

Asia Power Corporation Ltd.

Stärken und Chancen

- **Diversifiziertes Portfolio:** Asia Power verfügt als Holding über ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio aus den Bereichen Stromerzeugung, Technologie und Consulting und ist insbesondere bei der aussichtsreichen Wasserkraft sehr gut positioniert.
- **Fokussierung auf erneuerbare Energien:** Der weitere Ausbau der Geschäftstätigkeit erfolgt ausschließlich bei Solar-, Wasser- und Windkraftwerken. Aufgrund großer Umweltprobleme weitet China seine Förderung in diesem Bereich massiv aus, wovon das Unternehmen aufgrund der langjährigen Erfahrung überproportional profitieren sollte.
- **Hervorragende Zahlen:** Die Gruppe konnte 2005 bei einem Umsatzwachstum von 14,5 Prozent den Gewinn um 85 Prozent auf 10,1 Mio. SGD steigern. Für die laufende Periode erwarten wir weitere deutliche Zuwächse.
- **Stille Reserven:** In der Bilanz des Unternehmens dürften beträchtliche stille Reserven verborgen sein, die durch Anteilsverkäufe realisiert werden könnten. Mit der kürzlich erfolgten Veräußerung von Shenzhen NARI für ca. 30 Mio. SGD wurde bereits ein Gewinn von 10,7 Mio. SGD erwirtschaftet.
- **Hohes Kurspotenzial:** Unser Bewertungskalkül zeigt einen fairen Wert von 0,305 Euro und damit ein erhebliches Kurspotenzial von 82 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Realisationsrisiko bei Projekten:** Große Projekte im Stromsektor verlaufen oftmals nicht plangemäß, so dass Verzögerungen bei der Realisierung der Investitionspläne nicht ausgeschlossen sind.

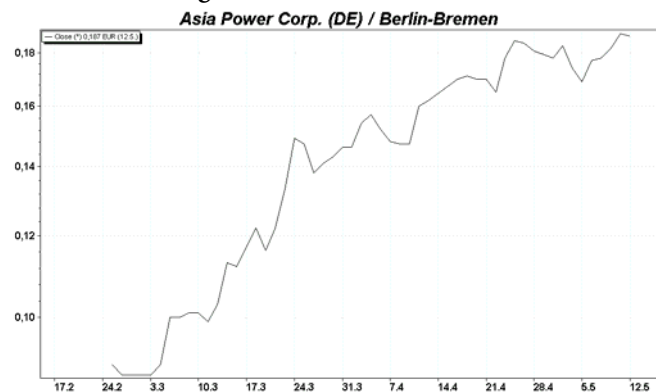
Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 0,168 Euro

Stammdaten

ISIN	SG1H29874838
Branche	Stromversorgung
Sitz der Gesellschaft	Singapur
Internet	www.asiapower.com.sg
Ausstehende Aktien	352,1 Mio. Stück
Marktsegment	Freiverkehr / Mainbord SGX
Marktkapitalisierung	59,2 Mio. Euro
Free Float	ca. 76%

Kursentwicklung



Hoch / Tief (3 Monate)	0,188 Euro / 0,088 Euro
Performance (3 Monate)	91 %
Ø-Umsatz (3 Monate)	ca. 148 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. SGD)	85,6	98,1	115,0	130,0
EpS (Cent)	1,5	2,9	6,7	5,2
Dividende / Aktie (Cent)	0,7	0,9	1,1	1,3
KUV	1,40	1,22	1,04	0,92
KGV	22,0	11,9	5,1	6,6
Dividendenrendite	2,1%	2,6%	3,2%	3,8%

Unternehmensprofil

Fokus auf Stromerzeugung

Die Asia Power Corporation wurde 1997 in Singapur gegründet. Zwei Jahre später erfolgte die Umwandlung in eine Publikumsgesellschaft und die Notierungsaufnahme im SGX Mainboard der Börse Singapur. Seit Februar 2006 ist die Gesellschaft auch im deutschen Freiverkehr gelistet. Das Kerngeschäft des Unternehmens besteht nach eigenen Angaben aus der Errichtung und dem Betrieb von Stromkraftwerken in China. Neben einem Kohlekraftwerk und mehreren Spitzenlastkraftwerken liegt der Investitionsschwerpunkt hier vor allem auf den besonders umweltschonenden Wasserkraftwerken. Als weitere Standbeine bietet das Unternehmen Consultingdienste für Unternehmen der Strombranche an und liefert darüber hinaus Technologie für die Automatisierung der Stromerzeugung. Asia Power ist als Holding organisiert, wobei das operative Geschäft in spezialisierten Tochtergesellschaften und Beteiligungen ausgeführt wird. Einen Überblick über die Konzernstruktur liefert die folgende Tabelle:

Beteiligung	Anteil	Ort	seit	Kapazität	Typ
Heilongjiang AsiaPower Xinbao Heating & Power Company Co.	51%	Heilongjiang	1998	225 MW	Kohlekraftwerk
Changzhou Suyuan Electric Power Co. (Changzhou Plant)	25%	Jiangsu	1999	51 MW	Spitzenlastkraftwerk
Changzhou Suyuan Electric Power Co. (Yangzhou Plant)	25%	Jiangsu	2001	48 MW	Spitzenlastkraftwerk
Changzhou Huayuan Electric Power Co.	25%	Jiangsu	2003	59,6 MW	Spitzenlastkraftwerk
AsiaPower (Neijiang) Hydroelectric Co.	60%	Sichuan	1998	13,5 MW	Wasserkraftwerk
Sichuan Anning River Energy Development Co.	35%*	Sichuan	2002	52 MW	Wasserkraftwerk
Chongqing Yuijankou Hydroelectric Co.	31,6%**	Chongqing	2005	60 MW	Wasserkraftwerk
Asia Power (Leibo) Hydroelectric Co.	n.a.	Sichuan	2005	65 MW	Wasserkraftwerk
Shenzen Nari [am 13.04.2006 mit 10,7 Mio. SGD Gewinn verkauft]	35%	Guangdong	2000	n.a.	Technologie
Shanghai Witlong	33,3%	Shanghai	2003	n.a.	Technologie
Asia Power (ShenZhen)	100%	ShenZhen	2005	n.a.	Consulting
Asia Power (Shanghai)	100%	Shanghai	2002	n.a.	Consulting

Beteiligungsportfolio zum 31.12.05; Quelle: Unternehmensangaben

** Indirekte Beteiligung über Asia Power (Neijiang) Hydroelectric Co.*

***Indirekte Beteiligung über die 82-prozentige Tochter APC Hydro Power (Investment) Pte.*

Konventionelle Kraftwerke

Die größte einzelne Erzeugungseinheit des Unternehmens ist das 225 MW-Kohlekraftwerk in Xinbao in der chinesischen Provinz Heilongjiang, an dem Asia Power seit 1998 mit 51 Prozent beteiligt ist. Das Kraftwerk beruht bereits auf der modernen Kraft-Wärme-Kopplung, bei der neben Strom auch Wärme

und Dampf an die Industrie und die Endverbraucher geliefert werden. Dies ermöglicht einen besonders hohen Wirkungsgrad und in Folge dessen eine überdurchschnittliche Wirtschaftlichkeit. Mit einem Anteil von 45 Prozent an der aktuellen Erzeugungskapazität des Konzerns (Stand Ende 2005) bildet diese Beteiligung ein wichtiges Asset des gesamten Unternehmens. Die weiteren Beteiligungen im Bereich konventioneller Kraftwerke, bestehend aus drei Spitzenlastkraftwerken auf Öl- oder Dieselsbasis, verfügen zusammengerechnet über eine Kapazität von 158,6 MW.

Wasserkraft mit Potenzial

Die Anteile an Wasserkraftwerken repräsentieren mit einer Quote von 24,65 Prozent der aktiven Produktionskapazität bislang zwar noch den kleineren Teil des Portfolios; aufgrund der geringen Grenzkosten bei der Produktion liegt ihr Wertanteil am gesamten Kraftwerkspark aber bereits über 50 Prozent. Darüber hinaus konzentrieren sich die jüngsten Investitionen des Konzerns ausschließlich auf diesen Bereich. Dabei profitiert die Gesellschaft insbesondere davon, dass sie schon seit 1998 ein Wasserkraftwerk betreibt und damit bereits langjährige Erfahrungen mit diesem Erzeugungstyp sammeln konnte. Allerdings handelte es sich hierbei noch um ein vergleichbar kleines Kraftwerk mit einer Kapazität von 13,5 MW. Demgegenüber hatten die Folgeinvestitionen am Anning River (2002) mit 52 MW und in Chongqing (2005) mit 60 MW schon eine deutlich größere Dimension. Das jüngste Projekt in der Provinz Sichuan (Leibo) besteht aus mehreren Wasserkraftwerken mit einer kumulierten Kapazität von 65 MW.

Technologie und Consulting

Das Geschäftsportfolio wird von drei Gesellschaften aus den Bereichen Technologie und Consulting für die Stromwirtschaft abgerundet. Der Schwerpunkt des Technologieproduzenten Shanghai Witlong Electric liegt in der Entwicklung und im Vertrieb von computergestützten Automatisierungssystemen für die Stromerzeugung. Die Consultingunternehmen Asia Power Management Consulting in Shanghai und Shenzhen konzentrieren sich ausschließlich auf die Managementberatung zur Unterstützung des Kraftwerkbetriebs und des Geschäftsaufbaus in China.

Kompetentes Management

Das branchenerfahrene Management des Unternehmens verfügt über eine ausgewiesene Expertise auf dem chinesischen Markt. Für den Vorstand wurden in erster Linie Manager gewonnen, die zuvor in führenden Positionen bei börsennotierten chinesischen Stromerzeugern oder in den Strombehörden der Provinzen gearbeitet haben. An der Spitze des Unternehmens steht CEO Zhang Gangzhu, der zuvor über zehn Jahre bei chinesischen Stromkonzernen tätig gewesen ist.

Markt und Strategie

Explosives Marktwachstum

Die gesamte installierte Stromerzeugungskapazität in China dürfte im Jahr 2005 die Grenze von 500 Tsd. MW überschritten haben. (Quelle: CRI, Radio China International Online, 30. Dezember 2005). Damit ist das Land schon heute der zweitgrößte Strommarkt der Welt hinter den USA. Derzeit wachsen Angebot und Nachfrage jährlich im zweistelligen Prozentbereich. Die Stromerzeugung basiert dabei zu rund zwei Dritteln auf Kohle. Die damit einhergehende starke Umweltverschmutzung sowie die zahlreichen Unglücke in den Kohlebergwerken haben allerdings mittlerweile ein Umdenken innerhalb der politischen Führung eingeleitet und das Paradigma einer Ressourcen schonenden Energieerzeugung zunehmend den Vordergrund gerückt. Trotz höherer Kosten will die Regierung den Kapazitätsausbau hier in Zukunft massiv fördern (Quelle: Schweizer Tagespresse, 23.04.2006). Im Zentrum stehen dabei neben der Atomkraft insbesondere die erneuerbaren Energien wie Solar-, Wasser- und Windkraft.

Immenses Potenzial für Wasserkraft

Das Potenzial für Wasserkraftwerke auf dem chinesischen Markt wird auf über 378 Tsd. MW geschätzt. Damit beherbergt das Land mehr als 16,7 Prozent der weltweiten Nutzungsreserven dieses Energieträgers und liegt international an der Spitze (Quelle: Unternehmensangaben). Eine starke Unterstützung erfährt der Trend zur Erschließung dieser Ressource zudem durch die infolge der Preissteigerungen bei den fossilen Brennstoffen massiv unter Druck geratene Rentabilität konventioneller Kraftwerke. Da die Elektrizitätstarife in China staatlich reguliert sind und damit nicht in gleichem Ausmaß angehoben werden durften, wächst die Attraktivität alternativer Energiequellen. Deren Anteil an der Kapazität steigt deswegen in den letzten Jahren kontinuierlich an. Während die installierte Leistung im Bereich Wasserkraft noch Ende 2003 bei rund 92 Tsd. MW und damit bei 24 Prozent der gesamten Stromerzeugungskapazität lag, stieg ihr Marktanteil bereits im Folgejahr auf 26,3 Prozent. (Quelle: CRI, Radio China International Online, 30. Dezember 2005).

Ausbau der Wasserkraftsparte

Die neue Schwerpunktsetzung der chinesischen Regierung bietet für Asia Power aufgrund der langjährigen Erfahrung mit erneuerbaren Energien ein ideales Investitionsumfeld. Das Unternehmen verfügt über hervorragende Kontakte im chinesischen Markt und kann auf dieser Basis insbesondere den Ausbau der Wasserkraftsparte zügig vorantreiben. Dabei muss das Unternehmen lediglich mit dem Markt mitwachsen, der noch auf Jahre zweistellig zulegen dürfte, da für erneuerbare Energien auch langfristig kein Absinken der Nachfrage zu erwarten ist. Derzeit gilt sogar die gesamte Stromerzeugungskapazität in China noch als knapp, so dass auch die bestehenden konventionellen Kraftwerke gut ausgelastet werden und als Cash-Cows für den weiteren Geschäftsausbau dienen können. Erst ab dem Jahr 2007 oder 2008 könnten die derzeit geplanten Kraftwerksinvestitionen für Überkapazitäten in einigen Provinzen sorgen. Asia Power fokussiert

sich jedoch auf Regionen, in denen dieses Problem keine Rolle spielen sollte. Zudem dürfte die Wasserkraft generell eher als Gewinner aus dieser Entwicklung hervorgehen.

Lukrative Nischen

Um der Konkurrenz durch Branchenschwergewichte wie die China Power Investment Corporation auszuweichen, fokussiert sich Asia Power beim Ausbau seiner Geschäftstätigkeit darüber hinaus auf kleine und lukrative Nischen. Dabei werden die Investitionen im Wasserkraftsektor von den Aktivitäten in den Bereichen Technologie und Beratung flankiert. Für Witlong und das Beratungsgeschäft dürften die Bemühungen um eine bessere und sichere Versorgung für eine auf Jahre ausreichende Nachfrage sorgen.

Geschäftsentwicklung

Investitionsphase

Während die Unternehmensentwicklung zu Beginn dieses Jahrzehnts noch durch eine hohe Investitionstätigkeit geprägt war, kann Asia Power seit 2004 die ersten Früchte der Expansion ernten. Nach einem Rückgang des Jahresüberschusses von 8,3 Mio. SGD auf 2,4 Mio. SGD zwischen 2001 und 2003 erhöhte sich der Nettoertrag im Folgejahr um über 124 Prozent auf 5,5 Mio. SGD. Parallel wuchsen auch die Erlöse um 6,1 Prozent auf 85,6 Mio. SGD. Diese Trendwende ist vor allem deswegen bemerkenswert, weil die bereits weiter oben beschriebene, staatlich administrierte Strompreisbegrenzung sich angesichts steigender Brennstoffpreise gerade im Jahr 2004 margenschmälernd ausgewirkt hat. Asia Power konnte diese schwierigen Rahmenbedingungen allerdings durch einen höheren Stromabsatz bei einigen Tochterunternehmen sowie durch eine besonders positive Entwicklung bei den Technologiebeteiligungen überkompensieren. Ohne die Anlaufkosten für das neue Wasserkraftwerk am Fluss Anning wäre die Ergebnissteigerung sogar noch deutlicher ausgefallen.

Anziehende Dynamik

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 hat sich dieser positive Trend weiter fortgesetzt. Nach dem moderaten Umsatzwachstum in 2004 gelang im letzten Jahr eine deutliche Steigerung der Erlöse um 14,5 Prozent auf 98,1 Mio. SGD. Die höheren Einnahmen sind dabei in erster Linie auf das Flaggschiff der Gesellschaft, das 225 MW-Kraftwerk in Xinbao, zurückzuführen, das von höheren Tarifen für Strom und Wärme profitierte. Zweiter Wachstumstreiber war das Wasserkraftwerk in Neijiang, dessen Stromproduktion im Jahresverlauf deutlich ausgeweitet werden konnte.

Starke Gewinnentwicklung

Der Überschuss wurde erneut überproportional gesteigert und legte um rund 85 Prozent auf 10,1 Mio. SGD zu. Einen entscheidenden Faktor stellten in diesen Zusammenhang die Einnahmen aus assoziierten Unternehmen dar, die um 107,3 Prozent auf 8,5 Mio. SGD zugenommen haben. Zu diesem Anstieg hat mit

1,3 Mio. SGD vor allem das Wasserkraftwerk am Anning River beigetragen, das erst Anfang 2005 die Stromproduktion aufgenommen hat. Der hohe Überschuss im ersten Betriebsjahr verdeutlicht das Potenzial, welches im Ausbau der Wasserkraftwerke steckt. Deutlich überdurchschnittlich fielen darüber hinaus erneut die Profitsteigerungen bei der mittlerweile veräußerten Technologiebeteiligung Nari aus (+2,5 Mio. SGD). Gedämpft wurde der Zuwachs des Nettobeitrags der assoziierten Unternehmen dagegen von Gewinnrückgängen bei den Spitzenlastkraftwerken in Jiangsu.

<i>(Mio. SGD)</i>	<i>GJ 2003</i>	<i>GJ 2004</i>	<i>GJ 2005</i>
Umsatz	80,69	85,63	98,09
EBT	5,97	9,86	11,81
Jahresüberschuss	2,43	5,45	10,14

Geschäftsentwicklung von Asia Power, Quelle: Unternehmensangaben

Windkraftwerkbeteiligung verkauft

Von geringen Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung blieb dagegen ein Engagement in der Windkraftbranche. Im Januar 2005 hat Asia Power die Absicht bekannt gegeben, über das Tochterunternehmen APC Wind Power für rund 7,6 Mio. SGD einen 30 MW-Windpark in China zu entwickeln. Dementsprechend wurden in der ersten Jahreshälfte Investitionen in Höhe von 2,1 Mio. SGD getätigt. Im Jahresverlauf haben sich die Arbeiten an dem Windpark allerdings deutlich verzögert, so dass die plangemäße Realisierung bis Ende 2005 nicht mehr umsetzbar war. Deswegen hat die Gesellschaft in der zweiten Jahreshälfte beschlossen, ihren Anteil von 70 Prozent an APC Wind zu veräußern und die frei werdenden Mittel für Investitionen in Wasserkraftwerke zu verwenden. Bei dem Verkauf der Gesellschaft im September wurde ein Erlös erzielt, der rund 2,3 Mio. SGD über dem Buchwert lag und damit die Kosten des Engagements decken konnte.

Neue Beteiligungen und Projekte

Damit liegt der Focus des Unternehmens derzeit schwerpunktmäßig auf dem Ausbau der Aktivitäten im Bereich der Wasserkraft. Im Dezember konnte die Sparte durch die Beteiligung (31,6 Prozent) an einem 60 MW-Kraftwerk in Chongqing weiter gestärkt werden. Zum Ende des Geschäftsjahres 2005 hielt Asia Power damit Beteiligungen an drei Produktionseinheiten, deren Gewinnanteile sich im letzten Geschäftsjahr auf 2,5 Mio. SGD bzw. 24,8 Prozent des gesamten Konzernergebnisses summierten. Drei weitere Wasserkraftwerke befinden sich derzeit in der Entwicklung. Zu deren Umsetzung wurde zusammen mit Tianli Investment aus Hong Kong im August 2005 das Joint-Venture Asia Power (Leibo) Hydroelectric Corporation gegründet. Da es Tianli allerdings bis zum Januar dieses Jahres nicht gelungen ist, den notwendigen Projektfortschritt zeitplangemäß zu erzielen, wurde für die Projekte mit der Sichuan Xingguan Dianli Kaifa Corporation ein neuer Partner gewonnen und eine neue Projektgesellschaft gegründet.

Leverage für Aktionäre

Der Vorstand hat damit seine Bemühungen um eine Verstärkung der Wachstumsdynamik fortgesetzt. Zu diesem Zweck setzt das Unternehmen nun auch verstärkt Fremdkapital ein. Zuvor hatte Asia Power eine sehr konservative Finanzierungspolitik verfolgt, bei der Ende 2004 noch eine Netto-Cash-Position auf Holdingebene bestand. Im Jahr 2005 sind die konsolidierten langfristigen Verbindlichkeiten zwar von 2 Mio. SGD auf 51,6 Mio. SGD angestiegen, aber auf der Ebene der Muttergesellschaft bestand weiterhin ein saldierter Cash-Überschuss. Darüber hinaus musste die Holding für einen Großteil der in der Konsolidierung erfassten Finanzverbindlichkeiten keine Garantien abgeben, da es sich dabei um klassische, nicht regresspflichtige Projektfinanzierungen für die chinesischen Tochterunternehmen handelt. Eine derart konservative Finanzierungspolitik ist für einen Stromproduzenten mit einem relativ gut kalkulierbaren Einnahmestrom eher ungewöhnlich. Asia Power besitzt ein diversifiziertes Portfolio von Kraftwerken, so dass es möglich erscheint, das weitere Wachstum zum größten Teil über Kredite zu finanzieren. Dabei würde die Holding Darlehen von internationalen Kreditinstituten aufnehmen und als Eigenkapital für weitere Wasserkraftwerksprojekte in China zur Verfügung stellen. Üblicherweise könnten die jeweiligen Projektgesellschaften im Anschluss für jeden Dollar Eigenkapital zwei bis drei Dollar in Form von Bankkrediten von lokalen chinesischen Instituten aufnehmen. Diese gängige Wachstumsstrategie für große, dynamische Versorgungsunternehmen dürfte das weitere Wachstum deutlich beschleunigen. Entwickeln sich die Projekte dabei wie geplant, profitiert der Investor von einem erheblichen positiven Leverage-Effekt.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Asia Power ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 10,4 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,5 Prozent (Rendite 10-jähriger Government-Bonds) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen einer sehr geringen Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Asia Power verfügt als Stromproduzent noch über einen relativ kleinen Kraftwerkspark und befindet sich nach wie vor in der Investitionsphase. Bei Unternehmen mit einem solchen Risikoprofil sehen wir eine etwas höhere Schwankungsanfälligkeit als beim Marktdurchschnitt und ver-

anschlagen deshalb ein Beta von 1,3. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,4 Prozent.

Heterogene Struktur

Da Asia Power als Holding mit eigenständigen Töchtern und Beteiligungen organisiert ist, resultiert das Konzernergebnis aus den Beiträgen der einzelnen Gesellschaften. Die Entwicklung der einzelnen Unternehmen kann dabei sehr unterschiedlich verlaufen. Einerseits unterliegen konventionelle Kraftwerke durch die Brennstoffabhängigkeit ganz anderen Einflussfaktoren als Wasserkraftwerke. Darüber hinaus sind die Aktivitäten in der Stromerzeugung nur bedingt mit denjenigen im Consulting oder bei der Technologieproduktion vergleichbar.

Verschiedene Einflussfaktoren

Im Folgenden werden deshalb die zentralen Einflussfaktoren auf die Gewinnentwicklung einzeln aufgeführt und im Anschluss zu einer Prognose der Jahreszahlen verdichtet.

- Asia Power hat im September das Verteilungsnetzwerk für Wärme und Dampf beim Kraftwerk in Heilongjiang erworben. Dadurch hat das Tochterunternehmen nun die Möglichkeit, unter Umgehung von Zwischenhändlern industrielle Endkunden direkt zu beliefern, was einen von uns geschätzten Ergebnisbeitrag von rund 1,0 Mio. SGD liefern sollte.
- Die Profite der Spitzenlastkraftwerke haben schon 2005 unter den hohen Ölpreisen gelitten. Im laufenden Jahr ist hier keine Entspannung zu erwarten. Wir gehen an dieser Stelle konservativ vor und schätzen eine Verringerung der Gewinne um 0,4 Mio. SGD.
- Das Anning-Wasserkraftwerk hat seine Stromproduktion erst im Januar 2005 aufgenommen und dabei im ersten Halbjahr noch nicht seine volle Produktivität erreicht. Im laufenden Jahr sollten sowohl die Inbetriebnahme weiterer Generatoren, als auch Verbesserungen der Effizienz für ein höheres Ergebnis sorgen. Darüber hinaus hat die 60-prozentige Tochtergesellschaft Neijiang ihren Anteil an Anning im Dezember von 30 auf 35 Prozent aufgestockt. Damit dürfte der Ergebnisbeitrag des Unternehmens selbst unter gleichen Absatzbedingungen im laufenden Jahr deutlich höher ausfallen. In Summe erwarten wir so einen Ergebniszuwachs von rund 2,0 Mio. SGD.
- Die Beteiligung am Wasserkraftwerk in Chongqing wurde erst im September erworben und konsolidiert und ist damit nur für drei Monate in die Gewinn- und Verlustrechnung eingegangen. Die vollständige Erfassung über ein ganzes Geschäftsjahr dürfte 2006 für einen Zuwachs von 0,5 bis 1,0 Mio. SGD sorgen, wobei wir vorsichtshalber lediglich 0,5 Mio. SGD ansetzen.

- Die Technologiebeteiligung Nari wurde im April 2006 verkauft. Während das Unternehmen letztmalig im ersten Quartal einen Gewinnbeitrag von 1 Mio. SGD beigesteuert haben sollte, schlägt der Verkauf mit einem Überschuss von 10,7 Mio. SGD zu Buche. Der insgesamt erzielte Verkaufserlös von ca. 30 Mio. SGD dürfte von Asia Power zügig in Wasserkraftprojekte reinvestiert werden, wobei die Gesellschaft dabei in der Vergangenheit eine Eigenkapitalrendite zwischen 20 und 40 Prozent pro Jahr erwirtschaftet hat. Wir setzen einen Wert von 15 Prozent an und rechnen mit ersten Gewinnen ab September 2006. Im laufenden Geschäftsjahr dürfte daraus ein Überschuss von 1,5 Mio. SGD erwachsen, so dass operativ der Vorjahresgewinn von Nari (2,5 Mio. SGD) gehalten wird, zuzüglich des einmaligen Überschusses aus dem Verkauf über 10,7 Mio. SGD.

Deutlicher Gewinnanstieg in 2006

In Summe kalkulieren wir mit einem Gewinnanstieg aus dem laufenden Geschäft von 2,6 Mio. SGD, zuzüglich eines einmaligen Beitrags aus dem Verkauf von Nari über 10,7 Mio. SGD. Insgesamt dürfte Asia Power damit 2006 einen Überschuss von 23,4 Mio. SGD (+132 Prozent) ausweisen. Angesichts der aufgeführten Verbesserungen in den einzelnen Bereichen erscheint dieser Wert trotzdem noch eher konservativ. Allerdings bleibt auch zu berücksichtigen, dass im laufenden Jahr über ein Joint Venture drei neue Wasserkraftwerke aufgebaut werden, was anteilig zu einer Belastung mit Investitionskosten führt. Darüber hinaus wird sich das aufgenommene Fremdkapital in einer höheren Zinsbelastung niederschlagen.

In 2007 weiteres Wachstum

Die neuen Wasserkraftwerke dürften dafür bereits 2007 ans Netz gehen und für einen weiteren Schub beim Unternehmensgewinn sorgen. Wir erwarten hier einen positiven Gewinnbeitrag über 2,5 Mio. SGD. Darüber hinaus rechnen wir mit einer weiteren Erhöhung der eigenen Anteile an den profitablen Töchtern und Beteiligungen, so dass im laufenden Geschäft erneut von einem Gewinnzuwachs in Höhe von 5,5 Mio. SGD auszugehen ist. Im Anschluss kalkulieren wir zunächst mit einem zweistelligen Umsatzwachstum, welches angesichts der langfristig zu erwartenden Dynamik des Gesamtmarktes problemlos erreichbar sein sollte. Spätestens ab dem Jahr 2009 dürfte allerdings die Knappheit auf dem Strommarkt beseitigt sein, was spürbare Auswirkungen auf die Konkurrenzsituation haben wird. Obwohl diese Entwicklung auf Asia Power eher einen geringen Einfluss haben dürfte, unterstellen wir vorsichtshalber bis zum Ende des Detailprognosezeitraums ein Abschmelzen der Umsatzzuwächse auf 5 Prozent bei einer Zielmarge von immer noch beachtlichen 11 Prozent im Jahr 2013. Die insgesamt hohe Nettorendite in den nächsten acht Jahren erklärt sich teilweise aus Besonderheiten bei der Besteuerung. So sind neu errichtete Wasserkraftwerke zunächst für einige Jahre steuerfrei und müssen im Anschluss lediglich 15 Prozent der Gewinne an den Staat abführen. Ab dem Jahr 2014 kalkulieren wir auf Basis

einer Nettomarge von 10 Prozent mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 %. Gemäß dieser Annahmen stellt sich der folgende modellhafte Geschäftsverlauf ein:

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatz (Mio. SGD)	115,0	130,0	145,5	160,1	176,1	190,2	201,6	211,7
Wachstum		13%	12%	10%	10%	8%	6%	5%
Nettorendite	20,4%	14,0%	13,5%	13,0%	12,5%	12,0%	11,5%	11,0%
Gewinn (Mio. SGD)	23,5	18,2	19,6	20,8	22,0	22,8	23,2	23,3
Gewinnwachstum		-23%	8,0%	5,9%	5,8%	3,7%	1,6%	0,4%

Fairer Wert 0,333 Euro je Aktie

Aus dem so skizzierten Geschäftsverlauf resultiert ein Ertragswert des Unternehmens von 237,4 Mio. SGD. Umgerechnet auf die derzeit umlaufenden 352,1 Mio. Aktien entspricht das einem fairen Wert pro Aktie von 0,67 SGD, bzw. 0,333 Euro – ein Aufwärtspotenzial von fast 100 Prozent.

Peer-Group-Vergleich

Als Ergänzung zu dem so ermittelten Ertragswert des Unternehmens nehmen wir zusätzlich einen Peer-Group-Vergleich vor. Asia Power ist das einzige Stromversorgungsunternehmen, welches im Mainboard der Börse Singapur im Segment Strom/Gas/Wasser gelistet ist. Aus diesem Grund vergleichen wir die Bewertung des Unternehmens mit in China oder Hongkong gehandelten Stromproduzenten, die ebenfalls auf dem chinesischen Markt aktiv sind.

Name	Kurs (Eurocent)	Market Cap (Mio. Euro)	KGV 2005	KGV 2006
Top Energy Co.	18,6	609,3	18,5	
Shen Yang JinShan Thermoelectric	48,5	106,8	26,8	22,1
Wuhan Kaidi Electric Power	58,9	164,9	20,8	
Shanxi Zhangze Electric Power	29,8	329,8	17,5	17,0
Yinzuo Group Co.	73,8	89,5	24,7	
Durchschnitt			21,7	19,6
Asia Power	16,8	59,2	11,9	5,1

Peer-Group, Stand 06.05.2006; Quelle: Bloomberg (mangels Daten für 2006 nur zwei Werte)

Globale Peers

Der globale Bewertungsdurchschnitt der Branche „Elektrizitätsversorger“ findet sich bei Yahoo Finance (<http://biz.yahoo.com/ic/911.html>, 19.05. 2006):

<i>Industriestatistik</i>	
Marktkapitalisierung (USD):	291 Mrd.
KGV:	17,2
KBV:	2,5
Nettomarge:	7,2%
Kurs in Relation zum Free-Cash-Flow:	-42,8
Eigenkapitalrendite:	11,5%
Verschuldungsgrad:	4,1
Dividendenrendite:	3,7%

Das globale Durchschnitts-KGV beträgt derzeit 17,2. Während die Versorgungsunternehmen dabei im Schnitt deutlich größer sind als Asia Power, dürfte der Geschäftsschwerpunkt allerdings vor allem im Bereich der klassischen Stromerzeugung über fossile Energieträger liegen. Damit können die Konzerne zwar sehr stabile Überschüsse erwirtschaften, aber das globale jährliche Wachstumspotenzial liegt eher im einstelligen Prozentbereich. Durch die Ausrichtung auf erneuerbare Energien für den chinesischen Markt bewegt sich Asia Power dagegen in einem explosiven, renditestarken Wachstumssegment und verfügt somit über ein vergleichsweise wesentlich attraktiveres Profil. Damit sollte das Unternehmen eigentlich höhere Bewertungskennziffern aufweisen als die Konkurrenz. Nach den letzten Gewinnsprüngen liegt die Gesellschaft aber auch hier deutlich unter der Peer und hat neben einem erheblich niedrigeren KGV zudem ein geringeres KBV, eine höhere Nettomarge und Eigenkapitalrendite sowie einen geringeren Verschuldungsgrad.

Fairer Wert nach Peer-Group 0,306 Euro je Aktie

Die fünf Vergleichsunternehmen der ausgewählten Peer-Group, deren Kerngeschäft ebenfalls eher im Bereich der fossilen Stromversorgung liegt, sind für 2005 mit einem KGV zwischen 17,5 und 24,7 bewertet, im Folgejahr mit 17,0 bis 22,1. Im internationalen Vergleich erscheinen diese Relationen für Versorgungsunternehmen angemessen. Mit einem KGV von 11,9 (2005) bzw. 5,1 (2006) dürfte Asia Power damit deutlich unterbewertet sein. Zwar ist dabei zu beachten, dass der Verkauf von Nari zu einem Einmaleffekt im laufenden Jahr führt, aber aus der beschriebenen Reinvestition der frei gewordenen Mittel dürfte auch im Folgejahr nur ein unwesentlich geringerer Überschuss resultieren. Ein KGV 2005 in Höhe des Durchschnitts der Peer ergäbe einen fairen Unternehmenswert von 0,619 SGD, bzw. 0,306 Euro je Aktie; unter Verwendung des KGV 2006 ergibt sich sogar ein Kurs von 1,303 SGD, bzw. 0,644 Euro je Aktie. Um hier betont konservativ vorzugehen und auch die geringe Datenbasis für 2006 zu berücksichtigen, sehen wir den ersten Wert als derzeit angemessene Größe für die Bewertungsuntergrenze im Konkurrenzvergleich an.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer Phase starken Wachstums, weswegen sich die Nachfrage nach Elektrizität weiterhin sehr dynamisch entwi-

ckeln wird. Angesichts der stark gestiegenen Preise bei fossilen Brennstoffen und gravierender Umweltprobleme sieht sich die Landesführung dazu veranlasst, zur Deckung dieses steigenden Bedarfs zunehmend erneuerbare Energien zu fördern. In diesem für Stromversorger insgesamt positiven Umfeld sehen wir Asia Power sehr gut positioniert. Das Unternehmen verfügt über ein erfahrenes Management-Team mit besten Kontakten im chinesischen Markt. Gestützt auf moderne konventionelle Kraftwerke, die als Cash-Cows für den weiteren Geschäftsausbau dienen, verfügt das Unternehmen über ein starkes Standbein und eine hohe Expertise im Bereich der zukunftsträchtigen Wasserkraftwerke. Die hier zuletzt getätigten Investitionen sollten sich in den kommenden beiden Jahren deutlich im Ergebnis niederschlagen und zu einem starken Gewinnanstieg im operativen Geschäft führen. Mittelfristig sehen wir Asia Power auf dem Weg zu einem bedeutenden Player im stark wachsenden chinesischen Markt für erneuerbare Energien. Obwohl wir vielfältige Wachstumsoptionen der Gesellschaft noch außer Acht gelassen haben, signalisiert sowohl die Ertragsbewertung als auch der Peer-Group-Vergleich eine erhebliche Unterbewertung. Beide Bewertungsansätze rechtfertigen einen fairen Wert zwischen 0,306 Euro und 0,333 Euro und offenbaren damit ein immenses Kurspotenzial von mindestens 82 Prozent. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir die Aktie von Asia Power zum Kauf.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienen die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2), 4)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.