

## Global EcoPower S.A.

### Stärken und Chancen

- **Sehr aussichtsreicher Markt:** Dank der neuen Förderpolitik schickt sich Frankreich an, zu den führenden Photovoltaik-Nationen aufzuschließen. Dementsprechend soll sich Branchenexperten zufolge die Menge der jenseits des Rheins jährlich neu installierten Stromerzeugungskapazität aus Solarkraftwerken in nur wenigen Jahren vervielfachen.
- **Volle Projektpipeline:** Als einer der First Mover will Global EcoPower von dieser Entwicklung profitieren und zu einem der führenden Anbieter aufsteigen. Bereits heute verfügt das Unternehmen über eine prall gefüllte Projektpipeline, deren Realisierung schon dieses Jahr Umsätze im mittleren zweistelligen Millionenbereich ermöglichen dürfte.
- **Vielversprechende Kooperation:** Im Rahmen eines Joint Ventures mit einem spanischen Anbieter sollen in den nächsten drei Jahren Photovoltaikkraftwerke mit insgesamt 120 MW Kapazität errichtet werden.

### Schwächen und Risiken

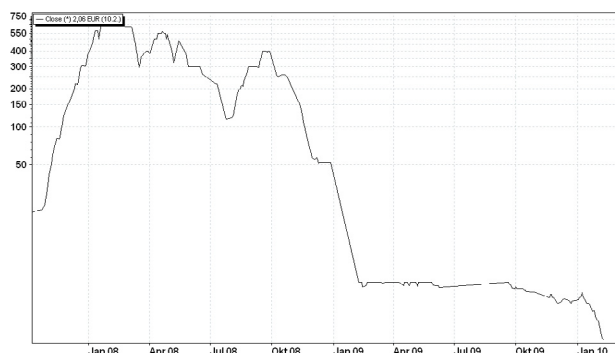
- **Sehr frühes Unternehmensstadium:** Ungeachtet aller Potenziale handelt es sich hier um ein Start-up, das derzeit noch keine Erlöse erzielt.
- **Eigenkapital notwendig:** Um die geplanten Projekte zu realisieren, braucht die Gesellschaft kurzfristig bis zu 10 Mio. Euro an Eigenkapital.

Geschäftsjahr	2010e	2011e	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	25,0	45,0	67,5	91,1	CAGR Umsatz 10 (e)-13 (e)	53,9%
Umsatzwachstum		80,0%	50,0%	35,0%	CAGR EBIT 10 (e)-13 (e)	73,3%
EBIT (Mio. Euro)	4,4	9,6	16,2	23,1	CAGR EpS 10 (e)-13 (e)	93,9%
EBIT-Marge	17,8%	21,3%	24,0%	25,3%		
EpS	0,06	0,14	0,28	0,42	Enterprise Value (Mio. Euro)	-
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	-
KUV	1,39	0,77	0,52	0,38	EV / Umsatz 10 (e)	-
KGV	27,9	11,1	5,7	3,8	EV / EBIT 10 (e)	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	-

\*auf Basis der unterstellten verwässerten Aktienzahl von 21,8 Mio. Stück

## Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

**Kursziel** **3,82 Euro**  
Aktueller Kurs 1,60 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (Paris)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	4,50	4,91	5,90
Tief (Euro)	2,06	2,06	2,06
Performance	-58,0%	-58,2%	-65,1%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	4.025	3.098	6.775

### Stammdaten

ISIN / WKN	FR0010519082 / A0NBFN
Branche	Solar
Sitz der Gesellschaft	Aix-en-Provence
Internet	www.global-ecopower.com
Ausstehende Aktien	15,1 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Januar 2010
Marktsegment	Open Market
Marktkapitalisierung	24,2 Mio. Euro
Free Float	ca. 20,0 %

## Unternehmensprofil

### *Fokus auf Solarkraftwerke*

Global EcoPower S.A. ist eine Ende 2008 gegründete, in Aix-en-Provence in der Nähe von Marseille ansässige Gesellschaft, die ihren Fokus auf die Entwicklung, den Bau und den Betrieb von Photovoltaikkraftwerken richtet. Geleitet wird das Unternehmen von einem Team, das mit dem börsennotierten Windparkentwickler Theolia bereits eine ähnliche Start-up-Konzeption umgesetzt und am Markt eingeführt hat. Geographisch konzentriert sich Global EcoPower (GEP) auf den französischen Markt, derzeit liegt der Schwerpunkt der Aktivitäten im sonnenreichen Süden des Landes. Die GEP-Aktie ist in Paris börsennotiert, seit Januar wird sie auch im Open Market in Frankfurt gehandelt.

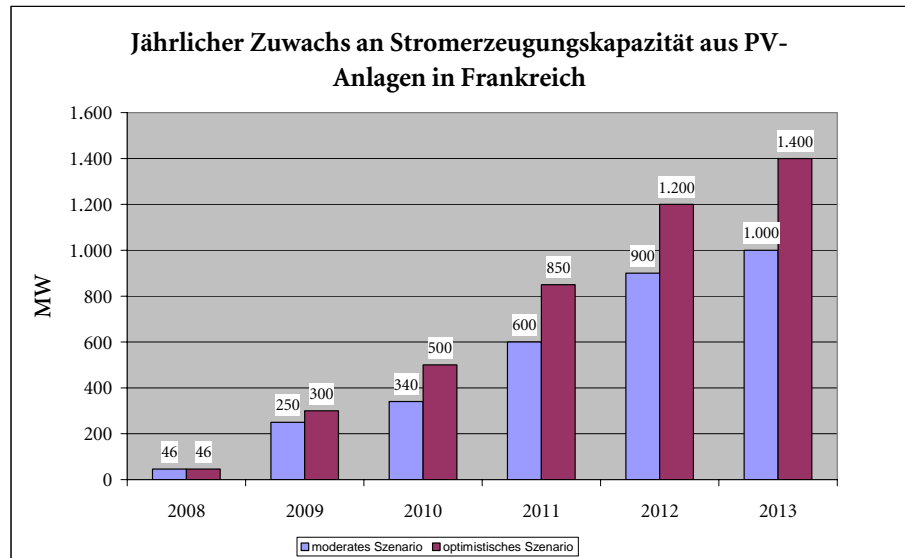
### *Geschäftsmodell*

Die eigenen Aktivitäten beschränken sich dabei auf die Projektentwicklung und -begleitung, die ausführenden Tätigkeiten werden an Subunternehmen delegiert. So gehören Identifikation und Akquise geeigneter Standorte ebenso zum GEP-Kerngeschäft wie die Durchführung entsprechender Machbarkeitsanalysen und das Einholen aller notwendigen Genehmigungen. Auch die Planung und die Konzeptionierung der Kraftwerke, der Einkauf der Komponenten und die Beauftragung und Beaufsichtigung von ausführenden Baufirmen zählt das Unternehmen zu seinen Kernaufgaben. Last but not least liegen sämtliche Finanzierungsfragen im Verantwortungsbereich von GEP. Grundsätzlich strebt die Gesellschaft eine Fremdkapitalquote von 80 Prozent an, wobei aber die Projekte jeweils separat über entsprechende Zweckgesellschaften durchgeführt und finanziert werden sollen. Dadurch soll die Partnergewinnung wie auch die Aufnahme von Mischkapital (Mezzanine-Darlehen) erleichtert werden. Hinsichtlich der Vermarktung ist es vorgesehen, rund die Hälfte der Projekte an Dritte zu veräußern und den Rest in Eigenregie zu betreiben.

### *Attraktiver Markt*

Mit der Konzentration auf Frankreich adressiert GEP einen Markt, der gerade gegenüber Deutschland erhebliche Vorteile aufweist. Denn neben den deutlich attraktiveren Sonneneinstrahlungswerten (bis zu 30 Prozent mehr als hierzulande) und dem bestehenden Nachholpotenzial bietet Frankreich seit diesem Jahr eine sehr attraktive Förderpolitik, die entsprechende Investitionen im hohen Maße berechenbar und lukrativ macht. So umfasst das an die deutsche Regelung angelehnte Förderinstrumentarium eine Einspeiseverpflichtung für die Netzbetreiber sowie für 20 Jahre garantierte Einspeisesätze. Diese liegen nicht nur um bis zu 25 Prozent über den deutschen Tarifen, sondern sind auch inflationsgeschützt. Vor diesem Hintergrund prognostizieren die Marktexperten der European Photovoltaic Industry Association (EPIA) dem französischen Photovoltaiksektor in den nächsten Jahren ein rasantes Wachstum. Selbst in einem moderaten Szenario soll sich die jährliche neu installierte Leistung von 46 MW im Jahr 2008 auf 1 GW im Jahr 2013 verzwanzigfachen, optimistische Schätzungen sehen

sogar Potenzial für einen Anstieg auf 1,4 GW in vier Jahren (siehe nachfolgende Abbildung).



Quelle: EPIA; ab 2009 Schätzungen

## Geschäftsentwicklung

### *Volle Projektpipeline*

In diesem Umfeld will Global EcoPower zu einem der führenden Anbieter von Solarstrom in Frankreich aufsteigen. Zu diesem Zweck plant die Gesellschaft, bis 2016 Kraftwerke mit einer kumulierten Kapazität von 1.000 MW zu errichten, was ausreichen würde, um 4,3 Mio. Haushalte mit Elektrizität zu versorgen. Bereits heute verweist das Unternehmen, das bislang noch keine nennenswerten Umsätze generiert, auf eine Projektpipeline von 36 Vorhaben mit einer Gesamtfläche von über 600 ha und einer Kapazität von 270 MW. Allerdings benötigt GEP zur Realisierung dieser Projekte noch Eigenkapital in Höhe von 10 Mio. Euro.

### *Vielversprechende Kooperation*

In diesen Projektzahlen noch nicht enthalten sind die Kraftwerke, die im Rahmen einer Ende Januar beschlossenen Kooperation mit T-Solar aus Spanien errichtet werden sollen. Das Unternehmen entwickelt und betreibt Photovoltaikkraftwerke auf der iberischen Halbinsel und in Italien und will zusammen mit GEP nun den französischen Markt erschließen. Anders als die Franzosen, haben die Spanier aber bereits 28 fertige Projekte vorzuweisen, mit einer Gesamtkapazität von 143 MW. Weitere 14 Anlagen (davon acht in Italien) stehen kurz vor der Fertigstellung. Zusammen planen die Partner, in einem Joint-Venture innerhalb der nächsten drei Jahre Photovoltaikkraftwerke mit insgesamt 120 MW Kapazität zu errichten.

## Bewertung

### *Ertragswertmodell*

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

### *Diskontierungszins nach CAPM 16 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,7 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen einer geringen Korrelation der GEP-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Und hier spricht die aus dem Projektcharakter des Geschäftsmodells sowie aus dem frühen Unternehmensstadium resultierende Volatilität der Erlöse für einen deutlichen Risikoaufschlag. Sollte sich das Geschäft wie geplant entwickeln und das Unternehmen zukünftig tatsächlich einen signifikanten Teil der Erlöse aus dem Stromverkauf zu gesetzlich festgelegten Tarifen generieren, würde sich das Risikoprofil aber deutlich reduzieren. Im Moment halten wir aber noch ein Beta von 2,5 für angemessen, woraus sich ein Diskontierungssatz von 16 Prozent ergibt.

### *Orientierung an Unternehmensplänen*

In Anbetracht des frühen Unternehmensstadiums und in Ermangelung anderer Anhaltspunkte, die sich bei etablierteren Gesellschaften aus deren Historie und Track Record ergeben, orientieren wir uns bei unseren Schätzungen an den vom Unternehmen vorgelegten Planzahlen. Allerdings nehmen wir deutliche Abschläge vor, da wir das geplante Szenario zwar für erreichbar halten, aber nur bei einem reibungslosen Geschäftsverlauf. Aufbauend auf der Grundannahme, dass die erforderliche Eigenkapitalzuführung zeitnah gelingt und dass die Gesellschaft damit die geplanten Projekte umsetzen kann, erwarten wir für die laufende Periode bereits Umsätze von 25 Mio. Euro (hauptsächlich aus Kraftwerksverkäufen) und ein positives Ergebnis von 1,25 Mio. Euro. Hiervon ausgehend, unterstellen wir für die Folgejahre dynamische Zuwächse von bis zu 80 Prozent p.a., mit anfänglich überproportionalen Gewinnsteigerungen. Als Zielmarge nehmen wir ab 2013 10 Prozent vom Umsatz an. In Summe stellt sich das Schätzgerüst wie folgt dar:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>25,0</b>	<b>45,0</b>	<b>67,5</b>	<b>91,1</b>	<b>113,9</b>	<b>136,7</b>	<b>157,2</b>	<b>172,9</b>
Erlöswachstum		80%	50%	35%	25%	20%	15%	10%
Nettorendite	5,0%	7,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>1,25</b>	<b>3,15</b>	<b>6,08</b>	<b>9,11</b>	<b>11,39</b>	<b>13,67</b>	<b>15,72</b>	<b>17,29</b>
Gewinnwachstum		152%	93%	50%	25%	20%	15%	10%

**Fairer Wert 3,82 Euro je  
Aktie**

Zusätzlich wurde für die Periode ab 2017 eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent p.a. unterstellt. Insgesamt resultiert aus diesen Annahmen ein Unternehmenswert in Höhe von 83,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 3,82 Euro, wobei wir hierfür bereits eine Verwässerung um die neu auszugebenden Anteilscheine vorgenommen haben. Auf Basis der Annahme, dass die Platzierung zum Preis von 1,50 Euro gelingt, haben wir mit 6,7 Mio. neuen Papieren und infolgedessen mit einer Gesamtaktienzahl von 21,8 Mio. kalkuliert. Selbst mit dieser starken Ausweitung, die sich bei einem höheren Platzierungspreis deutlich ermäßigen würde, signalisiert unser Schätzmodell eine potenzielle Unterbewertung von rd. 58 %.

**Fazit**

**Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“**

Als Entwickler und Betreiber von Photovoltaikkraftwerken in Frankreich will sich Global EcoPower zu einem der führenden Anbieter in einem äußerst attraktiven Markt aufschwingen. Denn durch die Kombination aus noch geringer Verbreitung von Solarkraftwerken, günstigen klimatischen Voraussetzungen und einer sehr großzügigen Förderung dürfte Frankreich nach Prognosen von Branchenexperten in relativ kurzer Zeit zu den führenden Photovoltaik-Nationen aufschließen. Bisher konnte das Management, das eine vergleichbare Geschäftsidee bereits im Bereich der Windkraft realisiert hat, schon ein großes Projektportfolio akquirieren, aus dem, die erfolgreiche Akquise des noch notwendigen Eigenkapitals vorausgesetzt, bereits in der laufenden Periode Erlöse im zweistelligen Millionenbereich und ein positives Ergebnis resultieren könnten. Auch die jüngst verkündete Kooperation mit T-Solar verspricht eine rasche Ausweitung der Geschäftsaktivitäten. Aus der Abwägung zwischen diesen Chancen und Potenzialen einerseits und dem sehr frühen Unternehmensstadium und der damit verbundenen Unsicherheit andererseits resultiert unsere Einschätzung als ein „spekulativer Kauf“, mit einem potenziellen Wert von 3,82 Euro je Aktie.

## 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

**Telefon:** + 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](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

## 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 Rupert Stöger M.A. (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung \_\_\_\_\_ Kurs bei Veröffentlichung \_\_\_\_\_ Anlageurteil  
(keine)

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: (keine)**

## Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.