

Bewertung: Januar 2016

eno energy GmbH

Nachhaltigkeits-Bewertung **A**

Instrument	Note Wirtschaftlichkeit	Scoring Wirtschaftlichkeit	Im Anlageuniversum seit	Risikobewertung
Anleihe	4,1	3,1	2013	1,5

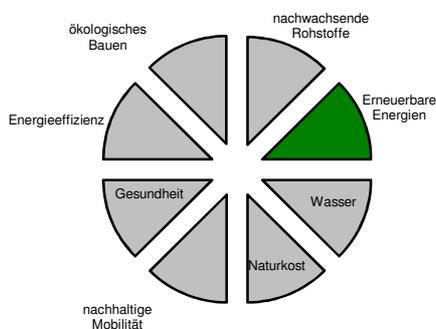
ISIN	DE000A1H3V53	umsatzstärkste Börse	Frankfurt
Sektor	Energie	Branche	Windenergie
Land	Deutschland	Geschäftsjahr	1.1. bis 31.12.
Marktsegment	Freiverkehr	Indexzugehörigkeit	-
Datum	20.1.2016		

eno-Gruppe:

		1 Hj 2013	1 Hj 2014	1 Hj 2015	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	in Mio. EUR	6,85	51,51	32,36	81,76	72,99	102,56	94,50	120,00	120,00
EBITDA	in Mio. EUR				10,33	7,34	9,70	7,56	12,00	12,60
EBITDA-Marge	in %				12,63	10,06	9,46	8,00	10,00	10,50
EBIT	in Mio. EUR	-1,8	4,02	2,32	9,79	6,46	7,87	5,20	9,84	10,44
EBIT-Marge	in %	neg.	7,80	7,17	11,97	8,85	7,67	5,50	8,20	8,70
JÜ	in Mio. EUR	-3,18	2,30	0,58	5,27	2,34	2,33	1,60	4,09	4,51
Zinsen u ähnliche Aufwendungen	in Mio. EUR				2,49	2,98	3,56	3,56	4,00	4,00
Gewinn-Marge	in %	neg.	4,47	1,79	6,45	3,21	2,27	1,69	3,41	3,76
Zinsdeckungsgrad					4,15	2,46	2,72	2,12	3,00	3,15
Finanzverbindlichkeiten	in Mio. EUR				15,77	29,85	32,63			
Verschuldungsgrad (dynamisch)					1,53	4,07	3,36			
Eigenkapital	in Mio. EUR				18,05	20,39	22,73			
EK-Quote	in %	16,90	19,85	22,43	29,07	16,90	21,23			
Umlaufvermögen					43,56	80,20	61,42			

eno energy GmbH:

Umlaufvermögen	in Mio. EUR	40,18	75,3	60,14
Current Ratio		3,89	1,59	1,68
operativer Cash-flow	in Mio. EUR	n.a.	-4,68	0,13
CF aus Investitionen	in Mio. EUR	n.a.	-8,58	-2,30
CF aus Finanzierungen	in Mio. EUR	n.a.	13,25	1,62
Liquidität	in Mio. EUR	5,38	5,36	4,82
FK mit Laufzeit < 1 Jahr	in Mio. EUR	10,33	47,38	35,85
FK mit Laufzeit 1 bis 5 Jahre	in Mio. EUR	12,45	15,15	16,63
FK mit Laufzeit > 5 Jahr	in Mio. EUR	4,77	2,04	1,36



Analysten

Cristian Kempes, Philipp Spitz
 +49 228 24 39 11 0
 philippspitz@murphyandspitz.de

Anleihedaten

Kurs	72,80 %
Rendite	113,22 % p.a. (bei Rückzahlung 30.6.2016)
Kurzfristiger Newsflow	+
Tendenz Zahlen	-

Termine

Versammlung Anleihegläubiger	Februar 2016 (erwartet)
Jahresbericht 2015	Juni 2016

Scoring, Gesamtnote und Risikobewertung eno energy GmbH

Scoring Wirtschaftlichkeit:

3,1 (von 5)

Auf der Basis der (tw. erwarteten) Entwicklung der Geschäftsjahre 2014 bis 2016 erhält eno energy ein Scoring von 3,1. Die erwarteten rückläufigen Kennzahlen Umsatz und Ergebnis im Geschäftsjahr 2015 verhindern ein besseres Scoring.

Gesamtnote Wirtschaftlichkeit:

4,1 (von 5)

Unter Annahme einer ausreichenden Finanzierung rechnet Murphy&Spitz Green Research mit einer Rückkehr zu einer deutlich positiven Dynamik ab dem Jahr 2016, insbesondere auch bei den Gewinnmargen.

Aufgrund der positiven Marktdynamik, der stillen Reserven der eno energy und des Verkäufermarkts für Windenergieparks wird die Gesamtnote um 1 Punkt angehoben.

Risikobewertung:

1,5 (von 5)

Die risikobezogenen Bewertungsindikatoren (EK-Quote, Current Ratio, Zinsdeckung, Verschuldungsgrad) zeigen - auf der Basis der Vermögens- und Ertragslage für das Geschäftsjahr 2014 - grundsätzlich moderate bis gute Bewertungen.

Es werden jedoch zum Ende des Geschäftsjahres 2015 aufgrund der hohen kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten und des fehlenden Abschlusses der Finanz-Umstrukturierung hohe Risiken durch Murphy&Spitz Green Research gesehen.

Liquiditätsseitig könnten derzeit aufgrund der Struktur der Verbindlichkeiten erhebliche Risiken bestehen, welche jedoch teilweise durch Liquiditäts-Mehrzuflüsse im Windparkeigenbetrieb im Jahr 2015 abgedeckt worden sein sollten.

Die rein quantitative Risikobewertung von 3,0 auf Basis der Geschäftszahlen 2014 wird daher aktuell von Murphy&Spitz Green Research auf 1,5 angepasst und drückt ein hohes bis sehr hohes Risiko aus.

Die Umstrukturierung der Finanzverbindlichkeiten (Abschluss neue Bankfinanzierung, Verlängerung der Anleihe) oder der Verkauf von Windparks würden zu einer neuen, deutlich günstigeren Risikobewertung für die Anleihe der eno energy GmbH führen.

Marktüberblick Windenergie

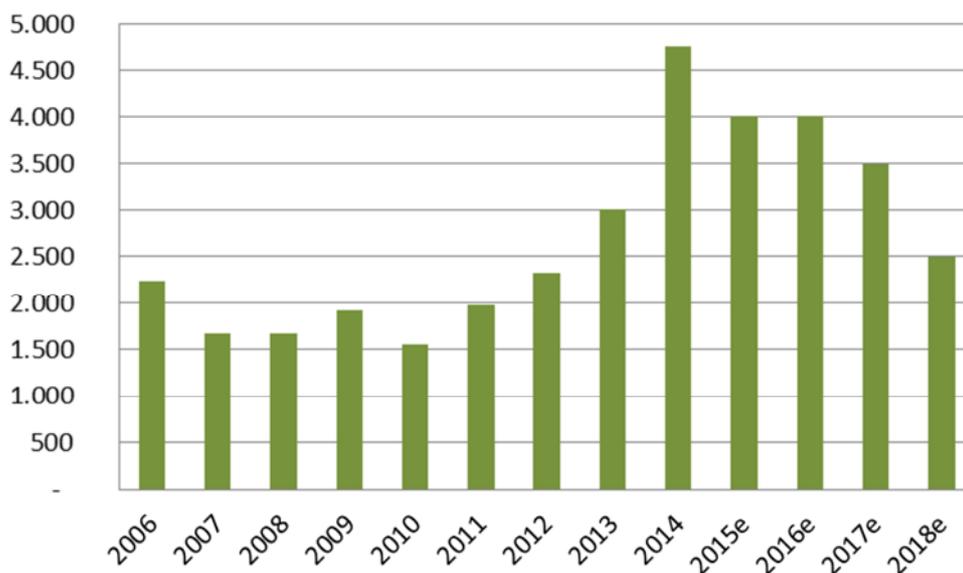
Marktdaten Projektentwicklung Windparks

Der weltweite Windenergiemarkt wird auf 56 GW Zubau für das Jahr 2015 geschätzt.

Dabei dürfte China der mit Abstand größte Einzelmarkt gewesen sein.

Der relevante Markt für die eno-Gruppe ist onshore-Windkraft in Europa. Hier wurden im Jahr 2015 ca. 10 GW installiert. Deutschland ist der größte Einzelmarkt hinsichtlich der Zubauzahlen der letzten Jahre, im Jahr 2015 und hinsichtlich der bestehenden Gesamtinstallation (25.152 WEA mit einer Gesamtleistung von 39 GW).

Marktentwicklung Zubau in MW Deutschland onshore



Der Zubau im ersten Halbjahr 2015 lag mit 1.093 MW deutlich (34%) unter dem Rekordzubau des Vorjahres. Murphy&Spitz Green Research rechnet aufgrund einer hohen Installationsleistung im zweiten Halbjahr mit einem Zubau für das Gesamtjahr 2015 von ca. 4 GW.

Quellen: Övermöhle Marketing & Consult, Erneuerbare Energien, Murphy&Spitz Green Research

Die sehr starke Marktentwicklung in Deutschland wurde auch begünstigt durch die über Jahre günstigen und rückläufigen Finanzierungszinsen.

Marktprognose:

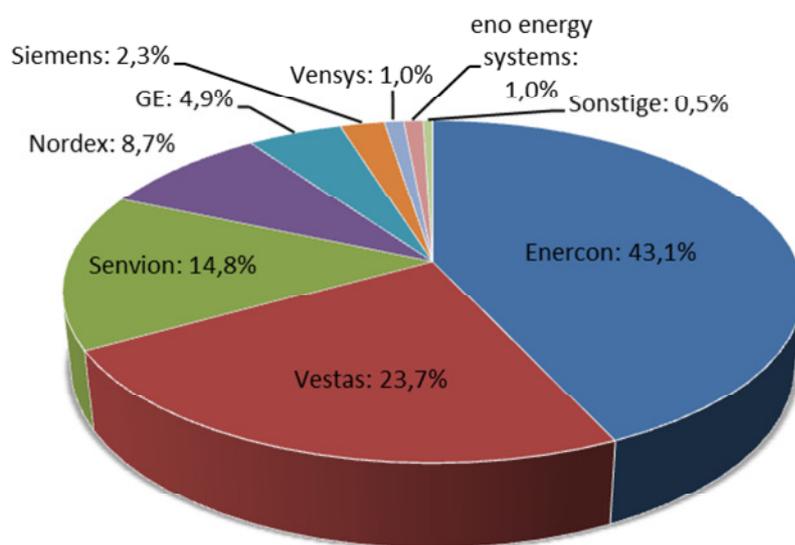
In Deutschland ist bis zum Jahr 2018 weiterhin mit hohen Zubauzahlen zu rechnen. Bei rechtzeitiger Baugenehmigung im Jahr 2016 erhalten Windparks aufgrund einer Übergangsbestimmung die attraktive EEG-Festvergütung auch bei Inbetriebnahme noch im Jahr 2018. Ab dem Jahr 2017 wird das Festpreismodell durch ein Ausschreibungsmodell ersetzt, dessen Auswirkungen auf den Zubau nicht detailliert vorherzusehen sind. Marktbeobachter rechnen mit einem deutlich rückläufigen Markt -

die Ziele der Bundesregierung belaufen sich auf einen dauerhaften Zubau von 2.500 MW (Nettozubau) p.a. Zu beobachten bleiben die Entwicklungen des Zinsniveaus, die EEG-Novelle 2016 und mögliche Auswirkungen diverser regulativer Änderungen (Länderöffnungsklausel, Vogelschutz, Wegfall Vergütung bei anhaltend negativen Strommarktpreisen gemäß § 24 EEG).

Marktdaten Turbinenherstellung in Deutschland

Der relevante Markt für die eno-Gruppe ist onshore-Windkraft in Deutschland und anderen europäischen Ländern. Die eno-Gesellschaft eno energy systems gehört in einem in Europa oligopolistisch geprägten Markt zu den kleineren Herstellern:

Marktanteile Turbinenhersteller



Quelle: Övermöhle Marketing & Consult, Deutsche Windguard

Für das Jahr 2015 rechnet Murphy&Spitz Green Research insbesondere mit einem Ausbau des Marktanteils der Nordex.

Aufgrund der quartalsweisen Absenkung der Vergütung durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz ab dem Jahr 2016 entsteht Druck auf die Verkaufspreise für Windparks. Dieser Druck wird sowohl die Projektpreise als auch die Herstellerpreise treffen, wobei die Anlagenhersteller durch größere Rotoren und Generatoren ihre Margen halten sollten.

Marktdaten Betrieb von Windenergieanlagen in Deutschland

Die eno-Gruppe betreibt derzeit eigene Windenergieanlagen mit einer Leistung von 71 MW. In Deutschland sind derzeit Windenergieanlagen mit einer Gesamtleistung von 39,2 GW installiert. Der Marktanteil der eno energy liegt damit bei ca. 0,2%.

Der Markt zeichnet sich durch eine Vielzahl unabhängiger Betreiber von Windenergieparks aus, darunter Hunderte Einzel-Betreiber, zahlreiche kleine institutionelle Betreiber sowie Independent Power Producer mit Portfolios von mehreren Hundert Megawatt Leistung.

Es besteht ein deutlicher Nachfrageüberhang von Investoren nach Windenergieparks in Deutschland, sowohl nach Bestands- als auch neuen Parks. Hintergrund ist das Gesetz über den Vorrang Erneuerbarer Energien („EEG“), das den Betreibern in der Umsatzmatrix gut planbare Einnahmen auf der Preisseite bei jedoch höheren Mengenrisiken ermöglicht. Zudem gilt Deutschland als extrem rechtssicher, so dass im derzeitigen Null-Zins-Umfeld risikoaverse Investoren geringe Renditen für Investments in Windenergieparks akzeptieren.

Aus dem Betrieb von Windenergieanlagen wurde im Jahr 2015 eine Rekordstromproduktion von 86 Terrawattstunden (TWh) in Deutschland generiert. Dies entspricht einem Anteil von 14,4% des gesamten deutschen Stromverbrauchs. Aufgrund des guten Windaufkommens schätzt Murphy&Spitz Green Research das Jahr 2015 als eines der besten Windjahre der letzten 10 Jahre ein.

Quellen: Arbeitsgemeinschaft Energiebilanzen, Murphy&Spitz Green Research

Marktdaten Betriebsführung von Windenergieanlagen in Deutschland

Das Geschäft mit Wartungs- und Betriebsführungsverträgen ist stark fragmentiert, wobei die Turbinenhersteller über langfristige Vollwartungsverträge marktbestimmend sind bei neueren Anlagen.

Überblick über die Geschäftstätigkeit der eno-Gruppe

Die eno-Gruppe mit 226 Mitarbeitern bietet eine tiefe Wertschöpfung mit der Planung, Errichtung sowie dem Verkauf und Betrieb von Windparks an.

Die eno-Gruppe ist aufgeteilt in vier verschiedene Geschäftsbereiche:

1. Projektentwicklung / EPC-Tätigkeit (eno energy GmbH)

eno energy entwickelt Flächen zur Errichtung von Windparks durch Abschluss der notwendigen Verträge (insbesondere Flächensicherung), Einholung der Baugenehmigung (BImSchGenehmigung) und Abschluss der Projektfinanzierung. Ähnlich einem Bauträger ist eno energy in der Projektierungs- und Bauphase für Planung, Beschaffung und Errichtung der Windparks (EPC) zuständig.

eno energy verfolgt keine offshore-Aktivitäten.

Neben den Aktivitäten in Deutschland mit Schwerpunkt Mecklenburg-Vorpommern und

Ostdeutschland ist die eno-Gruppe in der Projektentwicklung mit der im Jahr 2012 erworbenen französischen Tochtergesellschaft Energie Eolienne France (eef) aktiv.

2. Entwicklung und Produktion von Windenergieanlagen (eno energy systems GmbH)
eno energy systems ist eine 100%-Tochtergesellschaft der eno energy GmbH zur Produktion von Windenergieanlagen. Sie errichtete im Jahr 2008 ihre erste eigene Anlage. Ende 2014 hatte eno energy systems 74 Windenergieanlagen produziert. Dabei verfügt das Unternehmen über ein für onshore-Standorte marktgerechtes Portfolio mit Anlagen der Leistungsklassen 2,05/2,2 MW („eno 82/92/100“) sowie der im Jahr 2013 in den Markt eingeführten eno 3,5 MW-Klasse („eno 114/126“). Die eno 126 als Flaggschiff bedient dabei in Bezug auf die Generatorleistung (3,5 MW) und den Rotordurchmesser (126 Meter) das stark gefragte Marktsegment für Binnenlandstandorte mit geringeren und mittleren Windgeschwindigkeiten, welches seit einigen Jahren auch erfolgreich von Anbietern wie Nordex oder Vestas angeboten wird. Eine Besonderheit der eno energy-Anlagen stellt nach Unternehmensangaben das robuste Turbulenzverhalten dar, welches bei der Verdichtung von Windenergieanlagen in Windparks zu einem zunehmend bedeutenden Thema wird. eno energy systems bezieht ihre Hauptkomponenten überwiegend von deutschen Zulieferern, produziert eigene Schaltschränke und hat Eigenentwicklungen bei den Rotorblättern fertigen lassen. Die Fertigungstiefe der eno energy systems ist dennoch weiterhin gering.
Neben Deutschland liefert eno energy systems nach Schweden und Frankreich. Für das Jahr 2015 geplante Verkäufe in den britischen/irischen Markt haben nicht stattgefunden.

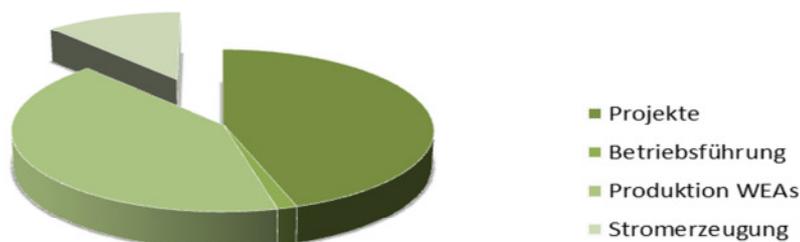
3. Betriebsführung technisch und kaufmännisch / Wartung
Für Windparks im Eigenbestand und für Dritte betreibt eno energy als Betriebsführer Windparks mit annähernd 500 MW. Ende 2014 bestanden zudem Vollwartungsverträge („eno complete care“) über ca. 200 MW Leistung. Das Geschäftsfeld ist als sehr attraktiv einzustufen, da es bei geringen bzw. rückversicherbaren Risiken langfristig planbare Einnahmen bietet.

4. IPP (Independent Power Producer)
Zum 31.12.2014 betrieb die eno-Gruppe Windparks in Deutschland mit einer Leistung von 71 MW. Für das Gesamtjahr 2015 rechnet Murphy&Spitz Green Research daher mit einer Rekordstromproduktion von mindestens 150 Mio. kWh aufgrund des hohen Windaufkommens. Die eno concept GmbH ist Emittentin von Genussscheinen für Windenergieanlagen. Dieses Kapital wird in Projektfinanzierungen für Windenergieanlagen als Eigenmittel eingebracht. Das Geschäftsfeld ist langfristig gut planbar, da die Windparks eine feste EEG-Vergütung für 20 Jahre für jede kWh Strom erhalten. eno energy arbeitet dabei mit einem sehr hohen Leverage (Genussrecht-

Finanzierungen von 4,2 Mio. Euro wurden dafür im Jahr 2008 von der eno-Tochtergesellschaft eno concept GmbH mit einer Laufzeit von 10 Jahren aufgenommen) und schont somit das verfügbare Eigenkapital.

Für das Jahr 2015 schätzt Murphy&Spitz Green Research die Umsatzverteilung auf die Geschäftsbereiche wie folgt ein:

Umsatzverteilung 2015 (Schätzung Murphy&Spitz Green Research)



Anmerkungen zu den Geschäftszahlen der eno-Gruppe:

Für die HGB-Bilanzierung der eno-Gruppe ist von Bedeutung, dass das Geschäftsfeld IPP/Eigenbetrieb in die Berichterstattung nicht einbezogen wird, sondern nur die von eno als „Aktivgesellschaften“ bezeichneten Unternehmen. Windparks werden in Deutschland nach HGB über 16 Jahre abgeschrieben – erhöhte Sonderabschreibungen im Investitionsjahr sind zudem möglich - und typischerweise mit einem hohen Leverage finanziert. Eine Einbeziehung in die Konzernbilanzierung würde daher neben einer erheblichen Bilanzverlängerung und Erhöhung der Verschuldung auch zu laufenden Ergebnisbelastungen aufgrund der kürzeren Abschreibungsdauer (im Vergleich zur EEG-Vergütung) führen. Die Windpark-Betreibergesellschaften sind daher bei der eno-Gruppe erfolgsneutral als Ausleihungen an Tochtergesellschaften und als Wertpapiere erfasst, passivisch über die von der eno concept begebenen Direktbeteiligungen an den Windparks (Genussrechte).

Murphy&Spitz Green Research verfolgt die Einschätzung, dass dieses Geschäftsfeld eine stille Reserve in der Bilanz darstellt, welche durch einen Verkauf von Windparks im Eigenbestand gehoben werden könnte. Zudem sollten die eno-eigenen Windparks im Jahr 2015 vom sehr hohen Windaufkommen profitiert haben.

Zwischen der eno energy GmbH und der eno energy systems GmbH sowie zwischen der eno energy GmbH und der eno concept GmbH bestehen Ergebnisabführungsverträge. In der Darstellung der eno-Gruppe werden daher diese Gesellschaften und dazu die eno energy Grundbesitz GmbH & Co. KG berücksichtigt. eno energy selbst bezeichnet diese 100%-Tochtergesellschaften auch als „Aktivgesellschaften“.

Entwicklung der eno-Gruppe im Jahr 2015

Ertragslage

Die zum Halbjahr 1 ausgewiesenen Umsätze sind mit 32,4 Mio. Euro deutlich niedriger als im sehr starken ersten Halbjahr 2014 (51,5 Mio. Euro). Die Aktivität der eno-Gruppe korreliert dabei mit der vom Rekordniveau 2014 sinkenden Branchenentwicklung in Deutschland. Aufgrund der typischen Saisonalität des Windparkerrichtungsgeschäfts ist wieder mit einem deutlich stärkeren zweiten Halbjahr der eno-Gruppe zu rechnen. Traditionell werden – trotz der windstarken Jahreszeit - viele Windenergieanlagen erst im Q4 errichtet.

Im Januar 2016 hat eno energy über die im Jahr 2015 verkauften Gesamtzahlen berichtet. Diese lagen von der Anlagenzahl auf dem Niveau des Vorjahres (24 WEAs), von der MW-Zahl mit 63,8 MW leicht über auf dem Niveau des Vorjahres (60,3 MW).

Konkret wurde vom Unternehmen der Verkauf von Windparks in Frankreich (20 MW mit Vestas-Anlagen) und in Mecklenburg-Vorpommern (21 MW) berichtet. Bei beiden Parks wurden vermutlich die Projektierungstätigkeit und die Schaffung der Infrastruktur abgerechnet, so dass nur der geringere Teil des Vertragsvolumens 2015 umsatzwirksam wird. Zudem stand auch der deutsche Windpark Teutschenthal mit 4 Anlagen und 14 MW Leistung bereits im ersten Halbjahr zum Verkauf. Hier entstanden nach Marktbeobachtungen von Murphy&Spitz Green Research Verzögerungen im Verkaufsprozess. Der Verkauf noch im Jahr 2015 wurde von Unternehmensseite jedoch angestrebt. In Anbetracht der hohen Nachfrage nach Windparks sollte ein Abschluss noch in 2015 abgerechnet worden sein.

Im Bereich supply-only wurde von den Verkäufen von 5 WEAs der 2,2 MW-Klasse nach Schweden berichtet, einem eher niederpreisigen Markt. Neben den in Schweden errichteten Anlagen ist mit dem Verkauf von weiteren Anlagen insbesondere der Baureihe 3,5 MW im zweiten Halbjahr 2015 zu rechnen.

Insgesamt rechnet Murphy&Spitz Green Research für die eno-Gruppe mit einem Umsatz im Jahr 2015 unterhalb des Niveaus des Vorjahres (102,6 Mio. Euro), da bei den beiden größten Verkäufen im Jahr 2015 nicht mehr die Installation der Windenergieanlagen selbst abgerechnet werden konnte.

Zum ersten Halbjahr 2015 berichtete die eno-Gruppe von einem Ergebnis von 0,58 Mio. Euro (Vorjahr: 2,30 Mio. Euro) bei einer EBIT-Marge von 7,17 % (Vorjahr: 7,8 %). In Abhängigkeit vom Produktmix (höhere Marge für die 3,5 MW-Klasse) und Gesamtumsatz rechnet Murphy&Spitz Green Research für das Gesamtjahr für die eno-Gruppe mit einem zwar klar positiven Ergebnis, jedoch unterhalb des Vorjahres. Ein

deutlich besseres Ergebnis wäre bei einem erfolgreicherem Verkauf von Windparks und einer höheren Auslastung der Produktion möglich gewesen.

Gewinnmargen

Ein direkter Vergleich der Gewinnmargen zu anderen Windenergieunternehmen wird für diese Studie nicht durchgeführt, da die eno-Gruppe tiefer in der Wertschöpfungskette diversifiziert ist als reine Hersteller wie Nordex oder Vestas oder reine Projektentwickler/Betreiber wie Energiekontor.

Mit EBITDA-Margen zwischen 9 und 12% und Jahresüberschüssen über 2 Mio. Euro p.a. in den Jahren 2012-2014 ist eno energy insgesamt ein profitables Unternehmen.

Die Betrachtung der eno energy systems GmbH (EBIT 2014: -0,87 Mio. Euro) zeigt jedoch, dass die branchentypische Profitabilität bei der Herstellung von Windenergieanlagen (EBIT-Margen 2014 von 4,5 bei Nordex und 8,1% bei Vestas) im Jahr 2014 noch nicht gegeben ist. Hier fehlt es der eno energy systems insbesondere an den notwendigen Absatzmengen. Im ersten Halbjahr 2015 berichtete die eno energy systems bei einem deutlich erhöhtem Umsatz von 27,0 Mio. Euro von einer positiven EBIT-Marge von 3,1%.

Investitionen

Die zweite Produktionshalle (insbesondere zur Produktion der eno 114 und 126) wurde im März 2015 fertiggestellt. eno energy systems verfügt nun in zwei Montagehallen nach eigenen Angaben über eine theoretische Kapazität für bis zu 100 Turbinen p.a., welche das Management jedoch praktisch auf ca. 60 Turbinen beschränkt sieht. Das supply-only-Geschäft kann somit je nach Anlagentyp ein Umsatzvolumen von 120 bis über 200 Mio. Euro bei voller Auslastung generieren. Im Jahr 2015 dürften die erweiterten Produktionskapazitäten deutlich nicht ausgelastet gewesen sein, auch aufgrund von finanzierungsbedingten Engpässen beim Materialeinkauf.

Die Jahre 2014 und 2015 erscheinen auch als Übergangsjahre zum Aufbau neuer Strukturen. Neben den Bemühungen um eine Neustrukturierung der Finanzierung ist auch das obere Management durch die Erteilung weiterer Procura im kaufmännischen und technischen Bereich gestärkt worden. Dennoch zeigen sich beispielhaft an den Verzögerungen beim Markteintritt Großbritannien und bei der Neustrukturierung der Finanzierung Effizienzmängel.

Vermögenslage

Durch langjährige Gewinnthesaurierung der eno energy GmbH verfügte die eno-Gruppe zum 30.6.2015 über eine solide EK-Quote von 22 %. Neben den Bankverbindlichkeiten von 21,4 Mio. Euro bestehen Finanzverbindlichkeiten aus Anleihen in Höhe von 10,3 Mio.

Euro. Für den von der eno-Gruppe geplanten Umsatz von über 100 Mio. Euro jährlich ist die Finanzausstattung insbesondere in Anbetracht der Saisonalität des Geschäfts als zu knapp zu bezeichnen.

Cash-flows

Die operativen Cash-flows der eno energy GmbH der letzten Jahre zeigen ein wechselhaftes Bild. Die Tätigkeit als Errichter von Windparks führt zu einem typischerweise wenig konstanten operativen Cash-flow aufgrund der stichtagsbezogenen Abrechnung beim Verkauf fertig erstellter Windparks. Auch die Errichtung immer größerer Windparks verstärkt diesen Effekt und stellt erhöhte Anforderungen an die Unternehmensfinanzierung.

Stille Reserven

Murphy&Spitz Green Research sieht in den nicht in der eno-Gruppe konsolidierten Windparkbetreibergesellschaften erhebliche Bewertungs- und Finanzierungsreserven. Bedingt durch die sehr hohe Nachfrage nach bestehenden Windparks in Deutschland schätzt Murphy&Spitz Green Research Bewertungsreserven von mehreren Mio. Euro im Portfolio.

Die Windparks sowie einige Kabeltrassen/Umspannwerke werden in der eno-Gruppe nicht konsolidiert. Die Windparks werden über die eno-Gruppe mit Eigenmitteln (14,4 Mio. Euro Ausleihungen) ausgestattet. Gleichzeitig wurden wiederum über Genussrechte der eno concept GmbH Finanzierungen von 4,2 Mio. Euro für die Windparks (Fälligkeit 31.12.2018) und über eine weitergeleitete Nachrangbeleihung eines Windparks 4,2 Mio. Euro aufgenommen. Bei 70 MW Windparks und einem angenommenen Marktpreis für Bestands-Windparks von 1,6 Mio. Euro/MW ergäbe sich ein Veräußerungserlös von ca. 112 Mio. Euro. Dem stehen 22,8 Mio. Euro Bilanzansätze und - bei einem typischen Leverage von 80% Projektfinanzierungen für Neuanlagen - Finanzverbindlichkeiten von 84 Mio. Euro gegenüber. Auch wenn diese Zahlen nur Annäherungscharakter haben können (Restlaufzeit EEG für die Parks, erfolgte Banktilgungen, Kosten Pachtverträge und Finanzierung etc. sind nicht bekannt), zeigen sich mögliche Bewertungsreserven von 4-5 Mio. Euro, je nach Bilanzansatz der Betreibergesellschaften. Diese Reserven ließen sich ergebniserhöhend und mit einem erheblichen Liquiditätszufluss (14,4 Mio. Euro + Gewinn) realisieren. Geschwindigkeit und Preisqualität eines Verkaufs hängt dabei - neben dem technischen Zustand der Windenergieanlagen selbst - auch wesentlich von der rechtlichen Qualität und der Dokumentation des Portfolios ab.

Diese stillen Reserven können und sollen aufgrund höherer Marktpreise laut Management durch einen Verkauf eines Portfolios von Windparks gehoben werden. eno energy selbst hat im Geschäftsbericht 2014 die Strukturierung eines „Investitionsvehikels“ angekündigt. Es wurde noch keine Umsetzung dazu veröffentlicht.

Aufgrund des teilweise auch sehr volatilen Kapitalbedarfs der anderen Geschäftsfelder und des weiterhin eingeschränkten Zugangs zu Kapital wäre ein Teilverkauf dieses „Tafelsilbers“ als Alternative oder zusätzlich zu neuen Finanzierungen sinnvoll. Dabei sollte sich eno energy auf die kurzfristig hochpreisig veräußerbaren Aktiva konzentrieren.

Ausblick

Im Jahr 2016 dürfte die eno-Gruppe - eine erfolgreiche Umstrukturierung der Finanzverbindlichkeiten vorausgesetzt - ihre Aktivitäten deutlich ausweiten können. Mitentscheidend für den Erfolg ist der Zugang zu genehmigten Windenergieprojekten. Auch wenn bei den laut eno energy 41 genehmigten Windparks (Stand Sommer 2015) nicht alle mit eno energy systems-Anlagen umsetzbar sein werden, verfügt eno energy durch die Projektentwicklungstätigkeit über einen sehr guten Marktzugang. Die Produktionskapazitäten von 60-100 WEAs p.a. werden nach Einschätzung von Murphy&Spitz Green Research weiterhin nicht ausgelastet sein, da das supply-only-Geschäft an dritte Projektentwickler in Anbetracht der größeren und bonitätsstärkeren Wettbewerber schwierig bleiben wird und vorwiegend zu Lasten der Marge ausgeweitet werden kann.

Insgesamt rechnet Murphy&Spitz Green Research mit einem Umsatz von 120 Mio. Euro in den Jahren 2016 und 2017. Bei Überwinden der limitierenden Faktoren kann der Umsatz auch deutlich höher ausfallen, denn die Marktnachfrage nach Windparks ist sehr hoch. Aufgrund der guten Visibilität der im Jahr 2015 begonnenen Windparks ist bereits mit einem sehr guten ersten Halbjahr 2016 zu rechnen.

Ab dem Jahr 2018 ist aufgrund des voraussichtlich deutlich rückläufigen Markts in Deutschland eher mit einem Umsatzrückgang zu rechnen. Die eno-Gruppe sollte als Projektentwickler im Jahr 2017, teilweise noch im Jahr 2018, deutlich von den eigenen Projektentwicklungen profitieren. Vor dem Hintergrund der bereits in der Vergangenheit gegebenen Profitabilität der eno-Gruppe auch bei Geschäftsvolumina unter 100 Mio. Euro geht Murphy&Spitz Green Research in den kommenden zwei Jahren von einer sehr guten, ab 2018 von einer rückläufiger Profitabilität aus. In der Transitionsphase vom EEG-System zum Ausschreibungsverfahren wird es zu einem negativen Ergebnis-Einmaleffekt (non-cash) durch Abschreibungen auf aktivierte Projektentwicklungsleistungen kommen.

Das Geschäftsvolumen wird – wie beschrieben - im Jahr 2016 und 2017 jedoch stark bedingt durch den Zugang der eno-Gruppe zu einer erweiterten Finanzierung, auch aufgrund der Saisonalität des Geschäftsfelds Projektentwicklung und Windparkerrichtung.

Ab dem Jahr 2018 ist mit einem Rückgang des Geschäftsvolumens und damit auch den Anforderungen an die Finanzausstattung zu rechnen.

Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzierungssituation

Die eno-Gruppe verfolgte im Jahr 2015 verschiedene Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzierungssituation. Hintergrund ist, dass die eno-Gruppe zusätzliche Mittel für ihre Investitionen, Projektvor- und Zwischenfinanzierungen sowie für Betriebsmittel (bspw. Einkauf von Komponenten für Windenergieanlagen) benötigt.

a) Bankfinanzierung

Die Struktur der Finanzverbindlichkeiten zeigt für 2013 und 2014 eine sehr starke Abhängigkeit von Finanzmitteln mit einer Laufzeit von unter einem Jahr. Dies stellt ein substantielles Risiko für die eno energy dar. Die eno energy bemühte sich im Jahr 2015 um eine Konsortialfinanzierung mit mehreren mittelständischen deutschen Banken. Ab Sommer 2015 zielte eno energy auf den Abschluss einzelner Kreditverträge mit den Banken bzw. auf ein verkleinertes Konsortium. Dabei sollten zusätzliche Kreditmittel vereinbart werden. Zudem sollten die bestehenden, mit teilweise nur kurzen Laufzeiten ausgestatteten Bankkredite, durch längerfristige Fremdmittel ersetzt werden.

Ein Abschluss der Finanzierungsverhandlungen ist durch eno energy bis zur Fertigstellung des Researchberichts nicht veröffentlicht worden.

Da eine Landesbürgschaft für die Finanzierung angestrebt wurde und ein Beratungsunternehmen unter Landesbürgschaften die „Neuordnung der Finanzierung“ eines Windenergieunternehmens (die Beschreibung passt zur eno energy) beschreibt, sieht Murphy&Spitz Green Research gute Voraussetzungen für einen erfolgreichen Abschluss der Finanzierung.

Es verbleibt somit für eno energy erklärungsbedürftig warum eno energy einen bereits angekündigten Abschluss der bankseitigen Unternehmensfinanzierung nicht kommuniziert hat. Möglich erscheint, dass

- I. eno energy den Abschluss noch immer nicht erreicht hat (trotz Bürgschaft),
- II. der Abschluss unter aufschiebenden Bedingungen steht,
- III. das eno energy als kapitalmarktorientiertes Unternehmen einer zeitnahen und stetigen Kapitalmarktkommunikation keine hohe Priorität beimisst.

Die bestehende Situation hoher kurzfristiger Verbindlichkeiten stellt für Investoren in die Anleihe der eno energy eine erhebliche Unsicherheit dar.

Eckdaten - eno energy-Anleihe 2011/2016

Im Jahr 2011 begab die eno energy eine Unternehmensanleihe. Zur Sicherstellung der mittelfristigen Finanzierung - auch vor dem Hintergrund der Verhandlungen mit Kreditinstituten - forderte eno energy von den Anleiheinhabern im August 2015 eine dreijährige Verlängerung der ursprünglichen Laufzeit bis Juni 2016 mithilfe einer Gläubigerversammlung. In einer ersten Abstimmung wurde die Zustimmung durch Änderung der Anleihebedingungen auch aufgrund zu niedriger Teilnahme nicht erteilt. eno energy plant nun eine zweite Gläubigerversammlung, welche dann auch bei einer geringeren Präsenz entscheidungsfähig sein wird.

Die wesentlichen Eckdaten der Anleihe sind nachfolgend dargestellt:

Laufzeit: 30. Juni 2016

ISIN: DE000A1H3V53

WKN: A1H3V5

Kupon: 7,375 % p.a.

Rendite: 113,22 % (Stand: 11.1.2016, Quelle: Onvista, ISMA-Methode)

Begebenes Volumen: 10,3 Mio. Euro

Börsen: Frankfurt, München und weitere deutsche Börsen

Börsenkurs: 72,80 % (11.1.2016)

Handelsliquidität: niedrig (150.000 Euro Handelsvolumen Dezember 2015)

Die sehr hohe Rendite ergibt sich im Wesentlichen aus der impliziten Annahme der Rückzahlung der Anleihe im Juni 2016 zu 100% des Nennwerts und der Annualisierung der verbleibenden, sehr kurzen Laufzeit.

Exkurs: Rating-Note

Creditreform Rating hat im Rahmen ihres Monitorings das Unternehmensrating der eno energy GmbH von B (watch) auf CCC (watch) angepasst: „Aufgrund der derzeitigen Sachlage, die Neustrukturierung der Unternehmensfinanzierung betreffend, sehen wir insbesondere hinsichtlich der kurzfristig anstehenden Rückzahlung der Anleihe erhöhte finanzielle Risiken. Mit der geplanten Verlängerung der Laufzeit der Anleihe könnte die Anleihe gemäß den originären Anleihebedingungen nicht fristgerecht bedient werden. Dieses würde einen temporären Ausfall des Unternehmens gemäß unserer Ratingsystematik darstellen. In diesem Zusammenhang bleibt die Entwicklung der eno energy GmbH unter verstärkter Beobachtung, was den Zusatz (watch) erklärt.“

Kapitalmarktkommunikation

Die Transparenz für Kapitalanleger im Jahr 2015 muss trotz des Halbjahresberichts als nicht ausreichend bezeichnet werden. Es besteht kein eigener IR-Verteiler, es kam zu Verspätungen bei Veröffentlichungen und die Einberufung der zweiten Anleihe-Gläubigerversammlung wird seit Monaten erwartet. Weiterhin wurde auch nur unvollständig die Entwicklung des Creditreform-Ratings auf der Website der eno energy wiedergegeben.

Als inhabergeführtes Unternehmen setzt eno energy keine ausreichende Priorität auf die Anforderungen an ein kapitalmarktorientiertes Unternehmen. Dies wird auch deutlich durch das Fehlen einer öffentlichen Krisenkommunikation im Nachgang der Einberufung der ersten Anleihegläubiger-Versammlung. Dies fiel zeitgleich mit der anhaltenden Verhandlung der Umstrukturierung der Bankfinanzierung und des saisonalen Höhepunkts der Geschäftsaktivitäten zusammen. Sicherlich ist im vierten Quartal aufgrund der Saisonalität des Geschäfts das Management stark eingebunden, dennoch darf dies keine Rechtfertigung für die mangelhafte Kommunikation und bislang fehlende Einberufung der zweiten Gläubigerversammlung sein.

Chance-Risiko-Profil Anleihe

Die Rendite der Anleihe ist sehr hoch.

Dies erklärt sich durch die nur bis zum 30. Juni 2016 bestehende Laufzeit und dem aktuellen Kurs von 72,80 Euro. Die Rendite deutet damit auf ein sehr hohes Ausfallrisiko hin. Technisch bedingt bewertet die Ratingagentur Creditreform die Anleihe mit „CCC“ und sieht erhöhte finanzielle Risiken. Begründet wird dies ausschließlich mit der geplanten Verlängerung der Anleihe, nicht mit der Entwicklung der Geschäftsaktivitäten. In der hohen Rendite drücken sich nach Einschätzung von Murphy&Spitz Green Research auch die nicht ausreichende Kommunikation und die derzeit bestehende geringe Transparenz für die Anleger aus.

Dazu im positiven Gegensatz stehen

- die historisch positiven Unternehmenskennziffern für die eno-Gruppe,
- das sehr gute Marktmomentum in den Geschäftsfeldern. Hierzu zählt auch das ausschließlich erfolgsneutral in der Bilanz der eno-Gruppe gezeigte IPP-Geschäft, für das Murphy&Spitz Green Research im Jahr 2015 mit Cash-Mehrerträgen (im Vergleich zum Vorjahr) für die eno-Gruppe im deutlich siebenstelligen Euro-Bereich rechnet.
- die gesunden Relationen bei der Kapitalstruktur und beim Zinsdeckungs- und Verschuldungsgrad.

Die kurzfristig hohen Risiken für die Anleihe-Inhaber können durch folgende Ereignisse und Handlungen signifikant reduziert werden:

- 1) Veräußerung von Assets (Windparks)
- 2) Abschluss von Bankfinanzierungen und/oder Anpassung der Laufzeit der Anleihe
- 3) Verbesserung der Kapitalmarktkommunikation

SWOT-Analyse eno energy



Nachhaltigkeitsbewertung

Windenergie ist eine Erneuerbare Energiequelle, und damit nach menschlichem Ermessen quasi unerschöpflich - anders als fossile Energieträger, deren Vorkommen endlich sind und deren Förderung mit fortschreitender Ausbeutung eines Vorkommens in der Regel technisch anspruchsvoller und kostenintensiver wird. Windkraft wird bereits seit Jahrhunderten zur Kraftübertragung genutzt, heutige „Windmühlen“ wandeln die kinetische Energie des Windes jedoch in elektrischen Strom.

Zum Vergleich der Wirtschaftlichkeit von Stromerzeugungsanlagen können die „Stromgestehungskosten“ herangezogen werden. Nach einer Studie des Fraunhofer ISE rangiert die Onshore-Windenergie mit Gestehungskosten zwischen 0,045 EUR und 0,10 EUR pro kWh und liegt damit je nach Anlagenstandort auf ungefähr gleichem Niveau zu Braunkohle-, Steinkohle-, Gas- und Dampfkraftwerken. Im Vergleich zur Photovoltaik schneiden Onshore-Windenergieanlagen bei den Gestehungskosten günstiger ab. Obwohl bei Offshore-Windenergieanlagen in der Regel bessere Windbedingungen gegeben sind, sind sie im Vergleich zu landgestützten Anlagen deutlich teurer – vor allem bedingt durch die höheren Anforderungen an Material und Technik sowie höhere Erschließungskosten. Nach wie vor bestehen höhere Risiken während des Betriebs von Offshore-Anlagen: Neben größeren Abnutzungserscheinungen durch Korrosion ist vor

allen die Anlagenverfügbarkeit höheren Risiken unterworfen, denn der Zugang ist immer durch die Wetter- und Wellenlage bedingt.

Anders als bei der Gewinnung von Energie aus Verbrennung, entstehen bei der Windenergie keine schädlichen Abgasemissionen.

Insgesamt gesehen besitzen Windkraftanlagen mit ihrer Energiebilanz eines der höchsten Potenziale, fossile Kraftwerke nachhaltig zu ersetzen.

Murphy&Spitz Green Research bewerten Windenergie als wünschenswertes Investment mit positiven Eigenschaften hinsichtlich Natur und Umwelt.

eno energy stellt Windenergieanlagen her, projiziert und betreibt Windparks und fällt somit in die Kategorie Erneuerbare Energien, die als wünschenswertes Anlageziel mit Blick auf die Nachhaltigkeitskriterien definiert sind.

Das Unternehmen bietet Mitarbeitern in Zusammenarbeit mit Krankenkassen Kurse zur Gesundheitsvorsorge an, darunter Massagen, Rückengymnastik, gesunde Ernährung. Zur Vermeidung von Kraftstoffverbrauch ist ein Fuhrpark mit Elektroautos und Elektrofahrrädern eingerichtet, die für Arbeitswege genutzt werden können.

Die Leistungen Entwicklung, Herstellung, Vertrieb, Errichtung, sowie Service und Betrieb sind nach den ISO 9001-Richtlinien für das Qualitätsmanagement zertifiziert.

eno energy eignet sich uneingeschränkt für eine Investition unter Nachhaltigkeitsaspekten.

Disclaimer

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Murphy&Spitz Green Capital AG. Die Murphy&Spitz Green Capital AG bündelt ihre Research-Aktivitäten unter dem Markennamen Murphy&Spitz Green Research.
Ersteller der vorliegenden Unternehmensanalyse: Cristian Kempes, Philipp Spitz, Analysten

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV (historische Einschätzungen):

Nicht-veröffentlicht

B. Zusätzliche Angaben

Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokuments sind die Finanzberichterstattung (Jahres-Geschäftsberichte, Halbjahres- und Quartalsberichte) und Pressemitteilungen der Emittenten.
Darüber hinaus nutzen wir Veröffentlichungen in- und ausländischer Medien wie sie in Informationsdiensten (onvista.de u.a.) sowie in der Wirtschafts- und Fachpresse (bspw. Handelsblatt u.a.) zu finden sind. Mitberücksichtigt werden zum Teil auch Veröffentlichungen von Ratingagenturen sowie weitere Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.
Des Weiteren können zur Erstellung der Unternehmensstudien Gespräche mit dem Management und Investor-Relations-Beauftragten geführt werden.

Erläuterungen zum Zahlenwerk

Für bilanzbasierte Kennzahlen wie Current Ratio oder Eigenkapitalquote werden keine Prognosen gestellt.
Die Eigenkapital-Quote wird aus dem Verhältnis von Eigenkapital zur Bilanzsumme zum Geschäftsjahresende ermittelt. Die Current Ratio (Liquidität 3. Grades) wird aus dem Verhältnis von Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten mit Stichtag zum Geschäftsjahresende ermittelt. Eine Bereinigung nicht-frei verfügbarer Liquidität findet im Ratio nicht statt.

Scoring Wirtschaftlichkeit

Murphy&Spitz Green Research verwendet für die Bewertung der untersuchten Unternehmen ein Research-Ratingsystem, das auf einer Fundamentalanalyse basiert. Basierend auf der prozentualen Veränderung der Zahlen im letzten veröffentlichten, letzten abgeschlossenen und im laufenden Geschäftsjahr werden Punkte gemäß der nachfolgenden Aufstellung berechnet und gewichtet.

Scoring Wirtschaftlichkeit:

Umsatz ggü. Vj.	EBIT ggü. Vj.	Gewinn ggü. Vj.
≤-10%: 0	≤-10%: 0	≤-10%: 0
-9,9% bis -5%: 1	-9,9% bis -5%: 1	-9,9% bis -5%: 1
-4,9% bis 0%: 2	-4,9% bis 0%: 2	-4,9% bis 0%: 2
0,1% bis 5%: 3	0,1% bis 5%: 3	0,1% bis 5%: 3
5,1% bis 10%: 4	5,1% bis 10%: 4	5,1% bis 10%: 4
> 10%: 5	> 10%: 5	> 10%: 5

Für Umsatz-, EBIT- und Gewinnbewertung werden jeweils die Daten für das letzte abgeschlossene und veröffentlichte Geschäftsjahr, die Erwartungen für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr sowie die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr mit dem Vorjahr verglichen.

Risikobewertung:

EK-Quote (%)	Current Ratio	Zinsdeckungsgrad	Verschuldungsgrad (dynamisch)
≤10: 0	≤1: 0	<1: 0	>5: 0
10,1 bis 20: 1	1,0 bis 1,2: 1	1,0-1,5: 1	5,0-4,0: 1
20,1 bis 30: 2	1,3 bis 1,4: 2	1,5-2,0: 2	4,0-3,0: 2
30,1 bis 50: 3	1,5 bis 1,6: 3	2,0-2,5: 3	3,0-2,0: 3
50,1 bis 70: 4	1,7 bis 1,8: 4	2,5-3,0: 4	2,0-1,0: 4
> 70: 5	> 1,8: 5	> 3,0: 5	<1: 5
Gewichtung: 2	Gewichtung: 2	Gewichtung: 1	Gewichtung: 1

Die Bewertungen betrachten jeweils das letzte veröffentlichte Geschäftsjahr.

Bei den kurzfristigen Verbindlichkeiten und beim Current Ratio kann mangels veröffentlichter Daten für Einzelgesellschaften der eno-Gruppe für das Geschäftsjahr 2014 nur die eno energy GmbH betrachtet werden.

Der Current Ratio entspricht dem Umlaufvermögen/kurzfristige Finanzverbindlichkeiten.

Der Zinsdeckungsgrad entspricht dem Ratio EBITDA/Zinsen.

Der dynamische Verschuldungsgrad entspricht dem Ratio Finanzverbindlichkeiten/EBITDA.

Die Punkteskala rangiert von 0 bis 5, wobei 0 die geringste und 5 die höchste Wertigkeit darstellen – die Höchstnote ist demnach 5.

Das Scoring Wirtschaftlichkeit und Risikobewertung setzen sich zusammen aus dem arithmetischen Durchschnitt der gewichteten Punkte in den einzelnen Kategorien.

In einem zweiten Schritt können schwer zu quantifizierende Sachverhalte, die nach Meinung des Analysten eine Berücksichtigung finden müssen, zu Auf- oder Abwertungen des Scorings Wirtschaftlichkeit und der Risikobewertung führen. In diesen Fällen erläutert der Analyst die Gründe der Auf- oder Abwertung.

Rechtshinweis

Murphy&Spitz Green Research hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Murphy&Spitz Green Research arbeitet so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen in Großbritannien weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

Murphy&Spitz Green Research sowie Mitarbeiter können Positionen in einem in dieser Studie erwähnten Wertpapier oder damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenkonflikte

Weder Murphy&Spitz Green Research noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält 1 % oder mehr des Grundkapitals des analysierten Unternehmens;
- war an der einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1 % des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Murphy&Spitz Green Research oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- verwaltet in Wertpapieren (Anleihe), die Gegenstand dieser Studie sind, > 10 % und < 20 %

Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Murphy&Spitz Green Capital AG besteht eine vertragliche Beziehung für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser / Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

Murphy&Spitz Green Capital AG

Riesstraße 2

53113 Bonn

Tel: +49 228 243911 -0

Fax: +49 228 243911 -29