2.800	Q3 2013
21	Vrancea II	Rumänien	Vrancea	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	2.800	Q3 2013
22	Vrancea III	Rumänien	Vrancea	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	900	Q3 2013
23	Brasov	Rumänien	Judejul Brasov	Bodenanlage	Grüne Zertifikate	5.450	Q3 2013
24	Generic Greenfield	Rumänien	-	Bodenanlage	PPA* & Feed in tariff	15.000	Q4 2013
25	Tesco Kipa Izmir	Türkei	Izmir	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q4 2013
26	Tav Airport Izmir	Türkei	Izmir	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q3 2013
27	Prokon	Türkei	-	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	785	Q3 2013
28	Enercon	Türkei	-	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q3 2013
29	Dimes	Türkei	-	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q4 2013
30	Sunel BAT	Türkei	-	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q4 2013
31	Otokent	Türkei	-	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q4 2013
32	Vodafone	Türkei	-	Bodenanlage	PPA & Feed in tariff	250	Q4 2013
33	Carrefour Mersin	Türkei	-	Dachanlage	PPA & Feed in tariff	500	Q4 2013
<b>Gesamt</b>						<b>55.885</b>	
<b>Gesamtpipeline</b>						<b>126.785</b>	

Quelle: Photon Energy Investments

\* PPA = Power Purchase Agreement

Kooperation mit Jacob Securities in den USA

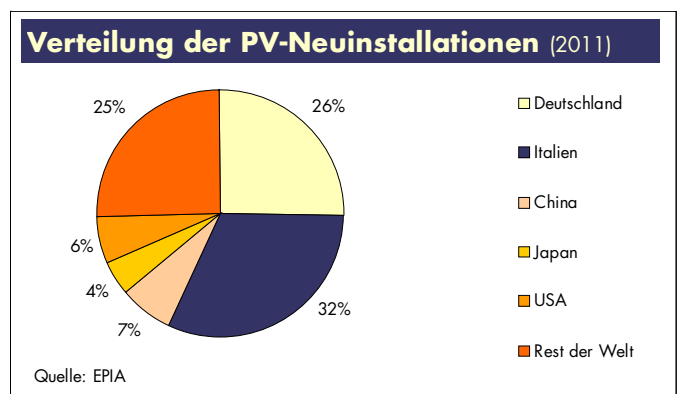
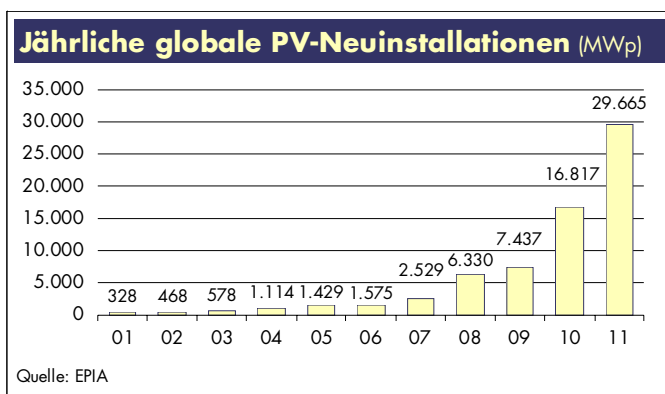
Während der australische Markt von dem Vorstandsmitglied Michael Gartner (australischer Staatsbürger) geleitet wird, erfolgt der Eintritt in den nordamerikanischen Markt in Zusammenarbeit mit dem Kooperationspartner Jacob Securities Holdings, eine MidCap-Investmentbank mit umfangreichen Referenzen im Bereich Erneuerbare Energien. Dabei sieht die mit der Jacob Securities Holdings vereinbarte Absichtserklärung eine Gründung eines Joint Ventures vor. Dieses soll bei einer Vollplatzierung der Anleihe mit 10 Mio. CAD von der Photon Energy Investments ausgestattet werden (Einzahlung des Kapitals erfolgt nicht sofort, sondern per Capital Call).

## Markt und Wettbewerbsumfeld

### (Erwartete) Entwicklung der PV-Installationen

*Deutschland und Italien mit den größten Zuwächsen*

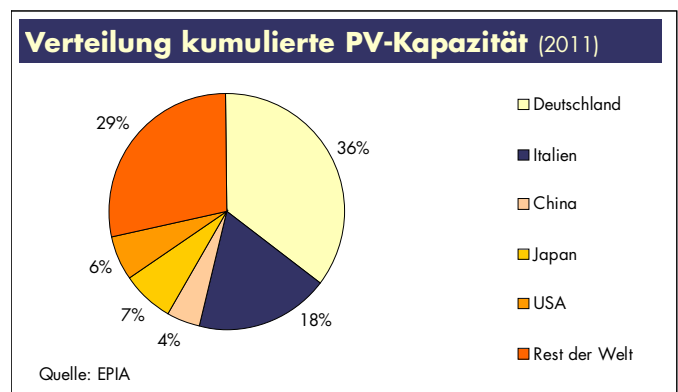
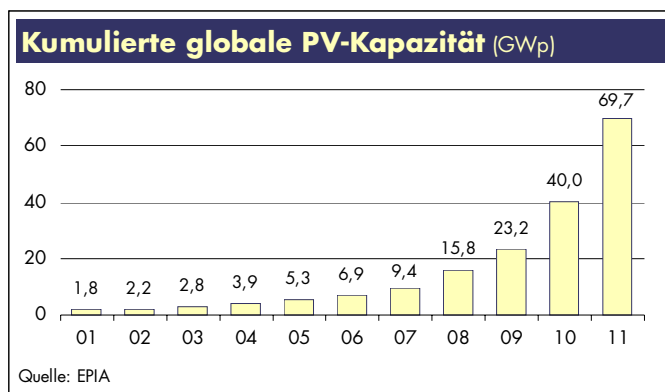
Nach Daten des europäischen Branchenverbandes EPIA lagen die neu installierten Photovoltaikkapazitäten im Jahr 2011 weltweit bei 29,7 GWp und damit 76% höher als im Vorjahr. Dabei entfiel ein Großteil der PV-Neuinstallationen auf Italien (9,3 GWp; Anteil: 32%) und Deutschland (7,5 GWp; Anteil: 26%). In den neuen Zielmärkten von Photon Energy Investments konnte nur die USA (1,9 GWp) die Gigawatt-Grenze überschreiten. Die anderen vier Zielmärkte (Kanada: 364 MWp, Australien: 774 MWp, Rumänien: 2 MWp, Türkei: 5 MWp) spielten bei globaler Betrachtung nur eine untergeordnete Rolle.



*Zielmärkte mit kumuliertem Marktanteil von 9%*

Die kumulierten globalen PV-Installationen lagen Ende 2011 bei 69,7 (2010: 40,0) GWp. Dabei entfielen auf Deutschland 24,7 GWp und auf Italien 12,8 GWp. Die fünf neuen Zielmärkte von Photon Energy Investments vereinten Ende 2011 eine kumulierte Photovoltaikkapazität von 6,3 GWp auf sich.

Für das Jahr 2012 werden von der EPIA die globalen PV-Neuinstallationen bei 20,2 (moderates Szenario) bis 40,2 GWp (politikgetriebenes Szenario) erwartet. Der weltgrößte Solarwechselrichter-Hersteller SMA Solar Technology rechnet mit Neuinstallationen von 31 bis 33 GWp. In Deutschland wurden in 2012 laut den jüngsten Daten 7,5 GWp in-



**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



**Jährliche PV-Installationen in ausgewählten Ländern (MW<sub>p</sub>)**

Land	Szenario	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Rumänien	moderat	2	25	50	75	100	150
	politikgetrieben		200	400	600	800	1.000
Türkei	moderat	5	10	50	100	150	200
	politikgetrieben		80	200	400	500	750
Australien	moderat	774	500	600	700	800	1.000
	politikgetrieben		1.500	1.750	2.000	2.250	2.500
Kanada	moderat	364	250	400	550	650	750
	politikgetrieben		450	600	750	900	1.000
USA	moderat	1.855	2.800	3.700	5.100	6.400	8.100
	politikgetrieben		3.500	4.600	6.400	8.000	10.200

Quelle: EPIA

---

*2013 geringer Anstieg bei Neuinstallationen erwartet*

---



---

*Steigende Dynamik in den Zielmärkten*

---



---

*Starker Preisverfall bei Modulen und Wechselrichtern*

---



---

*Preisverfall positiv für Photon Energy Investments und herausfordernd für Photon Energy Gruppe*

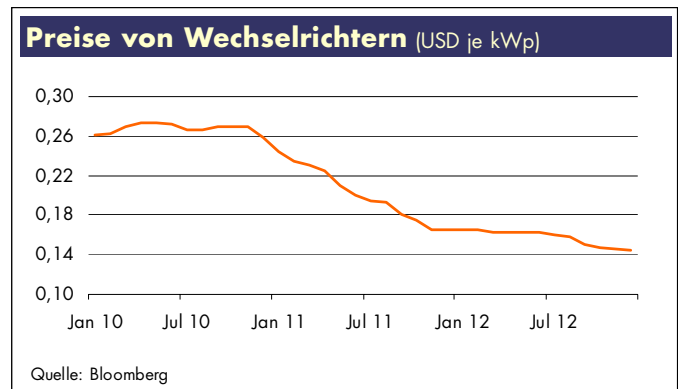
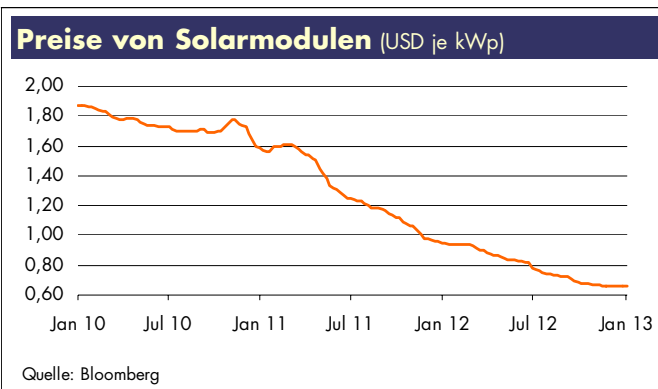
---

stalliert. Während von der EPIA (20,6 bis 41,4 GW<sub>p</sub>) und SMA (27 bis 33 GW<sub>p</sub>) für 2013 auf Grund der Lage in Europa eher mit einer verhaltenen globalen Entwicklung gerechnet wird, sind die mittelfristigen Prognosen für die jährlichen Neuinstallationen optimistisch (2016e: 38,8 bis 77,3 GW<sub>p</sub>).

Die Entwicklung aus dem Jahr 2012 - eine Verschiebung der Nachfrage auf dem PV-Markt auf Länder außerhalb Europas (Anteil 2011: 74%) - wird sich fortsetzen. Infolge dieser regionalen Verschiebung wird der Anteil von Großanlagen ebenfalls zunehmen. Auf Grund von Basiseffekten wird erwartet, dass die Zielmärkte von Photon Energy Investments eine überdurchschnittliche Dynamik bei den PV-Installationen ausweisen werden.

### Preisentwicklung für Photovoltaikkomponenten

Für die Wirtschaftlichkeit einer Photovoltaikanlage spielen neben den erzielbaren Einnahmen (Intensität der Sonneneinstrahlung, Strompreis je produzierter Einheit) die Anschaffungskosten eine entscheidende Rolle. Bedeutende Kostenpositionen sind in der Regel die PV-Module, Wechselrichter sowie die Bautätigkeit/Installationsarbeiten. Die Preise für PV-Module sind in den letzten Jahren auf Grund von Produktionsüberkapazitäten massiv unter Druck geraten. Daher hat sich laut GTM Research beim PV-Systempreis das Kostenverhältnis von PV-Modulen zu Balance-of-Systems (BOS) von 67:33 (2008) auf 32:68 (2012; 50:50 (2011)) verändert. Auch die Wechselrichterpreise sind deutlich gesunken. Es wird aber erwartet, dass bei PV-Modulen der Preisdruck auf Grund einer Annäherung von Angebot und Nachfrage ab der zweiten Jahreshälfte 2013 spürbar nachlassen wird. Nichtsdestotrotz ist die Preisdegression für Photon Energy Investments u.E. von Vorteil, da hierdurch der Kapitalbedarf sinkt. Zum Teil sind die Modulpreise stärker als die Einspeisevergütungen gesunken, was die Profitabilität des Anlagenbetriebs erhöht. Für die gesamte Photon Energy Gruppe kann die Preisentwicklung aber auch ein Risiko sein, da die Kalkulation von PV-Kraftwerksprojekten schwierig wird.



### Gesetzliche Vergütungen von hoher Bedeutung

#### USA (New Jersey)

### Rechtliches und regulatorisches Umfeld

Bisher wurden Photovoltaikanlagen hauptsächlich auf Grund von staatlichen Anreizen (z.B. Subventionen) und/oder regulatorischer Vorschriften errichtet. Infolge des massiven Preisverfalls für Photovoltaikkomponenten werden Photovoltaikanlagen zunehmend auch ohne staatliche Unterstützung wirtschaftlich (Erreichen der so genannten Netzparität). Da aber vorerst weiterhin die staatlichen Förderprogramme ihre Bedeutung für die Photovoltaikbranche behalten werden, sollen diese für ausgewählte Ländern/Regionen hier kurz dargestellt werden. Zu konstatieren ist, dass sich das Förderinstrumentarium in den einzelnen Ländern/Regionen stark unterscheidet.

Im Bundesstaat New Jersey unterliegt jeder Stromanbieter der Verpflichtung, bis zum Jahr 2021 einen Anteil von 22,5% des von ihm angebotenen Stroms aus Erneuerbaren Energien, davon 2,12% aus Solarenergie, zu beziehen. Die Stromanbieter müssen entsprechende Zertifikate erwerben, wodurch die entsprechende Umsetzung der Verpflichtung sichergestellt werden soll. Bei Verstößen ist eine Strafzahlung fällig, die im Jahr 2010 bei 0,691 USD je Kilowattstunde lag.

#### Kanada (Ontario)

Die Regierung der Region Ontario hat die Zielvorgabe ausgegeben, dass bis 2018 eine Kapazität von 10,7 GWp an Erneuerbaren Energien exklusive Wasserkraft bestehen soll. Bis zum Jahr 2030 sollen 1,5% des gesamten Energiebedarfs der Region Ontario durch Solarenergie gedeckt werden. Gegenwärtig werden Photovoltaikanlagen durch feste Vergütungssätze für den produzierten Strom (34,7 bis 54,9 kanadische Cent je Kilowattstunde) über einen Zeitraum von 20 Jahren gefördert. Dabei ist die Subventionierung abhängig von der Anlagengröße und -art.

#### Australien

Es besteht kein einheitliches Fördersystem in Australien. Die einzelnen Bundesstaaten haben ihre eigenen Regelungen (u.a. Einspeisetarife). Zudem können durch die Produktion von Strom aus Photovoltaikanlagen so genannte grüne Zertifikate generiert und gegebenenfalls anschließend verkauft werden. Dabei entspricht eine produzierte Megawattstunde einem so genannten "Large-scale generation certificate" (LGC).

#### Rumänien

Die Förderung von Solarenergie erfolgt auf Basis von grünen Zertifikaten inklusive einer Kaufpflicht für Stromverteilungsunternehmen und der Pflicht, eine jährliche Kaufquote an grüner Elektrizität zu erfüllen. Je produzierter und eingespeister Megawattstunde Solarstrom werden sechs grüne Zertifikate für einen Zeitraum von 15 Jahren zugeteilt. Der Preis je Zertifikat auf dem regulierten Markt bewegt sich bei 27 bis 55 Euro. Für Anlagen, die nach dem 01.01.14 in Auftrag gegeben werden, kann die Zahl der zugeteilten Zertifikate reduziert werden.

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

---

*Türkei*

---

Es besteht ein Einspeisevergütungssystem u.a. für Solarenergie. Demnach werden 13,3 US-Cent je produzierter Kilowattstunde Solarstrom über 10 Jahre gezahlt. Anschließend findet eine Neufestsetzung der Einspeisevergütung statt. Für Solaranlagen, die Komponenten von lokalen Anbietern verwenden und vor dem 31.12.15 an das Netz angeschlossen werden, werden für die ersten fünf Jahre zusätzlich 3,5 US-Cent je Kilowattstunde erstattet. Darüber hinaus wird ein Nachlass von 85% auf Pacht- und/oder Mietzahlungen für staatlichen Grundbesitz, der in Zusammenhang mit dem Betrieb der Solaranlage genutzt wird, gewährt.

---

*Tschechische Republik*

---

Die Regierung erhebt bei Photovoltaikanlagen, die in den Jahren 2008 bis 2010 an das Netz angeschlossen worden sind, eine Abgabe von 26% auf die Stromumsätze dieser Anlagen. Diese wurde erst nachträglich für die Jahre 2011 bis 2013 eingeführt. Die Einführung dieser Sonderabgabe wird gegenwärtig von unterschiedlichen Seiten juristisch überprüft. Darüber hinaus hat der tschechische Industrie- und Handelsminister Martin Kuba vor wenigen Monaten angekündigt, diese Steuer weiter beibehalten zu wollen (siehe latenter Wertberichtigungsbedarf auf die tschechischen SPVs bei einer Verlängerung der Steuer über den 31.12.13 hinaus).

**Wettbewerbsumfeld**

---

*Fragmentiertes Marktumfeld*

---

Auf allen Stufen der Wertschöpfungskette der Photon Energy Gruppe (Entwicklung und Projektierung, Anlagenbau, Service und Anlagenmanagement, Stromerzeugung) ist der Markt stark fragmentiert. Auf der Beschaffungsseite (Module, Inverter) sind zwar die Märkte ebenfalls fragmentiert, aber nicht in dem Ausmaß wie das auf den Wertschöpfungsstufen der Photon Energy Gruppe der Fall ist. Auf der Ebene der Stromerzeugung konkurriert die Solarenergie sowohl mit fossilen Energiequellen (Öl, Gas, Kohle, Kernenergie) als auch mit anderen Erneuerbaren Energien (z.B. Wind- und Wasserkraft, Bioenergie). Relativ niedrige Preise für fossile Energieträger reduzieren den Anreiz, in Erneuerbare Energien zu investieren. Trotz des geplanten deutlichen Ausbaus des eigenen Erzeugungssportfolios (Ziel 2017: rd. 145 MWp) wird Photon Energy Investments über keinen nennenswerten Marktanteil (EPIA: global kumulierte PV-Installationen im moderaten Szenario Ende 2016e: 208 GWp) verfügen.

---

*Photon Energy Investments ist kleiner Marktplayer*

---

## Fazit

- ⇒ Die Photon Energy Investments verantwortet innerhalb der Photon Energy Gruppe die Bestandshaltung sowie das Management des Portfolios von Photovoltaik-Kraftwerken. Mit Anteilen bzw. Optionen auf Anteile an insgesamt 25 PV-Kraftwerke in der Slowakei, Tschechien und Italien umfasst das Portfolio derzeit eine Kapazität von insgesamt 25 MWp (Eigenanteil).
- ⇒ In den Zielmärkten (Australien, USA, Kanada, Rumänien, Türkei) verfügt die Photon Energy Investments derzeit über eine Projektpipeline mit einer Gesamtkapazität von über 125 MWp.
- ⇒ Angesichts der erst zum 01.06.12 erfolgten Gründung der Photon Energy Investments ist bislang nur ein testierter Einmonatsbericht (01.06.12 bis 30.06.12) veröffentlicht worden, womit die Finanzzahlen nur bedingt aussagefähig sind. Im Rahmen einer von der Gesellschaft aufgestellten Finanzüberschuss-Rechnung ergibt sich ein (annualisierter) Wert von 2,8 Mio. Euro auf Basis des Photovoltaik-Kraftwerksportfolios in Tschechien und der Slowakei. Durch die Ende 2012 erworbenen Photovoltaik-Kraftwerke in Italien erhöht sich der jährliche Finanzüberschuss um weitere 0,4 Mio. Euro. Damit würde bereits ein Großteil der jährlichen Kuponzahlungen von 3,2 Mio. Euro abgedeckt sein.
- ⇒ Die geplante Anleihe hat ein Volumen von brutto bis zu 40 Mio. Euro bei einer Laufzeit von fünf Jahren sowie einem Kupon von 8,00% (vierteljährliche Zinstermine vereinbart). Es ist eine Börsennotierung im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse im Quotation Board vorgesehen.
- ⇒ Neben den am Markt für Mittelstandsanleihen etablierten „Standard-Covenants“ wie Negativverpflichtung, Change of Control-Klausel und Cross Default-Klausel sind zudem weitere Schutzklauseln wie Ausschüttungssperren, Mindestkapitalquoten (IFRS-Eigenkapitalquote von mindestens 25%; die Eigenkapitalquote ist dabei definiert als Eigenkapital / Eigenkapital zzgl. Finanzverbindlichkeiten) sowie kein Cash Pooling mit der Muttergesellschaft oder anderen Schwestergesellschaften vereinbart worden.
- ⇒ Creditreform hat für Photon Energy Investments ein Unternehmensrating von BB- vergeben (Non-Investment Grade). Im Vergleich zu anderen Mittelstandsanleihen mit Non-Investment Grade stufen wir die Rendite der Anleihe von Photon Energy Investments (anfänglich: 8,2%) als attraktiv ein. Nur einige Anleihen von Unternehmen mit einem konjunkturzyklischen Geschäftsmodell weisen höhere Renditen auf (Photon Energy Investments mit stabilerem, cashflowstarken Geschäftsmodell).
- ⇒ Risiken sehen wir in einem möglichen Wertberichtigungsbedarf, sofern die Solarabgabe in Tschechien in der jetzigen Höhe (26%) auf die gesamte Restlaufzeit der Einspeisevergütung verlängert wird (Wertberichtigungsbedarf von bis zu 13 Mio. Euro laut Wertpapierprospekt). Als Herausforderung sehen wir zudem die separate Refinanzierung der Projektentwicklungsgesellschaften der Muttergesellschaft Photon Energy. Verzögerungen bei der Umsetzung von Projekten könnten deswegen auch zu Verschiebungen bei anderen Projekten führen, da das in einem Projekt gebundene Eigenkapital eigentlich für Nachfolgeprojekte benötigt werden würde.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>							
<b>Einheit :</b>	Mio. Euro	<b>RG 2012e*</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31. Dez.						
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	IFRS						
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>6,4</b>	<b>15,9</b>	<b>25,4</b>	<b>37,5</b>	<b>50,1</b>	<b>61,8</b>
Ertrag aus Entwicklungs-/Managementgebühr		0,0	2,9	5,3	5,2	5,3	3,9
Sonstige Erträge		10,0	7,3	12,1	12,6	13,6	10,5
<b>Gesamtleistung</b>		<b>16,4</b>	<b>26,1</b>	<b>42,7</b>	<b>55,3</b>	<b>69,0</b>	<b>76,2</b>
Energiesteuern		-1,2	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2
Umsatzkosten		-2,4	-8,1	-12,3	-17,3	-22,4	-27,4
<b>Rohhertrag</b>		<b>12,8</b>	<b>16,0</b>	<b>28,3</b>	<b>35,9</b>	<b>44,4</b>	<b>46,6</b>
Verwaltungsaufwand		0,0	-1,5	-2,2	-3,2	-4,3	-5,2
Personalaufwand		0,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,9	-1,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-0,1	-5,9	-4,9	-6,3	-7,8	-8,4
<b>EBITDA</b>		<b>14,9</b>	<b>14,0</b>	<b>28,9</b>	<b>37,1</b>	<b>46,1</b>	<b>49,6</b>
<b>EBIT</b>		<b>12,7</b>	<b>8,3</b>	<b>20,7</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>31,8</b>
Finanzergebnis		-1,5	-5,9	-7,8	-10,5	-13,2	-15,2
<b>EBT</b>		<b>11,2</b>	<b>2,4</b>	<b>12,9</b>	<b>15,2</b>	<b>18,2</b>	<b>16,6</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-0,1	-0,4	-1,9	-2,3	-2,7	-2,5
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>		<b>11,1</b>	<b>2,1</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,5</b>	<b>14,1</b>
Minderheitenanteile		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>		<b>11,1</b>	<b>2,1</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,5</b>	<b>14,1</b>

Quelle: Independent Research \* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12

<b>Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Gesamtleistung)</b>							
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31. Dez.	<b>RG 2012e*</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	IFRS						
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>39,1%</b>	<b>60,9%</b>	<b>59,4%</b>	<b>67,8%</b>	<b>72,6%</b>	<b>81,1%</b>
Ertrag aus Entwicklungs-/Managementgebühr		0,0%	11,2%	12,3%	9,4%	7,7%	5,1%
Sonstige Erträge		60,9%	27,9%	28,3%	22,8%	19,7%	13,7%
<b>Gesamtleistung</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Energiesteuern		-7,1%	-7,7%	-4,8%	-3,8%	-3,1%	-2,9%
Umsatzkosten		-14,5%	-30,9%	-28,9%	-31,3%	-32,5%	-35,9%
<b>Rohhertrag</b>		<b>78,4%</b>	<b>61,3%</b>	<b>66,3%</b>	<b>64,9%</b>	<b>64,4%</b>	<b>61,2%</b>
Verwaltungsaufwand		0,0%	-5,7%	-5,2%	-5,8%	-6,2%	-6,9%
Personalaufwand		0,0%	-1,0%	-1,0%	-1,2%	-1,3%	-1,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-0,4%	-22,7%	-11,5%	-11,3%	-11,3%	-11,1%
<b>EBITDA</b>		<b>90,9%</b>	<b>53,6%</b>	<b>67,7%</b>	<b>67,1%</b>	<b>66,8%</b>	<b>65,2%</b>
<b>EBIT</b>		<b>77,9%</b>	<b>32,0%</b>	<b>48,6%</b>	<b>46,6%</b>	<b>45,6%</b>	<b>41,7%</b>
Finanzergebnis		-9,5%	-22,7%	-18,4%	-19,0%	-19,2%	-19,9%
<b>EBT</b>		<b>68,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>30,2%</b>	<b>27,5%</b>	<b>26,4%</b>	<b>21,9%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-0,5%	-1,4%	-4,5%	-4,1%	-4,0%	-3,3%
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>		<b>68,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>25,7%</b>	<b>23,4%</b>	<b>22,5%</b>	<b>18,6%</b>
Minderheitenanteile		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>		<b>68,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>25,7%</b>	<b>23,4%</b>	<b>22,5%</b>	<b>18,6%</b>

Quelle: Independent Research \* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12

<b>Bilanz</b>							
<b>Einheit :</b> <b>Geschäftsjahresende :</b> <b>Rechnungslegungsstandard :</b>	Mio. Euro 31. Dez. IFRS	<b>RG 2012e*</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände		11,0	17,6	28,3	38,9	49,8	57,0
Sachanlagen		77,3	101,5	147,1	189,1	229,6	254,0
Finanzanlagen		2,5	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2
<b>Anlagevermögen</b>		<b>90,7</b>	<b>121,6</b>	<b>178,1</b>	<b>231,0</b>	<b>282,5</b>	<b>314,1</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1,7	2,2	3,1	4,4	5,6	6,6
Sonstige Vermögensgegenstände und Forderungen		1,9	2,0	2,6	3,2	3,8	4,2
Liquide Mittel		10,5	18,8	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Umlaufvermögen</b>		<b>14,1</b>	<b>23,0</b>	<b>7,7</b>	<b>9,7</b>	<b>11,4</b>	<b>12,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>		<b>104,8</b>	<b>144,6</b>	<b>185,8</b>	<b>240,6</b>	<b>294,0</b>	<b>326,9</b>
Gezeichnetes Kapital		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage		21,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7
Gewinnrücklage		2,4	4,4	15,4	28,3	43,8	58,0
Neubewertungsrücklage		15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Minderheitenanteile		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Eigenkapital</b>		<b>39,4</b>	<b>41,4</b>	<b>52,4</b>	<b>65,3</b>	<b>80,8</b>	<b>95,0</b>
Langfristige Bankverbindlichkeiten		49,6	49,6	80,1	120,8	157,7	175,8
Sonstige langfristige Finanzverbindlichkeiten		3,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
Steuerrückstellungen		4,6	4,4	5,1	5,7	6,1	6,5
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>		<b>57,4</b>	<b>97,2</b>	<b>128,3</b>	<b>169,7</b>	<b>207,0</b>	<b>225,5</b>
Kurzfristige Bankverbindlichkeiten		3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Sonstige kurzfristige Finanzverbindlichkeiten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0
Sonstige Verbindlichkeiten		4,6	2,5	1,5	1,9	2,2	2,4
Steuerverbindlichkeiten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>		<b>8,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>		<b>104,8</b>	<b>144,6</b>	<b>185,8</b>	<b>240,6</b>	<b>294,0</b>	<b>326,9</b>

Quelle: Independent Research \* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12

<b>Bilanz</b> (Positionen in % der Bilanzsumme)							
<b>Geschäftsjahresende :</b> <b>Rechnungslegungsstandard :</b>	31. Dez. IFRS	<b>RG 2012e*</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände		10,5%	12,1%	15,2%	16,2%	17,0%	17,4%
Sachanlagen		73,7%	70,2%	79,1%	78,6%	78,1%	77,7%
Finanzanlagen		2,3%	1,8%	1,5%	1,2%	1,0%	1,0%
<b>Anlagevermögen</b>		<b>86,6%</b>	<b>84,1%</b>	<b>95,9%</b>	<b>96,0%</b>	<b>96,1%</b>	<b>96,1%</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
Sonstige Vermögensgegenstände und Forderungen		1,9%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
Liquide Mittel		10,0%	13,0%	1,1%	0,8%	0,7%	0,6%
<b>Umlaufvermögen</b>		<b>13,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklage		20,7%	15,0%	11,7%	9,0%	7,4%	6,6%
Gewinnrücklage		2,3%	3,1%	8,3%	11,8%	14,9%	17,7%
Neubewertungsrücklage		14,4%	10,5%	8,1%	6,3%	5,1%	4,6%
Minderheitenanteile		0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
<b>Eigenkapital</b>		<b>37,6%</b>	<b>28,7%</b>	<b>28,2%</b>	<b>27,2%</b>	<b>27,5%</b>	<b>29,1%</b>
Langfristige Bankverbindlichkeiten		47,3%	34,3%	43,1%	50,2%	53,6%	53,8%
Sonstige langfristige Finanzverbindlichkeiten		3,1%	29,9%	23,3%	18,0%	14,7%	13,2%
Steuerrückstellungen		4,4%	3,0%	2,7%	2,3%	2,1%	2,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>		<b>54,8%</b>	<b>67,2%</b>	<b>69,1%</b>	<b>70,5%</b>	<b>70,4%</b>	<b>69,0%</b>
Kurzfristige Bankverbindlichkeiten		2,9%	2,1%	1,6%	1,2%	1,0%	0,9%
Sonstige kurzfristige Finanzverbindlichkeiten		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Sonstige Verbindlichkeiten		4,4%	1,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Steuerverbindlichkeiten		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>		<b>7,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Independent Research

\* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12

<b>Kapitalflussrechnung</b>							
<b>Einheit :</b>	Mio. Euro						
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31. Dez.	<b>RG 2012e*</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	IFRS						
Jahresüberschuss		11,1	2,1	11,0	12,9	15,5	14,1
Minderheitenanteile		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf das Anlagevermögen		2,1	5,6	8,2	11,4	14,6	17,8
Zuschreibungen aus der Aktivierung von Einspeiseverträgen		-9,5	-7,2	-11,9	-12,4	-13,3	-10,1
Ergebnis aus Anlageabgängen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsgewinne/-verluste		-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzierungsaufwendungen		1,7	6,1	8,0	10,7	13,4	15,3
Erträge aus Beteiligungen		-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Steueraufwendungen		0,1	0,4	1,9	2,3	2,7	2,5
Gezahlte Zinsen		-0,8	-6,1	-8,0	-10,7	-13,4	-15,3
Gezahlte Steuern		0,0	-0,4	-1,9	-2,3	-2,7	-2,5
Veränderung der Forderungen LuL und sonstiger Aktiva		-1,7	-0,6	-1,5	-1,9	-1,7	-1,4
Veränderung der Verbindlichkeiten LuL und sonstiger Passiva		-0,3	-2,3	-0,2	1,1	0,9	0,7
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>		<b>2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>5,3</b>	<b>11,0</b>	<b>15,9</b>	<b>21,1</b>
Veränderung des Working Capitals		-	-0,4	-0,8	-1,1	-1,1	-0,8
<b>Cash Earnings</b>		<b>-</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,1</b>	<b>12,1</b>	<b>17,0</b>	<b>21,9</b>
Einzahlungen aus Anlageabgängen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in das Anlagevermögen		0,0	-29,2	-52,6	-51,7	-52,8	-39,2
Akquisitionen von Tochtergesellschaften		3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>		<b>3,3</b>	<b>-29,2</b>	<b>-52,6</b>	<b>-51,7</b>	<b>-52,8</b>	<b>-39,2</b>
Kapitalerhöhung		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Finanzverbindlichkeiten		4,9	40,0	30,5	40,7	36,9	18,1
Dividendenzahlung		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>		<b>4,9</b>	<b>40,0</b>	<b>30,5</b>	<b>40,7</b>	<b>36,9</b>	<b>18,1</b>
Zahlungswirksame Veränderungen		10,4	8,4	-16,8	0,0	0,0	0,0
Veränderungen im Konsolidierungskreis		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode		0,0	10,5	18,8	2,0	2,0	2,0
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>		<b>10,5</b>	<b>18,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>

Quelle: Independent Research

\* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12



<b>Ausgewählte Kennzahlen</b>							
<b>Geschäftsjahresende :</b>	31. Dez.	<b>RG 2012e*</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
<b>Rechnungslegungsstandard :</b>	IFRS						
<b>Wachstumsanalyse</b>							
Wachstum Umsatz		-	-	59,5%	47,9%	33,6%	23,3%
Wachstum Gesamtleistung		-	-	63,6%	29,5%	24,8%	10,4%
Wachstum EBITDA		-	-	106,8%	28,4%	24,2%	7,7%
Wachstum EBIT		-	-	148,8%	24,1%	22,3%	1,1%
Wachstum EBT		-	-	431,2%	18,1%	19,8%	-8,7%
Wachstum Nettoergebnis		-	-	431,2%	18,1%	19,8%	-8,7%
<b>Margenanalyse</b>							
EBITDA-Marge		90,9%	53,6%	67,7%	67,1%	66,8%	65,2%
EBIT-Marge		77,9%	32,0%	48,6%	46,6%	45,6%	41,7%
EBT-Marge		68,5%	9,3%	30,2%	27,5%	26,4%	21,9%
Nettomarge		68,0%	7,9%	25,7%	23,4%	22,5%	18,6%
<b>Renditeanalyse</b>							
ROI		-	1,7%	6,6%	6,1%	5,8%	4,6%
ROCE		-	6,6%	11,6%	10,5%	10,2%	8,9%
ROE		-	5,1%	23,4%	22,0%	21,2%	16,1%
ROIC		-	6,1%	11,2%	10,6%	10,3%	9,0%
<b>Bilanzanalyse</b>							
Eigenkapitalquote		37,6%	28,7%	28,2%	27,2%	27,5%	29,1%
Eigenkapital / Eigenkapital zzgl. Finanzverbindlichkeiten		41,4%	30,2%	29,3%	28,1%	28,4%	30,0%
Haftungskapital (Risk Bearing Capital)		34,7%	26,4%	26,2%	25,4%	26,0%	27,6%
Anlagendeckung I		43,4%	34,1%	29,4%	28,3%	28,6%	30,2%
Anlagendeckung II		106,7%	114,0%	101,5%	101,7%	101,9%	102,0%
Anlagenintensität		86,6%	84,1%	95,9%	96,0%	96,1%	96,1%
Debitorenumschlag		-	8,3	9,6	9,9	10,0	10,1
Debitorenlaufzeit/-ziel (Tage)		-	44,0	38,2	36,7	36,6	36,1
Working Capital / Umsatz		-	9,4%	8,4%	8,3%	8,4%	8,3%
Kreditorenlaufzeit/-ziel (Tage)		-	94,4	62,4	55,2	51,2	48,7
<b>Verschuldung</b>							
Nettoverschuldung (Mio. Euro)		45,4	77,0	124,3	165,0	201,9	220,0
Nettoverschuldung / EBITDA		-	4,4	3,5	3,9	4,0	4,3
Gesamtfinaanzverschuldung / EBITDA		-	5,4	3,8	4,0	4,0	4,3
Gesamtfinaanzverschuldung / Kapital		0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Net Gearing		1,2	1,9	2,4	2,5	2,5	2,3
EBITDA Interest Coverage		7,3	2,2	3,5	3,5	3,4	3,2
EBIT Interest Coverage		6,3	1,3	2,5	2,4	2,3	2,1
<b>Cashflow-Analyse</b>							
Funds from Operations (Mio. Euro)		-	3,6	13,3	21,7	29,3	36,4
Cash Earnings (Mio. Euro)		-	-2,0	6,1	12,1	17,0	21,9
Free Cashflow (FCF) (Mio. Euro)		2,3	-31,6	-47,3	-40,7	-36,9	-18,1
FCF / Umsatz		35,5%	-199,1%	-186,6%	-108,6%	-73,6%	-29,3%
FCF / Jahresüberschuss		20,4%	-1534,8%	-431,9%	-314,6%	-237,8%	-128,2%
Capex (Mio. Euro)		0,0	29,2	52,6	51,7	52,8	39,2
Capex / Abschreibungen		0,0%	517,5%	644,5%	454,6%	360,5%	219,8%
Capex / Umsatz		0,0%	183,7%	207,6%	138,0%	105,3%	63,5%

Quelle: Independent Research

\* Rumpfgeschäftsjahr 01.06.12 bis 31.12.12

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Auswahl der emittierten Mittelstandsanleihen in Deutschland (sortiert nach Emissionsdatum)												
Emittent	Datum der Emission	Emissionsvolumen	Vollständige Platzierung	Fälligkeit	Kupon	ISIN	Corp. Rating	Bond Rating	Besicherung	Rating-agentur	Kurs	Rendite
MS Deutschland	Dez 12	50 Mio. Euro	ja	18.12.17	6,875%	DE000A1RE7V0	-	A	ja	Scope	94,25%	8,4%
Homann Holzwerkstoffe	Dez 12	50 Mio. Euro	ja	14.12.17	7,00%	DE000A1R0VD4	BBB-	-	-	Creditreform	103,40%	6,2%
Porr AG	Dez 12	50 Mio. Euro	ja	05.12.16	6,25%	AT0000A0XJ15	keines	-	-	-	103,29%	5,3%
IPSAK	Nov 12	30 Mio. Euro	ja	06.12.19	6,75%	DE000A1RFBP5	-	A	ja	Scope	104,85%	5,9%
Ekosem-Agrar II	Nov 12	60 Mio. Euro	ja	06.12.18	8,50%	DE000A1R0RZ5	BB+	-	-	Creditreform	105,00%	7,4%
RENÉ LEZARD	Nov 12	15 Mio. Euro	ja	25.11.17	7,25%	DE000A1PGQR1	BB	-	-	Creditreform	93,25%	9,0%
Mox Telecom	Nov 12	35 Mio. Euro	nein	02.11.17	7,25%	DE000A1RE1Z4	BBB	-	-	Creditreform	98,50%	7,6%
Identec	Okt+Nov 12	25 Mio. Euro	nein	30.09.17	7,50%	DE000A1G82U1	keines	-	-	-	100,00%	7,5%
Laurèl	Okt 12	20 Mio. Euro	ja	16.11.17	7,125%	DE000A1RE5T8	BBB	-	-	Creditreform	101,25%	6,8%
SAF-HOLLAND	Okt 12	75 Mio. Euro	ja	26.04.18	7,00%	DE000A1HA979	BBB-	-	-	EulerHermes	107,50%	5,3%
Berentzen-Gruppe	Okt 12	50 Mio. Euro	ja	18.10.17	6,50%	DE000A1RE1V3	keines	-	-	-	107,90%	4,6%
BDT Media Automation	Okt 12	30 Mio. Euro	nein	08.10.17	8,125%	DE000A1PGQL4	BB+	-	-	Creditreform	95,25%	9,4%
getgoods.de	Okt 12	30 Mio. Euro	ja	01.10.17	7,75%	DE000A1PGVS9	BBB-	-	-	Creditreform	99,90%	7,8%
KTG Energie	Sep 12	25 Mio. Euro	ja	27.09.18	7,25%	DE000A1ML257	BBB-	-	-	Creditreform	96,00%	8,2%
Enterprise Holdings	Sep 12	14 Mio. Euro	nein	26.09.17	7,00%	DE000A1G9AQ4	A-	-	-	Creditreform	101,80%	6,5%
eterna Mode	Sep 12	35 Mio. Euro	ja	08.10.17	8,00%	DE000A1REXA4	BB-	-	-	Creditreform	102,95%	7,2%
Travel24.com	Sep 12	25 Mio. Euro	ja	17.09.17	7,25%	DE000A1PGRG2	keines	-	-	-	82,25%	12,6%
Karlsberg Brauerei	Sep 12	30 Mio. Euro	ja	28.09.17	7,375%	DE000A1REVV2	BB-	-	-	Creditreform	109,50%	5,0%
posterXXL	Jul 12	15 Mio. Euro	nein	26.07.17	7,25%	DE000A1PGUT9	BBB-	-	-	Creditreform	99,00%	7,5%
Steilmann-Boecker	Jun 12	23 Mio. Euro	nein	27.06.17	6,75%	DE000A1PGWZ2	BBB	-	-	Creditreform	102,15%	6,2%
Zamek	Mai 12	35 Mio. Euro	ja	15.05.17	7,75%	DE000A1K0YD5	BB	-	-	Creditreform	95,75%	9,0%
Maritim Vertrieb	Mai 12	25 Mio. Euro	nein	30.11.14	8,25%	DE000A1MLY97	-	BB+	-	Creditreform	98,99%	8,9%
friedola Gebr. Holzapfel	Apr 12	13 Mio. Euro	nein	11.04.17	7,25%	DE000A1MLYJ9	BB	-	-	Creditreform	100,80%	7,0%
EYEMAXX II	Apr 12	11 Mio. Euro	nein	31.10.17	7,75%	DE000A1MLWH7	-	BBB+	ja	Creditreform	105,95%	6,2%
MT-Energie	Apr 12	14 Mio. Euro	nein	03.04.17	8,25%	DE000A1MLRM7	BBB-	-	-	Creditreform	105,50%	6,7%
MITEC Automotive	Mrz 12	24 Mio. Euro	nein	29.03.17	7,75%	DE000A1K0NJ5	BBB-	-	-	Creditreform	101,75%	7,2%
GOLFINO	Mrz 12	12 Mio. Euro	ja	04.04.17	7,25%	DE000A1MA9E1	BBB-	-	-	Creditreform	106,00%	5,6%
Ekosem-Agrar	Mrz 12	50 Mio. Euro	ja	23.03.17	8,75%	DE000A1MLSJ1	BB+	-	-	Creditreform	106,01%	7,0%
Seidensticker	Feb 12	30 Mio. Euro	ja	12.03.18	7,25%	DE000A1K0SE5	BB+	-	-	Creditreform	110,50%	4,9%
Scholz	Feb 12	150 Mio. Euro	ja	08.03.17	8,50%	AT0000A0U9J2	BB	-	-	EulerHermes	105,00%	7,0%
Air Berlin III	Okt 11	150 Mio. Euro	ja	01.11.14	11,50%	DE000AB100C2	keines	-	-	Creditreform	107,70%	6,6%
Royalbeach	Okt 11	25 Mio. Euro	nein	27.10.16	8,125%	DE000A1K0QA7	BB+	-	-	Creditreform	99,90%	8,1%
Bastei Lübbe	Okt 11	30 Mio. Euro	ja	26.10.16	6,75%	DE000A1K0169	BBB	-	-	Creditreform	111,00%	3,5%
GIF - Ges.f.Ind.forschung	Sep 11	15 Mio. Euro	nein	19.09.16	8,50%	DE000A1K0FF9	BB	-	-	Creditreform	103,10%	7,5%
EYEMAXX I	Jul 11	25 Mio. Euro	nein	27.06.16	7,50%	DE000A1K0FA0	-	BBB+	ja	Creditreform	103,50%	6,3%
MS Spaichingen	Jul 11	23 Mio. Euro	nein	15.07.16	7,25%	DE000A1KQZL5	BB	-	-	EulerHermes	107,00%	4,9%
Windreich II	Jul 11	75 Mio. Euro	nein	15.07.16	6,50%	DE000A1H3V38	n. aktuell	-	-	Creditreform	43,15%	39,6%
S.A.G. Solarstrom II	Jul 11	25 Mio. Euro	nein	10.07.17	7,50%	DE000A1K0K53	BB+	-	-	Creditreform	85,00%	12,1%
Katjes International	Jul 11	45 Mio. Euro	ja	18.07.16	7,125%	DE000A1KRBM2	BB+	-	-	Creditreform	107,00%	4,8%
e.n.o. energy	Jun 11	25 Mio. Euro	nein	30.06.16	7,375%	DE000A1H3V53	BB+	-	-	Creditreform	99,56%	7,5%
KTG Agrar II	Jun 11	100 Mio. Euro	ja	05.06.17	7,125%	DE000A1H3VN9	BBB	-	-	Creditreform	101,60%	6,7%
DIC Asset	Mai 11	70 Mio. Euro	nein	16.05.16	5,875%	DE000A1KQ1N3	keines	-	-	-	101,50%	5,3%
Valensina	Apr 11	65 Mio. Euro	ja	27.04.16	7,375%	DE000A1H3YK9	BB-	-	-	Creditreform	106,00%	5,3%
Semper Idem Underberg	Apr 11	70 Mio. Euro	ja	19.04.16	7,125%	DE000A1H3YJ1	BB-	-	-	Creditreform	108,50%	4,2%
Air Berlin II	Apr 11	150 Mio. Euro	ja	19.04.18	8,25%	DE000AB100B4	keines	-	-	-	104,50%	7,2%
UNIWHEELS	Apr 11	50 Mio. Euro	nein	19.04.16	7,50%	DE000A1KQ367	B-	-	-	EulerHermes	102,10%	6,7%
Solar8 Energy	Apr 11	10 Mio. Euro	ja	07.04.16	9,25%	DE000A1H3F87	BB-	-	-	Creditreform	96,00%	10,8%
German Pellets	Apr 11	80 Mio. Euro	ja	31.03.16	7,25%	DE000A1H3J67	BBB	-	-	Creditreform	106,00%	5,1%
Centrosolar	Feb 11	50 Mio. Euro	ja	14.02.16	7,00%	DE000A1E85T1	n. aktuell	-	-	Creditreform	25,30%	78,1%
MAG IAS	Feb 11	50 Mio. Euro	ja	08.02.16	7,50%	DE000A1H3EY2	B+	-	-	Creditreform	102,00%	6,7%
S.A.G. Solarstrom	Dez 10	25 Mio. Euro	ja	14.12.15	6,25%	DE000A1E84A4	BB+	-	-	Creditreform	85,00%	12,9%
Rena	Dez 10	75 Mio. Euro	nein	15.12.15	7,00%	DE000A1E8W96	BB	-	-	EulerHermes	102,45%	6,0%
Air Berlin	Nov 10	200 Mio. Euro	ja	10.11.15	8,50%	DE000AB100A6	keines	-	-	-	105,45%	6,3%
Nabaltec	Okt 10	30 Mio. Euro	ja	15.10.15	6,50%	DE000A1EWL99	n. aktuell	-	-	-	106,06%	4,0%
Dürr	Sep 10	150 Mio. Euro	ja	28.09.15	7,25%	DE000A1EWGX1	keines	-	-	-	111,50%	2,6%
KTG Agrar	Aug+Sep 10	50 Mio. Euro	ja	14.09.15	6,75%	DE000A1ELQU9	BBB	-	-	Creditreform	105,54%	4,4%
Windreich	Mai 10	50 Mio. Euro	ja, in Nachpl.	03.01.15	6,50%	DE000A1CRMQ7	n. aktuell	-	-	Creditreform	52,10%	52,8%

Quelle: Unternehmensangaben; Bloomberg; BOND MAGAZINE; BondGuide (Stand: 22.02.13)

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Anleihe/partiarisches Darlehen - Einzelemitenten -

Überdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe/des partiarischen Darlehens/des Nachrangdarlehens ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Durchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe/des partiarischen Darlehens/des Nachrangdarlehens ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe/des partiarischen Darlehens/des Nachrangdarlehens ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

### **Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung**

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Analysen (Bond/partiarisches Darlehen/Nachrangdarlehen):

Bei der Analyse von Unternehmensanleihen wird sowohl eine klassische Bilanzanalyse als auch ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die klassische Bilanzanalyse umfasst dabei in erster Linie die Bewertung des Emittenten hinsichtlich seiner Fähigkeit, sowohl die Finanzschulden als auch die damit zusammenhängenden Zinszahlungen zu bedienen. Bei der Peer-Group-Analyse wird ein Vergleich von Anleihen- und Unternehmenskennzahlen (z.B. Rating, Kupon, Laufzeit, Branche, Nettoverschuldung/EBITDA) durchgeführt. Die Vergleichbarkeit der gewonnenen Informationen wird in erster Linie durch die Branchenzugehörigkeit und das Bonitätsrating bestimmt. Die Einstufung der Emerging Market-Bonds erfolgt als Kombination von Länderrisikobewertung, Einschätzung der Konjunktur- und Politik- Situation sowie dem Peer-Group-Vergleich, wobei diese Kombination gegebenenfalls in einen Kontext zur allgemeinen Lage am Bondmarkt gesetzt wird. Die Länderrisiko- und Konjunktüreinschätzung betrachtet die wirtschaftliche und politische Situation sowie die Perspektiven des jeweiligen Landes und bedient sich dabei der gängigen makroökonomischen Indikatoren (z.B. BIP-Wachstum, Inflation, Wechselkursentwicklung, Verfassung der Regierung) sowie der Bonitätskennzahlen zur ex- und internen Verschuldung. Die Peer Groups leiten sich aus vergleichbaren geographischen oder wirtschaftspolitischen Gegebenheiten bzw. aus einer vergleichbaren Ratingkategorie ab.

#### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**

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

**Übersicht der Umvotierungen:**

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://www.irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 25.02.2013 -**

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenkonflikte
Photon Energy Investments N.V.	5, 6

**Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:**

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

**Stand: 25.02.2013****Independent Research GmbH  
Friedrich-Ebert-Anlage 36  
D-60325 Frankfurt am Main****Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main**Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**



Independent Research

Westend Office

Friedrich-Ebert-Anlage 36

60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)

Internet: [www.irffm.de](http://www.irffm.de)