

Company Report

Datum der Veröffentlichung: 30.05.2006

Activa Resources AG Rohstoffe

[> Click here for Disclaimer](#)

Gas-Turbo mit kontrolliertem Risiko

Rating (12 Monate):

Kaufen seit 16.06.2005

Letzte Ratingänderung: keine
Kursziel: €133,0 (55,0)
 seit: 30.05.2006
Kurs (29.5.2006; 16:59): €49,00 EUR
 Hoch/Tief 52 W: €75,05 / 20,05
 Nächstes Research: n.a.

Wichtige Kennzahlen (Geschäftsjahr per 31.12.)

in Mio. EUR	2004	2005e	2006e
Liquide Mittel	1	4	2,2
Bilanzsumme	1	4	19,4
Langfristige Verbindlichkeiten	0	0	7,8
Eigenkapital	1	4	11,6
Zahl der Aktien in Mio.	0,604	0,822	1,1
Eigenkapital pro Aktie	1,64	4,87	12,76

1 EUR = 1,27 USD



Quelle: www.cortalconsors.de

Analyst: Curtis Schneekloth, CFA

- Finanzanalyst -

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-30

Email: curtis.schneekloth@midas-research.de

Basisdaten

Zahl der Aktien: 822.000
 (verwässert: 931.200)
 Börsenwert: 40.278.000 EUR
 Streubesitz: 39%
 Reuters-Symbol: NXIG.F
 WKN: 747137
 ISIN: DE0007471377
 Börsen: Frankfurt
 Ø Tagesumsatz 3 M: 4.519 Aktien
 Info: www.activaresources.com/

Seit unserer Kauf-Empfehlung vor fast einem Jahr sind die Aktien von *Activa Resources* in der Spitze um bis zu 77% gestiegen. Unser ursprüngliches Kursziel wurde deutlich übertroffen, jedoch sind die Aktien seither etwas zurückgekommen. Inzwischen hat das Unternehmen stark expandiert, sodass die Grundlage unserer ursprünglichen Empfehlung verändert wurde. Eine neue Analyse ist erforderlich: *Activa Resources* hat sich auf die Entwicklung und Förderung von Erdöl-, aber jetzt vor allem Erdgas-Vorkommen im Süden der USA spezialisiert. *Activa* generiert nun mit seinen produzierenden Quellen Gewinn, der durch den Anschluss immer neuer Quellen ausgebaut wird. Alleine diese Projekte haben u.E. einen Wert von 60 Mio. EUR und reichen aus, um den gesamten Börsenwert des Unternehmens von 40 Mio. EUR zu rechtfertigen. Gestützt auf seine profitablen Quellen hat Activa neue, ambitionierte Projekte in den geologischen Formationen Barnett und Fayetteville Shale begonnen. Diese Projekte versechsfachen die potenziell förderbare Ressource des Unternehmens auf 236,9 Bcf Erdgas (Marktwert von 1,3 Mrd. EUR). Alle Bewertungsmethoden zeigen eine bedeutende Unterbewertung von *Activa* auf, auch bei pessimistischen Annahmen, wie keiner Förderung aus Barnett und Fayetteville Shale, Erdgaspreisen von 4 USD pro Mcf und einem Diskontierungszins von 20%. Für das Basis-Szenario haben wir einen Unternehmenswert von 133 EUR pro Aktie errechnet (Kursziel). Wir sehen für die Aktien von Activa Resources nur geringes Risiko und ein hohes Potenzial – geringes Risiko, weil der aktuelle Aktienkurs vollständig durch das Kerngeschäft abgesichert ist, und hohes Potenzial wegen der Projekte auf Barnett und Fayetteville Shale.

Company Report

Activa Resources vs. Beworbene, Kleine Öl- und Gas-Unternehmen

Bevor wir *Activa Resources* näher betrachten, wollen wir auf die massive Promotion von kleinen Öl- und Gas-Unternehmen eingehen, wie sie derzeit in Deutschland stattfindet. Einer der Gründe hierfür ist der hohe Öl- und Gaspreis, der selbst kleinen Unternehmen aus der Branche die Aufmerksamkeit von Investoren verschafft. Jedoch zeigt eine nähere Betrachtung, dass viele dieser Unternehmen ein relativ hohes Risiko bei einem begrenzten Wachstumspotential aufweisen. Kriterien, anhand derer zwischen diesen Unternehmen und Unternehmen mit einer soliden Geschäftstätigkeit mit geringem Risiko wie *Activa Resources* unterschieden werden kann, sind:

Activa Resources		Beworbene Kleine Öl- und Gas-Unternehmen
Öl- und Gas-Quellen fördern jetzt	im Gegensatz zu	keine produzierenden Quellen
es werden Gewinne generiert		Gewinne treten irgendwann in der Zukunft auf
diversifiziertes Projekt-Portfolio		nur ein oder zwei Projekte
gründliche Prüfung neuer Projekte		kein eingerichtetes, kontinuierliches Prüfungsverfahren
an Risiko angepasste Projektinvestitionen		“Investment in Projekte mit hohem Potenzial” (Risiko)
Management ist bedeutender Aktionär		geringfügige oder keine Management-Beteiligung
Fokus auf geringe Betriebskosten		Tätigkeit hängt von hohem Öl- und Gaspreis ab
Börsennotierung in Deutschland		Notierung Over-the-Counter (OTC), TSX, usw.

Neben diesen Kriterien kann man überbewertete Unternehmen auch an ihrer hohen Marktkapitalisierung pro potenzieller Ressourceneinheit erkennen: *Star Energy Corp.*: 0,61 USD pro Mcf (Tausend Kubikfuß Erdgas), *ONA Exploration Inc.*: 1,81 USD pro Mcf, *Foothills Resources Inc.*: 0,52 USD pro Mcf (geschätzt, möglicherweise nicht repräsentativ). Im Gegensatz dazu: *Activa Resources*: 0,22 USD pro Mcf.

Unternehmensprofil

Activa Resources AG ist ein Rohstoff-Unternehmen mit Sitz in *Bad Homburg* in *Deutschland*, das sich auf die Entwicklung und Förderung von Erdöl- und vor allem Erdgas-Vorkommen spezialisiert hat.



Die gesamte Geschäftstätigkeit erfolgt durch die Tochtergesellschaft *Activa Resources Ltd.* aus *San Antonio* in *Texas* in den *USA*. Die Projekte von *Activa Resources* befinden sich in den *US-Staaten Texas, Arkansas* und *Louisiana* (siehe Karte). Die Projekte lassen sich in drei Gruppen unterteilen:

- Projekte auf dem Fayetteville Shale (72% des Förderpotenzials, 0% der aktuellen Förderung)
- Projekte auf dem Barnett Shale (17% des Förderpotenzials, 0% der aktuellen Förderung)
- Andere Projekte (11% des Förderpotenzials, 100% der aktuellen Förderung)

Company Report

Zusammenfassung der Projekte

Geologische Formation/US-Staat/Landposition/Joint Venture Partner/Anteil von Activa Resources/Anschlusskosten pro Quelle	Zahl potenzieller Quellen (85% Landnutzung, 1 Quelle pro 100 acre)	Förderbares Erdgas insgesamt (brutto 1,3 bis 3 (durchschn. 2,2) Bcf pro Quelle)	Anteil von Activa Resources an förderbarem Öl und Gas
Fayetteville Shale (Arkoma Basin)/Arkansas/44.000 acre geleased (brutto)/Hallwood Energy/25%-Anteil an Kosten (working interest), 20%-Anteil am Verkaufserlös (net revenue interest)/2,1 bis 2,5 Mio. USD	374	822,8 Bcf	164,6 Bcf Erdgas
Barnett Shale (Dallas Fort Worth Basin)/Texas/15.000 acre geleased/Lewis Energy Group/25%-Anteil an Kosten (working interest), 20%-Anteil am Verkaufserlös (net revenue interest)	127	279,4 Bcf	55,9 Bcf Erdgas
Mehr als 17 weitere Projekte in Texas und Louisiana mit 13 fördernden Quellen und mehreren aktuell gebohrten Quellen; Förderung im März: 20.000 Mcf Erdgas und 600 Barrel Öl für einen Umsatz von 150.000 bis 160.000 USD	n.a.	n.a.	16,4 Bcf Erdgas und 2,3 Mio. Barrel Öl
Insgesamt	501	1.102,2 Bcf	236,9 Bcf Erdgas und 2,3 Mio. Barrel Öl

Bcf = Milliarde Kubikfuß, Mcf = Tausend Kubikfuß, 1 Kubikfuß = 0,028 m³, 1 acre = 4.047 m²
 Quelle: Activa Resources, eigene Berechnungen

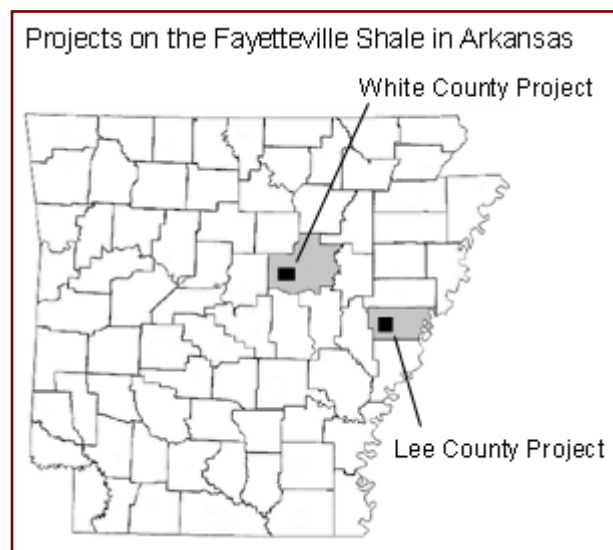
Auf der Grundlage der Ressourcen in der Tabelle, einem Erdgaspreis von 7 USD pro Mcf und einem Erdölpreis von 60 USD pro Barrel hat Aktivas Öl und Gas in den Quellen einen Marktwert von 1,7 Mrd. USD (1,3 Mrd. EUR) an Erdgas und 138 Mio. USD (109 Mio. EUR) an Erdöl.

Das Projekt Fayetteville Shale

Das Projekt *Fayetteville Shale* ist das wichtigste Projekt von *Activa Resources* gemessen am Förderpotenzial von 164,6 Bcf Erdgas verglichen mit 72,3 Bcf für alle anderen Projekte des Unternehmens.

Fayetteville Shale wird als nächste Entdeckung einer großen, Erdgas produzierenden geologischen Formation nach *Barnett Shale* gehandelt.

Das Projekt ist ein Joint Venture zwischen *Activa Resources* (25%-Anteil an den Kosten = working interest und 20%-Anteil an den Verkaufserlösen = net revenue interest) und *Hallwood Energy* aus *Dallas in Texas*. Das Joint-Venture-Projektgebiet umfasst 180.000 acre, von denen bis jetzt 44.000 acre von *Hallwood* zur Ausbeutung geleased sind. Weitere 100.000 acre können potenziell geleased werden. Unter der Annahme, dass dieses zusätzliche Land auch produktiv ist, erhöht sich das Förderpotenzial von 164,6 Bcf (siehe Tabelle oben) auf 538,7 Bcf bzw. auf ein Umsatzpotenzial von 3,8 Mrd. USD (3 Mrd. EUR) alleine für dieses Projekt.



Company Report

Joint-Venture-Partner *Hallwood Energy* ist der Betreiber des Projekts und ein führendes Unternehmen im Bereich der Entwicklung unkonventioneller Erdgas-Vorkommen. *Hallwood Energy* hat bereits ein vergleichbares Projekt im Bezirk *Johnson County* auf dem *Barnett Shale* in *Texas* entwickelt und dabei mehr als 1 Mrd. USD an Wert generiert. Im *Fayetteville Shale* plant *Hallwood Energy* diesen Erfolg zu wiederholen, wobei die geologischen Daten teilweise sogar besser sind als im *Johnson County*. Für die Entwicklung seines gesamten *Fayetteville-Shale*-Projekts (derzeit sind 200.000 acre geleased), wovon auf das Joint Venture 44.000 acre entfallen, plant *Hallwood Energy* ca. 400 Mio. USD (315 Mio. EUR) auszugeben. 50 Mio. USD (39 Mio. EUR) wurden durch das Unternehmen bereits investiert, um Bohrrechte zu erwerben.

Activas Vereinbarung mit *Hallwood Energy* erstreckt sich auf *Activas* Anteil an den Leasing-Kosten und die Bohrung von zwei Test-Quellen mit ersten Kosten für *Activa* von ca. 6 Mio. USD (5 Mio. EUR). Der Start der Bohrung der Test-Quellen ist in den kommenden sechs bis acht Wochen geplant. Die Bohrergebnisse werden verwendet, um das Gebiet für die weitere Entwicklung zu prüfen. Der folgende Förderplan wurde von *Activa* zur Verfügung gestellt und beschreibt die weitere, geplante Entwicklung der Erdgas-Förderung des Projektes. Es wurde angenommen, dass 30% der Bohrungen kein förderbares Erdgas enthalten. Wir haben mögliche Verzögerungen berücksichtigt, indem wir von keiner Produktion aus diesem Projekt in 2006 ausgegangen sind.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Activas Anteil an der Förderung von Erdgas aus dem Fayetteville Shale in Mcf	1.591.459	3.182.918	4.774.377	4.296.939	3.867.245	3.480.521
Marktwert bei 7 USD pro Mcf in USD	11.140.213	22.280.426	33.420.639	30.078.573	27.070.715	24.363.647

Die Ergebnisse der ersten beiden Bohrungen werden genauere Hinweise auf das Potenzial dieses Projekts geben. Falls die Ergebnisse den Erwartungen entsprechen, hätte der Aktienkurs allen Grund, die unten errechnete Bewertung zu erreichen.

Das Projekt Barnett Shale

Die geologischen Formationen *Barnett Shale* und *Fayetteville Shale* sind ähnlich und liegen auf dem gleichen geologischen Gürtel/Trend. Die Projektvereinbarungen von *Activa* auf den beiden Formationen sind ebenfalls ähnlich: *Activa* trägt einen Anteil von 25% an den Kosten und erhält 20% der Verkaufserlöse. Folgender Förderplan wurde von *Activa* bereitgestellt:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Activas Anteil an der Förderung von Erdgas aus dem Barnett Shale in Mcf	734.688	1.469.377	2.938.753	2.938.753	4.408.130	4.408.130
Marktwert bei 7 USD pro Mcf in USD	5.142.816	10.285.639	20.571.271	20.571.271	30.856.910	30.856.910

Wir haben mögliche Verzögerungen bei diesem Projekt berücksichtigt, indem wir für 2006 keine Förderung angenommen haben. Am 25. April gab *Activa* bekannt, dass sein Joint-Venture-Partner *Lewis Energy* mit der Bohrung der ersten Quelle in *Jack County* in *Texas* begonnen hat. Eine zweite Test-Bohrung wird anschließend niedergebracht. Beide Bohrungen werden bis ca. 6.000 Fuß Tiefe geführt. Sie werden die Schichten *Marble Falls*, *Gunsight*, *Ellenburger* und *Barnett Shale* prüfen. Bohrergebnisse werden innerhalb von 30 Tagen erwartet und zur weiteren Entwicklung des Gebietes verwendet.

Company Report

Produktion von „weiteren Projekten in Texas und Louisiana“

Activa Resources hat kontinuierlich ein Portfolio aus mehr als 17 Projekten in Texas und Louisiana aufgebaut mit einer **monatlichen Förderung von ca. 20.000 Mcf Erdgas und 600 Barrel Erdöl**. Die **Projekte generieren einen operativen Gewinn** für das Gesamtunternehmen (siehe Finanz-Ergebnisse weiter unten). *Activa Resources* hat einen detaillierten Förderplan für die Projekte vorgelegt:

Projektgruppen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Erdöl in Barrel							
Adams Ranch	6.807	11.520	18.432	25.805	33.546	40.255	40.255
Bennet, AKG, Hogg	7.058	8.271	12.407	12.407	11.166	10.050	9.045
Geneva, Double 7, Eagle Lake	5.789	13.669	20.504	20.504	18.453	16.608	14.947
Loma, Hidalgo Frio	296	5.150	7.726	11.588	15.065	15.065	13.558
Mongoose, 4 County Program	2.434	24.770	37.155	55.733	83.599	100.319	100.319
Gesamte Ölförderung	22.384	63.380	96.224	126.037	161.829	182.297	178.124
Marktwert bei 60 USD pro Barrel in USD	1.343.040	3.802.800	5.773.440	7.562.220	9.709.740	10.937.820	10.687.440
Erdgas in Mcf							
Adams Ranch	100.881	209.155	418.311	585.635	761.325	913.590	913.590
Bennet, AKG, Hogg	117.542	312.887	469.330	469.330	422.397	380.157	342.141
Geneva, Double 7, Eagle Lake	71.431	260.057	390.086	390.086	351.077	315.969	284.372
Loma, Hidalgo Frio	171.740	449.960	899.820	1.349.880	1.214.892	1.093.403	984.063
Mongoose, 4 County Program	9.206	71.969	143.937	215.906	194.315	174.884	157.395
Gesamte Erdgasförderung	470.800	1.304.028	2.321.484	3.010.837	2.944.006	2.878.003	2.681.561
Marktwert bei 7 USD pro Mcf in USD	3.295.600	9.128.196	16.250.388	21.075.859	20.608.042	20.146.021	18.770.927

Profitabilität/Ergebnisse/Finanz-Status

Activa Resources fördert derzeit Erdöl in drei Projektgruppen und Erdgas in vier Projektgruppen in Texas. **Der monatliche Umsatz beträgt ca. 150.000 bis 160.000 USD und der operative Gewinn 60.000 USD**. *Activa Resources* hat seinen Geschäftsbericht für 2005 noch nicht veröffentlicht. Nichtsdestotrotz hat *Activa* eine relevantere, vereinfachte Gewinn- und Verlustrechnung für 2006 zur Verfügung gestellt. Diese Angaben beziehen sich auf die US-Tochtergesellschaft und sind auf der Grundlage eines Gaspreises von 7 USD pro Mcf (derzeit eher 6 USD) erstellt. Entsprechend haben wir die Prognosen für das 1., 3. und 4. Quartal wie folgt vermindert, auch um mögliche Verzögerungen zu berücksichtigen:

in USD	1. Quart. 2006	2. Quart. 2006	3. Quart. 2006	4. Quart. 2006
Umsatz	435.433	565.125	1.350.000	1.486.342
Förderaufwendungen	-74.277	-45.565	-129.017	-277.633
Abschreibungen	-70.517	-52.134	-141.359	-274.592
Brutto Marge	290.639	467.426	1.079.624	934.117
Verwaltungsaufwendungen	-192.087	-230.993	-228.074	-223.874
Operativer Gewinn	98.552	236.433	851.550	710.243
Zinsaufwendungen	14.000	-172.550	-172.550	-172.550
Explorationsaufwendungen	0	-25.500	-25.500	-25.500
Gewinn vor Einkommensteuern	112.552	38.383	653.500	512.193
Einkommensteuer	0	0	0	0
Gewinn (Net Profit)	112.552	38.383	653.500	512.193

Company Report

Die wichtigen Schlussfolgerungen daraus sind: **1. Das Unternehmen generiert Gewinne. 2. Der Gewinn wächst schnell. 3. Die Verwaltungsaufwendungen sind geringer als 100.000 USD pro Monat bzw. geringer als 1 Mio. USD pro Jahr, was ebenfalls zum geringen Risiko des Unternehmens beiträgt.**

Unternehmensgeschichte

Die Ursprünge von *Activa* finden sich in der *TNG Capital Invest AG*, einer börsennotierten Mantelgesellschaft, die von einer Gruppe internationaler Investoren unter Führung von *Leigh A. Hooper* 2004 aufgekauft wurde. Das Unternehmen wurde in *Activa Resources AG* Ende 2004 umbenannt. Am 1. Januar 2005 kaufte das Unternehmen 100% der Anteile an *Activa Resources, Ltd.* aus *San Antonio* in *Texas* in den *USA*. Zum Zeitpunkt des Kaufs verfügte die US-Gesellschaft über ein Portfolio aus Bohrrechten, aber keine fördernden Quellen. Inzwischen erfolgt die gesamte Geschäftstätigkeit des Unternehmens über die US-Tochtergesellschaft. *John W. Hayes* wurde im Juni 2005 zum Managing Director von *Activa Resources, Ltd.* ernannt. Seit Dezember 2004 hat *Activa Resources AG* ca. 15 Mio. EUR am deutschen Kapitalmarkt aufgenommen, um seine Bohrprogramme zu finanzieren. Dieses wurde in der zweiten Jahreshälfte 2005 erfolgreich begonnen.

Management

Activas Management Team setzt sich aus nur drei Schlüsselpersonen zusammen. Diese schlanke Management-Struktur ist ein wesentlicher Pluspunkt im Vergleich zu anderen Unternehmen ähnlicher Größe, denn sie stellt sicher, dass *Activa* nur **geringe administrative Aufwendungen** hat. Das Team ist erfahren und so strukturiert, dass ein optimales Wachstum von *Activa* erreicht werden kann.

Leigh A. Hooper, CEO von Activa Resources AG

Herr Leigh A. Hooper (41) ist Gründungsmitglied und Anteilseigner der *Activa Resources AG*. Er ist ein **erfahrener Financier von zahlreichen Öl- und Gas-Förderprojekten** in den Vereinigten Staaten und verfügt über ein profundes Wissen über die amerikanische Öl- und Gasindustrie. Durch seine **frühere Tätigkeit im Investmentbanking bei Merrill Lynch und Barclays Bank** besitzt er ebenfalls langjährige Erfahrung auf dem europäischen Kapitalmarkt. Als Alleinvorstand von *Activa Resources AG* vereint er in idealer Weise diese Fähigkeiten, um das Unternehmen zu einer erfolgreichen, neuen Öl- und Gasfördergesellschaft aufzubauen. Leigh A. Hooper hat den Abschluss eines BA (Hons) in Business Administration der *University of Plymouth Business School*.

John W. Hayes, General Manager von Activa Resources, Ltd.

Herr Hayes (46) ist seit **mehr als 22 Jahren in der Erdöl- und Erdgas-Branche** tätig. Zu seinen Fachgebieten zählen das Land-Management, Betriebsleitung und Finanzierung. Er verfügt über ein wertvolles Kontaktnetz und über hohes Ansehen in der Öl- und Gas-Branche und ist in mehreren Branchenverbänden engagiert. Er verfügt auch über eine solide Ausbildung und Karriere im Bereich Land-Management und Finanzen. Er war verantwortlich für Bohrungen und Investitionen von über 100 Millionen USD. Zuvor arbeitete er für *Aminex USA, Inc.*, wo er den Bereich Operations in den USA leitete. Auch hatte er **mehrere leitende Positionen in verschiedenen unabhängigen Öl- und Gas-Unternehmen** inne. Derzeit ist er Mitglied des *Supervisory Committee* der *San Antonio Federal Credit Union*, einem Finanzdienstleister mit einer Bilanzsumme von 1,9 Milliarden USD, und verantwortet bereits in zweiter Amtszeit (je zwei

Company Report

Jahre) als *Commissioner* des *City of San Antonio/Bexar County Bond Oversight Board* mehr als 600 Millionen USD an anleihenfinanzierten Bauprojekten.

Doug Coyle, Leitender Geologe von Activa Resources, Ltd.

Douglas Coyle schloss die *Texas A&M University* mit dem Grad eines Bachelor of Science ab und absolvierte danach zahlreiche Weiterbildungen in den Gebieten Geologie und Geophysik. Während seiner 17-jährigen Tätigkeit für *Exxon Corporation* stellte Douglas Coyle sein Talent im Aufspüren von Öl- und Gasvorkommen mehrmals erfolgreich unter Beweis. Sein Geschick in der Integration von Daten, sein ausgeprägtes Verständnis von und Fachwissen über klassische Reservoirs sowie sein fundiertes Hintergrundwissen in Geophysik und Geologie waren hierfür entscheidend. Herr Coyle arbeitete von 2000 bis 2004 als Exploration Manager für *Aminex USA, Inc.*, wo er die Bereiche Exploration und Development auch für die Partner von *Aminex* verantwortete.

Aktionärsstruktur

- 26% Management
- 20% Strategische Investoren
- 15% Deutsche institutionelle Investoren (geschätzt)
- 39% Streubesitz

Bewertung

Wir haben verschiedene Herangehensweisen benutzt, um *Activa Resources* zu bewerten.

I. Überschlagsmethode „Wert der Ressource abzüglich Förderkosten“

Alleine auf Basis der Projekte *Fayetteville* and *Barnett Shale* mit ihrem Ressourcen-Potenzial in der Tabelle auf Seite 3, schätzen wir den Wert der Projekte wie folgt:

$(1.102.200.000 \text{ Mcf förderbares Ressourcenpotenzial} \times 6 \text{ USD/Mcf Verkaufspreis} \times 20\% \text{-Anteil am Verkaufserlös} - ((2 \text{ Mio. USD Anschlusskosten pro Quelle} + 15 \text{ Jahre} \times 10.000 \text{ USD Betriebskosten pro Quelle}) \times 501 \text{ Quellen} \times 25\% \text{-Kostenanteil}) \times (1 - 35\% \text{ Steuersatz}) / (1 + 10\% \text{ Diskontierungszins})^{10 \text{ Jahre bis zur durchschnittlichen Förderung}} = 264 \text{ Mio. USD bzw. } 207 \text{ Mio. EUR}$

In Worten: Die potenziellen 1.102,2 Bcf Erdgas auf den Joint-Venture-Gebieten werden zur Produktion gebracht und für 6 USD pro Mcf verkauft. Vom Verkaufserlös erhält Activa den net revenue interest von 20%. Vom Verkaufserlös sind die Produktionskosten für die erforderlichen 501 Quellen von je 2 Mio. USD Bohr- und Fertigstellungskosten einmalig und 10.000 USD Betriebskosten pro Jahr für einen Betriebszeitraum von 15 Jahren abzuziehen. Activa trägt 25% dieser Kosten. Der sich ergebende Gewinn wird mit 35% besteuert. Weil der Gewinn in der Zukunft liegt, ist sein Wert in der Gegenwart zu bestimmen durch Abzinsen mit üblichen 10% über 10 Jahre. Dabei wird angenommen, dass die Hälfte des gesamten Gewinns innerhalb von 10 Jahren realisiert wird und die andere Hälfte danach. Das Ergebnis ist der Wert der Projekte.

Einige Annahmen stammen aus der Tabelle auf Seite 3; 1 EUR = 1,27 USD

Mit dieser sehr vereinfachenden Bewertung, in der auch viele Bewertungsparameter notwendigerweise subjektiv festgelegt worden sind, erhalten wir einen Wert von 207 Mio. EUR für die Projekte *Barnett* und *Fayetteville Shale*. Hinzu kommt der Wert der anderen Projekte in *Texas* und *Louisiana*, der unten als Ertragswert im pessimistischen Szenario berechnet wurde, von 60 Mio. EUR, um einen Unternehmenswert von 267 Mio. EUR zu erhalten. Im Vergleich zur derzeitigen Marktkapitalisierung von 40 Mio. EUR ist das eine Steigerung von 590%.

Company Report

Der relevante Erdgaspreis für *Activa Resources* ist ungefähr 95% des *Henry-Hub*-Preises minus 0,90 USD pro Mcf Transportkosten. Am 25. April lag der *Henry-Hub*-Preis bei 7,36 USD pro MMBtu (MMBtu = Million British Thermal Units, eine Einheit für Energie). Ein MMBtu entspricht ca. dem Brennwert von 1 Mcf. Tatsächlich enthält das Erdgas von *Activa* mehr als 1 MMBtu pro Mcf, jedoch verwenden wir die Standard-Umrechnung. Also ist der relevante Erdgaspreis für *Activa Resources* ca. 6,09 USD pro Mcf.

II. Ertragswertverfahren

In der folgenden Tabelle ist ein sehr detaillierter Plan über die einzelnen Umsatz- und Kostenkomponenten zusammengefasst, der im Kern von *Activa Resources* zur Verfügung gestellt wurde (Basis-Szenario). Der Plan basiert auf dem Förderplan für die einzelnen Projekte. Für das Jahr 2006 haben wir das geförderte Erdgas vermindert, um mögliche Verzögerungen zu berücksichtigen. Es wurde auch angenommen, dass 30% der Quellen kein Erdgas fördern. Zentrale Annahmen dieser Prognose sind in jedem Fall erfolgreiche Test-Bohrungen und eine anschließende zügige Inbetriebnahme der Quellen auf dem Barnett und Fayetteville Shale.

in USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ab 2012
Ölverkäufe in Barrel	22.384	63.381	96.223	126.036	161.829	182.296	178.124
Ölpreis	50	50	50	50	50	50	50
Gasverkäufe in Mcf	400.000	3.630.175	6.973.878	10.723.966	10.179.699	11.153.379	10.570.213
Gaspreis (vor Transportkosten)	7	7	7	7	7	7	7
Umsatz	3.919.200	28.580.275	53.628.296	81.369.562	79.349.343	87.188.453	82.897.691
Förderaufwendungen	491.893	5.005.247	9.816.185	14.441.775	14.309.481	15.584.001	14.824.050
Abschreibungen	516.002	2.673.640	8.044.246	12.205.437	11.902.404	13.078.270	12.434.654
Brutto Marge	2.911.305	20.901.388	35.767.865	54.722.350	53.137.458	58.526.182	55.638.987
Verwaltungsaufwendungen	861.029	1.026.516	1.126.678	1.246.180	1.379.041	1.535.443	1.722.742
Operativer Gewinn	2.050.276	19.874.872	34.641.187	53.476.170	51.758.417	56.990.739	53.916.245
Zinsaufwendungen	517.650	1.435.942	1.962.750	690.200	690.200	230.067	0
Explorationsaufwendungen	102.000	102.000	119.000	131.000	167.000	221.000	302.000
Gewinn vor Einkommensteuern	1.430.626	18.336.930	32.559.437	52.654.970	50.901.217	56.539.672	53.614.245
Einkommensteuer	0	0	6.511.890	10.530.998	10.180.247	11.307.937	10.722.849
Gewinn (Net Profit)	1.430.626	18.336.930	26.047.547	42.123.972	40.720.970	45.231.735	42.891.396
Diskontierungszins	15%						
Ertragswert	252.702.935						

Wir erhalten einen Unternehmenswert (als Ertragswert) von 253 Mio. USD bzw. 199 Mio. EUR. Verglichen mit dem derzeitigen Börsenwert von 40 Mio. EUR ist dies fast eine Verfünfachung.

Sensitivitätsanalyse I: Veränderung von Gaspreis und Diskontierungszins

Die folgende Tabelle zeigt, wie sich der Unternehmenswert in Abhängigkeit vom Preis für Erdgas und dem Diskontierungszins verändert. Die Spanne der Parameter ist so festgelegt, um die Auswirkung möglichst realistischer Veränderung in den Parametern zu verdeutlichen.

Company Report

Sensitivitätsanalyse für den Unternehmenswert

in Mio. EUR	Diskontierungszins		
	10%	15%	20%
Erdgaspreis in USD pro Mcf			
4	124	80	57
5	187	120	87
6	248	159	115
7	309	199	144
8	372	239	173
9	433	279	202

Wir sehen, dass die derzeitige Marktkapitalisierung von 40 Mio. EUR sogar noch unter dem Unternehmenswert liegt, der resultierte, wenn man sehr pessimistische Werte für den Gaspreis (4 USD pro Mcf) und für den Diskontierungszins (20%) verwendet.

Sensitivitätsanalyse II: Veränderung des Fördervolumens (pessimistisches Szenario)

Falls die neuen Quellen auf den Projekten *Barnett* und *Fayetteville Shale* gar kein Erdgas produzieren sollten, könnte *Activa Resources* immer noch Gewinn generieren, und zwar mit den anderen Projekten (siehe Seite 4 ff. für den Förderplan).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ab 2012
Gewinn (Net Profit)	1.430.626	8.594.426	8.828.604	11.888.520	12.357.074	12.792.279	11.967.888
Diskontierungszins	15%						
Ertragswert	76.489.474						

Sogar in diesem pessimistischen Szenario läge der Unternehmenswert immer noch bei 76 Mio. USD bzw. bei 60 Mio. EUR und damit wesentlich über dem aktuellen Börsenwert von 40 Mio. EUR.

Aufgrund der Plausibilität und der Sorgfalt der Planungen von *Activa Resources* sind wir überzeugt, dass die Wahrscheinlichkeit für das Eintreffen des Basis-Szenarios viel höher ist als für das pessimistische Szenario. Nichtsdestotrotz zeigt uns das pessimistische Szenario, dass die Gefahr eines Verlustes mit der Aktie beschränkt ist.

Weiteres Wachstumspotential für das Unternehmen

Verschiedene Faktoren erhöhen den fundamentalen Unternehmenswert weiter, wurden aber nicht in die Berechnung oben mit einbezogen:

- Die Erweiterung der geleasten Landposition auf dem Projekt Fayetteville Share um 100.000 acre, wie auf Seite 3 in Aussicht gestellt, würde den fundamentalen Unternehmenswert um das Dreifache erhöhen.
- Es besteht die Möglichkeit, dass der Preis für Erdgas dramatisch steigt. Ursache hierfür wäre insbesondere ein globaler Wirtschaftsaufschwung, insbesondere in Asien, gepaart mit stagnierender Erdgas-Förderung und einer allgemeinen Umstellung auf Erdgas wegen der höheren Energie-Effizienz (z.B. Transport und Heizen). Ein Erdgas-Preis von 15 USD pro Mcf ließe den fundamentalen Unternehmenswert auf 661 Mio. USD bzw. 520 Mio. EUR steigen (andere Parameter aus dem Basis-Szenario bleiben unverändert).

Company Report

- Weitere Projekte mit hohem Potenzial, über die das Unternehmen derzeit verhandelt, würden ebenfalls den Unternehmenswert weiter erhöhen.

Wert pro Aktie

Um den berechneten Unternehmenswert zu verwirklichen, muss *Activa Resources* viele weitere Bohrungen durchführen. Um diese zu finanzieren, wird das Unternehmen neue Aktien und/oder Derivate zum Kauf von Aktien emittieren müssen, was zu einer Verwässerung für die Aktionäre führt. Es ist schwierig, die endgültige Zahl der Aktien vorherzusagen, die daraus resultieren wird, denn die Zahl der neu ausgegebenen Aktien hängt u.a. vom Kurs der alten Aktien zum Zeitpunkt der Ausgabe ab. Die Zahl der Aktien ist derzeit 822.000 (verwässert: 931.200). Diese könnte sich u.E. möglicherweise im Rahmen des skizzierten Förderplanes auf 1,5 Mio. Aktien erhöhen.

Wert pro Aktie in EUR

Unternehmenswert in Mio. EUR	Zahl der Aktien	
	931.200	1,5 Mio.
39	42,28	26,24
79	84,56	52,50
157	169,12	104,98
199	213,93	132,81
236	253,67	157,48
315	338,23	209,98
394	422,79	262,46
472	507,35	314,96

In jedem Fall wird das enorme Potenzial für den Aktienkurs deutlich, der derzeit bei 49 EUR liegt, und der sich verdrei- oder vervierfachen könnte gemäß dem Basis-Szenario.

III. Kurs/Gewinn-Verhältnis

Die folgende Tabelle zeigt, wie sich das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) im Basis-Szenario und im pessimistischen Szenario entwickeln könnte. Für das Jahr 2006 wirkt das KGV mit 41 bis 65 noch ambitioniert, jedoch u.E. angemessen angesichts des starken, zu erwartenden Wachstums in den Folgejahren. Aufgrund dieses Wachstums wird das KGV bereits in 2007 mit weniger als 11 selbst in unserem pessimistischen Szenario sehr attraktiv und verbessert sich weiter in 2008 und 2009 auf Werte von 1 bis 2. Folglich erwarten wir, dass sich der Aktienkurs mindestens verdreifacht bis spätestens 2008/2009, um den höheren Gewinnen von *Activa Resources* gerecht zu werden.

Basis-Szenario

in EUR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ab 2012
Gewinn pro Aktie (931.200 Aktien)	1,21	15,51	22,03	35,62	34,43	38,25	36,27
Aktienkurs	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00
Kurs/Gewinn-Verhältnis	41	3	2	1	1	1	1
Gewinn pro Aktie (1,5 Mio. Aktien)	0,75	9,63	13,67	22,11	21,38	23,74	22,52
Aktienkurs	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00
Kurs/Gewinn-Verhältnis	65	5	4	2	2	2	2

Company Report

Pessimistisches Szenario

in EUR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ab 2012
Gewinn pro Aktie (931.200 Aktien)	1,21	7,27	7,47	10,05	10,45	10,82	10,12
Aktienkurs	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00
Kurs/Gewinn-Verhältnis	41	7	7	5	5	5	5
Gewinn pro Aktie (1,5 Mio. Aktien)	0,75	4,51	4,63	6,24	6,49	6,72	6,28
Aktienkurs	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00	49,00
Kurs/Gewinn-Verhältnis	65	11	11	8	8	7	8

Fazit

In unserem Bericht vom 16. Juni 2005 empfahlen wir die Aktie von *Activa Resources* zum Kauf. **Seither ist die Aktie in der Spitze um bis zu 77% gestiegen und hat unser Kursziel deutlich übertroffen**, jedoch ist der Aktienkurs zuletzt wieder etwas zurückgekommen. Seit unserer ersten Empfehlung hat sich das Geschäftspotenzial von *Activa Resources* allerdings bedeutend ausgeweitet, sodass die Grundlage für unseren ursprünglichen Bericht sich inzwischen stark verändert darstellt. Eine erneute Analyse wurde erforderlich mit folgenden Ergebnissen:

Activa Resources hat ein **profitables und risikoarmes Fundament bestehend aus fördernden Erdöl- und Erdgas-Quellen** geschaffen. Dieses Fundament wird stetig mit dem Anschluss immer neuer Quellen erweitert, sodass Umsatz und Gewinn des Unternehmens steigen. Dieses risikoarme Geschäft alleine hat einen Wert von 60 Mio. EUR laut unseren Berechnungen und reicht vollständig aus, um den derzeitigen Börsenwert von *Activa* von 40 Mio. EUR zu begründen.

Ausgehend von diesem Geschäft hat *Activa* zwei neue, ambitionierte Projekte gestartet, jeweils auf den geologischen Formationen Barnett Shale und Fayetteville Shale. Diese Projekte **versechsfachen die potenziell förderbare Ressource des Unternehmens auf 236,9 Bcf Erdgas und 2,3 Mio. Barrel Erdöl mit einem Marktwert von insgesamt 1,4 Mrd. EUR**. Bei diesen neuen Projekten hat *Activa* auch bewiesen, dass es sich mit wichtigen Schlüssel-Unternehmen wie *Hallwood Energy* in sehr aussichtsreichen geologischen Gebieten positionieren kann.

Alle unsere Bewertungsmethoden zeigen die signifikante Unterbewertung von Activa Resources, sogar bei sehr pessimistischen Annahmen wie keiner Produktion aus dem Barnett und Fayetteville Shale, einem niedrigen Erdgaspreis von 4 USD und einem Diskontierungszins von 20%.

Für das Basis-Szenario haben wir einen Ertragswert von **199 Mio. EUR als Unternehmenswert** errechnet. Das sind **133 EUR pro Aktie** unter Berücksichtigung einer erhöhten Aktienzahl, d.h. fiktiv verwässert. Dieser Wert stellt zugleich unser neues, stark heraufgesetztes Kursziel dar. Beim aktuellen Kurs beläuft sich das **Kurs/Gewinn-Verhältnis des Basisszenarios auf lediglich 5 für 2007** und stiege bei Erreichen unseres Kursziels auf moderate 14 an.

Wir stufen die Aktien von Activa Resources als risikoarmes Investment mit hohem Wachstumspotenzial ein – risikoarm, weil der derzeitige Aktienkurs vollständig durch das Geschäft mit produzierenden Quellen gedeckt ist, und hohes Wachstumspotenzial aufgrund der zukünftig möglichen Produktion der Projekte Barnett und Fayetteville Shale.

Company Report

Wechselkurs:

1 EUR = 1,27 USD

Quellen:

<http://www.reuters.de>

<http://finance.yahoo.com>

MIDAS Research GmbH

<http://www.cortalconsors.de>

<http://www.comdirect.de>

<http://deutsche-boerse.com>

<http://www.sec.gov>

<http://de.wikipedia.org>

<http://en.wikipedia.org>

<http://www.bloomberg.com>

Activa Resources AG

MIDAS Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site www.midasresearch.de unter „RESEARCH ABO“

Haftungsausschluss / Disclaimer

This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.

Die vorliegende Publikation wurde von der MIDAS Research GmbH erstellt. Sie stellt lediglich eine unverbindliche Einschätzung der Entwicklung an den Kapitalmärkten sowie von börsennotierten Gesellschaften dar und gibt Auskunft über die Zusammensetzung bzw. Veränderung des von der MIDAS Research GmbH zusammengestellten Musterportfolios. Zweck der Publikation ist die Bereitstellung von Informationen zur persönlichen Meinungsbildung. Sie ist keine Anlageberatung oder Aufforderung zum Abschluss bestimmter Börsengeschäfte und kann auch keine Anlageberatung ersetzen. Jeder Leser bleibt aufgefordert, zwecks Erörterung eines möglichen Kaufs oder Verkaufs eines oder mehrerer der nachstehend beschriebenen Wertpapiere vor einer solchen Maßnahme seinen Anlageberater zu konsultieren. Die dieser Publikation zugrunde liegenden Daten und Fakten sind keiner eigenständigen Prüfung im Sinne eines rechtsverbindlichen Due-Diligence-Verfahrens durch die MIDAS Research GmbH unterzogen worden und die MIDAS Research GmbH übernimmt trotz sorgfältiger Analyse keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation. Sofern in der Publikation zukunftsgerichtete Aussagen insbesondere zur Kursentwicklung von Wertpapieren oder Geschäftsentwicklung von Unternehmen getroffen werden, handelt es sich um Prognosen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit der prognostizierten Umstände unterliegt erheblichen Risiken und kann in keiner Weise zugesichert werden. Die in der Publikation geäußerten Einschätzungen sowie Angaben zum Musterportfolio der MIDAS Research GmbH haben nur Gültigkeit für den Zeitpunkt des auf der Publikation vermerkten Redaktionsschlusses und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern oder geändert haben.

Weder die MIDAS Research GmbH noch sonstige mit der MIDAS Research GmbH verbundene Personen, die an der Erstellung und Verbreitung dieser Publikation mitgewirkt haben, verfügen über Beteiligungen im Sinne von §5 Abs. 3 Nr.1 FinAnV oder haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen gemäß §5 Abs.3 Nr.2e FinAnV in Bezug auf Activa Resources AG.

Diese Publikation ist im Auftrag der Activa Resources AG erstellt worden. Die Activa Resources AG hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

EMAIL: info@midas-research.de INTERNET: www.midasresearch.de KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49(0)621/430 613 0

- Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin -