

Eckdaten

Börsenkürzel	NXI
ISIN	DE0007471377
Geschäftsjahr	31/12
Rechnungslegungsstandard	IFRS
Anzahl Aktien (Mio.)	2.616.666
Aktienkurs	8,10 Euro
Marktkapitalisierung	21,2 Mio. Euro
Open Market (Entry Standard)	

Bewertung

	07e	08e	09e
Marktkap./Gesamtl.	6,7	3,1	1,8
KGV	n.a.	61,7	9,8
Dividendenrend. (%)	0	0	0
EV/Ges.leistung	11,0	4,6	2,5
EV/EBIT	n.a.	19,3	6,9

Kennzahl/Aktie (€)

	06	07e	08e	09e
EpA (Erg./Aktie)	-0,92	-0,58	0,13	0,83
Dividende/Aktie	0	0	0	0
Buchwert/Aktie	2,35	1,50	5,88	6,53

Finanzdaten (Mio. €)

	06	07e	08e	09e
Gesamtl.	1,2	3,2	6,8	11,9
EBIT	-2,8	-0,9	1,6	4,4
% Gesamtl.	n.a.	n.a.	24,1	37,0
EBT	-3,2	-1,8	1,0	3,8
% Gesamtl.	n.a.	n.a.	14,0	32,2
Ber. Ergebnis n. St.	-2,3	-1,5	0,5	2,8
% Gesamtl.	n.a.	n.a.	6,6	23,8

Aktionärsstruktur (%)

John Hayes	18%
Leigh Hooper	5%
Übrige Mitarbeiter	2%
Institutionelle	15%
Free Float	60%

Autor

Jürgen Felger
Diplom-Volkswirt, Analyst

Wichtiger Hinweis

- Anlagen in Aktien bergen ein hohes Risiko in sich – es besteht die Möglichkeit, dass die Anteile an Wert verlieren oder sogar vollständig wertlos werden.
- Concord Investmentbank AG unterhält eine Kundenbeziehung hinsichtlich des Investmentbankgeschäfts zum Emittenten. Concord hat selbst keine Wertpapierposition.
- Es wird empfohlen, dass der Anleger/Investor vor dem Kauf der Wertpapiere die zur Verfügung stehenden Unternehmensinformationen liest.

Activa Resources AG

Die Activa Resources AG ist eine deutsche Holding mit Beteiligungen an Öl- und Gasprojekten in den USA. Die Gesellschaft verfolgt einen strategischen Portfolioansatz und ist als erste notierte Öl- und Gasgesellschaft dieser Größenordnung in Deutschland einzigartig.

- Aktuelle Börsenbewertung geringer als Barwert der nachgewiesenen Reserven von 41 Mio. USD oder umgerechnet 29 Mio. Euro bei einer aktuellen Marktkapitalisierung von etwa 21 Mio. Euro;
- 97 % der nachgewiesenen Reserven stammen aus bereits produzierenden Feldern;
- Barwert der wahrscheinlichen Reserven in Höhe von 44 Mio. USD und Barwert der möglichen Reserven in Höhe von 690 Mio. USD sind im Aktienkurs nicht berücksichtigt;
- Beteiligung an 24 Öl- und Gasprojekten mit renommierten Partnern wie z. B. El Paso, Apache und Hallwood Energy;
- Schlüsselprojekte sind die Schiefergasgebiete Barnett Shale und Fayetteville Shale;
- Erfolgreiches Team bestehend aus ehemaligen Exxon-, Aminex-, Forest Oil-Experten;
- Prognostizierte Steigerung der Fördererlöse auf 4 Mio. USD 2007 – Verdreifachung der Fördererlöse bis 2009 geplant;
- Erwartetes Erreichen der Gewinnschwelle 2008;
- Sprung zum mittelgroßen Öl- und Gaskonzern aus unserer Sicht realisierbar;
- Der Peer-Group-Vergleich zeigt eine Unterbewertung von Activa Resources auf und unterstreicht die Besonderheit des von Activa verfolgten Ansatzes der Risikostreuung.
- Die Erwartungswerte der nachgewiesenen, wahrscheinlichen und möglichen Reserven ergeben unter Berücksichtigung eines angemessenen Abschlags für das allgemeine Marktrisiko einen fairen Wert von 19,70 Euro je Aktie.

Einleitung

Aufgrund historisch hoher Preise für Erdöl und Erdgas ist das Geschäft mit der Erkundung und Förderung fossiler Energieträger weiterhin hoch interessant. Hinzu kommen die technologischen Fortschritte in der Suche und Förderung. Große und kleine Öl- und Gasunternehmen setzen immer ausgereifere Technologien ein.

Nennenswerte neue Reserven werden von den so genannten „Majors“ (Exxon, BP usw.) kaum noch gefunden, so dass diese Gesellschaften zwar cashflowstark sind, aber organisch nicht signifikant wachsen können. Allein die so genannten „Juniors“ im Öl- und Gasgeschäft sind vor diesem Hintergrund in der Lage exponentiell zu wachsen. Activa hat sich mit Beteiligungen an Explorationsprojekten („high risk“) dieses Wachstumspotenzial erschlossen, und verfügt gleichzeitig durch die produzierenden Projekte („low risk“) über laufende Einnahmen.

Activa weist als besonderes Upside Schürfrechte in zwei der bedeutendsten neuen Erdgasfördergebiete aus, die in den letzten Jahren entwickelt worden sind: Barnett Shale in Texas und Fayetteville Shale in Arkansas.

Mit den hervorragenden Industriekontakten des Managements eröffnen sich die Beteiligungsmöglichkeiten, um das beschriebene Unternehmensmodell umsetzen zu können.

Die Activa Resources AG hebt sich von den in Deutschland zweitgelisteten Explorationsunternehmen durch folgende Punkte ab:

- offene Kommunikationspolitik;
- HGB- und IFRS-Abschlüsse;
- Anwendbarkeit des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.

Activa Resources geht insbesondere mit seiner Informationspolitik über die Vorgaben des Entry Standards hinaus.

Im Folgenden sind die wesentlichen Aspekte des Geschäftsmodells der Activa Resources erläutert. Wir haben die gängigen Maßstäbe der Branche verwendet, um die Öl- und Gasreserven zu bewerten.

Unter Berücksichtigung von Marktrisiken kommen wir auf Basis der Erwartungswerte (Barwerte der Reserven multipliziert mit den jeweiligen Wahrscheinlichkeitsfaktoren) der Reserven auf einen fairen Wert von 19,70 Euro pro Aktie und damit bei derzeitigem Kursniveau auf eine deutliche Unterbewertung.

Inhaltsverzeichnis

Unternehmensprofil	4
Unternehmensstruktur	4
Risikoprofil, Portfoliostruktur	5
Vorgehensweise bei Projektauswahl	5
Wachstumsstrategie	6
Umsatz- und Ertragslage	9
Low-Risk-Projekte	9
Gesamtperspektive	10
Finanzierungsbedarf	11
Bewertung	12
Öl- und Gasreserven	12
Bewertung von Öl- oder Erdgasreserven im Allgemeinen	12
Bewertung von Activas Öl- oder Erdgasreserven	14
Enormer Hebeleffekt durch Schiefergasprojekte	15
Fairer Wert der Activa Resources AG	18
Peer Group	19
Management und Aufsichtsrat	22
Gründung	22
Management	22
Aufsichtsrat	23
Vergütung	23
Branchenumfeld	24
Balance zwischen Öl und Gas	24
Standort USA	24
Energiebedarf in den USA	24
Öl- und Gas-Importe in die USA	25
Preisentwicklung	26
Geopolitik in den USA	26
SWOT – Analyse	27
Tabellenanhang	28

Unternehmensprofil

Unternehmensstruktur

Holdingsstruktur

Die Activa Resources Aktiengesellschaft firmiert als Holding. Sie ist aus einem Reverse Takeover 2005 mit anschließender Umbenennung entstanden.

Hauptsitz in Deutschland

Nach eingängiger Prüfung waren für den seit über 20 Jahren in Deutschland lebenden Vorstand der Gesellschaft, Leigh Hooper, für den Finanzplatz Frankfurt – anstatt London oder USA – der günstigere Börsenplatz und eine zu erwartende höhere Aufmerksamkeit bei Investoren ausschlaggebend. Darüber hinaus war der erleichterte Kapitalmarktzugang durch die guten Kontakte des Vorstandes aus früheren Finanzierungstätigkeiten in Deutschland maßgebend für die Wahl von Sitz, Rechtsform und Börsenplatz.

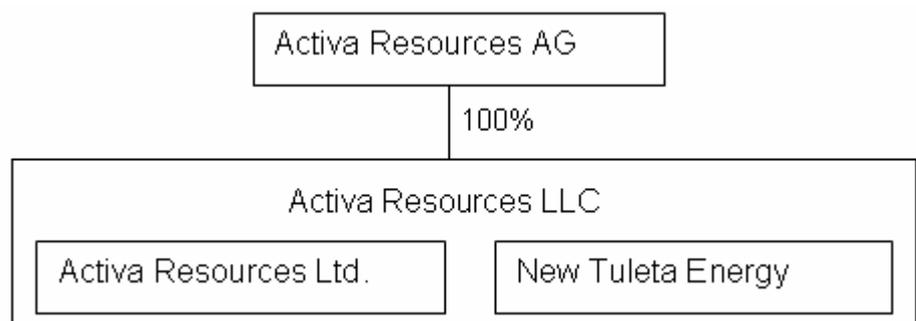
Activa USA

Die operative Tätigkeit von Activa Resources liegt Unternehmenstochter Activa Resources Limited (nachfolgend auch „Activa USA“ genannt). Activa USA wurde 2004 in den USA als privates Unternehmen mit zehn Erkundungsprojekten gegründet.

Im ersten Halbjahr 2007 konnte die New Tuleta Energy Partners LLC mit vier überwiegend produzierenden Projekten akquiriert werden. Im August wurde New Tuleta auf die Activa USA verschmolzen, um damit die Integration der einzelnen Beteiligungen unter das gemeinsame Dach der Activa USA zu erreichen, das die Steuerbarkeit, die Administration und die bilanzielle Konsolidierung signifikant erleichtert und dem Portfolioansatz des Geschäftsmodells Rechnung trägt.

Damit gehören zum Beteiligungsportfolio der Activa Resources AG mittlerweile 24 Projekte mit ausgewogenem Chancen-Risiko-Verhältnis, die entweder bereits Öl und Gas produzieren und damit Cashflows für die Gesellschaft generieren oder aufgrund ihrer Lage und ihres Entwicklungsstadiums außergewöhnliches Potenzial beinhalten.

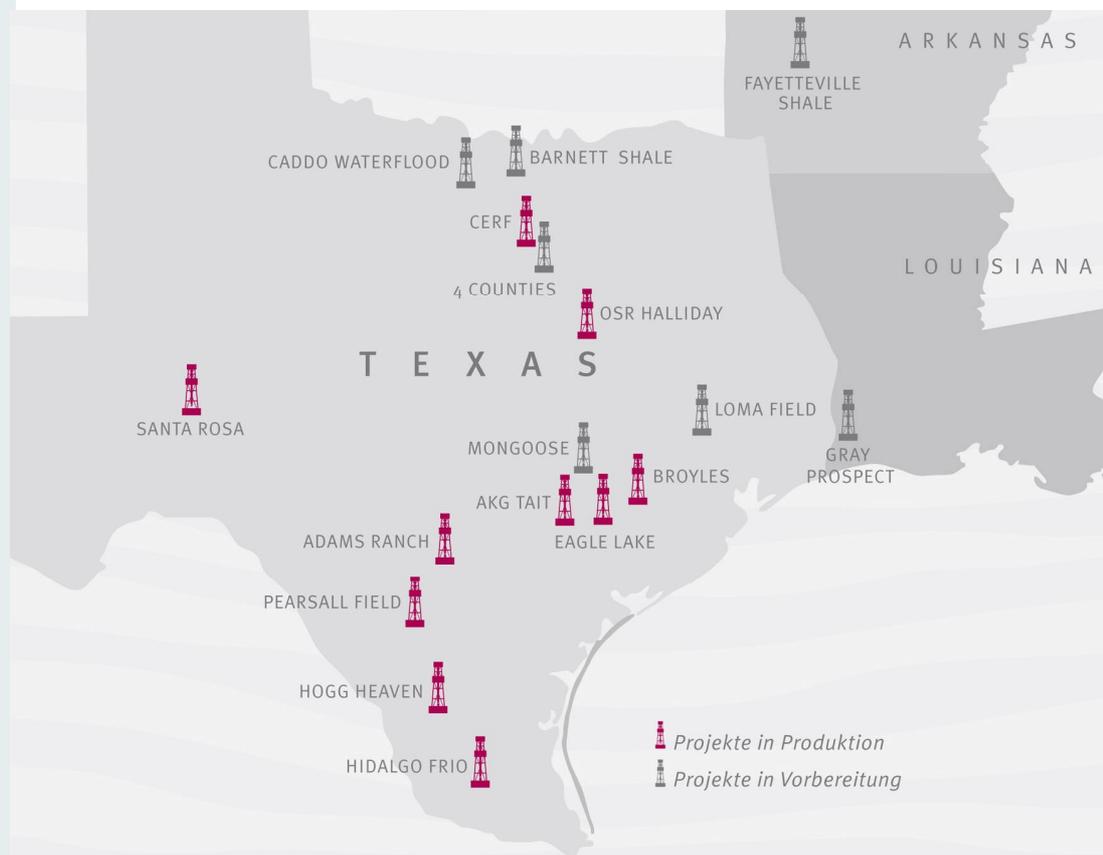
Activa Resources AG ist eine Holding-Gesellschaft mit einem 100-prozentigen Tochterunternehmen. Wir gehen auch für zukünftige Zukäufe von dieser Konstruktion aus. Im Falle von New Tuleta Energy ist die Verschmelzung der beiden Tochterunternehmen bereits erfolgt. Es existiert wie vor dem Zukauf nun wieder nur eine Tochtergesellschaft.



Portfolio-Mischung mit Projekten geringen, mittleren und hohen Risikos

Risikoprofil, Portfoliostruktur

Activa Resources verfolgt einen diversifizierten Portfolioansatz. Activas Erkundungsprojekte ermöglichen bei den historisch hohen Öl- und Gaspreisen einen günstigeren Erwerb potenzieller Reserven als der eines produzierenden Ölfelds. Das Management forciert gleichzeitig den Ausbau vorhandener Projekte und schafft damit parallel eine feste Basis durch produzierende Ölfelder. Unserer Einschätzung nach machen die Erkundungsprojekte die Aktiengesellschaft einerseits unabhängiger vom Marktrisiko. Der Vorstand kann bei zu erforschenden möglichen Quellen die eigenen Managementqualitäten ins Spiel bringen. Andererseits kann Activa mit der vorhandenen Produktion an der zunehmenden Verknappung der Öl- und Gasvorräte partizipieren.



Management sucht „mehrschichtige“ geologische Chancen

Vorgehensweise bei der Projektauswahl

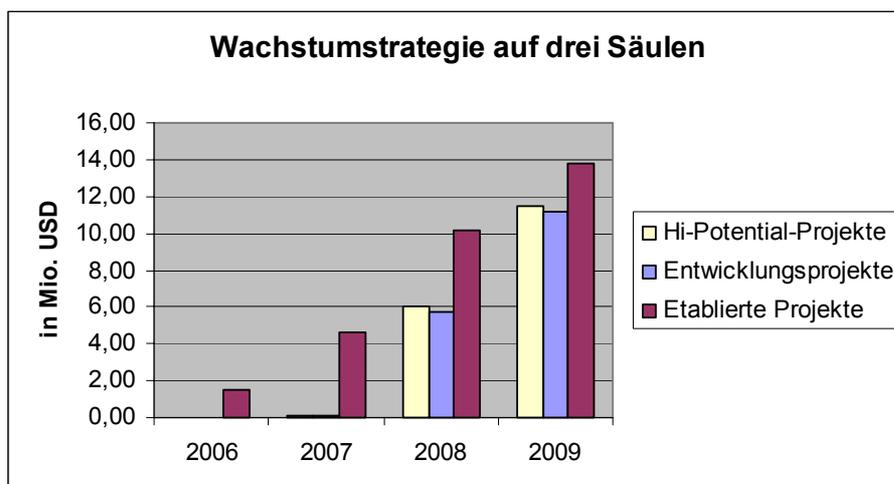
Die Auswahl der Projekte ist eine der Hauptaufgaben und die Kernkompetenz des Managements. Bekanntlich können aus zahlreichen Projektangeboten nur wenige eine überdurchschnittliche Rendite bieten. 45 Projekte hat das Management 2006 einer geologischen Prüfung unterzogen und lediglich vier davon ausgewählt. Das politische Risiko ist bei Projekten in den USA zu vernachlässigen. Die Wahl der Projektpartner spielt eine Schlüsselrolle und Activa arbeitet erfolgreich mit erfahrenen Industriepartnern zusammen. Aus dem Raster fallen z. B. Projektanteile mit einem zu großen notwendigen finanziellen und damit zu risikoreichen Engagement. Als Risikomanagement Activas kann die Selektion von Projekten mit mehrschichtigen geologischen Chancen gesehen werden. Sind bei einer

Wachstumsstrategie auf drei Säulen: etablierte und zu entwickelnde Projekte sowie High-Potential-Projekte

bekanntes Formation in höherer Lage die geologischen Voraussetzungen für eine tiefere Formation vorhanden, so ist ein solches Projekt grundsätzlich chancenreich.

Wachstumsstrategie

Activa Resources verfolgt mit seinen Projekten eine Wachstumsstrategie, die auf den Säulen verschiedener Risikoklassen basiert. Etablierte Projekte, d. h. produzierende Projekte, zu denen vor allem OSR Halliday, Adams Ranch, Hidalgo Frio und Cerf zählen, stehen mit Umsätzen von 1,5 Mio. USD im Jahr 2006 und von ca. 4 Mio. USD 2007 bei Activa noch im Vordergrund. Aber sowohl für die Bemühungen um die vor Bohrbeginn stehende Entwicklungsprojekte – insbesondere mit Gray Waterflood und Loma Field – als auch um die High-Potential-Projekte Barnett Shale und Fayetteville Shale plant Activa, ab nächstem Jahr bereits signifikante Fortschritte und zusätzliche Fördererlöse erzielen zu können. 2008, so das im Diagramm dargestellte positiv verlaufende Szenario (high case), werden alle drei Risikoklassen nicht nur gebohrt, sondern auch in den Umsätzen zum Tragen kommen. Die heutigen High-Potential-Projekte werden ab 2009 vom Umsatz her mit den etablierten zu entwickelnden Projekten ebenbürtig sein, wenn alles planmäßig verläuft mit bis zu 11,5 Mio. USD.



Umfangreiche Investitionen Basis für Wachstum

Um die Umsatzziele nachhaltig zu erreichen, setzt das Management auf fortlaufende Erkundungs- und Entwicklungsaktivitäten. Die bis 2008 geplanten Bohrtätigkeiten lassen sich aus unten stehender Tabelle ersehen. Die Investitionen, die das Wachstum fördern sollen, betragen 2007 und 2008 bis zu 18,05 Mio. USD.

Investitionsplanung bis Ende 2008

Activa hat eigenen Schätzungen zu folge, potenziell etwa 300 Quellen in Aussicht und führt bis 2008 etwa 60 Bohrungen durch. Für das Projekt Adams Ranch, eines der ersten von Activa Resources, sind 2007 und 2008 insgesamt 16 Erweiterungsbohrungen im Wert von insgesamt 1,4 Mio. USD angesetzt. Für 4 Counties und Cerf zusammengenommen, für Gray Waterflood und Mongeoose werden in Eigenregie jeweils etwa 1,6 Mio. USD bzw. fünf bis sechs Bohrungen angesetzt. Von CERF erhofft sich das Management Erfahrungswerte für das Projekt 4 Counties, um dort eine Erkundungsbohrung vorzunehmen.

Nicht nur bei den von Partnern geleiteten Projekten bildet Fayetteville Shale den größten Einzelposten mit Kosten von insgesamt 5,1 Mio. USD. Zu

den wichtigsten Investitionszielen bei den von Partnern geleiteten Projekten gehören insbesondere auch Loma Field und OSR-Halliday.

Investitionsplanung bis Ende 2008

		Mio. USD
Von Activa geleitete Projekte		
Adams Ranch	16 Erweiterungsbohrungen + Pipeline	1,37
4 Counties, CERF	6 Erweiterungsbohrungen + zus. Schürfrechte	1,62
Gray Waterflood	2 Testbohrungen + 4 weitere	1,67
Mongoose	5 Erweiterungsbohrungen	1,55
Caddo Waterflood	1 Testbohrung, Felduntersuchung	0,25
Von Partnern geleitete Projekte		
AKG-Tait	2 Erweiterungsbohrungen + 2 Explorationsbohrungen	0,28
Barnett Shale	6 Explorationsbohrungen + 1 re-completion	1,25
Double 7	1 Erweiterungsbohrung	0,06
Fayetteville Shale	5 bis 8 Explorationsbohrungen	5,07
Hidalgo Frio	3 Erweiterungsbohrungen	1,01
Hinyard-Heirs	1 Explorationsbohrung + 1 Erweiterungsbohrung	0,19
Hogg-Heaven	1 Erweiterungsbohrung	0,12
Loma Field	2 Erweiterungsbohrungen + 1 Explorationsbohrung	1,75
OSR-Halliday	4 Erweiterungsbohrungen + 1 Re-frac	1,86
		18,05

Fayetteville Shale zu-nächst drei Bohrungen geplant

Bei den beiden bereits vorhandenen High-Risk-Projekten Fayetteville Shale und Barnett Shale wird unterschiedlich vorgegangen:

Bei Fayetteville Shale werden zurzeit die vorhandenen Bohrerergebnisse der ersten Bohrung (Coley) in White County und die vor kurzem mit Hallwood und Chesapeake gewonnenen seismischen Daten ausgewertet. Darauf aufbauend wird dann geprüft, ob und wo weitere Probebohrungen vorgenommen werden. Für 2007 und 2008 werden dort insgesamt fünf bis acht Explorationsbohrungen angestrebt.

Suche nach neuem Konsortialführer beim Projekt Barnett Shale

Bei dem Projekt Barnett Shale in Jack County (Texas) mit einem Bruttoumfang von 15.000 Acres (gleich 60,7 km²) soll nach einem mechanischen Fehlversuch das Konsortium umstrukturiert werden, um fortfahren zu können und den vom derzeitigen Konsortialführer verhängten Stopp aufzulösen. Bei dem sog. Fracturing (= Verfahren, bei dem durch Zertrümmern des Schiefers das Gas mit Hilfe von Wasser und Sand herausgelöst wird) ist, bevor es zu dem mechanischen Problem (Rückfluss von Wasser) kam, für etwa 24 Stunden Öl und Gas ausgetreten. Geologisches Potential sehen wir damit definitiv als gegeben an. Activas Portfoliostrategie ist die Risikosteuerung auf verschiedene Risikoklassen. Activa hat sich in der Vergangenheit finanziell nicht zu sehr in einem einzigen Projektgebiet engagiert. Wir gehen daher auch für Barnett Shale wegen der Kostenintensität weiter von einer Beteiligung von unter 50 % für Activa aus. Derzeit liegt diese Beteiligung bei 25 %. Der jetzige Konsortialführer hält eine Mehrheitsbeteiligung von 75 %. Wie dem Halbjahresbericht zu entnehmen ist, steht ein Wechsel des Projektleiters bei Barnett Shale kurz bevor.

**Zwei bis drei weitere
High-Risk-Projekte
gewünscht**

Entsprechende Finanzierung vorausgesetzt, soll die Anzahl der High-Risk-High-Potential-Erkundungsziele mittelfristig auf vier bis fünf Projekte erhöht werden. Die Akquisition von New Tuleta Energy unterstreicht dabei den Ansatz, als Ausgleich auch Projekte mit einem weniger markanten Risikoprofil ins Portfolio zu nehmen. Es wird momentan nach weiteren Erkundungsprojekten zur Erweiterung des Projektportfolios gesucht. Dabei gehen wir in Bezug auf das Risiko von einem weiter ausgeglichenen Projektportfolio aus.

Umsatz- und Ertragslage

Low-Risk-Projekte

Wir erwarten für die kommenden Jahre einen weiteren deutlichen Anstieg der Umsätze bei den Low-Risk-Projekten. Immerhin ist der Zufluss aus dieser operativen Tätigkeit bereits im Jahr 2005 von 0,32 Mio. Euro auf 1,2 Mio. Euro 2006 oder 1,5 Mio. USD gestiegen. 4,0 Mio. USD oder umgerechnet 2,9 Mio. Euro Erlöse werden allein aus den etablierten Projekten für 2007 anvisiert. Der Unternehmensteil Activa USA wird dieses Jahr 2,0 bis 2,5 Mio. USD erwirtschaften und der Zukauf von New Tuleta Energy weitere 1,8 bis 2 Mio. USD. Dass das Management hier eine für Aktionäre realistische Voraussage getroffen hat, unterstreicht das Halbjahresergebnis, welches umgerechnet etwa die Hälfte dieser anvisierten Erlöse ausweist. Gas- und Ölpreise sowie der Wechselkurs des US-Dollar haben entscheidenden Einfluss auf die ausgewiesenen Umsätze des Unternehmens. Die letzten Monate hat Activa zwar unter einem sich abschwächenden US-Dollar gelitten, aber gleichzeitig von einem steigenden Ölpreis profitiert. Nach Activas Schätzungen für 2008 von 5,3 bis 10,2 Mio. USD Umsatz mit den heute etablierten Projekten, soll die Produktion 2009 mindestens 5,6 Mio. USD erreichen oder auf einen maximalen Umsatz von 13,8 Mio. USD steigen. Dies sind gegenüber Mitte des Jahres erhöhte Schätzungen von Activa.

Die größten Umsatzträger 2006 waren Hidalgo Frio mit 43 % und Adams Ranch mit 23 % der Gesamtumsätze. Hidalgo Frio weist derzeit drei Quellen auf. Das Projekt wird von einem Partner geleitet und könnte weitere drei bis fünf Quellen ergeben. Ein Fracturing-Vorgang der dritten Bohrung ist vor kurzem erfolgreich verlaufen. Und im von Activa geleiteten Projekt Adams Ranch wurde letztes Jahr Öl im Wert von etwa 250.000 Euro aus 10 Quellen gefördert. Heute weist Adams Ranch 15 betriebene Quellen auf. Hier lassen sich möglicherweise mehrere Schichten ausbeuten, da sich über der Ergasformation auch Erdöl befindet. Zusätzlich könnte eine Erweiterung auch durch den Erwerb des benachbarten Grundstücks erfolgen, durch das 50 weitere geologisch ähnlich gelagerte Quellen verfügbar wären. Ziel ist, deutlich über eine Mio. USD allein aus dem Projekt Adams Ranch zu generieren. Dazu muss jedoch auch die Infrastruktur der Pipelines entsprechend erweitert werden.

Mit dem Zukauf von New Tuleta Energy Partners verdoppeln sich die Produktionserlöse 2007 auf etwa 4 Mio. USD. Die nachgewiesenen Reserven Mitte Jahres hatten sich damit von 354.000 Barrels Öl um 175 % auf 975.000 Barrels Öl und die wahrscheinlichen Reserven von 420.000 Barrels Öl um 111 % auf 886.000 Barrels Öl erhöht.

Umsatzsteigerung der Low-Risk-Projekte von 1,5 Mio. USD 2006 auf bis zu 4,0 Mio. USD 2007

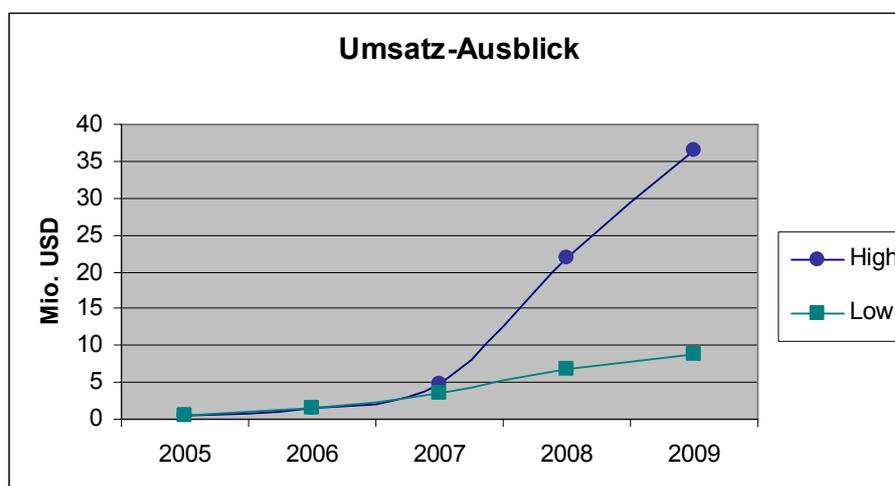
Größte Umsatzträger sind Hidalgo Frio und Adams Ranch

Zukauf New Tuleta verdoppelt Umsätze

2008 kommen Umsätze risikoreicherer Projekte ins Spiel

Gesamtperspektive

2007 wächst Activa noch allein durch die Low-Risk-Projekte. Während die Umsatzplanung für nachgewiesene Reserven vergleichsweise sicher erscheint, können Projekte mit höherem Risiko weniger gut eingeschätzt werden. Damit erhöhen sich die Bandbreiten der erwarteten finanziellen Rückflüsse in späteren Jahren. Zuflüsse aus riskoreicheren Projekten halten wir ab 2008 für realistisch. Dazu können die Projekte Gray Waterflood, Loma Field und andere sowie Fayetteville Shale gezählt werden – mit einer Einnahmeerwartung für die Activa Resources AG im High-Case-Szenario 2008 von bis zu 22,0 Mio. USD auf das ganze Unternehmen bezogen und 2009 von bis zu 36,4 Mio. USD. Wie sich im Vergleich der zwei Szenarien im Diagramm erkennen lässt, bestehen enorme Unterschiede über die Schnelligkeit, mit der die Umsatzziele erreicht werden.



2009 Umsätze aus den Schiefergas-Projekten möglich

Die Holding könnte aus organischem Wachstum heraus – je nach Fortschritt der Projekte – in zwei Jahren einen Umsatz von 8,8 Mio. USD bis sogar 36,4 Mio. USD erzielen. Denn bis dahin werden nach der firmeninternen Planung die beiden heutigen High-Risk-High-Potential-Projekte, wie insbesondere Fayetteville Shale, im Gesamt-Projektportfolio den Umsätzen der heutigen Low-Risk-Projekte oder der heutigen Entwicklungsprojekte ebenbürtig sein. Hinzu kommen möglicherweise Umsätze aus weiteren Akquisitionen. Mindestens zwei weitere High-Risk-Projekte sollen den Cashflow zusätzlich langfristig sichern.

2007 operativer Break-Even

Der Jahresfehlbetrag 2006, der sich vor allem durch die Vermögensgegenstände in Form von firmeneigenen Öl- und Gasreserven relativiert, belief sich auf 2,27 Mio. Euro. Das Defizit wurde in Höhe von 0,85 Mio. Euro durch zahlungsunwirksame Aufwendungen in Verbindung mit Aktienoptionen, die beim derzeitigen Aktienkursniveau allerdings nicht ausübbar sind, negativ beeinflusst. Der operative Break-Even wurde mit den Halbjahreszahlen 2007 verkündet.

Break-Even 2008 möglich

Einschließlich aller Kosten, Zinsen und Steuern soll er auch im Ergebnis ab 2008 erreicht werden. Die laufenden Kosten der Produktion, die momentan in der Regel ca. 20 bis 25 % des Umsatzes ausmachen, fließen in die Materialkosten ein. Die Investitionen für die Schürfrechte und Initial-Bohrungen werden bei Activa, wie branchenüblich, als Vermögensgegenstände aktiviert und in Abhängigkeit von der Höhe der aktuellen Öl- und Gasproduktion abgeschrieben.

Wachstumsunternehmen mit hohem Finanzierungsbedarf**Finanzierungsbedarf**

Activa Resources hat als junge Öl- und Gasgesellschaft in der jetzigen Wachstumsphase einen hohen Finanzbedarf, den es bislang immer erfolgreich decken konnte.

Für das Bohrprogramm bis Ende 2008 plant Activa Investitionen in Höhe von bis zu 18,05 Mio. USD. Davon können bis zu 2,7 Mio. USD aus den Barmitteln finanziert werden und ca. 5 Mio. USD aus dem Netto-Cashflows 2007 und 2008. Bis zu 10,3 Mio. USD plant Activa an weiterem Kapital für Erkundungen auszugeben. Als Finanzierungsmöglichkeiten hierfür stehen Fremdkapital, Eigenkapital oder Projektfinanzierung zur Verfügung. Activa Resources wurde vor kurzem ein Kreditrahmen in Höhe von bis zu 50 Mio. USD von der Texas Capital Bank eingeräumt.

Vermögenswerte in Form von nachgewiesenen, wahrscheinlichen und möglichen Öl- und Gasreserven

Definition von PV 10

Bewertung

Öl- und Gasreserven

Einschließlich der Reserven der Akquisition New Tuleta Energy kann die Activa Resources AG nachgewiesene Öl- und Gasreserven („**proven**“) im Gegenwartswert (PV10) von 41,3 Mio. USD vorweisen. Dieser setzt sich wie die unten stehende Tabelle aus den Barwerten für 991.281 Barrel Öl und 6,04 Mrd. Kubikfuß Gas zusammen. Wahrscheinliche Reserven („**probable**“) gibt Activa mit 886.845 Barrel Öl und 7,41 Mrd. Kubikfuß Gas im Wert von 44,7 Mio. USD an. Die möglichen Reserven („**possible**“) beinhalten unter anderem die Reserven des Schiefergasprojektes Fayetteville Shale. Die möglichen Reserven setzen sich aus 9,6 Mio. Barrel Öl und 202,8 Mrd. Kubikfuß Gas zusammen und haben einen Barwert von 690 Mio. USD. Berechnet wurden die Reserven auf der Grundlage eines Ölpreises von 70 USD pro Barrel und eines Gaspreises von 6 USD pro 1000 Kubikfuß. Herangezogen wurde der mit 10 % abdiskontierte Nettobarwert der erwarteten Nettorückflüsse aus den Projektcashflows. Dabei sind sämtliche Projektkosten für Bohrungen, Betrieb, Steuern und sonstige projektbezogene Aufwendungen berücksichtigt. Die drei Kategorien gelten als weltweiter Industriestandard.

Die Öl- und Erdgasreserven von Activa verteilen sich wie folgt und lassen sich wie folgt bewerten:

Activa-Reserven nach Kategorien

	proven	probable	possible
Erdöl in Mio. Barrels	0,99	0,89	9,57
Erdgas in Mrd. Kubikfuß	6,04	7,41	202,84
PV10 in Mio. USD	41,33	44,73	690,20

Bewertung von Öl- oder Erdgasreserven im Allgemeinen

Für die Bewertung von Öl- und Gasgesellschaften kommt es maßgeblich auf die Eingruppierung der Reserven in die unterschiedlichen Kategorien an. Das Verständnis dieser Einordnung ist daher unerlässlich und lässt sich in groben Zügen wie folgt umschreiben:

Technisch und ökonomisch förderbare Vorkommen werden zu Reserven

Öl oder Gas im Boden ist erst eine „Reserve“, wenn sie ökonomisch sinnvoll bei entsprechenden Energiepreisen gefördert werden kann. Die Börsenaufsichtsbehörde in den Vereinigten Staaten, die Securities and Exchange Commission (SEC), gibt vor, dass börsennotierte Unternehmen ihre Reserven nach Standards ausweisen, die den üblichen Branchenstandards entsprechen. In den USA gilt dafür die US-amerikanische Society of Petroleum Engineers als wissenschaftliche Instanz und gibt für die Wahrscheinlichkeit von Reserven entsprechende Orientierung: 1. proven / nachgewiesen, 2. probable / wahrscheinlich und 3. possible / möglich. In der Praxis weisen kleinere US-amerikanische Öl- und Gasunternehmen jedoch vor allem die nachgewiesenen Reserven häufiger aus. Die möglichen Reserven werden regelmäßig nur unzureichend veröffentlicht. Angaben wie „unproven“ oder „estimated“ verwässern die Möglichkeiten eines Vergleichs zusätzlich.

Standards für die Wahrscheinlichkeit von Reserven

Die Einteilung in nachgewiesene, wahrscheinliche und mögliche Reserven deuten bereits im ursprünglichen Wortsinn unterschiedliche Wahrscheinlichkeiten für den geologischen und ökonomischen Erfolg der Öl- und Gas-Projekte an. Die Mineralien können, aber müssen nicht vorhanden sein. Die Förderung kann, aber muss nicht beim derzeitigen technologischen Stand und unter ökonomischen Bedingungen möglich sein.

Es werden analog die deutschen Begriffe verwendet:

- „Nachgewiesene“ Reserven befinden sich in der höchsten Stufe der drei Kategorien. Solche Reserven können als angemessen sicher bezeichnet werden. Wir gehen von der branchenüblichen generellen Richtschnur aus, dass eine Wahrscheinlichkeit von 90 % besteht, dass nachgewiesene Reserven technisch und ökonomisch förderbar sind. Sind nachgewiesene Reserven entwickelt bzw. produzierend, dann können diese mit geringem Risiko gefördert werden.
- „Wahrscheinliche“ Reserven gelten als angemessen wahrscheinlich produzierbar. Wir gehen für diese Kategorie von einer Wahrscheinlichkeit der Förderbarkeit von 50 % aus.
- „Mögliche“ Reserven haben eine Chance, unter günstigen Umständen entwickelt zu werden. In eine Zahl gefasst, geben wir unter Berufung branchenüblicher Standards von einer Wahrscheinlichkeit von 10 % aus, dass solche Reserven am Ende tatsächlich vorhanden und auch technisch und ökonomisch förderbar sind.

Selbst nachgewiesene Reserven unterscheiden sich von Fall zu Fall

Nachgewiesenen Ölreserven können sich von Unternehmen zu Unternehmen signifikant unterscheiden. Grundsätzlich gilt, dass Reserven höher bewertet werden müssen, wenn in der direkten Nachbarschaft bereits gefördert wird oder im Falle von nachgewiesenen Reserven, wie z. B. bei Activa, die betreffenden Felder zu 97 % bereits produzieren.

**Fairer Unternehmenswert der Activa Resources AG
Unternehmenswert durch Öl- und Gasreserven bestimmt**

Bewertung von Activas Öl- oder Erdgasreserven

Der Unternehmenswert von Activa Resources AG kann als eine Größe gesehen werden, die sich aus den Gegenwartswerten (Present Value) der Reserven verschiedener Kategorien (r1, r2, r3) und dazugehörigen Wahrscheinlichkeiten (p1, p2, p3) zusammensetzt, siehe erste Zeile. Die Kostenseite ist in der Barwertberechnung bereits berücksichtigt. Zur Veranschaulichung dienen uns von Activa angegebene Werte für Reserven, die mit einem markanten Hebeleffekt von den Gas- und Ölpreisen abhängig sind, und uns plausibel erscheinende Wahrscheinlichkeitsgrößen.

Die Einzelwerte der nach Kategorien geordneten Vermögensgegenstände für nachgewiesene, wahrscheinliche und mögliche Reserven können unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeiten von 90 % (p1), 50 % (p2) und 5 % (p3) mit 37,2 Mio. USD (r1), 22,4 Mio. USD (r2) und 34,5 Mio. USD (r3) angegeben werden, siehe Kasten unten. Insbesondere bei den möglichen Reserven, hier sehr vorsichtig mit lediglich mit einem Faktor 5 % bedacht, spielen die Wahrscheinlichkeiten eine sehr viel stärkere Rolle.

Nachgewiesen	Wahrscheinlich	Möglich
$r1 * p1$	$+ r2 * p2$	$+ r3 * p3 =$
41,3 Mio. USD * 0,9	+ 44,7 Mio. USD * 0,5	+ 690 Mio. USD * 0,05 =
37,2 Mio. USD	+ 22,4 Mio. USD	+ 34,5 Mio. USD =
Summe der Erwartungswerte = 94,1 Mio. USD		

**Barwert der nachgewiesenen Reserven
41,3 Mio. USD**

Die nachgewiesenen Reserven des Unternehmens haben einen Barwert von 41,3 Mio. USD und gemäß obigem Kasten einen Erwartungswert von 37,2 Mio. USD. In absteigender Reihenfolge sind darin vor allem drei produzierende Öl- und Gasprojekte von Bedeutung: OSR Halliday (ehemals New Tuleta) mit einem PV 10 von 14,6 Mio. USD, Adams Ranch mit einem Wert von 13,0 Mio. USD und Hidalgo Frio mit einem Wert von 7,1 Mio. USD. 97 % der nachgewiesenen Reserven stammen aus bereits produzierenden Feldern! Lediglich das Projekt Loma Field mit einem Barwert von 1,2 Mio. USD produziert noch nicht.

Activas nachgewiesene Reserven vergleichsweise sehr verlässliche Größe

Da die nachgewiesenen Reserven mit einem Barwert von 41,3 Mio. USD als angemessen oder zu 90 % als sicher gelten können, sind diese Werte am verlässlichsten und können nahezu vollständig zum Unternehmenswert hinzuaddiert werden. Im Fall Activa Resources handelt es sich zudem fast vollständig um produzierende nachgewiesene Reserven, d. h. um nachgewiesene Reserven von Projekten, die nicht nur entwickelt sind, sondern heute bereits produzieren. Dies ist mit Blick auf andere Öl- und Gasunternehmen keineswegs immer der Fall.

**Barwert der wahrscheinlichen Reserven
44,7 Mio. USD**

Wahrscheinliche Reserven befinden sich in absteigender Reihenfolge der Wichtigkeit in den insgesamt vier Öl- und Gasprojekten Loma Field, OSR Halliday, Adams Ranch und Hidalgo Frio. Vor allem Loma Field, mit notwendigen Bohrungen in 4000 Meter Tiefe, bildet mit einem Wert von 20,0 Mio. USD den Großteil der wahrscheinlichen Ressourcen mit einem Barwert von insgesamt 44,7 Mio. USD. Die übrigen drei Projekte sind bezüglich der zu erwartenden Einnahmeströme etwa um knapp die Hälfte bis um

Barwert der möglichen Reserven aus lediglich zwei Projekten beträgt 690 Mio. USD

zwei Drittel kleiner.

Insbesondere der Erwartungswert der möglichen Reserven ist von den Schwankungen der Öl- und Gaspreise abhängig, denn dort fallen die Fixkosten der Erkundung und Erschließung besonders ins Gewicht. Das Projektgebiet im Fayetteville-Shale-Gürtel in Arkansas macht bei einem Gaspreis von 6 USD pro 1.000 Kubikfuß und einem Ölpreis 70 USD pro Barrel mehr als ein Drittel der möglichen Reserven aus. Das bereits produzierende OSR Holliday z. B. macht immerhin 15 % der möglichen Reserven aus. Bei genannten Ausgangspreisen für Öl und Gas rechnet Activa mit einem Barwert der möglichen Reserven von 690 Mio. USD. Um einen konservativen Bewertungsansatz zu erhalten, bewerten wir die Wahrscheinlichkeit dieser Reserven mit lediglich 5 % und nicht mit den branchenüblichen 10 %: $0,05 * 690 \text{ Mio. USD} = 34,5 \text{ Mio. USD}$.

Erwartungswert der mögliche Reserven konservativ gewählt

Mit der Annahme der als realistisch anzusehenden Förderbarkeit von Öl- und Gasreserven der Kategorie „möglich“ im Wert von 34,5 Mio. USD haben wir eine Größe gewählt, die am untersten Ende unserer Erwartungen liegt.

Schiefergasprojekte von Gaspreis abhängig

Enormer Hebeleffekt durch Schiefergasprojekte

Die beiden Schiefergas-Projekte Fayetteville Shale und Barnett Shale stellen unserer Ansicht nach eine enorme Investitionschance mit Hebel auf den Gaspreis dar. Anders als bei den gleichzeitig produzierenden Feldern sind Fayetteville Shale und Barnett Shale reine Gasprojekte. Relativiert wird die Bedeutung der beiden Schiefergasprojekte für die möglichen Reserven insbesondere bei geringen Gaspreisen. Erkundungserfolge und insbesondere eine positive Entwicklung des Gaspreises können den Erwartungswert der möglichen Reserven vervielfachen. Die Wirtschaftlichkeit Projekt Fayetteville Shale z. B. steht wegen des Hebeleffektes bei einem Gaspreis von unter 5 USD pro 1.000 Kubikfuß in Frage. Bei einem Gaspreis von 10 USD weist allein dieses Projekt einen Barwert von knapp 500 Mio. USD auf.

Das Gebiet Barnett Shale dient als Maßstab für Fayetteville Shale

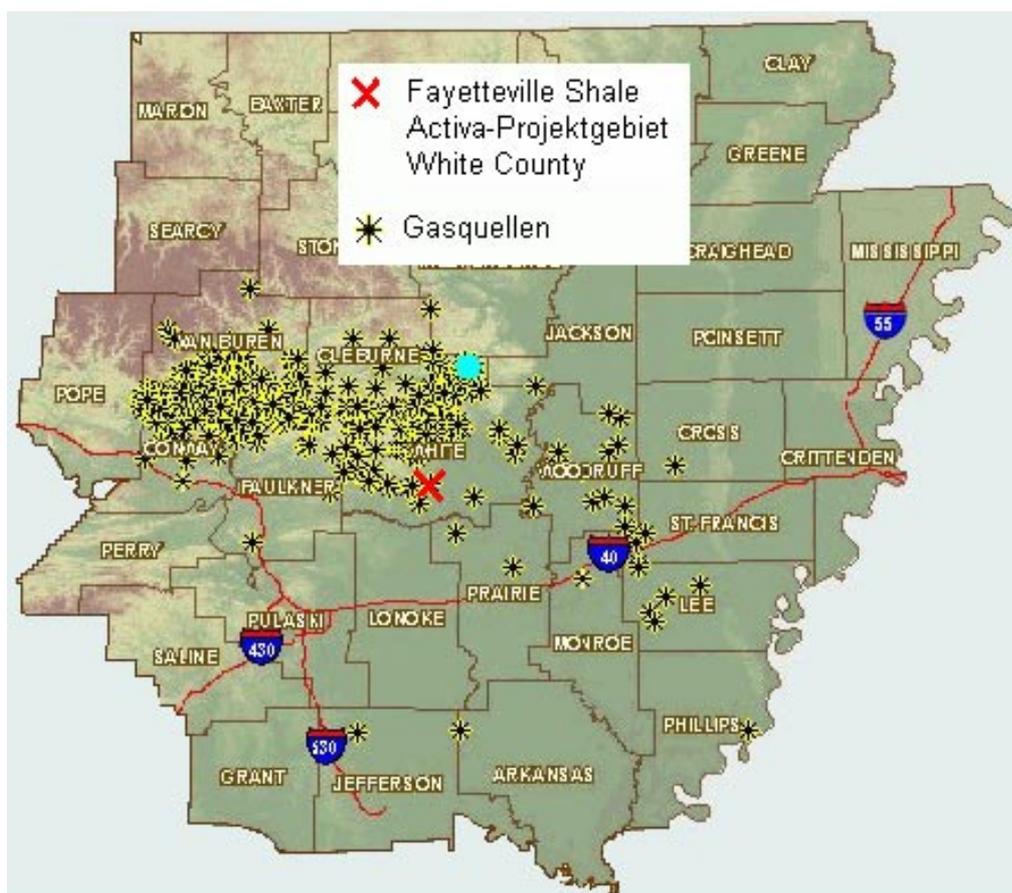
Als Maßstab für die Beurteilung von Fayetteville Shale dient die Betrachtung von Barnett Shale, wo durch andere Unternehmen seit etwa 10 Jahren Gas gefördert wird. Die Erfahrungen aus den dortigen 3.000 bis 4.000 Quellen ermöglicht die Bildung von Durchschnittswerten, die auf das Gebiet von Fayetteville Shale anwendbar sind.

Wie wahrscheinlich ist die Produktion auf den Projektgebieten in Fayetteville Shale?

Sowohl bei der Angabe des Wertes der möglichen Reserven als auch bei der dazugehörigen gewählten Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Erschließung existieren die für das Öl- und Gasgeschäft typischen markanten Unsicherheiten, die hier aus dem geologischen Risiko und in beträchtlichem Ausmaß auch aus dem Marktrisiko für Öl- und Gaspreise resultieren.

Wie wahrscheinlich ist die Produktion im Projektgebiet White County?

Die Frage der Wahrscheinlichkeit einer Produktion für Activa in Fayetteville Shale lässt sich unserer Ansicht nach darauf eingrenzen, ob das Teilgebiet White County mit einem potenziellen Gegenwartswert von 270,9 Mio. USD bzw. mit auf Activa zurechenbaren 55 potenziellen Quellen von je 2,2 Mrd. Kubikfuß Gas produktiv sein wird. Activas Projektgebiete in der Region Fayetteville Shale umfassen netto 25 % von 44.000 Acres (25 % von 178,1 km²). Pro 100 Acres soll insbesondere in White County potenziell eine Bohrung durchgeführt werden. Damit ergeben sich idealerweise auf die Joint-Venture-Partner zurechenbare 55 Quellen für Activa in White County, unabhängig vom östlich gelegeneren Projektteilgebiet in Lee County. Da wir auf Grund vergangener branchenüblicher Ergebnisse im Schiefergasgebiet Barnett Shale 2,2 Mrd. Kubikfuß Gas (2,2 Milliarden Kubikfuß = 2,2 bcf) aus einer erfolgreichen Bohrung erwarten, ergeben sich für Activa alleine 121 bcf Gas (55 * 2,2), von denen die Landbesitzer 20 % erhalten. Damit entfallen auf Activa mögliche Reserven allein auf das Fayetteville-Shale-Projektteilgebiet White County von etwas über 95 bcf im Wert von 570 Mio. USD, bei einem angenommenen Gaspreis von 6 USD für 1.000 Kubikfuß. Abzüglich der Bohr- und Förderkosten ergibt sich dabei ein Gegenwartswert von 205 Mio. USD, der allein für White County möglich ist.



Potenziell je eine Quelle mit 2,2 bcf Erdgas auf je 100 Acres

Wie sich in einem Peer-Group-Vergleich mit z. B. Triangle Petroleum, Baseline Oil & Gas, Westside Energy, Reostar Energy, Infinity Energy Resources und Nitro Petroleum zeigt, liegen die Angaben von Schiefergas-Reserven Activas im Rahmen dessen, was auch andere Unternehmen als mögliche Reserven auf einer Fläche von jeweils 100 Acres angeben. Zwar weisen andere Unternehmen möglicherweise mehr Fläche auf, allerdings ist die Qualität der Grundstücke von entscheidender Bedeutung. Activa

Bohrergebnisse aus Fayetteville-Shale-Projektgebiet in White County erwartet

kann mit dem Erkundungsziel in White County und dem erfahrenen Konsortialführer unserer Ansicht nach eine sicherere Ausgangsposition vorweisen. Falls Fayetteville Shale sich als ebenso ergiebig erweisen sollte, wie diese Erfahrungswerte es erahnen lassen, kann mit einer typischen Anzahl von Quellbohrungen dieser maximale Umfang von 95 bcf (95 Mrd. Kubikfuß Gas) an Gasreserven für White County resultieren. Ein Schiefergas-Vorkommen hat die Besonderheit, dass das Vorkommen mehr oder minder ohne Brüche verläuft - anders als bei konventionellen Öl- und Gasvorkommen, die sich in einem Strukturbruch unter der Erde sammeln und in Taschen eingeschlossen sind. Dies erhöht die Voraussagbarkeit von Vorkommen.

Activas momentan auszuwertendes Bohrloch im Projektgebiet Fayetteville Shale befindet sich im Bundestaat Arkansas, im Distrikt White County. Die Schieferformation kommt aus dem Westen, deshalb bietet sich an, zunächst im westlich gelegeneren Projektgebiet White County mit der Suche nach Gas zu beginnen. Das High-Potential-Gasprojekt ist im Fayetteville-Shale-Gürtel in White County mit 22.000 Acres brutto und 5.500 Acres netto, wie die Karte der State of Arkansas Oil and Gas Commission ausweist, von Gasfeldern umgeben. Das weitere Fayetteville-Shale-Projektgebiet der Holding mit ebenfalls 22.000 Acres brutto befindet sich ebenso in Arkansas, allerdings im östlicheren Distrikt Lee.

Hallwood erhöht Erfolgswahrscheinlichkeit im Projekt White County mit Produktion in unmittelbarer Nachbarschaft!

Der Betreiber der Activa-Fayetteville-Shale-Projekte, Hallwood Petroleum, hat – mit ähnlichen Voraussetzungen und mit überdurchschnittlich hohen Gewinnen im Gebiet Barnett Shale in Texas – im Jahr 2004 über Firmentransaktionen erkundete und erschlossene Gasreserven für 277 Mio. USD sowie im Jahr 2005 weitere Gasreserven für mehrere 100 Mio. USD an Chesapeak verkauft. In Fayetteville Shale bearbeitet Hallwood derzeit 480.000 Acres brutto. Von dieser umfangreichen Landmasse konzentriert sich Hallwood speziell auf White County, wo der Konsortialführer die Arbeiten zuerst aufgenommen hat. Direkt neben dem Projektgebiet von Activa Resources hat Hallwood auf dem Nachbarquadranten bereits einige erfolgreiche Bohrungen durchgeführt. Vor wenigen Wochen konnte Hallwood daher mit einer Quelle, nur etwa 20 Kilometer vom Activa-Projektgebiet entfernt, die Schiefergas-Produktion aufnehmen. Hallwood baut in Erwartung weiterer Quellen 15 Kilometer Pipeline in White County. 25 Quellen will Hallwood allein in White County noch 2007 in Betrieb nehmen. Diese Fortschritte sind deshalb für Activa von Bedeutung, weil der Konsortialführer nicht nur entsprechend Erfahrung vorweisen kann, sondern die Nähe anderer Gasproduktionen auch die Wahrscheinlichkeit für die Erschließung – zumindest eines Teiles der Activa-Projektgebiete, insbesondere des Fayetteville-Projektgebietes in White County – unserer Ansicht nach bedeutend erhöht.

White County – der neue Hotspot

In White County investieren nicht nur Hallwood, sondern auch die anderen Schiefergas-Branchenriesen Southwestern mit dem Tochterunternehmen Seeco sowie auch Chesapeak, Hunderte von Millionen Dollar. White County ist offenbar zum Hotspot der Gaserkundung geworden. Nach der Phase der Sicherung der Lizenzen geht es dort nun immer mehr um Entwicklung. 2007 sollen allein in diesem County an die 1.000 spezialisierte Arbeiter an der Erkundung und Erschließung der Schiefergas-Vorkommen

55 auf Activa zurechenbare mögliche Quellen mit 2,2 bcf in White County

arbeiten. Im Mai teilte Seeco 13 produzierende Quellen mit und ist mit fünf Bohrgeräten mitten in einer Art Erschließungswettrennen. Chesapeake arbeitet in White County mit zehn Bohrgeräten gleichzeitig.

Eine 5-prozentige Erfolgswahrscheinlichkeit in White County entspricht 11 von 220 möglichen Quellen in White County für Hallwood und Activa bzw. rechnerisch 2,75 Quellen von 55 möglichen alleine für Activa. Auf Grund der 20 km nahen vorhandenen Produktion Hallwoods, der Erfahrung des Teams und mit Blick auf die Unternehmen der Peer Group halten wir diese Ergebnisse für sehr realistisch. Die Entwicklung der Vertragsgebiete in Lee County / Fayetteville Shale, Barnett Shale und sowie andere Projekte mit Reserven der Kategorie "möglich" werden bei dieser Betrachtung nicht berücksichtigt. Dies eröffnet ein enormes Kurspotenzial der Aktie Activa Resources.

Fairer Wert der Activa Resources AG

Aktienkurs abhängig von Öl- und Gaspreisen

Für den Aktienkurs der Activa Resources AG halten wir einen Zusammenhang zu den Öl- und Gaspreisen für gegeben, auch wenn wir eine solche Korrelation statistisch nicht nachweisen können. Die Formel für den Unternehmenswert hat mit Anpassungen bzgl. aktueller Öl- und Gaspreise und unsicherer zukünftiger Öl- und Gaspreise für uns Gültigkeit und wird von uns mit dem Marktrisikofaktor m berücksichtigt. Der Marktrisikofaktor kann auch als Risikoneigung gegenüber zukünftigen Preisen fossiler Brennstoffe gesehen werden. Wir gehen zwar von mittel- und langfristig weiter steigenden Öl- und Gaspreisen aus, was dann zu einem positiven Wert r führen würde, wollen jedoch die Möglichkeit einer anderen Entwicklung nicht ganz ausschließen und entscheiden uns daher für einen Marktrisikofaktor von $m = -0,1$.

Unter Berücksichtigung dieses Marktrisikos berechnen wir den fairen Wert der Activa Resources Aktie wie folgt:

$$\begin{aligned}
 \text{Unternehmenswert} &= (37,2 \text{ Mio.} + 22,4 \text{ Mio.} + 34,5 \text{ Mio.}) \text{ USD} * (1+m) \\
 &= 94,1 \text{ Mio. USD} * (1+m) \\
 &= 94,1 \text{ Mio. USD} * (1-0,1) \\
 &= 94,1 \text{ Mio. USD} * 0,9 \\
 &= 66,5 \text{ Mio. Euro} * 0,9 \\
 &= 59,9 \text{ Mio. Euro}
 \end{aligned}$$

Fairer Wert von 19,70 Euro

Wir verwenden einen Wechselkurs von 1,415 USD für einen Euro und sehen mit einem Unternehmenswert von 59,9 Mio. Euro abzüglich Fremdkapital von 8,2 Mio. Euro eine faire Marktkapitalisierung bei 51,7 Mio. Euro. Dabei entfallen – unter Berücksichtigung der Akquisition von New Tuleta Energy – bei lediglich 2.616.666 umlaufenden Aktien etwa 19,70 Euro auf eine Aktie.

Damit bilden 19,70 Euro beim momentanen Fortschritt der Projekte und beim aktuellen Niveau der Öl- und Gaspreise den für uns konservativ angesetzten fairen Wert der Aktie. Diese Marke liegt etwa fünf Euro unter dem Allzeithoch vom April 2006, aber noch weit über dem momentan Aktienkurs von derzeit zwischen 8 und 9 Euro.

Activa weist geringeres Risiko als Peer Group auf

Peer Group

Als Peer Group haben wir Unternehmen ausgewählt, die eine ähnliche Marktkapitalisierung aufweisen wie Activa Resources und in Schiefer-Projekten in den USA tätig sind: Baseline Oil & Gas, Infinity Energy Resources, Nitro Petroleum, Reostar Energy, Triangle Petroleum, Westside Energy. Diese typischen Schiefergas-Unternehmen sind in erster Linie mit Schiefergas-Projekten positioniert und verfolgen nicht den von Activa favorisierten Portfolio-Ansatz einer Risikostreuung. Activa Resources kann im Gegensatz zu den meisten anderen betrachteten Unternehmen auch unabhängig von den Schiefergas-Projekten wachsen. Aus unserer Sicht nimmt Activa deshalb eine besondere Stellung in diesem Vergleich ein.

Activa konnte in 2006 höhere Umsätze erzielen, als die Hälfte der im Vergleich betrachteten Gesellschaften. Mit 99,9 Mio. USD konnte Activa den drittgrößten Wert an im Jahr 2006 nachgewiesenen Reserven im Boden vorweisen (4,86 Mrd. Kubikfuß Gas und 980.000 Barrels Öl bei einem rechnerischen Gaspreis von 7 USD / mcf und einem Ölpreis von 80 USD / Barrel). Inzwischen haben sich die Reserven durch die Akquisition von New Tuleta deutlich erhöht. Activa ist vor diesem Hintergrund mit der Marktkapitalisierung von etwa 30 Mio. USD oder etwa 21 Mio. Euro vergleichsweise gering bewertet und weist in der Peer Group eine geringere Bewertung als mehr als die Hälfte der betrachteten Unternehmen auf.

Unternehmen	Activa	Baseline	Infinity	Nitro	Reostar	Triangle	Westside
Umsätze 2006 in Mio. USD	1,5	0,0	12,3	0,6	2,9	0,1	4,5
Nachgew. Reserven in Mio. USD	112,4	288,0	53,9	0,3	981,0	0,0	33,3
Verm.gegenstände in Mio. USD	11,6	41,4	0,1	1,8	19,8	49,4	44,8
Verschuldung in Mio. USD	10,9	36,3	0,0	2,4	9,7	24,0	32,0
Marktkapitalisierung in Mio. USD	30,3	17,6	21,6	37,0	92,8	50,3	71,9
Aktienkurs seit 1.1.2007	-36,1%	5,7%	-52,5%	-37,5%	41,8%	-6,0%	222,1%
Barnett Shale							
Texas Counties	Jack	-	Erath Hamilton Comanche	Montague (Nowata Cooke)	Montague Cooke	-	Montague Cooke u. diverse
Acres, netto	3.750	-	34.000	500	6.750	-	67.184
Fayetteville Shale							
Arkansas Counties	White Lee	-	-	-	Conway Faulkner White	Conway Faulkner	-
Acres, netto	11.000	-	-	-	6.450	10.000	-
Andere Schiefergebiete							
Staaten/Provinzen	-	Indiana	-	-	-	Nova Scotia	-
Acres, netto	-	31.977	-	-	-	304.605	-

Bis auf Westside Energy haben sich seit Anfang des Jahres die Kurse einiger der genannten Gesellschaften negativ entwickelt wie Activa Resources. Das Beispiel Westside Energy mit einer Kursverdreifung seit Januar 2007 zeigt dabei, dass ein kurzfristiger Kursaufschwung für ein Unternehmen im Bereich Schiefergas auch gegen den Trend ohne weiteres

möglich ist. Ein Blick zurück ins Jahr 2006 von Westside Energy lässt gleichzeitig erkennen, dass die Aktienkurse auch ebenso zurückfallen können, wenn die erwarteten Resultate nicht nachhaltig erscheinen.

Bei den Schiefergas-Projekten haben sich die Firmen zum Teil völlig unterschiedlich positioniert. Die bilanziellen Vermögensgegenstände aus den jüngsten Pflichtveröffentlichungen setzen sich nicht aus Reserven zusammen, sondern aus den Kosten für die Schürfrechte und erfolgreichen Bohrungen.

Activa

- Activa weist ein Vertragsgebiet von 11.000 Acres netto (44.000 Acres brutto) in Fayetteville Shale in Arkansas auf. Die zwei Projektgebiete befinden sich in White County und Lee County. In White County, wo Activa derzeit eine Bohrung auswertet, produziert der Joint-Venture-Partner Hallwood Energy nur 20 Kilometer entfernt seit kurzem Gas. Das Vertragsgebiet in Jack County, Texas, grenzt an den Kern des Barnett-Shale-Gürtels an und hat weiterhin Chancen. Den Vermögensgegenständen im Wert von 11,6 Mio. USD steht bei einer Marktkapitalisierung von 30,3 Mio USD eine vergleichsweise noch im Rahmen liegende Verschuldung von 10,9 Mio. USD gegenüber.

Baseline

- Baseline hat sich mit seinen Schiefergas-Projekten ausschließlich auf den US-Bundesstaat Indiana fokussiert. Für das letzte Quartal 2007 sind neben den Umsätzen aus anderen Projekten auch dafür Zuflüsse angekündigt. Baseline hatte im ersten Halbjahr sieben Quellen auf dem Schiefer-Vertragsgebiet gebohrt. Baseline wies im zweiten Quartal eine Verschuldung von 36,3 Mio. USD auf. Mit der jüngsten Akquisition im Wert von 100 Mio. USD Mitte August wird sich die überdimensionale Verschuldung bei einer Marktkapitalisierung von etwa 17,6 Mio. USD sogar noch vervielfachen.

Infinity

- Infinity produzierte 13 Quellen in entfernteren Zonen des Barnett-Shale-Kerngebiets und sucht momentan in den Counties Erath, Hamilton und Comanche in Texas Erkundungs- und Entwicklungsmöglichkeiten. Infinity wies 2006 noch kaum bilanzielle Vermögensgegenstände und Schulden auf. Inzwischen wächst der Druck auf das Unternehmen, das seine Projekte auf Grund finanziellen Drucks veräußern will. Infinity konnte 2006 noch mit einer Produktion im Wert von 12 Mio. USD glänzen. Bei halb so viel nachgewiesenen Reserven wie Activa erhält Infinity vom Markt immerhin aber immer noch eine Marktkapitalisierung von 21,6 Mio. USD.

Nitro

- Nitro besitzt mit 700 Acres netto ein vergleichsweise kleines Barnett-Shale-Projektgebiet in Montague, Texas, dafür aber im Zentrum. In den momentan nahezu unbedeutenden Umsätzen und kaum vorhandenen nachgewiesenen Reserven hat sich diese Situation jedoch noch nicht niedergeschlagen. Kaum nennenswerte Projekte finden sich in Nowata, Oklahoma, und Cooke, Texas. Nitro wies 2006 kaum Umsätze oder Reserven auf und kann einer Zwischenbilanz mit 2,4 Mio. USD zwar kaum Verschuldung aber mit 1,8 Mio. USD noch weniger bilanzielle Vermögensgegenstände vorweisen. Trotzdem bewertet der Markt Nitro mit 37,0 Mio. USD Marktkapitalisierung deutlich höher als Activa.

Reostar

- Reostars Projektgebiete befinden sich in den Kerngebieten von Barnett Shale: Montague County und Cooke County in Texas. In Fayetteville Shale besitzt Reostar mutmaßlich gute Arkansas-Projektgebiete in Conway, Faulkner und White. Der Wert der nachgewiesenen Reserven wird von der Gesellschaft mit 858,3 Mio. USD angegeben. Dabei sind jedoch nur 4,4 % Prozent dieser nachgewiesenen Reserven auch entwickelt, so dass die Gesellschaft in 2006 trotz der enormen nachgewiesenen Reserven lediglich einen Umsatz in Höhe von 2,9 Mio. USD erzielte. Activas nachgewiesene Reserven im Wert von 112,4 Mio. USD sind im Gegensatz dazu nicht nur 97 % entwickelt, sondern auch produzierend. Activas produzierende Reserven sind 2,5 Mal höher als die von Reostar. Der angegebene Wert der nachgewiesenen Reserven bei Reostar schlägt trotzdem teilweise auf die Marktkapitalisierung von 92,8 Mio. USD durch. Der Umfang der Vermögensgegenstände im Wert von etwa 20 Mio. USD und die Verschuldung von etwa 10 Mio. USD ähneln denen von Activa.

Triangle

- Triangle ist im Fayetteville-Gebiet in den Projektgebieten Conway und Faulkner tätig. Mit über 300.000 Acres netto im Osten Kanadas setzt die Firma seit kurzem auf eine Strategie der Masse statt Klasse und veräußerte zeitgleich Barnett-Shale-Grundstücke, vermutlich um für diesen strategischen Schritt dringend benötigtes Kapital zu beschaffen. Triangle wies 2006 im Gegensatz zu Activa kaum Umsätze und kaum nachgewiesene Reserven auf. Die bilanziellen Vermögensgegenstände belaufen sich laut einem Quartalsbericht jedoch auf immerhin 49,4 Mio. Euro. Die Verschuldung beträgt davon etwa die Hälfte. Uns erscheint Triangle mit dem riesigen aber kaum erkundeten Projektgebiet in Ostkanada als sehr viel riskanter als Activa.

Westside

- Westside sucht Barnett-Shale-Gas auf 4.327 Acres in den erfolgsträchtigeren Counties im Norden, auf 7.295 Acres in Hill County und auf 3.453 Acres in Ellis County im Südosten. Im Südwesten des Barnett-Shale-Gürtels befindet sich der Großteil der vergleichsweise höchsten Barnett-Shale-Fläche mit 52.109 Acres netto. Westside ist Activa mit Umsätzen in Höhe von 4,5 Mio. USD in 2006 etwa ein Jahr voraus. Die nachgewiesenen Reserven von Westside belaufen sich auf nur knapp ein Drittel der nachgewiesenen Reserven von Activa. Gleichzeitig ist jedoch die Marktkapitalisierung von Westside mit etwa 64 Mio. USD fast doppelt so hoch wie die von Activa. Den Vermögensgegenständen von Westside im Wert von 44,8 Mio. USD steht eine Verschuldung von 32,0 Mio. USD gegenüber, der in diesem Gruppenvergleich eine der höchsten Werte darstellt. Mit 71,9 Mio. USD weist Westside die zweithöchste Marktkapitalisierung in diesem Vergleich auf.

Management und Aufsichtsrat

Gründung

Der Vorstand der Activa Resources AG, Leigh A. Hooper, und der Präsident der operativen Tochtergesellschaft Activa Resources Ltd, John Hayes, haben Activa Resources Ltd. mit zehn Erkundungsprojekten im Januar 2005 in die Holding eingebracht. Hooper kümmert sich als Alleinvorstand der Aktiengesellschaft um die Finanzierungsseite, während Hayes als Geschäftsführer von Activa USA die operative Seite von Activa Resources verantwortet. Durch seine Finanzierungsaktivitäten kannte Hooper die beiden US-Amerikaner John Hayes und Douglas Coyle. Diese waren bis 2004 beim Erkundungsunternehmen Aminex USA tätig. Insbesondere ein schonungslos ehrliches Reporting über den Fortschritt von Projekten und die Bodenständigkeit gaben für Hooper den Ausschlag für die Auswahl seiner beiden Partner. Hayes und Coyle sind seit 16 bzw. 20 Jahren im Ölgeschäft tätig und konnten in dieser Zeit ein hervorragendes Kontaktnetzwerk aufbauen.

Management

Der Vorstand Hooper war bis 2001 jeweils als Direktor bei Merrill Lynch bzw. bei der Barclays Bank im Bereich Equity tätig bevor er als Investor in das Öl- und Gasgeschäft eingestiegen ist. Herr Hooper ist gebürtiger Engländer und lebt seit 20 Jahren in Deutschland. Von der positiven Entwicklung der Öl- und Gaspreise ist der 43-jährige überzeugt. Er ist Initiator der neuen in Deutschland beheimateten Öl- und Gas-Gesellschaft Activa Resources AG. Vor kurzem übernahm er einen Aufsichtsratsposten bei der Deutschen Rohstoff AG.

John W. Hayes ist der größte Einzelaktionär und leitet Activa Resources Ltd. in San Antonio, Texas. Er hat Erkundungsprojekte mit einem Investitionsvolumen von über 100 Mio. USD verantwortet. Hayes kann mit diversen Führungspositionen bei renommierten Unternehmen im Betrieb amerikanischer Öl- und Gasquellen eine Branchenerfahrung von über 20 Jahren vorweisen. Er ist zudem Mitglied des Aufsichtsrats der San Antonio Federal Credit Union, einer Finanzgruppe mit einer Bilanzsumme von 2,2 Mrd. USD. Außerdem gehört er dem Aufsichtsgremium für öffentliche Bauprojekte in San Antonio an.

Die Stärken des Exploration Managers Douglas Coyle liegen in der Erkundung und Entwicklung von Öl- und Gasvorkommen. Er stellte sein Können in den Bereichen Geophysik und Geologie für Exxon Corporation unter Beweis. Der Geowissenschaftler – mit Abschluss der Texas A&M University – sichtet und analysiert geologische Daten. Seine Leistungen führen zum Erwerb bzw. Erhalt von Projektanteilen. Douglas Coyle arbeitete von 2000 bis 2004 als Exploration Manager für Aminex USA, Inc.

Durch die Übernahme von New Tuleta Energy Partners in Houston kam Bobby Riley im April 2007 als Operations Manager in das Managementteam von Activa Resources Ltd. Zuvor war Riley geschäftsführender Gesellschafter der New Tuleta Energy, die er seit 2002 erfolgreich zu einem etablierten Erdölförderer aufbaute. Riley blickt als internationaler Experte für Bohr- und Felderschließungen auf 16 Jahre in der Öl- und Gasindustrie

Unternehmensgründung zunächst durch Leigh A. Hooper und John Hayes

Financier Leigh A. Hooper

Experte für Operation John Hayes

Douglas Coyle erkundet und entwickelt

Internationaler Experte für Design der Felderschließung Bobby Riley

zurück. Er verfügt außerdem über ausgewiesene Kenntnisse für das Design und die Entwicklung von Bohrgeräten sowie für Systeme der Aufzeichnung und Auswertung von Erdöl- und Erdgasdaten. Riley war vor New Tuleta Energy als technischer Berater für Bohrung und Felderschließung bei der Forest Oil Corporation tätig.

Aufsichtsrat

Rechtlicher Rat durch Walter Blumenthal

Aufsichtsratsvorsitzender Walter Blumenthal ist Rechtsanwalt und Notar in Bad Homburg mit Schwerpunkt Gesellschaftsrecht. Blumenthal überwacht den Vorstand nicht nur, sondern unterstützt ihn in rechtlichen Fragen und steht als Gesprächspartner für alle rechtlichen Aspekte, strategische Fragen und Finanzierungsangelegenheiten zur Verfügung.

Bilanzerstellung durch Axel Vedder

Aufsichtsratsmitglied Axel Vedder ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater. Neben seiner Funktion als Aufsichtsrat berät er Activa insbesondere bei der Rechnungslegung und Bilanzerstellung.

Branchenkompetenz Dr. Gerd Escher

Aufsichtsratsmitglied Dr. Gerd Escher war zehn Jahr lang Vorstandsmitglied der Veba Öl. Er war dort unter anderem verantwortlich für die Schweröltechnologie und das Verarbeitungssystem der Ruhroel GmbH, einem Joint Venture von Veba Oel und der venezolanischen Ölgesellschaft PDVSA. Escher besitzt langjährige, internationale Erfahrung in der Ölindustrie und ist heute als Berater für Technologieunternehmen tätig.

Motivierendes Entlohnungsmodell

Vergütung

Activa veröffentlicht freiwillig detailliert die Vergütung des Vorstands und der Mitarbeiter, die unterhalb des Branchenüblichen liegt. Das Konkurrenzunternehmen Triangle Petroleum z. B., mit einer ähnlichen Marktkapitalisierung wie Activa, weist für dessen Management für das vergangene Geschäftsjahr eine Vergütung von 5,8 Mio. USD aus. Activa veröffentlicht hingegen ein Salär für Hooper, Hayes und Coyes inkl. Pensionsplan von lediglich 540.000 USD zzgl. Mitarbeiter-Optionen. Die zahlungsunwirksamen Aufwendungen von Mitarbeiter-Optionen, die mit Ausübungspreisen von 15,07 bzw. 22,81 Euro aus dem Geld liegen, also bei derzeitigem Aktienkurs keine Vergütung darstellen können, müssen während der Sperrfrist bilanziert werden. Die Ausgabe der Optionen dürfte die Mitarbeiter jedoch mehr motivieren als feste Bezüge. Genau dies ist, trotz der nachteiligen Bilanzierungsumstände, die für uns nachvollziehbare Intention des Vorstands.

Branchenumfeld

Ausgewogenes Verhältnis in der momentanen Produktion von Öl und Gas

Balance zwischen Öl und Gas

Activa Resources sucht und produziert Öl und Gas für die Energieversorgung der USA. Die Balance der nachgewiesenen Reserven zwischen Öl und Gas hat sich mit dem Zukauf von New Tuleta Energy vom Verhältnis 20:80 zugunsten von Gas auf 50:50 verändert. Die wahrscheinlichen und möglichen Reserven des Unternehmens sind jedoch ihrem Erwartungswert nach überwiegend im Bereich Gas angesiedelt.

Activas Heimatmarkt USA, spätere Internationalisierungswünsche

Standort USA

Auch wenn die USA als unternehmensstrategischer Markt gilt, will sich der Vorstand andere Optionen offen halten. 2006 wurden daher auch konkrete internationale Projekte geprüft. Es wurden Due-Diligence-Arbeiten für Projekte auch in anderen Regionen außerhalb der USA durchgeführt, wie z. B. in Indonesien, Trinidad/Tobago, Bolivien und in der Ukraine. Auch wenn man im Unternehmen offensichtlich noch andere Möglichkeiten in Betracht zieht, bilden die USA für den Vorstand doch einen hochinteressanten Markt mit schnellen Wachstumschancen im Low-Risk-Bereich. Man will die Risiken durch ein möglicherweise unbekanntes Terrain mit kaum kalkulierbaren politischen Faktoren zunächst eingrenzen und bleibt vorerst in den USA mit einem sicheren rechtlichen Umfeld, einer vorhandenen Infrastruktur und einem im weltweiten Maßstab großen Binnenmarkt. In zwei bis drei Jahren könnte bei einer entsprechenden Unternehmensgröße der Schritt auch in andere Regionen gewagt werden.

Unkonventionelle Vorkommen werden rentabel

Der Standort Nordamerika ist davon geprägt, dass größere Öl- und Gasreserven fast nur noch in nicht konventionellen Lagerstätten gefunden werden, wie beispielsweise den Ölsanden in Kanada oder in Schieferprojekten, wie sie Activa Resources verfolgt. Diese Projekten verfügen jedoch über ein gewaltiges Potential. Das Barnett-Schiefervorkommen zum Beispiel gehört zu den zehn größten Gas-Lagerstätten weltweit. Der Umstand seltener großer Lagerstätten lenkt die Aufmerksamkeit der Öl- und Gaserkundung auf Projekte, die bei den momentan historisch hohen und weiter steigenden Energiepreisen immer rentabler werden.

Bohrgerät wieder verfügbar

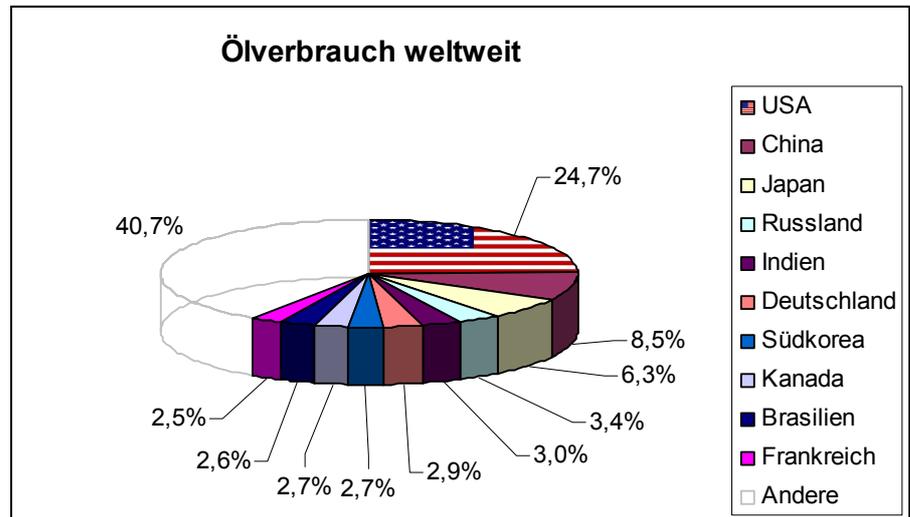
Bohr- und Erkundungsausrüstungen sind zurzeit in den USA wieder besser verfügbar als noch vor drei Jahren. Die Bohraktivitäten steigen zwar mit anziehenden Öl- und Gaspreisen. Das Bohrgerät ist aber im Allgemeinen innerhalb von drei bis vier Monaten verfügbar. Benötigt das vorherige Erkundungsunternehmen die Ausrüstung länger als gedacht, sind spätere Bohrtermine als ursprünglich geplant jedoch unausweichlich und Verschiebungen durchaus möglich.

USA – weltweit größter Energieverbraucher

Energiebedarf in den USA

Die USA sind der mit Abstand größte Energieverbraucher der Erde. Etwa 40 % des amerikanischen Energiebedarfs deckt sich aus Erdöl und 20 % aus Erdgas. Fast ein Viertel des jährlich weltweit geförderten Erdöls wird in den USA genutzt. 2005 waren es nach Angaben der Bundesanstalt für Geowissenschaften und Rohstoffe 950 Mio. Tonnen Öl von global gese-

hen 3.852 Tonnen. 25 % der Weltölimporte sowie 17 % der Welterdgasimporte belasten die Außenhandelsbilanz mit geschätzten 1,3 Milliarden USD am Tag. Im Gegensatz zu den meisten Europäern findet ein Umdenken in Bezug auf einen sparsameren Umgang mit den nicht regenerativen Schätzen der Erde nur langsam statt. Die USA ist beispielsweise die Heimat der „Hummer“-Trucks und schlecht isolierter Spanplattenhäuser.



Energiekrise in den USA?

13 Jahre nach dem letzten Energiegesetz trat 2005 der Energy Policy Act in Kraft, nach einigen Bedrängnissen, wie dem umfassenden Ausfall der maroden elektrischen Leitungen und der drastischen Preisentwicklungen bei den fossilen Brennstoffen Öl und Gas. Der Energy Policy Act umfasst sowohl die Förderung alternativer Energiequellen als auch das Vorantreiben der inländischen Produktion durch Steuervergünstigungen und anderweitigem Entgegenkommen. Zudem soll – mit Investitionen in Milliardenhöhe – die Energieinfrastruktur verbessert werden. Das Gesetz zielt darauf ab, das Gesamtenergieangebot zu erhöhen, um die Preise zu normalisieren und die USA energiepolitisch zu stabilisieren. Dies betrachten wir als ein positives Zeichen für den Willen die Öl- und Gasversorgung in den USA zu stützen.

Öl- und Gasreserven in den USA vermindern sich absolut und vor allem bezogen auf Weltreserven

Die US-Bundesstaaten mit Ölreserven, geordnet nach Menge und beginnend mit den größten Lagerstätten, sind Texas, Alaska, Louisiana, Arkansas, Oklahoma und Kalifornien. Die nachgewiesenen Öl- und Gasreserven der USA haben sich in den letzten 20 Jahren stark reduziert, während die Reserven weltweit zunahm. Besonders dramatisch erscheint der prozentuale Vergleich: Innerhalb zweier Jahrzehnte sind, bezogen auf die geschätzten Weltreserven, die US-Reserven an Gas von 10,9 % auf 4,1 % und die an Öl von 13,4 % auf 5,1 % gesunken.

Importeur fossiler Brennstoffe

Öl- und Gas-Importe in die USA

Durch die defizitäre Energiebilanz haben sich die USA in eine Abhängigkeitsbeziehung zu Treibstoffexporteuren manövriert. Nur 40 % des Bedarfs entstammt der heimischen Produktion. Die wichtigsten Partner zur Deckung des Ölbedarfs sind Lateinamerika mit 130,6 Mio., der Nahe Osten mit 124,9 Mio., Kanada mit 104,8 Mio., Mexiko mit Off-shore Reserven von

Gas weniger gut transportabel

81,9 Mio. und Afrika mit 81,6 Mio. Tonnen.

Importiertes Erdgas stammt zu 86 % aus Kanada. Importe kommen außerdem aus Südamerika und Afrika.

Das vor allem zu Heiz- und Stromerzeugungszwecken relevante Gas muss meist in verflüssigtem Aggregatzustand in großen Tankern importiert und aufwendig in das nationale Pipelinennetz eingespeist werden. Grundsätzlich ist der Gasmarkt, aufgrund des schwierigeren Transports im Vergleich zu Öl, sehr viel mehr als lokaler Markt zu sehen. Dadurch und durch das Ausbleiben von Preisabsprachen durch eine Organisation wie die OPEC, verhält sich der Gaspreis sehr viel volatil als der Preis von Öl. Durch verschiedene Arten der Verflüssigung ist Gas auch transportabel. Nachdem die USA ihre Energiepolitik lange Zeit vernachlässigte, gibt es weitaus weniger LNG-Häfen (Liquified Natural Gas) als benötigt. Die natürliche Konsequenz ist, dass es öfter zu Engpässen in der Versorgung kam, wie es hierzulande zuweilen mit Russland der Fall war. Gas erzielte im Oktober 2005 mit bis zu 10,35 USD pro tausend Kubikfuß absolute Höchstpreise. Ende September 2006 fiel der Preis für Gas auf unter 5 USD und hält sich heute mit etwa 7 USD eher am unteren Ende des langfristig steigenden Trendverlaufs.

Langfristig steigende Öl- und Gaspreise

Preisentwicklung

Durch die beeindruckenden Wachstumsraten der Wirtschaft in Schwellenländern wie China, kommt es zu einer weltweit gewaltigen Nachfrage von Energieträgern, vor allem von Öl und Gas. Der steigenden Nachfrage steht ein nur leicht anwachsendes Angebot gegenüber. Als Resultat hat sich der Preis von Öl gegenüber dem Jahr 2000 von um die 20 USD pro Barrel auf über 80 USD vervierfacht, der von Erdgas von 2 USD auf derzeit etwa 6 USD pro 1.000 Kubikfuß verdreifacht. Nach wie vor ist Erdgas die saubere und günstigere Alternative, benötigt aber ein gut ausgebautes Pipelinennetz. Der Transport erfolgt üblicherweise über den Landweg.

Ausbau weltweiter Produktionskapazitäten nur unzureichend

Wir gehen von einem weiteren langfristigen Anstieg der Öl- und Gaspreise aus und sehen in der derzeit zu beobachtenden Ausweitung von Produktionskapazitäten ein eindeutiges Indiz für die nachhaltige Preishausse. Die wichtigste Frage in dieser Beziehung wird sein, ob die Schwellenländer ihr Wachstum halten können. Noch läuft der chinesische Konjunkturmotor auf vollen Touren. 40 % der erhöhten Nachfrage kam in den letzten fünf Jahren aus China. Signifikant ist dabei, dass China sechs Mal mehr Energie als Japan oder 3,5 Mal so viel wie die USA benötigt, um einen Dollar zu erwirtschaften. Dies wirkt sich preissteigernd auf die Energiepreise aus. Vor allem für Explorationsgesellschaften mit nicht konventionellen Reserven sind diese Rahmenbedingungen wichtig, da sie für den wirtschaftlichen Abbau der Lagerstätten auf tendenziell höhere Energieträgerpreise angewiesen sind. Schiefergas-Projekte wie in Barnett Shale oder Fayetteville Shale sind beispielsweise ab einem Gaspreis von 4 USD pro 1.000 Kubikfuß rentabel.

Ausrichtung nach innen

Geopolitik in den USA

Die Öl- und Gas-Branche in Nordamerika sieht profitablen Zeiten entgegen. Es bieten sich ideale Voraussetzungen für einen Ausbau der Förderung endlicher Energiereserven. Durch die letztendlich unaufhaltsame Ver-

Unkonventionelle Vorkommen gewinnen an Bedeutung

knappung der beliebten fossilen Energielieferanten sehen wir deren Preise langfristig steigen. Auch der Ausbau der Ethanolgewinnung, der Niedrigenergiehäuser, der Holz-Pallet-Heizung und anderer abmildernder Sparversuche können den Energiehunger nicht annähernd stillen. Anteilsmäßig verringert sich die Bedeutung von Öl und Gas zwar, absolut gesehen aber steigt die Nachfrage weiter. Besonders in geopolitisch unruhigen Zeiten mit kriegerischen Auseinandersetzungen in wichtigen Exportländern, erfährt die USA bei der Energieversorgung eine Fokussierung nach innen.

Amerika und Kanada sind nach wie vor reich an sekundären, unkonventionellen Vorkommen fossiler Energieträger wie beispielsweise Gasschiefer-Formationen. Die auf deren Abbau spezialisierten Unternehmen erleben derzeit durch die hohen Energiepreise eine euphorische Goldgräberstimmung, da diese Vorkommen nun wirtschaftlich förderbar sind. Es sind besonders die kleinen flexiblen Gesellschaften, die sich hier engagieren. Die Gewinnung ist aufwendig, lohnt sich jedoch bei historisch hohen Gaspreisen und sich verbessernden technischen Möglichkeiten, wie der Horizontalbohrung oder Fracturing.

SWOT – Analyse

Stärken

- Strategischer, risikoabwägender Portfolioansatz von Produktions- und Erkundungsprojekten;
- Transparenz für Investoren;
- Fokus USA: Politische Sicherheit und Absatzmarkt vor der Tür;
- Erfahrene und erfolgreiche Partner wie Hallwood, El Paso und Apache;

Schwächen

- Mögliche Größennachteile aufgrund geringerer Unternehmensgröße;
- Keine Projekte in anderen lukrativen Öl- und Gasregionen;

Chancen

- Beteiligung an zwei absoluten Schiefergas-Hot-Spots in den USA (Barnett Shale, Fayetteville Shale);
- Hebeleffekt auf Öl- und Gaspreise;
- Angekündigte Erweiterung des Projektportfolios;
- Steigende Energiepreise führen zu höheren Einnahmen aus den produzierenden Quellen und die Erhöhung der Wahrscheinlichkeit zur wirtschaftlichen und technischen Abbaubarkeit nicht konventioneller Vorkommen;

Risiken

- Geringere Wachstumsmöglichkeit bei nicht ausreichender Finanzierung;
- Öl- und Gaspreisentwicklungen;
- Schwankungen in den Erwartungswerten der unternehmenseigenen Reserven.

Tabellenanhang

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12, IRFS	05	06	07e	08e	09e
Umsatzerlöse	0,31	1,20	2,92	6,57	11,67
Sonstige betriebliche Erträge	0,46	0,02	0,23	0,23	0,23
Betriebsaufwand	0,97	4,04	3,81	4,93	7,27
Waren- und Materialeinsatz	0,07	0,76	1,30	1,48	2,63
Personalaufwand	0,18	1,37	1,00	1,00	1,00
Abschreibungen	0,14	0,34	0,51	1,15	2,04
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,58	1,57	1,00	1,30	1,60
Betriebsergebnis	-0,66	-2,84	-0,89	1,64	4,40
Finanzergebnis	0,02	-0,37	-0,92	-0,69	-0,57
Jahresfehlbetrag/-überschuss vor Steuern	-0,19	-3,21	-1,81	0,95	3,83
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,07	0,93	0,30	-0,50	-1,00
Ergebnis nach Steuern	-0,12	-2,27	-1,51	0,45	2,83
Ergebnis je Anteil (nicht verwässert)	-0,02	-0,92	-0,58	0,13	0,83
Ergebnis je Anteil (verwässert)	-0,02	-0,87	-0,50	0,12	0,74

Kapitalflussrechnung (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12, IRFS	05	06	07e	08e	09e
Ergebnis nach Steuern	-0,12	-2,27	-1,51	0,45	2,83
+ Abschreibungen	-0,05	0,34	0,51	1,15	2,04
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-0,59	-0,73	-0,90	-1,12	-1,38
= Cash Earnings	-0,76	-2,66	-1,90	0,48	3,49
- Investitionen (Schürfrechte, Bohrungen)	-2,11	-6,62	-6,00	-7,00	-8,00
= Freier Cashflow	-2,87	-9,28	-7,90	-6,52	-4,51
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,22	1,64	0,00	12,00	0,00
- Sonstige Eigenkapitalveränderungen	5,65	-0,07	0,00	0,00	0,00
+ Bankverbindlichkeiten	-0,03	7,06	5,77	-3,22	-1,43
= Zufluss Barm.(+)/Rück. Barm (-)	3,07	-0,50	-2,13	2,26	-5,94

Bilanz (Mio. €)

Geschäftsjahr 31/12, IRFS	05	06	07e	08e	09e	06	07e	08e	9e	
Aktiva	absolut					% der Bilanzsumme				
Schürfrechte, Bohrkosten	2,11	8,16	14,16	20,01	25,97	29,4	58,9	80,8	77,7	
Sachanlagen	0,03	0,04	0,05	0,07	0,09	0,4	0,3	0,3	0,3	
Aktive latente Steuern	0,12	1,04	0,00	0,00	0,00	1,7	7,5	0,0	0,0	
Anlagevermögen	2,25	9,24	14,21	20,08	26,06	31,4	66,7	81,1	78,0	
Forderungen	0,71	0,85	1,11	1,21	1,44	9,9	6,1	6,3	4,7	
Wertpapiere	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	1,0	0,5	0,4	0,3	
Liquide Mittel	4,21	3,76	2,13	4,39	-1,55	58,7	27,1	12,2	17,0	
Umlaufvermögen	4,99	4,68	3,31	5,67	-0,04	69,6	33,8	18,9	22,0	
Bilanzsumme	7,17	13,86	17,52	25,75	26,02	100,0	100,0	100,0	100,0	
Passiva	absolut					% der Bilanzsumme				
Gezeichnetes Kapital	0,82	2,47	2,47	3,28	3,28	11,4	17,8	14,1	12,7	
Kapitalrücklagen	6,04	5,94	2,97	11,65	10,97	84,2	42,9	17,0	45,2	
Jahresfehlbetrag	-0,12	-2,27	-1,51	0,45	2,83	-1,7	-16,4	-8,6	1,7	
Eigenkapital	6,85	6,14	3,93	15,38	17,08	95,5	44,3	22,4	59,7	
Finanzschulden	0,00	7,16	7,16	7,16	7,16	0,0	51,7	40,9	27,8	
Verbindl. Aus Lieferungen	0,16	0,11	0,23	0,32	0,55	2,2	0,8	1,3	1,2	
Rückstellungen	0,09	0,12	0,15	0,19	0,23	1,3	0,9	0,9	0,7	
Sonstige kurzfr. Verbindl.	0,07	0,43	6,05	2,70	1,00	1,0	3,1	34,5	10,5	
Fremdkapital	0,32	7,82	13,59	10,37	8,94	4,5	56,4	77,6	40,3	
Bilanzsumme	7,17	13,86	17,52	25,75	26,02	100,0	100,0	100,0	100,0	

Activa Resources Hauptprojekte				
<u>Projekt</u>	<u>Lage</u>	<u>Acres</u>	<u>Beteiligung</u>	<u>Projektleiter</u>
Von Activa geleitete Projekte				
ADAMS RANCH	MEDINA COUNTY, TEXAS	800	75%	Activa Resources
CERF	NAVARRO COUNTY, TEXAS	751	26%	Activa Resources
LYLES RANCH	ZAVALA COUNTY, TEXAS	8.700	56,25%	Activa Resources
FOUR COUNTIES	NORTH TEXAS	700	75%	Activa Resources
GRAY WATERFLOOD	CALCASIEU PARISH, LOUISIANA	40	60%	Activa Resources
MONGOOSE	GONZALES COUNTY, TEXAS	1.000	57,50%	Activa Resources
CADDO WATERFLOOD	JACK COUNTY, TEXAS	n.a.	100,00%	Activa Resources
Von Partnern geleitete Projekte				
FAYETTEVILLE SHALE	WHITE/LEE COUNTIES, ARKANSAS	44000	25%	Hallwood Petroleum, Dallas
BARNETT SHALE	JACK COUNTY, TEXAS	15.000	25%	Lewis Energy, San Antonio
HIDALGO FRIO	HIDALGO COUNTY, TEXAS	6.400	25%	Kaler Energy, San Antonio
LOMA FIELD	GALVESTON COUNTY, TEXAS	600	25%	Peoples Energy, Houston
OSR HALLIDAY	LEON/MADISON COUNTIES, TEXAS	12.500	32,50%	Woodbine Production Co, Woodbine
HOGG-HEAVEN	JIM HOGG COUNTY, TEXAS	500	19%	Lighthouse Exploration, Corpus Christi
BROYLES OFFSET	COLORADO COUNTY, TEXAS	176	20%	Kaler Energy, San Antonio
SANTA ROSA	PECOS COUNTY, TEXAS	900	14%	Bright & Co., Dallas
PEARSALL FIELD	FRIO COUNTY, TEXAS	4.500	10%	Alamo Operating, San Antonio
EAGLE LAKE	COLORADO COUNTY, TEXAS	587	12.5%	New Century Exploration, Houston
AKG-TAIT	COLORADO COUNTY, TEXAS	1.400	15%	AKG Energy, Austin

Concord Investmentbank AG
Große Gallusstraße 9
60311 Frankfurt am Main
Tel.: 069/50951-0
Fax: 069/50951-8200

Disclaimer © 2007 Herausgeber: Concord Investmentbank AG, Große Gallusstraße 9, D 60311 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der Concord Investmentbank AG und/oder einer Tochtergesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens der Concord-Gruppe und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Studie genannten Datum vertretene Sichtweise wieder und können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die Concord Investmentbank AG sowie Tochtergesellschaften und verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Anleger sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Performance der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. . Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Performance der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Concord Investmentbank AG gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein.

Wesentliche Informationsquellen:

Geschäftsberichte und Power-Point-Präsentationen von Activa Resources, Peer-Group-Unternehmen, Activa-Interview ARD, Activa-Analyse der Trust Research GmbH, Veröffentlichungen über Reserven, Branchenstudien Frankfurter Finance Newsletter.

Zusammenfassung der bei der Erstellung der Analyse genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Bewertung auf Grund vorhandener Öl- und Gasreserven, ergänzt durch einen Peer-Group-Vergleich.

Diese Bewertungsparameter sind unter anderem durch schwankende Öl- und Gaspreise äußerst sensitiv und können sich kurzfristig ändern, ohne dass die Concord Investmentbank AG hierüber informiert.

Die Concord Investmentbank AG aktualisiert diese Analyse in der Regel vierteljährlich.

Die Concord Investmentbank AG hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Concord Investmentbank AG und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe sowie der Ersteller und mitwirkende Personen und Unternehmen halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine Beteiligung am analysierten Unternehmen.

Die Concord Investmentbank AG und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe sowie der Ersteller und mitwirkende Personen und Unternehmen halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keinen Handelsbestand in den besprochenen Wertpapieren.

Die Concord Investmentbank AG betreut die analysierten Wertpapiere als Designated Sponsor und als Market Maker an der Börse oder am Markt. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Concord Investmentbank AG oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter derselben dann einen Handelsbestand bzw. Long- oder Shortpositionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren oder verwandten Wertpapieren halten.

Diese Analyse wurde im Auftrag des Emittenten erstellt und vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, um die sachliche Richtigkeit sicherzustellen. Danach wurde die Analyse noch in Einzelfragen geändert.

Die Analysten halten keinen Bestand in den analysierten Wertpapieren. Die Vergütung der Analysten ist weder an eine spezifische Finanztransaktion noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Bei den verwendeten Kursen handelt es sich um Tagesendkurse in Xetra (20:00 Uhr) am Vortag (bezogen auf das Veröffentlichungsdatum).

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).