

Asia Power Corporation Ltd.

Stärken und Chancen

- **Hervorragende Zahlen:** Die Gruppe konnte im ersten Halbjahr 2006 bei einem Umsatzwachstum von 25,7 Prozent den Gewinn um 707 Prozent auf 17,0 Mio. SGD steigern. Für das gesamte Geschäftsjahr erwarten wir einen Überschuss von 24,5 Mio. SGD, woraus ein außerordentlich niedriges KGV 06 von 5,0 resultiert.
- **Erneuerbare Energien vor gigantischem Wachstum:** Asia Power legt den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit auf die Erzeugung von erneuerbarer Energie für den chinesischen Markt und verfügt damit über hervorragende Wachstumsperspektiven. Aufgrund großer ökologischer Probleme forciert die chinesische Regierung den Ausbau der nachhaltigen Energieversorgung, weswegen der Zielmarkt von Asia Power noch auf Jahre zweistellig zulegen dürfte.
- **Diversifiziertes Portfolio:** Als Holding verfügt die Gesellschaft über ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio aus den Bereichen Stromerzeugung, Technologie und Consulting. Im Kraftwerksbereich können die Mittel aus den bestehenden Cash-Cows für den Aufbau neuer Wasserkraftprojekte genutzt werden.
- **Hohes Kurspotenzial:** Unser Bewertungskalkül zeigt einen fairen Wert von 0,374 Euro und damit nach wie vor ein erhebliches Kurspotenzial von rund 115 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 (Unverändert)

Aktueller Kurs 0,174 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	61,2 Mio. Euro
Free Float	ca. 76%

Kursentwicklung



Hoch / Tief (6 Monate)	0,188 Euro / 0,088 Euro
Performance (6 Monate)	97 %
Ø-Umsatz (3 Monate)	ca. 96 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. SGD)	85,6	98,1	125,0	141,3
EpS (Cent)	1,5	2,9	7,0	5,8
Dividende / Aktie (Cent)	0,7	0,9	1,1	1,3
KUV	1,45	1,26	0,99	0,88
KGV	22,7	12,3	5,1	6,1
Dividendenrendite	2,0%	2,6%	3,1%	3,7%

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. In den ersten Jahren nach der Gründung hat Asia Power zunächst ein Portfolio von konventionellen Kraftwerken aufgebaut, z.B. ein großes Kohlekraftwerk sowie mehrere Einheiten für die Spitzenlastversorgung auf Diesel- oder Ölbasis, die nach wie vor einen kontinuierlichen Zahlungsmittelstrom generieren. Zwischen 2001 und 2003 erfolgte dann die Neuausrichtung auf erneuerbare Energien. In diesem Zusammenhang wurde in erster Linie in Wasserkraftwerke investiert, allerdings konnte auch ein Windpark erfolgreich aufgebaut und verkauft werden. 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
Xinbao	51%	Heilongjiang	1998	225 MW	Kohlekraftwerk
Changzhou Suyuan (Changzhou Plant)	25%	Jiangsu	1999	51 MW	Spitzenlastkraftwerk
Changzhou Suyuan (Yangzhou Plant)	25%	Jiangsu	2001	48 MW	Spitzenlastkraftwerk
Changzhou Huayuan	25%	Jiangsu	2003	59,6 MW	Spitzenlastkraftwerk
Neijiang	60%	Sichuan	1998	13,5 MW	Wasserkraftwerk
Anning River (Sankeshu Plant)*	35%	Sichuan	2002	52 MW	Wasserkraftwerk
Chongqing Yuijankou*	31,6%	Chongqing	2005	60 MW	Wasserkraftwerk
Asia Power (Leibo) Hydroelectric Co.	67%	Sichuan	2005	40 MW	Wasserkraftwerk
Jiazhi Technology*	60%	Shenzhen	2006	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
Minderheitsbeteiligung					
Qian Fo	9,3%	Sichuan	2006	102 MW	Wasserkraftwerk
Shi Yang	24,9%	Sichuan	2006	67,5 MW	Wasserkraftwerk

Portfolio operativ tätiger Beteiligungen zum 15.08.06; Quelle: Unternehmensangaben

* Indirekte Beteiligung über andere Töchter

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 40 Prozent an der aktuellen Erzeugungskapazität des Konzerns (Stand Mitte 2006) bildet diese Beteiligung ein wichtiges Asset des gesamten Unternehmens. Die weiteren Beteiligungen im Bereich konventioneller Kraftwerke, bestehend aus drei Spitzenlastkraftwerken, verfügen zusammengerechnet über eine Kapazität von 158,6 MW.

Wasserkraft mit Potenzial

Die Anteile an Wasserkraftwerken repräsentieren derzeit 30 Prozent der aktiven Produktionskapazität von rund 550 MW, während ihr Wertanteil am gesamten Kraftwerkspark aufgrund der geringen Grenzkosten bei der Produktion bereits bei weit über 50 Prozent liegt. 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, in Chongqing (2005) mit 60 MW sowie in der Provinz Sichuan (Leibo, 40 MW) schon eine deutlich größere Dimension. Ein weiterer Quantensprung könnte Asia Power durch den Abschluss einer Vereinbarung mit der Provinzregierung von Yunnan Linchang gelingen. Im Rahmen dieses Vertrages hat Asia Power das Recht bekommen, bis zu 28 Wasserkraftwerke mit einer Gesamtkapazität 202 MW in der Region Linchang City zu errichten. Das maximale Investitionsvolumen der Projekte könnte sich auf 0,24 Mrd. SGD belaufen, wobei Asia Power jeden einzelnen Standort im Anschluss an eine Machbarkeitsstudie ablehnen kann. Wir schätzen, dass höchstens die Hälfte der genannten Standorte realisiert wird. Nichtsdestotrotz wurde auch dies die Wasserkraftkapazitäten von Asia Power deutlich erweitern.

Technologie und Consulting

Das Geschäftsportfolio wird von vier Gesellschaften aus den Bereichen Technologie und Consulting für die Stromwirtschaft abgerundet. Der Schwerpunkt des Technologieproduzenten Shanghai Witlong Electric, der bereits seit 2003 zum Konzern gehört, liegt in der Entwicklung und im Vertrieb von computergestützten Automatisierungssystemen für die Stromerzeugung. In diesem Geschäftsfeld bewegt sich auch der Anbieter Jiazhi, an dem Asia Power im Juni durch die Beteiligung an der Investmentgesellschaft Rich Bvild 60 Prozent erworben hat. Die Anteile an einem weiteren Unternehmen aus diesem Segment, Shenzhen Nari, wurden dagegen im Vorfeld dieser Transaktion mit hohem Gewinn veräußert. Die Consultingunternehmen Asia Power Management Consulting in Shanghai und Shenzhen konzentrieren sich ausschließlich auf die Managementberatung zur Unterstützung des Kraftwerkbetriebs und des Geschäftsausbaus 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 Gang-hu, 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 GW 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: Handelsblatt, 27.06.2006). 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 GW 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 GW 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. Trotz des starken Kapazitätsaufbaus dürfte auch die gesamte Stromerzeugungskapazität in China zunächst weiter knapp bleiben. Nach neusten Berechnungen des Beratungsunternehmens Cap Gemini (Quelle: [Handelsblatt](#), 27.06.06) ist die von der Regierung für 2020 geplante Gesamtkapazität von 950 GW um rund ein Drittel zu niedrig taxiert. Die benötigte Erweiterung beträgt demgemäß bei einem Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 6,5 Prozent pro Jahr etwa 48 GW – dies entspricht rund 40 Prozent der gesamten deutschen Stromerzeugungskapazität. Aufgrund eines neuen Gesetzes zur Förderung der erneuerbaren Energien, bei dem ein zu Deutschland vergleichbares Zuschusssystem aufgebaut wird, sollte die umweltfreundliche Stromerzeugung überproportional von diesem Trend profitieren. Für Asia Power könnte es dabei durchaus von Interesse sein, neben der potenzialträchtigen Wasserkraft auch Standbeine in den Bereichen Wind und Solar aufzubauen, die sich in China noch in einem sehr frühen Marktstadium befinden.

Lukrative Nischen

Um der Konkurrenz durch Branchenschwergewichte wie die China Power Investment Corporation auszuweichen, fokussiert sich Asia Power beim Ausbau seiner Geschäftstätigkeit flankierend auf kleine und lukrative Nischen. Als ideale Ergänzung zum Engagement bei der Stromerzeugung erweisen sich dabei die Aktivitäten in den Bereichen Technologie und Beratung. Vor dem Hintergrund der landesweit zu beobachtenden Anstrengungen um eine bessere und sichere Versorgung dürfte die hierfür zuständigen Töchter Witlong und Jiazhi sowie die Beratungsunternehmen noch auf Jahre auf eine ausreichende Nachfrage stoßen.

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 überkompensie-

ren. 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.

(Mio. SGD)	GJ 2003	GJ 2004	GJ 2005
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

Technologiebeteiligung mit hohem Gewinn veräußert

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres hat sich der Aufwärtstrend weiter beschleunigt. Bis Ende Juni konnte der Konzern den Umsatz um 25,7 Prozent auf 61,8 Mio. SGD steigern. Hauptverantwortlich für den starken Anstieg waren die Zuwächse bei den Kraftwerken am Anning River und in Xinbao, womit sogar ein leichter Rückgang beim Wasserkraftwerk in Neijiang kompensiert werden konnte. Die niedrigen Betriebskosten der Wasserkraftwerke führten dabei zu einem Anstieg der Rohertrags von 7,88 auf 18,75 Mio. SGD, gleichbedeutend mit einer Marge von 30 Prozent (Vorjahr: 16 Prozent). Erheblich ausgeweitet wurden auch die sonstigen operativen Einkünfte. Der Verkauf des 35-prozentigen Anteils am Technologieunternehmen Shenzen Nari brachte für sich genommen einen Ertrag von 11,3 Mio. SGD, so dass der GuV-Posten insgesamt 12,2 Mio. SGD (Vorjahr 0,5 Mio. SGD) erreicht hat.

Nettoergebnis wächst um 707 Prozent

Die Steigerungen bei den Kosten blieben dagegen deutlich unterproportional. So konnte insbesondere durch den mittlerweile erreichten hohen Anteil der Wasserkraft an den Erzeugungskapazitäten der Anstieg der Umsatzkosten auf 4,3 Prozent (auf 43,06 Mio. SGD) begrenzt werden. Unter dem Strich resultierte aus der Geschäftsentwicklung eine massive Steigerung des Nettoergebnisses (nach Abzug von Minderheitsanteilen) von 2,1 auf 17,0 Mio. SGD, ein Zuwachs von 707 Prozent.

Neue Beteiligungen und Projekte

Die durch den Shenzhen Nari-Verkauf frei gewordenen Mittel werden vom Management vor allem in den Bereich Wasserkraft reinvestiert. Dazu wurden bereits Anfang Juni Minderheitsbeteiligungen an zwei weiteren Kraftwerksbetreibern eingegangen: Gegen Zahlung von 40 Mio. Yuan (ca. 8 Mio. SGD) erwarb Asia Power Anteile über 24,9, resp. 9,3 Prozent an den Gesellschaften Shi Yang (Kapazität: 67,5 MW) und Qian Fo (102 MW). Im Rahmen der Transaktion wurde mit den Verkäufern teilweise eine Mindestverzinsung von 15 Prozent für Asia Power vereinbart werden, so dass sich aus den beiden Beteiligungen direkt ein Beitrag zum Konzerngewinn ergibt. Wesentlich mehr Vorlauf benötigt ein neues Wasserkraftwerk (19,5 MW) am Nayu Rivers in der Provinz Yunnan, das gemeinsam mit dem Alteigentümer der Technologietochter Jiazhi errichtet wird. Bei dem derzeit größten Projekt – den maximal 28 Einheiten in der Region Linchang City – dürfte sich das avisierte Volumen in Kürze weiter konkretisieren, wenn die Machbarkeitsstudien zum Abschluss gebracht wurden.

Starke Bilanz und finanzielle Flexibilität

Die damit einhergehenden hohen Investitionen dürften Asia Power vor keine Finanzierungsprobleme stellen. Nach wie vor ist die Gesellschaft auf Holdingebene nahezu schuldenfrei. Für den konsolidierten Konzern bestehen per Ende 2005 zwar langfristige Verbindlichkeiten über 51,6 Mio. SGD, die allerdings ausschließlich den Töchtern zugerechnet werden können und zumeist langfristige Darlehen von chinesischen Banken für Kraftwerksprojekte darstellen. Daher kann Asia Power durch Kreditaufnahme bei der Dachgesellschaft noch erheblich wachsen, ohne etwa auf eine weitere Eigenkapitalfinanzierung zurückgreifen zu müssen. 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 veranschlagen 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. Beispielsweise 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 2005 das Verteilungsnetzwerk für Wärme und Dampf beim Kraftwerk in Heilongjiang erworben. Dadurch besteht 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 2005 unter den hohen Ölpreisen gelitten. In der Zwischenzeit wurden die Anlagen auf das billigere Erdgas umgestellt. Hier besteht nun Potenzial für Gewinnsteigerungen; für das laufende Jahr setzen wir aufgrund der Umrüstkosten allerdings keinen Zuwachs an. Weitere Einbußen sind allerdings auch nicht zu erwarten.

- Das Anning-Wasserkraftwerk hat seine Stromproduktion erst im Januar 2005 aufgenommen und dabei im ersten Halbjahr noch nicht seine volle Produktivität erreicht. Wie schon das erste Halbjahr 2006 verdeutlicht, sorgt nun sowohl die Inbetriebnahme weiterer Generatoren, als auch die Verbesserung der Effizienz für ein höheres Ergebnis. Darüber hinaus hat die 60-prozentige Tochtergesellschaft Neijiang ihren Anteil an Anning im Dezember letzten Jahres 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 2,5 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 0,65 Mio. SGD ansetzen.
- Die Technologiebeteiligung Nari wurde im April 2006 verkauft. Nachdem das Unternehmen im ersten Quartal noch voll erfasst wurde, dürfte auf Gesamtjahresbasis ein Gewinnbeitrag von ca. 2,5 Mio. SGD bei den assoziierten Gesellschaften fehlen, während der Verkauf mit einem Überschuss von 11,3 Mio. SGD zu Buche schlägt.
- Für den 60-prozentigen Anteil an Jiazhi, in den ein Teil der Finanzmittel aus dem Nari-Verkauf Anfang Juni reinvestiert wurden, steht Asia Power im laufenden Jahr eine vereinbarte Mindestausschüttung von 0,84 Mio. SGD zu.
- Bei den Minderheitsbeteiligungen Shi Yang und Qian Fo wurde eine Mindestverzinsung von 15 Prozent auf das eingesetzte Kapital vereinbart. Für 2006 sollte sich daraus ein Gewinnbeitrag von mindestens 0,6 Mio. SGD ergeben.

Deutlicher Gewinnanstieg in 2006

In Summe sollte der Gewinnanstieg aus dem laufenden Geschäft rund 3,1 Mio. SGD betragen. Hinzu kommt der einmalige Beitrag aus dem Verkauf von Nari über 11,3 Mio. SGD, so dass der gesamt Konzerngewinn sich dieses Jahr auf 24,5 Mio. SGD (+143 Prozent) belaufen dürfte. Angesichts der aufgeführten Verbesserungen in den einzelnen Bereichen erscheint dieser Wert trotzdem noch eher konservativ. Allerdings bleibt auch zu berücksichtigen, dass im laufenden Jahr mehrere neue Wasserkraftwerke aufgebaut werden, was anteilig zu einer Belastung mit Investitionskosten führt. Darüber hinaus wird sich das im Rahmen von Akquisitionen 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. Durch die zuletzt getätigten Investments stehen der Holding zudem garantierte Ausschüttungen über 1,68 Mio. SGD (Jiazhi) sowie 1,2 Mio. SGD (Shi Yang und Qian Fo) zu, so dass für das nächste Geschäftsjahr erneut von einem Gewinnzuwachs in Höhe von 6,5 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. Ab dem Jahr 2011 senken wir die Zuwachsraten auf ein einstelliges Niveau. Hinter diesem Schritt steht eine sehr konservative Vorgehensweise, da der geschilderte Energiebedarf in China ein zweistelliges Wachstum im gesamten Detailprognosezeitraum nahe legen würde. Unser Modell unterstellt damit beim Unternehmen geringere Steigerungsraten als beim gesamten Strommarkt – angesichts der starken Positionierung bei aussichtsreichen neuen Energien eine überaus vorsichtige Annahme. Auch bei der Nettorendite nehmen wir erhebliche Abschläge vor. Nachdem der Wert im laufenden Jahr durch den Nari-Verkauf außerordentlich hoch ausfallen dürfte, sehen wir für 2007 einen immer noch sehr beachtlichen Wert von 14,4 Prozent, den wir sukzessive bis auf 11 Prozent im Jahr 2013 reduzieren. Die insgesamt hohe Nettorendite in den nächsten 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 Prozent. Gemäß dieser Annahmen stellt sich der folgende modellhafte Geschäftsverlauf ein:

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatz (Mio. SGD)	125,0	141,3	158,2	174,0	191,4	206,7	219,1	230,1
Wachstum		13%	12%	10%	10%	8%	6%	5%
Nettorendite	19,6%	14,4%	14,0%	13,5%	13,0%	12,1%	11,5%	11,0%
Gewinn (Mio. SGD)	24,5	20,3	22,1	23,5	24,9	25,0	25,2	25,3
Gewinnwachstum		-17%	8,9%	6,1%	5,9%	0,5%	0,7%	0,4%

Fairer Wert 0,374 Euro je Aktie

Aus dem so skizzierten Geschäftsverlauf resultiert ein Ertragswert des Unternehmens von 266 Mio. SGD. Umgerechnet auf die derzeit umlaufenden 352,1 Mio. Aktien entspricht das einem fairen Wert pro Aktie von 0,76 SGD, bzw. 0,374 Euro – ein Aufwärtspotenzial von rund 115 Prozent. Der Verkaufserlös von Shenzhen Nari wurde in diesem Modell lediglich als einmaliger Ertrag erfasst. Allerdings entspricht es dem Ansatz von Asia Power, laufend weitere Beteiligungen einzugehen, und nach einem Ausbau der Geschäftstätigkeit mit Gewinn wieder abzustoßen. Dementsprechend sind hier noch weitere Erträge zu erwarten.

ten, die jedoch aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit nicht berücksichtigt wurden.

Globale Peers

Der globale Bewertungsdurchschnitt der Branche „Elektrizitätsversorger“ findet sich bei [Yahoo Finance](#) (Stand 16.08. 2006):

<i>Industriestatistik</i>	
Marktkapitalisierung (USD):	335 Mrd.
KGV:	16,4
KBV:	2,4
Nettomarge:	7,5%
Kurs in Relation zum Free-Cash-Flow:	-31,5
Eigenkapitalrendite:	11,8%
Verschuldungsgrad:	3,5
Dividendenrendite:	3,4%

Das globale Durchschnitts-KGV beträgt derzeit 16,4. 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.

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Wie von uns erwartet konnte Asia Power im ersten Halbjahr 2006 den Gewinn auf 17,0 Mio. SGD drastisch steigern. Für das Gesamtjahr erwarten wir nun einen Wert von 24,5 Mio. SGD, der damit 142,6 Prozent über dem starken Resultat aus 2005 liegen dürfte. Auch wenn in den Folgejahren keine weiteren, ertragreichen Beteiligungsverkäufe stattfinden würden – wovon wir nicht ausgehen – sehen wir das Unternehmen damit bei weitem nicht am Ende der Gewinn- und Wachstumsdynamik angekommen. Dank massiver Förderung erneuerbarer Energien sollte der chinesische Markt noch auf lange Frist dynamisch wachsen und Asia Power so diverse weitere Optionen eröffnen. Trotz einer starken Kursperformance sind diese Perspektiven bei einem KGV 07 von 6,1 in keinsten Weise eingepreist. Wir bekräftigen daher unser Kaufurteil und sehen eine faire Bewertung erst bei einem Kurs von 0,76 SGD, resp. 0,374 Euro.

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 dienten 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>
23.05.2006	0,168 Euro	Kaufen

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 Studiererstellung 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: 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.