

# CHECK-AUDIT®



ROHSTOFF HELIUM UNVERZICHTBAR – FAKTOR DER ZUKUNFTSTECHNOLOGIEN

Quelle: NASCO

## NASCO Energie & Rohstoff AG – Vollendung des Transfers der KG-Vermögenswerte zur AG

<b>I PRÄAMBEL</b> _____	<b>2</b>	<b>IV GRÜNDE/AUFBAU DES NEUEN GESCHÄFTSMODELLS</b> _____	<b>8</b>
Einleitung Ausgangspunkt _____	2	Revision des Geschäftsmodells _____	8
Zur Methodik dieses Audits _____	2	Wettlauf mit der Zeit – neue Lagerstätten erschließen _____	8
Vom Öl- und Gasmarkt abkoppeln _____	2	Zusammenlegung der KGs wirtschaftlich sinnvoll _____	8
Aktuelle Helium Preisentwicklung _____	2	Rückblick: Skalenvorteile zwingend _____	9
Rückblick: Erste Bewährungsprobe Lucas Energy _____	3	Faktisch 2,85 Mio. zusätzliche Aktien geschaffen _____	9
		NASCO zu ca. 85 % in Anlegerhand _____	9
		Liquidation der Kommanditgesellschaften _____	9
<b>II TRANSFER DER VERMÖGENSWERTE KG/AG</b> _____	<b>5</b>	<b>V SCHLÜSSELBEDEUTUNG FINANZIERUNGSFÄHIGKEIT</b> _____	<b>9</b>
NASCO wird führender Heliumförderer im US-Markt _____	5	Gründung der NASCO Energie & Rohstoff AG _____	9
„Investment Grade“- eröffnet Finanzierungsoptionen _____	6	Schlüsselfrage Finanzierung – KGs nicht kreditfähig _____	10
Beachtliche Heliumreserven des Projekts Hogback _____	6	Auf Augenhöhe mit internat. Investmentpartnern _____	10
Potenzial für die Aktionäre _____	6	Kreditfähigkeit durch Heliumförderung in der AG _____	10
Unabhängige Bewertung der Vermögenswerte _____	7	Transfer der Vermögenswerte _____	10
<b>III AKTIENSTRUKTUR - FUNGIBILITÄT</b> _____	<b>7</b>	<b>VI ANSÄTZE DER AKTIENBEWERTUNG</b> _____	<b>11</b>
Wert der Aktien _____	7	Maßstab Gewinn pro Aktie, EBITDA, Notierung/Risiken _____	12
Heutiger, pragmatisch kalkulierter Wert _____	7	<b>VII COMPLIANCE DES MANagements</b> _____	<b>12</b>
Angebot und Nachfrage _____	7	Gleichklang der Interessen, Resümee _____	12
Prognose verifiziert – Menge und Preise sind gestiegen _____	7		
Anfängl. Auszahlungen – Umstrukturierung erforderlich _____	8		

### Einleitung - Ausgangspunkt

Anlegerinnen und Anleger, die seinerzeit die geschlossenen Fondsbeteiligungen Nordic Oil USA 1 GmbH & Co. KG (NO1), Nordic Oil USA 2 GmbH & Co. KG (NO2), Nordic Oil USA 3 GmbH & Co. KG (NO3) gezeichnet hatten, mussten über ca. ein Jahrzehnt erfahren, dass das extrem preisvolatile Öl- und Gasgeschäft ein professionelles, tagesaktuelles Risikomanagement erfordert. Darauf war das klassische Fondsgeschäft typischer Fonds-KGs nicht eingestellt. Auf der Vermarktungsseite musste die Erfahrung gemacht werden, dass die Vermögenswerte der NO-KGs von extremen Preisschwankungen des Öl- und Gasmarkts abhingen. Die Ölpreise beeinflussten maßgeblich die Wirtschaftlichkeit der Fonds. Diese schwankten binnen einer 2-Jahresfrist zwischen knapp USD 100/Barrel und ca. USD 25/Barrel. Große Ölkonzerne können solche Preisschwankungen durchstehen, weil sie Verluste aus vorübergehend unwirtschaftlichen Segmenten des Rohstoffmarkts durch Gewinne in anderen Unternehmensbereichen ausgleichen können. Denn sie sind in mehreren Segmenten des Öl- und Gasmarkts etabliert: Im Upstream – dieser umfasst die Gewinnung, Exploration und Förderung -, im Midstream - dieser umfasst den Transport - sowie im Downstream - dieser umfasst die Aufbereitung, Vermarktung und Zustellung. Je nach Marktlage ist mindestens einer der drei Bereiche profitabel. Mittelständische und kleine Ölförderer, die nur im Upstream-Bereich aktiv sind, haben diese Möglichkeit nicht, anderweitig an der Wertschöpfungskette zu partizipieren. Auch können die Ölkonzerne, dank ihres kapitalstarken Hintergrunds unprofitable Bereiche der Förderung trotz laufender Kosten ruhen lassen (bp hat einen Jahresverlust von USD -20 Mrd. für 2020 hinnehmen müssen). Konzerne haben die Möglichkeit, die wertvollen Rohstoffe temporär in der Lagerstätte zu belassen, bis eine Produktionsaufnahme wieder wirtschaftlich ist. Typische Öl- und Gasfonds waren dagegen darauf angewiesen, dass der Öl- und Gaspreis zumindest mittel- bis langfristig ein bestimmtes Niveau von ca. USD 60-70 nicht unterschreitet.

### Zur Methodik dieses Audits

CHECK hat in erheblichem Umfang sensible Unterlagen des gesamten bis heute ausgestalteten Unternehmensprozesses der jungen NASCO Energie & Rohstoff AG (NASCO) eingesehen. Darunter Bewertungsgutachten, Wirtschaftsprüfungsberichte, seismische Analysen, Cash Flow-Prognosen, testierte Bilanzen sowie selbst erstellte, aus CHECK-Perspektive belastbare Wirtschaftlichkeitsanalysen, Rechts- und Steuergutachten, Gesellschaftsverträge, P&A-Agreements, Joint-Venture-Vereinbarungen, Ratinganalysen, Dienstleistungsverträge mit Drilling-Companies sowie Verträge mit Lieferanten und Rohstoffeinkäufern, Konteneinsichten mit Umsätzen und Umsatzprognosen auf Basis der Ist-Werte. Hinzu kommen die zum Übergangszeitpunkt erstellten, auch aus heutiger Sicht grundsätzlich belastbaren Bewertungs- und Reservegutachten (bis auf die Ölpreisannahmen), die CHECK seinerzeit im Rahmen der Einbringungsanalyse der KGs in die NASCO 2014 ausgewertet hatte. Die Konsequenz dieser Arbeit bedeutet, dass ein vom ersten Tag an solide geführtes Risikomanagement Transparenz nicht zu fürchten hat. Je tiefer unser Research in die operativen und kaufmännischen Details eindrang, je erstaunlicher erscheint der Leistungsbogen ausgehend von den strukturell unflexiblen und unterfinanzierten Fonds-KGs hin zu einem Cash Flow-starken Edelgasproduzenten!

### Vom Öl- und Gasmarkt abkoppeln

Dem Risikomanagement der Nordic-KGs, später dann der NASCO Energie & Rohstoff AG, ist es gelungen, die existenzielle Abhängigkeit vom reinen Öl- und Gasgeschäft fast vollständig zu vermeiden.

## AUF DEN PUNKT

- ▶ Erfolgreiches Transfermanagement der Nordic-KGs in die NASCO AG
- ▶ Beharrlicher Kompetenzaufbau im Segment Öl- und Gasförderung mit dem Schwerpunkt Helium-Förderung und Vermarktung
- ▶ Beachtliches Krisenmanagement bei der Durchsetzung der Anleger- und Aktionärsinteressen
- ▶ Cash Flow-starkes Anlagekonzept zugunsten kontinuierlicher Unternehmenswertsteigerung der NASCO
- ▶ Zur Stärkung der Anlegerinteressen Verzicht des Nordic-Managements auf knapp 30 % der Gesellschaftsanteile an den US-Objektgesellschaften
- ▶ Auf Augenhöhe verhandlungsfest mit internationalen Investoren dank Investmentgrade-Rating
- ▶ Erste ABS-Finanzierungsstruktur in diesem Rohstoff-Segment dank eines 15-Jahres-Helium-Abnahmevertrags

Dadurch konnten die Assets der ehemaligen Fondsgesellschaften überlebensfähig gehalten werden. Dank der geschickten Verhandlungstaktik des Managements konnten die früheren NO3-Fördergebiete mit einem überdurchschnittlich hohen Heliumanteil mit externem Fremdkapital weiterentwickelt werden. Das Management konnte sich mit dem auf dem Weltmarkt konstant zunehmend nachgefragten Helium von dem volatilen Öl- und Gasmarkt weitgehend abkoppeln. Dank der nicht substituierbaren chemischen Eigenschaften des Edelgases (siehe dazu die umfangreichen Anwendungsgebiete im Chart S. 10) korreliert der Heliumpreis nicht mit dem des Öl- und Gasmarkts (der durch erneuerbare Energien in Teilen zunehmend substituiert werden wird). Die insbesondere in den USA begrenzten Helium-Ressourcen sorgen zusätzlich dafür, dass der Preis bisher keine nennenswerten Einbrüche erfahren hat. Im Gegenteil, der Preis ist selbst bei temporärem Überangebot des Marktes von Beginn der kommerziellen Heliumgewinnung an konstant gestiegen.

### Aktuelle Helium-Preisentwicklung

Ein Heliumspezialist und Insider des Helium-Spotmarkts nahm kürzlich zu der Helium-Preisentwicklung in den nächsten Jahren in der Zeitschrift GASWORLD Stellung, Titel: „Understanding the Market in 2020“: „Overall we have a positive outlook for helium demand and regionally here in South East Asia, which is the demand area,“ sagte Kuchler im GASWORLD-TV. Kuchler ist Head of Business Development, Helium and Gas Asia-Pacific, Uniper Global Commodities SE, zuständig für die Heliumbeschaffung, Heliumlieferungen und Heliumlagermöglichkeiten mit Schwerpunkt in der Region Asien-Pazifik. Die langfristige Preisentwicklung wird durchgehend positiv eingeschätzt: „I believe we will see a lot more demand in the region and China. This will be our biggest market and we will continue to work on that market. There are so many different aspects why we will see future demand, we will see great use for helium in the future.“ Siehe Schaubild S. 5 zur Rohstoffpreisentwicklung der letzten Jahre im Vergleich zur Entwicklung anderer Rohstoffe.

### Lernkurve des Managements

Nur die konsequent durchpraktizierte und gegen manchen Widerstand umgesetzte Einsicht, dass nur vertiefte, fachlich ausgewiesene Expertise Chancen und Risiken des Rohstoffgeschäfts angemessen beurteilen kann, hat bewirkt, dass anfängliche Fehlentscheidungen nicht wiederholt/fortgesetzt wurden. Fester Be-

Die Helium-DBK-Produktionsanlage lieferte 2020 die wichtigsten Einnahmen der NASCO-Gruppe. Quelle: NASCO



standteil des Risikomanagements wurden daher der Rat und die Expertise der ausgewiesenen Experten Herr Dipl. Ing. Norbert Lierman und Herr Prof. (i.R.) Dr. mont. Günter Pusch. Dank dieser Expertise, die das Nordic-Management konsequent umgesetzt hat, konnten Fehler, die noch auf das vorausgegangene und dann frühzeitig ausgeschiedene Management zurückzuführen waren, vermieden werden. Für ein professionelles Risikomanagement erforderlich war die Absicherung der Entscheidungen u.a. zur Reservenanalyse, Marktbewertungen, Förderkostenplanung, Vermarktungsaufwand, Finanzierungsoptimierung. CHECK hat an mehreren Emittentenbeispielen erfahren müssen, dass selbst bei gutwilliger Absicht mangelnde Expertise zu folgenreichen Fehlern und zum Kapitalverlust geführt hat

### **Rückblick: Erste Bewährungsprobe Lucas Energy**

Die ersten gesellschaftsrechtlichen und juristischen Herausforderungen hatte das Nordic-Management bereits zu Beginn der Laufzeit des NO1 zu bewältigen. Seinerzeit mussten nacheinander zwei in Schwierigkeiten geratene Operator ausgetauscht werden. Sowohl Well Enhancement Service, LLC (WES) die mit einer Enhanced Oil Recovery Methode dem Radial Jet Enhancement anfänglich aussichtsreiche Ergebnisse in Aussicht stellten, als auch der auf die Schieferöl- und Schiefergas-Region in Süd-Texas spezialisierte Operator Lucas Energy, Inc. (LEI) erzielten nicht die erwarteten Ergebnisse. Ein lukrativer Exit bahnte sich mit dem Operator Lucas Energy an. Doch in Wahrheit war das Unternehmen zahlungsunfähig und konnte den Kaufpreis in Höhe von 22 Mio. USD an NO1 nicht entrichten. Daraufhin setzte das Nordic-Management als Kompensation faktisch die Übernahme der wichtigsten Lucas-Energy-Fördergebiete durch. Ein nach US-Recht komplexer Prozess, der nicht nur die Einschaltung hochqualifizierter Rechtsanwälte, sondern ein eisernes Durchhaltevermögen erforderte, um sich von den ehemaligen US-Partnern nicht übervorteilen zu lassen! Den Nordic-Investoren gereicht(e) zum Vorteil, dass hinter dem sachlich nüchternen Auftreten des Nordic/NASCO-Managements eine professionell versierte, hartnäckig verhandelnde, überaus lernfähige und -willige Persönlichkeit verankert ist, sehr zum Nutzen bei der Durchsetzung der Anlegerinteressen.

### **Frühere Ertragsgewichtung und Wertbestimmung der Assets**

Die deutschen Experten stellten hinsichtlich der Entwicklung der NO1-Leases fest: „Für den Fonds NO1 ergaben sich deutliche Änderungen in der Gutachterbewertung der Leases in Gonzales, Karnes und Wilson Counties und zwar nach der Umstellung der Entwicklungspläne durch den neuen Operator Dominion Operating Company LLC (Dominion) auf die im Eagle Ford Shale üblichen Lateralbohrungen, verbunden mit Fracking.“ Die Gutachter stellten im Oktober 2014 fest, dass durch den Ansatz verbesserter Gewinnungsmethoden die förderbaren Ölreserven bei einer Lebensdauer von 15 Jahren beachtlich erhöht werden können. Erwartet wurde, dass durch 32 Lateralbohrungen 2 Millionen Barrel Öl in Produktion gebracht werden könnten. Die PUD-Reserveschätzungen konnten durch die antizipierten Bohrungen im Eagle Ford Shale und Austin Chalk von 12,8 Millionen auf 44,15 Millionen Dollar heraufgesetzt werden. PUD (Proved Undeveloped): das sind zwar unentwickelte, aber „sichere“ Reserven, deren Entwicklung und Förderung erfahrungsgemäß als sicher gelten dürfen.

### **Erheblicher Finanzierungsbedarf**

Für die Entwicklung der Fördergebiete der Fonds NO1 und NO2 waren zweistellige USD-Millionen-Investitionen erforderlich geworden. Fraglich war, wie diese Mittel aufgebracht werden sollten. Das Nordic-Management stand vor einer systemischen Herausforderung. 2014 kam die Erkenntnis hinzu, dass für NO3 - trotz ausgezeichneter Ausgangssituation der Ölreserven und erster Fördererfolge - ein wesentlicher Nachteil dadurch entstand, dass NO3 als Minderheitsgesellschaft gegenüber dem Mehrheitseigentümer ohne ausreichendes Kapital für Erweiterungsmaßnahmen auf Dauer in einer abhängigen, schwachen Position gewesen wäre. Denn, wenn Erweiterungsinvestitionen vom Mehrheitspartner vorgegeben worden wären, hätte NO3 anteilig mitinvestieren müssen. Das bedeutet z. B. bei einem Programm von USD 20 Mio. für einige Bohrungen, dass NO3 ca. USD 5 Mio. hätte beisteuern müssen. Hätte dieses nötige Kapital gefehlt, hätte dies zur Konsequenz gehabt, dass der Fonds „Non Consent“ hätte wählen müssen. Beim „Non Consent“ hätte der investierende Mehrheitseigentümer zuerst bevorzugt 500 % der künftigen Erträge nach Kosten vereinnahmen dürfen, bevor NO3 von den Erträgen wieder hätte partizipieren dürfen. Die wirtschaftliche Perspektive für NO3 war entweder ein Exit durch Verkauf der Assets oder eine Umstrukturierung. Eine Umstrukturierung erforderte, zusätzliches Investitionskapital von externen Investoren aufzunehmen. Diese, für die Investoren deutlich bessere Alternative bestand in dem Ziel, die restlichen Anteile des DBK Öl- und Heliumfeldes mit hohem Heliumanteil mit Kreditmitteln geeigneter Finanzpartner aufzukaufen. Hierzu musste allerdings eine komplexe gesellschaftsrechtliche Umgestaltung vorgenommen werden. Mit Weit- und Umsicht und einem überdurchschnittlichen Engagement hat das Management diese Aufgabe mit dem Transfer zu einer Aktiengesellschaft bewältigt.

### **Management: risikobewusstes Nordic-Controlling**

Seit Mitte 2010, als der erste Operatorwechsel vollzogen werden musste, wurde das strategische NO-Managementpotenzial laufend professionalisiert. Neben einem anlegerorientierten Investitionsbeirat wurden zwei ausgewiesene und über Jahrzehnte erfolgreich im operativen Öl- und Gasgeschäft aktive Spezialisten

**HELIUM-ANGEBOT+NACHFRAGE:** Die NASCO füllt einen großen Teil des grauen Bereichs aus. 2032 wird die USA voraussichtlich Helium importieren müssen. Die NASCO-Produktion wird für Jahrzehnte mit einem Nachfragemarkt mit hohen Abnahmepreisen rechnen können. Quelle: NASCO

können. Trotz Namenswechsel und mehrerer Kapitalschnitte hat die Firma das Vertrauen der Märkte nicht zurückgewinnen können.

### Bewährtes Team im Vorstand

Nachdem die planmäßige Übernahme des langjährigen Operators Dominion zum fair value inkl. deren Anteilen an Fördergebieten vollzogen wurde (Einbringungswert, berechnet nach einem branchenüblichen Verfahren), leitet neben Herrn Jan Warstat (CEO) Herr David Burns als COO (Central Operating Officer) die operativ tätige Aktiengesellschaft. Der Einbringungswert des Dominion-Unternehmens (inkl. von Workinginterest-Anteilen) an diversen Assets lag unabhängigen Gutachten zufolge zwischen USD 4 - 6 Mio.

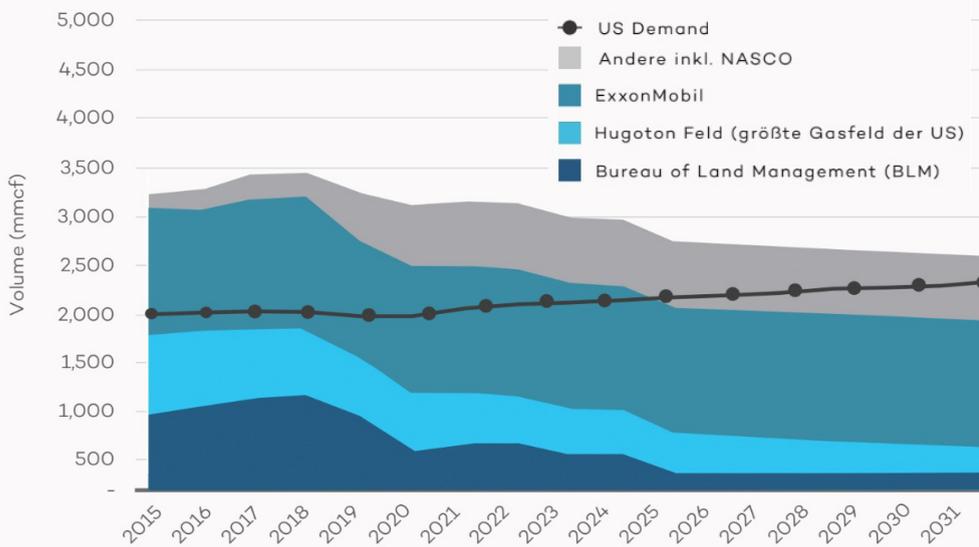
### Vorausschauende Investitionsentscheidungen

Die erwiesenermaßen vorausschauenden Investitionsentscheidungen für NO3 (hochwertiges Öl, verschiedene Gase und vor allem ein außergewöhnlich hoher Heliumanteil) haben schon damals gezeigt, dass die auf mehrere Schultern verteilten Nordic-Managemententscheidungen die Gewähr dafür boten, dass Fehlentscheidungen vermieden werden konnten. Für externe Expertise/Gutachter/Anwälte/Wirtschaftsprüfer/Valuation Reports musste Liquidität bereit gehalten werden. Rückblickend war es unternehmerisch konsequent, auf diese Expertise zu keinem Zeitpunkt verzichtet zu haben. Sie sind zum festen Bestandteil der Compliance-Regeln des Unternehmens geworden. Ihre Implementierung hat entscheidend zum Vertrauen der institutionellen Investoren geführt, die sich immer an internationalen Standards ausrichten. Ein global operierendes Investmenthaus hätte einer mit unübersehbaren Haftungsrisiken behafteten KG kein Fremdkapital ausgereicht.

### Management sichert vorrangig die Interessen der Investoren

Erwähnung verdienen vor diesem Hintergrund auch die moralischen Qualitäten des Managements. Wie wir in jüngster Vergangenheit erneut vorgeführt bekommen haben, korreliert Intelligenz nicht mit Moral (Trump, Wirecard, P&R ...). Zum Vorteil der Anleger fallen Intelligenz und Moral im Managementteam zusammen. CHECK kennt das ehemalige Nordic-Management und das heutige NASCO-Führungsteam seit über 10 Jahren. Der Verzicht der Minderheitsgesellschafter der KG-US-LLLP-Töchter (und damit des Fonds-Managements einschließlich des Exklusivvertriebs) auf einen erheblichen Eigentumsanteil bei der Einbringung in die AG i.H. von 29,99 % war keine Selbstverständlichkeit. Dieser Verzicht beruht(e) auf der Überzeugung, dass der Anlegernutzen dieses Investments im Zuge der geplanten Umstrukturierung Vorrang hat. Und dieser Verzicht hat im Ergebnis zur Schaffung einer höheren Anzahl an Aktien für die Fondsgesellschaften geführt. Somit konnte das Management vor Auskehrung der Aktien an die Kommanditisten der Fondsgesellschaften gem. Gesellschafterbeschluss 25 % der insgesamt durch die Einbringung geschaffenen Aktien einbehalten. Mit dem sukzessiven Verkauf dieser Aktien konnten wie geplant die Liquidationskosten und die damit einhergehende Bedienung sämtlicher Verbindlichkeiten der Fondsgesellschaften sowie der überwiegende Teil der Kosten für die Einbringung der Objektgesellschaften in die AG bezahlt werden. Das Management und der Exklusivvertrieb übertragen die ihnen zustehenden

### US Produktion ist rückläufig - in absehbarer Zeit kein Export mehr möglich



zu ständigen Beratern des Nordic-Managements. Professionalisiert wurden die Investitionsentscheidungen. Zum Beispiel für Förderschichten von NO3: Hermosa Still, Mc Cracken, Cococino, Paradox. Professionalisiert wurde z. B. auch die Betreuung des Operating für NO2 sowie die Kontrolle der Reservenbewertungen für NO1 (Austin Chalk, Buda, Lime, Eagle Ford) sowie für NO3 (Helium!). Workover-Maßnahmen und die Kontrolle des technischen Managements für Hospah und Mustang Islands mussten laufend abgesichert werden (NO2). Zum Nutzen der Fonds begründeten die versierten Berater eine kooperative, zielführende Zusammenarbeit zwischen dem deutschen und operativen US-Management. Entstanden ist eine selten vorbildlich transatlantische Teamleistung der beteiligten Managementpartner.

### NASCO übernahm Operator

Richtungsweisend für das Gelingen des folgenden NASCO-Geschäftsmodells war die Übernahme des US-Operators. Dies führte zu einer kostenbewussten Zusammenarbeit mit dem US-Operator Dominion (David Burns). Dominion wurde von der NASCO Energie & Rohstoff AG, Hamburg, im Rahmen der Einbringung der Fonds-Assets ebenfalls per Sachkapitalerhöhung gegen Ausgabe von Aktien übernommen. Somit wurde auch auf Ebene der US-Partner für eine Einbindung der Interessen in die der deutschen Investoren gesorgt.

### Auf Augenhöhe im US-Recht agieren

Die nachhaltige Lernbereitschaft im Umgang mit verschiedenen Operatorgesellschaften (WES, LEI, Dominion) hat die Übung im Umgang mit den amerikanischen Partnern der Öl- und Gasindustrie vertieft. In Konfliktfällen mussten erfahrene US-Fachanwälte eingeschaltet werden. Sich auf Augenhöhe mit US-Anwälten im US-Rechtssystem zu bewegen, ist als eine zusätzlich herausfordernde Managementleistung anzusehen. Das Nordic-Management ist Konflikten mit den US-Operatorgesellschaften nicht aus dem Weg gegangen und hat weder Mühe noch Kosten gescheut (darunter eigenes Geld), die Anlegerinteressen konsequent durchzusetzen. Dazu gehörten zähe Verhandlungen gegen den zahlungsunfähigen Operator LEI. Das Nordic-Management hat sich im Rahmen eines Vergleichs bei einer vorteilhaften Arrondierung der Eagle-Ford-Leases durchgesetzt. LEI hat in der Folge das gesamte Management inkl. Aufsichtsrat austauschen müssen. Das Unternehmen hat sich von dieser Auseinandersetzung bis heute nicht erholen

Gesellschaftsanteile an den US-Objektgesellschaften. Das bedeutet, dass zugunsten der Anleger faktisch 29,99 % mehr Aktien geschaffen werden konnten. Diese Maßnahme war dem Interesse des Managements geschuldet, die AG und damit den Nutzen der neuen Aktionäre zu stärken. Faktisch trug das Management damit die Umstrukturierungskosten und vor allem die der Liquidation zu einem wesentlichen Teil.

### Faire Behandlung der Anleger

Ferner darf die über viele Jahre geleistete zinsfreie Stundung des Nordic-Managements des Großteils der ihm laut Gesellschaftsvertrag zustehenden Managementgebühren in kumuliert siebenstelliger Höhe (für die Fonds NO1, 2 + 3) als weiterer Loyalitätsbeweis für die faire Behandlung der Anlegerinteressen gewertet werden. Diese Vergütungen stehen dem Management in Form von Aktien zu. Auch damit beteiligt sich das Management zusätzlich am Risiko und unterstreicht damit den Gleichklang mit den Anlegerinteressen.

von unwirtschaftlichen Leases beitragen. Das sind diejenigen Fördergebiete, die keinen ausreichenden Deckungsbetrag zur Erzielung eines Mindestgewinns beitragen können.

## II TRANSFER DER VERMÖGENSWERTE DER KGs IN DIE AG

### Ausgangspunkt für den Transfer zu einer AG

Ende 2014 hatte CHECK eine Analyse zur Einbringung der Nordic-Oil-KG-Vermögensanteile der Fonds NO1, 2 und 3 in eine zu gründende Aktiengesellschaft erstellt. Die KG-Fonds wurden zwischen 2008 und 2014 unter ca. 2.200 Anlegern platziert, kumuliertes Volumen € 65,572 Mio. (Fonds 1: € 12,735 Mio., Fonds 2: € 41,055 Mio., Fonds 3: € 11,782 Mio.). Der seinerzeitige Marktwert wurde von unabhängigen Öl- und Gasspezialisten gutachterlich zwischen USD 40 und USD 65 Mio. angesetzt (Pusch/Liermann, Oktober 2014).

### Mit solider Bonität in den weißen Markt gestartet

Die NASCO ist mit einem Stammkapital von EUR 330.000 ausgestattet worden, das am 04.12.2014 eingezahlt wurde. Das Grundkapital und sämtliche Gründungskosten wurden aus Ressourcen des Gründers aufgebracht. Die Liquidität der Fonds blieb von den Gründungskosten auskunftsgemäß unberührt. Mit der Einsetzung des Vorstands der NASCO sind für diesen umfassende Pflichten verbunden. Mit dem „Verkauf“ der Anteile an den Objektgesellschaften der ehemaligen Fonds an die NASCO wurde zugleich die Liquidation der Fonds KGs (GmbH & Co.) eingeleitet. Diesem Verkauf haben die Nordic-Gesellschafter mit ca. 90 % der Stimmrechte zugestimmt.

### NASCO wird führender Heliumförderer im US-Markt

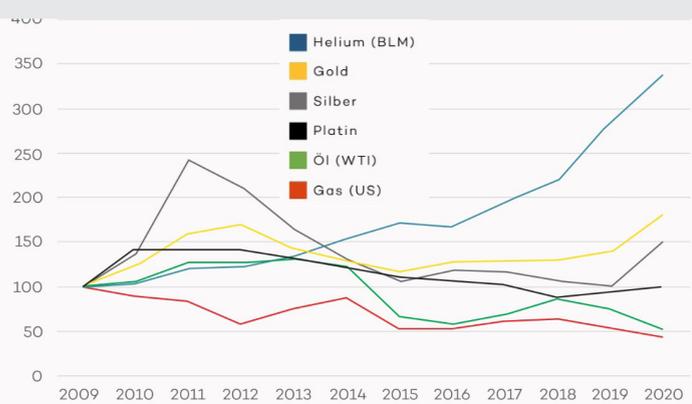
Während die Heliumproduktion 2015 bereits mit täglich 160-180.000 Kubikfuß startete, konnte im gleichen Jahr bereits ein entscheidender Helium-Abnahmevertrag mit Praxair/Linde geschlossen werden. Durch eine erste Kapitalerhöhung von 171.429 neuen Aktien, gezeichnet durch einen institutionellen Investor, konnte zu Beginn des Jahres 2016 Liquidität für die nächsten notwendigen administrativen Schritte akquiriert werden. Im Oktober 2016 hatte die NASCO eine erste Finanzierung mit einem großen institutionellen Investor in den USA über USD 32 Mio. abgeschlossen. Partner war der auf den Energiesektor spezialisierte Kreditfonds Riverstone Credit Partners L.P. Die Mittel dienten dem Kauf von weiteren Konzessionsanteilen und der Erweiterung der Heliumproduktion. Am Heliumfeld in Arizona hielt NASCO von diesem Zeitpunkt an 60 % der Konzessionsanteile. Zuvor waren es 21,37 %. Mit dem erfolgten Zukauf von Förderrechten sowie der Verdoppelung der Produktion wurde das Unternehmen nach eigenen Aussagen mittelfristig zu einem der größten Heliumproduzenten der USA. Von nun an rückte die NASCO noch mehr in den Fokus internationaler Investoren.

### Erfolgreiche Platzierung einer Kapitalerhöhung

Eine weitere Kapitalerhöhung in Deutschland über 999.241 Stück neue Aktien ermöglichte zu Beginn 2017 den Umbau und Ausbau des Unternehmens. Es mussten gesellschaftsrechtliche und administrative Maßnahmen sowie die Vorbereitung der Liquidation der Fonds-KGs und ihrer Schwestergesellschaften in Deutschland und den USA vorgenommen werden. Zugleich wurde die Ölproduktion am Standort Süd-Texas gesteigert. 2018 wurde dank einer technischen Anlageninvestition für den Ausbau der AMCS-Separationsanlage (siehe Foto S. 3) die Voraussetzungen geschaffen, die DBK-Heliumproduktion zu verdoppeln. Mitte April 2019 konnte die NASCO eine weitere Finanzierung mit dem institutionellen Kapital-

### HELIUM IM PREISVERGLEICH MIT ANDEREN ROHSTOFFEN

Rohstoffpreisentwicklung 2009-2020 indexiert. Quelle: NASCO



### Erforderliches Kapital für Erweiterungsinvestitionen

Für die NO1-Bohrungen wären seinerzeit ca. USD 70 Mio. Kapitalkosten erforderlich gewesen (Planansatz). Für NO2 fielen zur Wertsteigerung 6 Horizontalbohrungen an, um „sichere“ Reserven zu gewinnen. Außerdem hätten im Fördergebiet Süd-Hospah u. a. technische Maßnahmen eingesetzt werden müssen, um die Produktion mindestens zu verdoppeln (und um das ursprünglich kalkulierte Ziel von mindestens 400 Barrel/Tag zu erreichen). Dafür hätten USD 23,6 Mio. aufgebracht werden müssen. Hinzu wären für 6 Vertikalbohrungen im Fördergebiet Lone Pine Mittel von USD 6,1 Mio. erforderlich gewesen. Und für drei weitere Neubohrungen in Mustang Island aus heutiger Sicht USD 20 Mio. Für NO3 wären 6 Lateralbohrungen für USD 6 Mio. angefallen. Die Preise differieren je nach Tiefe und Komplexität des Erdreichs sowie nach verfügbaren Drilling-Services. Ein Finanzierungsvolumen dieser Größenordnung war nur durch externe Kapitalgeber/per Kapitalerhöhungen/Neuaktionäre/Coinvestoren/Anleiheemissionen und mit Hilfe in der Öl- und Gasbranche üblichen Equity-Investitionen, Joint-Venture-Finanzierungen oder Share-Deals möglich geworden. Eine KG hätte in diesem Fall umfassend nachplatzieren müssen.

### Entwicklung des Wertpotenzials – Konzentration auf den Hauptertragsbringer

Heute steht fest, dass marktbedingt die Entwicklung von Öl und Gas bei einigen Fördergebieten zurückgestellt werden muss. Aus Sicht des Managements wird auch langfristig nicht mit einem erholten Öl- und Gaspreis gerechnet. Daher wird zurzeit der Verkauf bzw. die Aufgabe der unwirtschaftlichen Anlagen in Betracht gezogen. Die Verwertung des Equipments (z.B. Hospah) sowie Rückstellungen sollten auskunftsgemäß zu einer kostenneutralen Trennung

#### Vereinfachtes Schaubild zur NASCO-Unternehmensstruktur.



geber und US-Unternehmen Crestline Investors, Inc. abschließen. Diese Mittel dienen dem Kauf von weiteren DBK-Konzessionsanteilen und der Erweiterung der Heliumproduktion. Die NASCO selbst hält nun 80 % der Konzessionsanteile.

### Rating „Investment Grade“ - eröffnet Finanzierungsoptionen

Anfang 2020 konnte die NASCO die geplante, langfristige Refinanzierung des DBK-Heliumfelds vornehmen. Möglich wurde die Refinanzierung über insgesamt USD 83 Mio. durch eine als Asset-Backed-Security (ABS) strukturierte Finanzierung. Außergewöhnlich, weil in diesem Markt eher großen Ölkonzernen vorbehaltenen Art der Finanzierung. Ein „ABS“ ist ein forderungsbesichertes Wertpapier. Der Gläubiger erhält ein Wertpapier, das mit der NASCO-Forderung aus dem Helium-Abnahmevertrag besichert ist. Es sind zwei Finanzierungstranchen, die die bislang laufenden, fast doppelt so teuren Finanzierungen inkl. Transaktionskosten ablösen. Damit wird der Cash Flow der Gruppe um jährlich mehrere Mio. USD entlastet. Eine von der US-Aufsichtsbehörde SEC anerkannte und auf Anleihen spezialisierte US-Ratingagentur hat durch ihr Investmentgrade-Rating (A- und BB) den Weg für diese vorteilhafte Finanzierung geebnet. Die Bonitätsbedingungen der Gläubiger wurden erfüllt. Zum Vergleich: der DEA Wintershall-Konzern hat ein Fitch-Rating von „BBB“ (Wintershall 14.06.2020). Das Rating war eine Vorgabe des Konsortialführers sowie Strukturierungsberaters Guggenheim Securities, LLC. Mit Hilfe dieses Ratings konnte ein namhafter, institutioneller US-Investor gewonnen werden, Nuveen, LLC. Nuveen ist der Assetmanager der US-Pensionskasse TIAA und verwaltet in 48 Ländern ein Vermögen von ca. USD 1000 Milliarden! Nuveen organisierte die Finanzierung der beiden Tranchen mit einer Gruppe weiterer, namhafter institutioneller Investoren.

### Beachtliche Heliumreserven des Projekts Hogback

Der Einstieg in das neue Heliumprojekt „Hogback“, an welchem die NASCO AG durch entschlossenes Handeln des Managements mit 30 % beteiligt ist, ohne sich am Entwicklungskapital beteiligen zu müssen, erwies sich nach Auswertung der seismologischen Untersuchungen als außerordentlich erfolgreich. Ergebnis: im Vergleich zur DBK-Lagerstätte zeigte sich ein ca. vierfach höheres Potenzial an wirtschaftlich förderfähigem Helium. Es gehört zu den 20 größten Heliumfeldern der USA und sollte nach anfänglicher Schätzung Heliumreserven von 2,5 Milliarden Kubikfuß und 50 Milliarden Kubikfuß Erdgas liefern können. Eine im Jahr 2019 durchgeführte 3D-Seismik ergab, dass mindestens 52 Mrd. Kubikfuß Erdgas und 3,25 Mrd. Kubikfuß Helium sowie 1 Mio. Barrel Öl erwartet werden dürfen (zurzeit 70 Barrel/Tag). Für die Verwertung dieser Heliumreserven konnte, wie bei DBK mit Praxair, ein Abnahmevertrag zu ähnlichen Konditionen geschlossen werden. Die Ölreserven dieser Lagerstätte können an umliegende Raffinerien verkauft werden, sofern eine Förderung lohnend erscheint. Besonderheit: die Praxairtochter Vision Energy Group LLC wird die Helium-Separationsanlage zunächst auf ihre Kosten installieren (später wird die

Anlage über einen Nachlass auf den Heliumabnahmepreis abbezahlt). Die Entwicklung dieses Fördergebiets übernimmt die Hogback Resources GmbH mit Hilfe von USD 13,3 Mio. Kapital externer professioneller Investoren. Nach einer ersten Finanzierungsrunde von fast USD 4,5 Mio. wurden in 2020 weitere USD 8,8 Mio. durch eine Kapitalerhöhung der Hogback Resources GmbH platziert.

### Potenzial für die Aktionäre

Die 30 %-ige NASCO-Beteiligung an der Hogback Resources GmbH bedeutet, dass die NASCO-Aktionäre an dem erwartungsgemäß überdurchschnittlichen Cash Flow aus der Heliumproduktion dieses neuen Fördergebiets mit sehr geringem Einsatz partizipieren. Der Kapitalaufwand für diese Beteiligung der NASCO entspricht dem Anteil am Stammkapital von TEUR 30. Erwartet werden operativ 7-8-stellige USD Cash Flows p.a. Das kann bedeuten: die NASCO-Rendite könnte, bezogen auf diesen Einsatz, eine drei- bis vierstellige Prozentzahl erreichen. 70 % der Besitzrechte liegen bei den übrigen Gesellschaftern, die allein das Kapital für die Entwicklung stellen und damit das Risiko tragen. Die Heliumreserven dieses Fördergebiets können die der DBK-Felder deutlich übersteigen. Hogback verspricht, zu einem wesentlichen Ertragsbringer für die NASCO zu werden.

### Weitere Helium-Fördermaßnahmen

Hochwertiges, förderfähiges Helium wurde auch im Erdgas des Fördergebiets Boundary Butte identifiziert (> 1 %). Die Erdgasproduktion soll auf 3-5 Millionen Kubikfuß ausgebaut werden. Zurzeit kann eine Gasfördermenge von konstant ca. 500.000 Kubikfuß/Tag erzielt werden. Der Heliumanteil im Erdgas wird in diesem Fall direkt in der Raffinerie separiert. Außer den Lagerstätten DBK in Arizona, Boundary Butte in Utah und Hogback in Neu Mexiko prüft die NASCO weitere Zukäufe und entwickelt sich zunehmend zu einem diversifizierten Rohstoffunternehmen mit dem Hauptschwerpunkt Helium. Die NASCO hat sich mittlerweile als einer der größten Heliumproduzenten der USA etabliert. Die Preisentwicklung beim Helium hat in den letzten Jahren durchschnittlich 2-stellige Zuwachsraten verzeichnet. Selbst die Coronapandemie und ein zwischenzeitlicher Nachfragerückgang konnten den langfristig steigenden Preistrend nicht bremsen. In der Öl- und Gasindustrie könnten laut ARD Washington in den USA dagegen zurzeit mehr als 1 Mio. Jobs wegfallen. 100 Öl- und Gasunternehmen haben Insolvenz angemeldet (T. Teichmann, 11.09.2020).

### Unabhängige Bewertung der Vermögenswerte

Die Einbringung der Vermögenswerte der KG-Fonds in die NASCO per Sacheinlage gegen Ausgabe von Aktien erfolgte 2015. Die KG-Vermögenswerte jedes Fonds wurden durch eine unabhängige, in Hamburg etablierte Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungskanzlei bewertet. Diese „Fairness Opinion“, erstellt nach der IDW S8-Prüfungsnorm, war eine Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit der Transaktion, insbesondere des vorgesehenen Transaktionspreises. Es wurde geprüft, ob die Anzahl der neu auszugebenden Aktien und damit die Gegenleistung für die Einbringung der Vermögenswerte der NORDIC OIL USA 1-3 LLLPs, der US-Schwestergesellschaften der deutschen KGs, im Sinne der Aktionäre finanziell angemessen war. Die Wertunterschiede zwischen einzelnen Fonds (bezogen auf den Gesamtwert aller Fonds) wurden mit Zu- und Abschlagsfaktoren angepasst. Ein relativ höherer gutachterlich ermittelter Wert eines Fonds wurde mit einer entsprechend höheren Anzahl an Aktien ausgeglichen.

## Exkurs: "Price is what you pay – Value is what you get" (W. Buffet)

Während die Preise eines Wertpapiers stark schwanken können (abhängig von Angebot und Nachfrage und den individuellen Schätzungen von Käufer und Verkäufer), schwankt der Wert eines Unternehmens weniger. Als Anhaltspunkt für die Analyse des Werts einer Aktie betrachten Value-Investoren (wie W. Buffet) z. B. die langjährige durchschnittliche Wachstumsrate eines Unternehmens. Diese Wachstumsrate ist z. B. messbar durch die kontinuierliche Unternehmenswertentwicklung im Hinblick auf einen Zeitraum von 7 bis 10 Jahren (Graham-Formel, die in modifizierter Form bis heute Anwendung findet). Nach der 1962 entwickelten Methode von Ben Graham (50 Jahre Börsenprofi, Autor des „Intelligent Investor“) wurde der Faktor 8,5 Jahre für die wahrscheinlich überschaubare Wertentwicklungsperiode eines Unternehmens gewählt (das Mittel zwischen 7 und 10 Jahren). Dieser Faktor wurde als Basiszahl verwendet und zu dem doppelten durchschnittlichen Jahresgewinn in Prozent addiert. Ist dieser z.B. 10 %, ergibt dies eine Summe von  $2 \times 10$ . Diese Summe wird nun zu der Jahresmesszahl addiert, was einen Vervielfältiger des 28,5-fachen ergibt ( $20 + 8,5$ ). Nun kann der Wert des Unternehmens berechnet werden, indem der Gewinn in dem erwarteten Zeitraum von 8,5 Jahren mit Hilfe des ermittelten Vervielfältigers hochgerechnet wird. Bei einem durchschnittlichen Jahresgewinn von z. B. USD 2 Mio. wäre der geschätzte Unternehmenswert USD 57 Mio. ( $28,5 \times 2$ ). Siehe weitere Erläuterungen zur Aktienbewertung S. 11 und 12.

## Streubesitz

Bei der Bewertung der NASCO-Assets wird der operative Entwicklungsstand der Heliumreserven nach Industriestandards bewertet. Dieser Wert liefert einen groben Anhaltspunkt für den Aktienpreis (siehe Kapitel Kennziffern zum Marktwert der Aktie S. 11). Rechnerisch sind ca. 10,5 Mio. der insgesamt 12.370.670 NASCO-Aktien in Anlegerhand bzw. Streubesitz. Technisch wurden die Vermögenswerte im Wege der Sacheinlage in die NASCO eingebracht. Im Gegenzug erhielten die Aktionäre im Wege der Kapitalerhöhung eine entsprechende Anzahl Aktien ausgekehrt. Pro EUR 10.000 ehemaligem KG Anteil: für NO1 – 1047 Aktien, für NO2 – 1030 Aktien und für NO3 – 1313 Aktien.

## Rückblick: Reservenbewertungen

Die seinerzeitigen Reservenberichte, Lagerstättenanalysen, technischen Risikoanalysen und Cash Flow-Berechnungen (erstellt von dem bewährten NO-Expertenteam, Oktober/November 2014) für die zu fördernden NO-Reserven (proved, possible and probable) hatten gezeigt, dass die Differenz zwischen dem gutachterlich festgestellten Zeitwert bei sofortigem Verkauf und dem kontinuierlich mit hoher Wahrscheinlichkeit entwickelbaren Zukunftswert der NO-Gesamtassets einen Spread von ca. USD 120 Mio. aufwies. Diese Information richtet sich an die Anleger, die u. U. einen sofortigen Verkauf der Fonds-Vermögenswerte mit hohen Verlusten bevorzugt hätten. Denn das wertvolle Reservepotenzial der NO-Fördergebiete, wie es sich gezeigt hat, wäre im Falle eines Notverkaufs einem Käufer zugefallen. Nur die Entwicklung der NO1-3-Fördergebiete unter Einsatz der erforderlichen Kapitalkosten eröffnete aus damaliger Sicht die mögliche Perspektive eines etwa 1,5-fachen Gesamttrückflusses für die NO1-3-Anleger.

## III AKTIENSTRUKTUR - FUNGIBILITÄT

### Wert der Aktien

Welchen anfänglichen Wert die ausgegebenen NASCO-Aktien hatten, hing von der 2014 durchgeführten Bewertungshöhe der Öl-

und Gasreserven ab. Dabei wurde das Potenzial der erworbenen Fördergebiete hinsichtlich ihrer möglichen Ertragskraft geschätzt. Entscheidend bei diesen Berechnungen war die Höhe des Risikoabschlags, der seinerzeit den künftigen Zahlungsströmen zugeordnet wurde (Diskontsatz). Je höher der Risikoabschlag angesetzt wurde, desto niedriger fiel der Gegenwartswert aus. Ein weiterer, ebenfalls maßgeblicher Faktor war der Ansatz des langfristigen Ölpreisdurchschnitts: Seinerzeit wurde von den Nordic-Gutachtern 2014 ein Ölpreis von USD 85/Barrel angesetzt. Dieser Preisansatz hatte maßgebliche Auswirkungen auf den seinerzeit kalkulierten Zukunfts- bzw. Gegenwartswert. Tatsächlich lag der Ölpreis in der Folgezeit über viele Jahre durchschnittlich sogar noch deutlich unter USD 45/Barrel. Wesentlich ist deshalb heute die Zahl der Aktien, die den Anlegern zugerechnet wurden. Denn heute kommt es auf den aktuellen inneren Wert der Aktie an, nicht auf den Anschaffungspreis (Buchwert), der aus dem seinerzeit taxierten Bilanzwert ermittelt wurde.

## Heutiger, pragmatisch kalkulierter Wert

Der heutige Wert der Aktie ist von dem aktuell berechneten inneren Wert des Unternehmens abhängig. Das heißt davon, ob die Annahme des Unternehmenswerts zurzeit z. B. USD 200 Mio., USD 100 Mio. oder USD 50 Mio. beträgt. Dieser Wert kann sich z. B. nach der Cash Flow-Prognose der Heliumerträge je nach Bewertungsansatz nach oder vor Kosten richten (siehe S. 12). Mit der Volatilität dieser Annahmen steigt und fällt auch die Wertannahme der Aktie. Nehmen wir an, dass der Wert des Unternehmens wie der NASCO das 10-fache seines Cash Flows beträgt, dann würde, bei einem Cash Flow von ca. USD 22 Mio. (das ist der Cash Flow vor allen Kosten zurzeit tatsächlich) der Wert des Unternehmens auf USD 220 Mio. steigen. Bei ca. 12,4 Mio. Aktien wäre jede Aktie in diesem Fall rechnerisch USD 17,74/Aktie wert. Bei einem Wert von USD 110 Mio. (5-fach Cash Flow) USD 8,87/Aktie. Üblich ist allerdings auch eine Bewertungsmethode, die sich nach dem Gewinn pro Aktie richtet. Da der NASCO-Gruppen-Unternehmens-Cash Flow zurzeit noch von erheblichen Kosten- und Tilgungsleistungen belastet ist, fällt dieser Gewinn zurzeit noch negativ aus. Daher hat sich die derzeitige Preisbildung auskunftsgemäß zwischen EUR 3,- und 6,- pro Aktie eingependelt.

## Angebot und Nachfrage

Auch ein außerbörslich gehandelter „Aktienpreis“ richtet sich nach Angebot und Nachfrage und daher auch wesentlich danach, wie „liquide“ dieser Markt ist. Die eingeschränkte Liquidität der NASCO-Aktie führt zu einem Preisabschlag. Angesichts der bodenständig ermittelten Reserven und der den Cash Flow entlastenden, deutlich günstigeren Umfinanzierung des Fremdkapitals erwartet CHECK, dass sich der Aktienpreis weiterhin in eine positive Richtung entwickeln wird.

## Rückblick: „Beachtliches Potenzial zusätzlicher Werte“

Vor 7 Jahren errechneten die Gutachter für die drei operativen Nordic-Unternehmen einen Cash Flow von durchschnittlich USD 8,8 Mio., wenn für Fördermaßnahmen USD 109,5 Mio. investiert werden würden (!). Die Gutachter hatten damals neben 5 Mio. Barrel Öl und 15 Milliarden Kubikfuß Gas das „beachtliche Potenzial zusätzlicher Werte“ an 135 Millionen Kubikfuß Helium ermittelt. Allerdings bezogen auf 3 Bohrungen und einen Eigentumsanteil von nur ca. 21,37 %. Tatsächlich werden zurzeit 9 Bohrungen genutzt. Während die Öl- und konventionelle Gasförderung ihre Erwartungen aufgrund des schwachen Ölpreises deutlich verfehlte, hat die Heliumförderung ihre Erwartungen deutlich übererfüllt. Erst recht als der Anteil an dem heliumstarken NO 3-Öl- und Gasfeld von seinerzeit 21,37 % auf nun 80 % erhöht werden konnte. Dies war durch intensive Verhandlungen mit dem Mehrheitseigentümer und durch

kreditfinanzierte Zukäufe möglich. Eine beachtliche Leistung des NASCO-Vorstands.

### **Aktuell: Prognose verifiziert – Menge und Preise sind gestiegen**

In den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2020 wurden etwas mehr als 77 Millionen Kubikfuß netto Helium gefördert. Die erwartete Gesamtfördermenge an Helium für 2020 lag bei ca. 100 Millionen Kubikfuß, was einer Steigerung zum Vorjahr um fast 20 % entsprach. Hogback mit seinem Potenzial von ca. 3,5 Mrd. Kubikfuß Reserven wird diese Werte laut Plan (deutlich) übertreffen können (siehe oben). In Erwartung konstant steigender Heliumpreise über die nächsten fünfzehn Jahre wird die NASCO-Beteiligung von 30 % an Hogback einen beachtlichen Ertrag bringen.

### **Cash Flow-Optimierung durch Erweiterungsinvestition**

2020 hat sich auf Basis einer stark auf Helium konzentrierten Unternehmensstruktur ein ca. 2,5-fach höherer Cash Flow als seinerzeit prognostiziert, eingestellt, was aus damaliger Sicht nicht abzusehen war. Die Gründung von Nordic Oil USA 4 LLC zum Erwerb weiterer 25 % der DBK-Anteile vom Minoritätspartner Nacogdoches Oil & Gas, LLC war ein notwendiger und entscheidender Schritt bei dieser Neuausrichtung. Heute verbucht die NASCO inkl. ihrer Gruppenunternehmen einen operativen Brutto-Cash Flow aus DBK- und Hogback-Umsätzen sowie den übrigen NASCO-Fördergebieten (vor Royalties) von ca. USD 22 Mio. p. a. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die operativen, administrativen und nachlaufenden Finanzierungskosten zurzeit noch kein positives Ergebnis zulassen (Netto-Cash Flow nach allen Kosten). Dies sollte nach Plan ca. 2023 erreicht sein.

### **Anfängliche Auszahlungen – Umstrukturierung erforderlich**

Bis 2014 wurden für NO1 je nach Beitrittszeitpunkt der Gesellschafter bis zu 42 % und für NO2 ca. 10 % ausgeschüttet. Weitere Auszahlungen erfolgten nicht. Hintergrund war, dass die NO1, 2 und 3-Fördergebiete im seinerzeitigen Marktumfeld nur durch erhebliches, zusätzliches Investitionskapital für Entwicklungsinvestitionen wirtschaftlich betrieben und erweitert werden mussten. Die prognostizierten Ausschüttungen waren vor diesem Hintergrund nicht zu leisten. Der Cash Flow der Fördergebiete reichte nicht aus, Betriebskosten, Entwicklungsinvestitionen, Verwaltungskosten und Auszahlungen zugleich tragen zu können. Trotz teilweise anfänglich guter Förderquoten fiel der Ölpreis um ca. 50 % und dann in Folge noch stärker. Entsprechend schrumpften die Einnahmen.

## **IV GRÜNDE / AUFBAU DES NEUEN GESCHÄFTSMODELLS**

### **Revision des Geschäftsmodells**

Um eine realistische Fortführungsprognose der ehemaligen Fondsgesellschaften darzustellen, musste daher das seinerzeit ausschüttungsorientierte Geschäftsmodell revidiert werden. Es war nicht möglich, gleichzeitig Betriebsaufwand, Workover-Maßnahmen und Ausschüttungen in ausreichender Höhe aus dem Cash Flow zu finanzieren. Dies wäre zu Lasten der notwendigen Entwicklung der Assets gegangen. Hinzu kam, dass die erwarteten Produktionsergebnisse bei NO1 und NO2 durch technisch bedingte Sonderumstände nicht eingetreten waren. Für NO3 fehlten Investitionsmittel, um die ursprünglich geplanten Konzessionsanteile in voller Höhe zu übernehmen. Durch gesetzliche Veränderungen im Markt der geschlossenen Fonds musste der Vertrieb zum 22.07.2014 angepasst werden. Vor dem Hintergrund der Bandbreite zwingend

marktadäquater Unternehmensentscheidungen kann rückblickend resümiert werden, dass das Öl- und Gasfördergeschäft in Form des Investmentvehikels eines geschlossenen Fonds extrem anfällig ist. Denn auf die Erfordernisse der sich dynamisch verändernden Finanzierungsbedürfnisse kann die KG nicht schnell und flexibel genug reagieren.

### **Wettkampf mit der Zeit – neue Lagerstätten erschließen**

Das Liquiditätsmanagement der damaligen KG-Fonds musste grundlegend umgestellt werden, um eine schrittweise Substanzschmälerung und letztliche Abwicklung und Veräußerung der Beteiligungsgesellschaften per Notverkauf zu vermeiden. Grundsätzlich ist das Öl- und Gasfördergeschäft von der Notwendigkeit einer ständigen Erweiterung und Mobilisierung weiterer, neuer Reserven abhängig. Denn die naturgegebene Förderabfallrate (Depletion) der Fördergebiete muss durch neue Fördergebiete ständig ersetzt werden, um den Cash Flow hoch zu halten. Die Öl- und Gasvorräte wachsen nicht nach. Ist eine Bohrung einmal erschöpft, muss sie umweltgerecht verschlossen werden. Für den Rückbau eines Fördergebiets müssen Rückstellungen gebildet werden. Zugleich müssen neue Fördergebiete aus den identifizierten Reserven in Produktion gesetzt und vermarktet werden. Das Öl- und Gasfördergeschäft ist sehr kapitalintensiv. Hinzu kommt das konjunkturabhängige Vermarktungsrisiko.

### **Zusammenlegung der KGs wirtschaftlich sinnvoll**

Zugleich ist eine gewisse Mindestgröße an förderfähigen Bohrungen zuzüglich weiterer, förderfähiger Reserven erforderlich, um das Fördergeschäft mit Hilfe von elementaren Skaleneffekten erfolgreich betreiben zu können. Diese Mindestgröße konnte bestenfalls durch die Zusammenlegung der drei Nordic-Fonds erreicht werden. Um weitere vermarktungsfähige Mengen an Öl und Gas zu gewinnen, schätzten die Gutachter 2014 einen Investitionsbedarf von kumuliert USD 109,5 Mio. Daraus errechneten sie einen Entwicklungswert von USD 83,9 bis USD 152,25 Mio., abhängig davon, wie hoch der Risikoabschlag angesetzt wurde.

### **Rückblick: Skalenvorteile zwingend**

Bei einem Verkauf im M&A-Markt wäre jeder einzelne Fonds in einer äußerst schwachen und defensiven Verhandlungsposition gewesen. Erst die gepoolten operativen Kosten (Administration, Drilling, Maintenance, Logistik) haben Skalenvorteile bringen können. Aus heutiger Sicht darf resümiert werden, dass die Fonds ohne Zusammenführung auf Sicht kaum überlebensfähig gewesen wären. Die schon seinerzeit unterplanmäßigen Cash Flows zeigten das. Bei NO2 hätte auf Lateralbohrungen beim Hospah-Feld verzichtet werden müssen, auch die Erweiterung von Mustang Island wäre nicht darstellbar gewesen. Für NO3 mussten über die unmittelbaren Betriebskosten hinaus substanzerhaltende Developments der "möglichen" und "wahrscheinlichen" Reserven der Fördergebiete finanziert werden. NO3 hätte nicht die unternehmerische Entscheidungsgewalt gehabt, sondern der Mehrheitsgesellschafter. Erst als NASCO den Status des Minderheitsgesellschafters ändern konnte, konnten maßgebliche Schritte zur Entwicklung der Heliumproduktion initiiert werden. Eine kapitalstarke NASCO ist deutlich handlungsfähiger und nicht darauf angewiesen, unentwickelte Reserven zu veräußern, um Kapitalkosten zu finanzieren.

### **Faktisch 2,85 Mio. zusätzliche Aktien für die Anleger geschaffen**

Im Wege der beschlossenen Einbringung der Objektgesellschaften per Sachkapitalerhöhung gegen Ausgabe von Aktien erhielt jeder Nordic-Gesellschafter NASCO-Aktien zum aktuellen Zeitwert seines KG-Anteils. Dieser Zeitwert war zwingend durch gerichtlich bestellte Gründungsprüfer festzustellen. Die beteiligten Dienstleister (Fondsmanagement, General Partner, Exklusivvertrieb) verzichteten

je nach Fondsgesellschaft auf ihre Ansprüche von 29,99 % der Gesellschaftsanteile an den US-Objektgesellschaften. Damit erhöhte sich der Anteil an den einzubringenden US-Objektgesellschaften der Nordic-Fondsgesellschaften von 70 % auf 99,99 %. Diese Anteile an den LLLPs wurden im Zuge der Einbringung im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung gegen Ausgabe von Aktien vollständig an die NASCO übertragen. Dadurch wurden im Wege der Einbringung aus den Gesellschaftsanteilen der US-Objektgesellschaften faktisch ca. 2,85 Mio. zusätzliche Aktien für die Anleger geschaffen. Diese konnten im Wege der beschlossenen Vorabausschüttung verteilt und ein Teil davon im Rahmen der Liquidation für die Finanzierung des aufwändigen Liquidationsprozess der KGs veräußert werden.

### NASCO zu ca. 85 % in Anlegerhand

Per Gesellschafterbeschluss wurden die Gegenwerte der NORDIC-Assets in NASCO-Aktien bezahlt. Im Ergebnis hält die NASCO heute zwischen 30 % (Hogback) und 99,99 % (ehemalige Nordic-Fonds Assets) an den operativen Projektgesellschaften. Dazu gehören alle noch bestehenden Ansprüche an den operativen US-Gesellschaften. So wurden sämtliche Interessen und Rechte an den Projekten in der NASCO gebündelt und einer einheitlichen Führung unterstellt. Die NASCO gehört heute zu ca. 85 % den früheren KG-Anlegern. Siehe Schaubild S. 11.

### Liquidation der Kommanditgesellschaften

Die Auflösung und Liquidation der Fonds-KGs folgt einem mehrstufigen, gesetzlich geregelten Prozess (§ 145 Abs. 1 HGB). Um eine möglicherweise haftungssensible Verschmelzung nach Umwandlungsgesetz zu vermeiden, ist das Gesellschaftsvermögen „nicht im Ganzen auf einen anderen Rechtsträger“ übertragen worden. Sondern die AG hat die Vermögenswerte der Fonds per Sachkapitalerhöhung durch die Ausreichung von Aktien von den Fonds-KGs erworben. Diese Entscheidung, auf die Verschmelzung zu verzichten, hat sich rückblickend als existenziell richtig erwiesen. Sie war die Voraussetzung für die Kreditwürdigkeit der NASCO für die institutionellen Finanzierer.

Nun können die zum Zeitpunkt der Beendigung der Liquidation vermögenslos gewordenen KGs gelöscht werden. Die Auflösung wurde bereits durch den Gesellschafterbeschluss zur Liquidation ausgelöst. Die Liquidation vollzog der von den KG-Gesellschaftern beauftragte Liquidator, in diesem Fall die Komplementäre der KGs. Der Liquidator kann nun die KGs nach § 157 Abs. 1 HGB pflichtgemäß per Eintrag im Handelsregister löschen lassen. Die KGs sind dann „vollbeendet“. Mögliche Haftungsansprüche enden im Rahmen der gesetzlichen Fristen. Die Löschung wird spätestens im 2. Quartal 2021 erfolgen.

### Anspruchsvoller Auflösungsprozess

Dieser mehrstufige Liquidations- und Einbringungsprozess war von zahlreichen gesellschafts- und steuerrechtlichen Herausforderungen geprägt, die über einen Zeitraum von ca. 6 Jahren nach und nach – parallel zu den überlebensentscheidenden operativen Maßnahmen in den USA und den laufend dafür notwendigen Nachfinanzierungen aus Deutschland – strukturiert werden mussten. Dazu gehörte die Übernahme der administrativen Aufgaben aus dem Treuhand- und Verwaltungsverhältnis der Nordic-Gesellschaften, der Aufbau einer eigenen Anlegerverwaltung sowie zwei aufwändige Betriebsprüfungen für die Jahre 2009 bis 2017. Die letzte Betriebsprüfung, die ca. zwei Jahre bis Ende 2020 dauerte, erstreckte sich über eine transatlantisch gewachsene Firmenstruktur. Die überaus gründlichen Betriebsprüfer nahmen sich sämtliche NORDIC- und in Folge auch die NASCO-Gesellschaften vor. Beide Prüfungen endeten mit dem Bestätigungsvermerk des Finanzamts. Für die Fondsgesellschaften wurde dem Liquidator für die anstehende Löschung die steuerliche Unbedenklichkeit angekündigt. Dieser Prozess zeigt, dass Kompetenz und professionelle Kommunikation des Managements auf dem Niveau etablierter Kapitalmarktunternehmen angekommen sind.

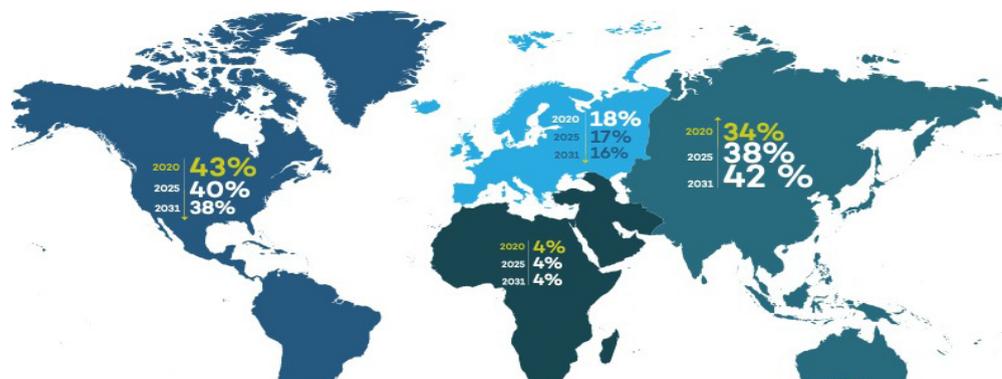
## V SCHLÜSSELBEDEUTUNG FINANZIERUNGSFÄHIGKEIT

### Gründung der NASCO Energie & Rohstoff AG

Im Dezember 2014 wurde die NASCO Energie & Rohstoff AG, Hamburg, mit einem Grundkapital von EUR 330.000 gegründet, deren alleinige Gründungsaktionärin die JWR Beteiligungsgesellschaft mbH, Hamburg, ist. An dieser Gesellschaft ist Jan Warstat beteiligt. Dank des Managementnetzwerks zu Großinvestoren ist es gelungen, eine AG ohne Einlagen der Kommanditisten der Nordic KGs ins Leben zu rufen, obwohl diese AG zunächst für den alleinigen Zweck gegründet wurde, die Nordic-Assets in ein wirtschaftlich überlebensfähiges Geschäftsmodell zu transferieren. Dafür sind die Kapitalgeber aus dem unmittelbaren Netzwerk des Managements gemeinsam mit dem Management maßgeblich ins Risiko gegangen.

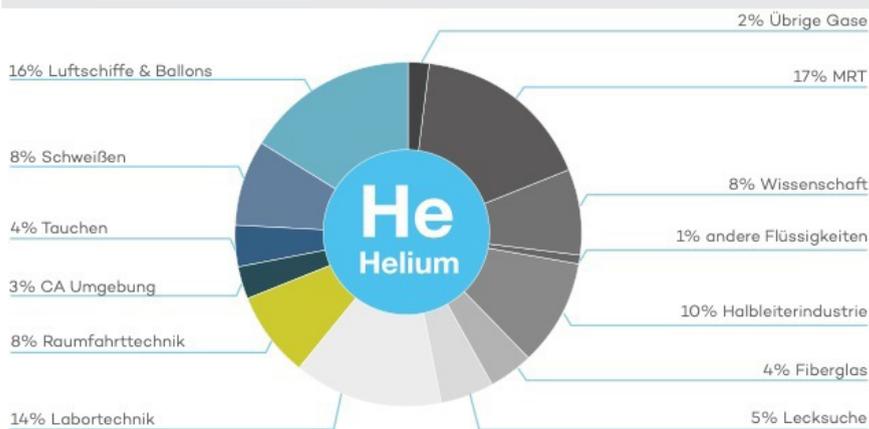
### Rückblick: Schlüsselfrage Finanzierung – KGs nicht kreditfähig

Deutlich wurde mehrfach, dass die einmal eingeworbenen Finanzierungsmittel von ca. EUR 65,6 Mio. nicht ausreichen würden, um das Öl- und Gas- bzw. insbesondere auch das Edelgasgeschäft wirtschaftlich betreiben bzw. entwickeln zu können. Dazu wurde der Einsatz erheblichen Fremdkapitals erforderlich. Ein Konglomerat aus KG-Fonds, deren Geschäftsführung die Anlagegüter zahlreicher Anleger des Fonds als Sicherheit für eine Fremdfinanzierung hätte hinterlegen müssen, wäre jedoch kompliziert gewesen und hätte auskunftsgemäß die Gläubiger, die in Folge für eine Finanzierung der NASCO und ihrer Gruppenunternehmen eingesprungen sind, nicht überzeugt. Darin lag ein wesentlicher Grund, warum die Geschäftsführung für die Einbringung sämtlicher Anlagegüter in eine AG plädierte. Der Erfolg dieser Strategie bestätigt umfassend diese frühe Einschätzung.



Während die Heliumreserven in den USA deutlich zurückgehen, steigen sie in Asien deutlich an. Noch stärker steigt von über 6 Mrd. Kubikfuß 2020 bis 8 Mrd. Kubikfuß 2031 die Nachfrage, sodass die USA in den nächsten Jahren Helium importieren müssen! Quelle: NASCO

## Heliumverwendungsarten - knapper Rohstoff - hohe Nachfrage



Quelle: Campbell & Associates, Inc.

Rechtsform für die Risikokapitalversorgung und Steuerung größerer Unternehmen.“ (K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 2002, Quelle: „Die Umwandlung der GmbH & Co. KG in die AG“, Andreas Cramer, Nomos 2011).

### Transfer der Vermögenswerte

Dazu mussten die Vermögenswerte der deutschen Fonds-KGs (1-3) in Form der operativen US-Schwestern, also der LLLPs 1-3, schrittweise „fungibel“ gemacht werden, um diese in die NASCO Energie- und Rohstoff AG einbringen zu können. Dieses Verfahren wurde durch die Gründung von Zwischen-KGs 1-3 und einer zwischengeschalteten NASCO Germany GmbH erreicht. Fazit: auf keine andere Weise erschien CHECK der Übergang unter

### Auf Augenhöhe mit internationalen Investmentpartnern

Das NASCO-Management konnte die Aufmerksamkeit etablierter Debt-Fonds, bzw. international aufgestellter Investmenthäuser (Riverstone, Crestline, Guggenheim Partners/Nuveen), nur deshalb gewinnen, weil die Rechtsform der AG für die Investoren transparent genug war, um nach DEREN Maßstäben das Verlustrisiko hinreichend einschätzen und damit die für sie erforderliche Risikoprämie berechnen zu können (Laufzeit, Zinssatz, Sicherheit, ABS-Struktur!). Der Durchgriff auf das weltweit gefragte, knappe Asset Helium spielt dabei eine entscheidende Rolle. Als besonderer Erfolg der NASCO-Managementleistung bei der Finanzierungsbeschaffung ist die ausgehandelte Bereitschaft der Kapitalgeber anzusehen, die Besicherung durch einen 15-jährigen Abnahmevertrag des Heliumkunden Praxair zu akzeptieren (ABS-Struktur, siehe Kasten S. 7). Das bedeutet: nicht die Bonität des Schuldners diente als Sicherheit, sondern die Sicherheit des Cash Flows aus der Heliumförderung und des Abnahmevertrags. Systembestandteil der Finanzierungscompetenz des NASCO-Managements sind auch deren operative und kaufmännische Managementleistungen (Reinvestition in eine leistungsstarke Heliumanlage für DBK). Kein Investor wäre unter anderen Umständen (und schon gar nicht für die damaligen deutschen Fonds-KGs) ins Risiko gegangen und hätte der NASCO-Gruppe Darlehensmittel von zuletzt ca. USD 83 Mio. inklusive des Zukaufs von den übrigen 25 % an DBK sowie den Transaktionskosten zur Verfügung gestellt. Damit konnte ein doppelt so teures Darlehen (Riverstone) und auch die Zwischenfinanzierung von Crestline Anfang 2020 plangemäß abgelöst werden.

### Kreditfähigkeit durch Heliumförderung in der AG

Unsere seinerzeitige Schlussfolgerung zur CHECK-Übergangsanalyse der KGs zur AG, ob eine Übernahme der KG-Vermögenswerte durch eine AG zur Rettung der Fonds zwingend war: „Auf keine andere Weise hätte die Konsolidierung gelingen können“ (CHECK-Audit Dez. 2014). Aus heutiger Sicht kann diese Einschätzung umso mehr bestätigt werden, als klar geworden ist, dass zum Überleben, zur Erhaltung und Entwicklung der Vermögenswerte mit dem Ziel, die Fondsprognosen langfristig erfüllen zu können, Investitionsmittel in Höhe von heute kumuliert ca. USD 83 Mio. erforderlich geworden sind. Nur in dieser Konstellation war es möglich, das Geschäftsmodell zu restrukturieren und marktfähig zu entwickeln. Der entscheidende Schritt zur Kreditfähigkeit unter den international aufgestellten Finanzinstituten war die Formierung zu einer international akzeptierten Rechtsform. Nur die AG ist in der Lage, durch geeignete Kapitalmaßnahmen (Kapitalerhöhung, Anleihen, Wandelschuldverschreibungen), geeignete Finanzierungen zu realisieren. Z. B., um an die operativen Erfordernisse angepasste Investitionen durchzuführen. Davon wurde bisher und wird auch weiterhin Gebrauch gemacht. „Die AG ist ohne Zweifel die bestgeeignete

Vermeidung erheblicher finanzieller Belastungen – vor allem im Hinblick auf das US-Steuerrecht – plausibel.

### Interne Prozesse vollständig neu aufstellen

Ab 2015 beendete NORDIC OIL die administrative Zusammenarbeit mit dem langjährigen Nordic-Treuhänder HVT im Rahmen der Vollbeendigung der Gesellschaften. Die Anlegerverwaltung für die Jahre der Abwicklung der ehemaligen Fonds wurde im Eiltempo auf eigene Beine gestellt. Hier waren pragmatische Lösungen gefragt, um das Ziel, eine handlungsfähige AG ins Leben zu rufen, nicht zu gefährden. Fazit: die Zahl der unternehmensrelevanten operativen und administrativen Entscheidungen haben sich massiv erhöht. Die AG wurde handelnder Operator und Finanzmanager und musste jede operative und kaufmännische Entscheidung (Seismik, Bohrentscheidungen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, Risikoanalyse, Investorenakquisition sowie Finanzierungsstrategien) in täglichen Onlinekonferenzen erörtern, abwägen und zeitnah treffen. Denn nun war aufgrund der Erweiterung des Nordic/NASCO-Geschäftsmodells die Finanzierung kein einmaliger Vorgang der Einwerbung eines geschlossenen Fonds mehr. Jetzt musste und muss über die Finanzierungsstrategie und die Gewinnung neuer Investoren täglich neu reflektiert werden. Denn nun kommt es darauf an, über die Bedienung der Finanzierungskosten hinaus dafür zu sorgen, dass zunehmend freier Cash Flow entsteht.

### Exkurs: Dividende oder Stärkung der Substanz

Dividenden zahlen Unternehmen, die über einen freien Cash Flow hinaus liquide Mittel nicht für Investitionen oder Rückstellungen benötigen. Es kann jedoch klüger sein, in die Substanz des Unternehmens mit dem Ziel der Bildung eines höheren Aktienkurses zu investieren, statt Dividenden an die Aktionäre auszukehren. Um jederzeit z.B. für Erweiterungsinvestitionen liquide zu sein, kann es ratsam sein, der Bonität des Unternehmens den Vorzug zu geben, um jederzeit lukrative Finanzierungsangebote nutzen zu können. Für die Gläubiger ist es ein Risiko, wenn Haftungsvermögen in Form von Dividenden abfließt. Für das NASCO-Management gilt zurzeit, vor Auszahlung von Dividenden die Bonität des Unternehmens hochzuhalten. Für die NASCO hat die Finanzierungsfähigkeit zurzeit Vorrang. Studie dazu: „Das Vorsichtsprinzip im internationalen Vergleich am Beispiel von Rückstellungen“, Diplomarbeit Christian Mc Cann, 2007. Im übrigen beschließt die Hauptversammlung auf Vorschlag des Vorstands, ob und wieviel von einem möglichen Bilanzgewinn ausgeschüttet werden soll.

## AG: bedingungslose Transparenz und Fungibilität als entscheidendes Merkmal des Finanzierungsvehikels

Externe NASCO-Investoren, deren Kapital für die NASCO mittels Anleihen, Senior-Notes und Mezzanine-Finanzierungen benötigt wird, erwarten 100-prozentige Transparenz der Vermögenswerte und Geschäftsprozesse, die klassischerweise in börsennotierten Aktiengesellschaften durch Ad-hoc-Mitteilungen, Quartalsberichte, Geschäftsberichte und Compliance-Mitteilungen (z. B. bei eigenen Aktienkäufen) erbracht werden muss. Die Fungibilität von Fondsanteilen wäre unter einem KAGB-Regime (die gesetzliche Richtschnur für die ab 2014 aufgelegten Publikumsfonds) als geschlossenes Investmentvermögen nicht möglich gewesen. Die NASCO-Aktienbewertung erfolgt bestmöglich intern auf Basis des diskontierten Fair Value.

## Verzahnung von Finanz- und Operatingkompetenz

Da es darauf ankommt, die bestehenden Finanzierungen durch günstigere zu ersetzen, hat das Management diesen Schritt von Anfang an angestrebt. Durch die Ablösung der Riverstonefinanzierung (10 % Zins plus LIBOR (USA) p.a.) mit Hilfe des Finanzierungsberaters Guggenheim durch den Assetmanager Nuveen ist dies gelungen (Durchschnittszins: 5,23 % Zins p.a.). Beide Finanzierungsschritte waren für die Unternehmensentwicklung entscheidend: das Riverstonedarlehen um die Produktionssteigerung und den Bau der neuen Separationsanlage zu finanzieren, die Nuveen-Finanzierung, um die Refinanzierung auf erhöhter Bonitätsstufe umzusetzen. Die DBK-Heliumförderung konnte durch Zukauf weiterer Konzessionsanteile und durch die Erweiterung der Produktionsmengen, um das Vierfache gesteigert werden. Diese Steigerung wurde zum einen durch die Erweiterung der Förderkapazitäten erreicht und zum anderen durch die neue Heliumseparationstechnologie der Firma AMCS Corp. (Verflüssigung der Gase durch Kälte, siehe Bild S. 4). Die ursprünglich eingesetzte Technik der Trennung der Gase durch Wecheldruck von der Firma IACX Energy, LLC wurde zur Absicherung der Heliumseparation als Redundanzsystem beibehalten. Für den Bau, die Installation und Erweiterung der AMCS-Anlage waren Investitionen in Höhe von mehr als USD 12 Mio. notwendig.

## VI ANSÄTZE DER AKTIENBEWERTUNG

### Potenzial- und Marktwert der Aktie

Je nach Art der Berechnungsmethode fällt der innere Wert einer Aktie höher oder niedriger aus. Legt man den freien Cash Flow zugrunde, fällt der Aktienwert bei einem niedrigen freien Cash Flow niedriger aus (was für die NASCO aufgrund der hohen FK-Belastun-

### Asset-Backed-Securities (ABS)

Definition: Wertpapiere, die durch Aktiva besichert („asset-backed“) werden. Das können Immobilien oder andere, bewegliche Wirtschaftsgüter sein. Oder z.B. auch Leasingforderungen oder Konsumentenkredite oder künftige Forderungen. Ein Beispiel ist die Anleihe des FC Schalke 04 aus dem Jahr 2003 in Höhe von rund 85 Mio. Euro, die an amerikanische Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds ausgegeben wurde. Als Sicherheit („asset-backed“) wurde ein Teil der Stadionzuschauereinnahmen für einen bestimmten Zeitraum abgetreten.

Die Zinsen und Tilgungen werden aus den entsprechenden Zahlungseingängen geleistet.

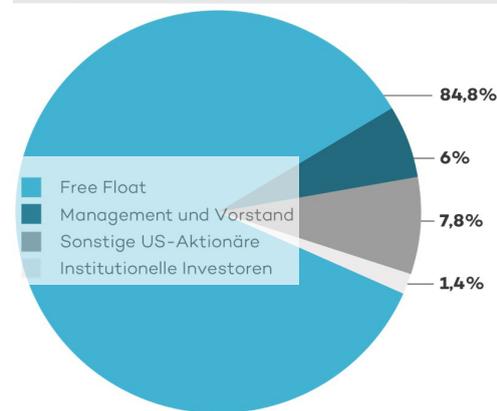
gen für 2019 und teilweise noch für 2020 der Fall ist). Eine weitere, übliche Berechnungsmethode beruht z. B. auf dem EBITDA-Faktor (das sind die Einnahmen vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Amortisationen). Dieser Wert fällt für die NASCO 2020 deutlich höher aus (ca. USD 13,442 Mio.). Preisrelevant insbesondere ab 2021: steigt der Deckungsgrad der Fremdmittel von geplant 1,3-fach (zurzeit noch bei 0,05-fach, da in 2020 ca. USD -9,5 Mio. anfallen, 2025 geplant USD -2,7 Mio.) auf das 1,7-fache bis 2025! Er verkörpert die Fähigkeit des Cash Flows, neben allen operativen und administrativen Kosten auch die des Fremdkapitals zu decken und darüber hinaus freien Cash Flow zu generieren. Relevant ist in der Regel auch der Deckungsgrad des Fremdkapitals durch positives Eigenkapital. Ist das Verhältnis wie zurzeit noch ca. 2:1, sollte es in 2025 umgekehrt sein. Gute Voraussetzungen für die Stärkung des inneren Werts der NASCO-Aktie.

## Bewertung durch EBITDA-Faktor – Branchenvergleich

Laut Analyse der S&P-Capital IQ Bloomberg von Upstream-Unternehmen für den Öl- und Gassektor wird die EBITDA von Independents (wie der NASCO) mit einem „Multiple“ des ca. 5-fachen bewertet (Q 1 2019, duffandphelps.com). Das würde 2020 rechnerisch zu einem NASCO-Vergleichswert von ca. USD 65 Mio. führen (Aktien-

wert: USD 5,42). In 2025 wird für die NASCO ein ca. doppelt so hoher EBITDA erwartet. Daraus würde ein EBITDA von USD ca. 130 Mio. resultieren (Aktienwert rechnerisch: USD 10,83). Allerdings ist die NASCO bereits heute kein reines Öl- und Gasunternehmen mehr, sondern im Wesentlichen ein Edelgasproduzent (Helium), der mit

NASCO Aktienstruktur 2020. Quelle: NASCO



Jan Warstat  
Vorstand/CEO

dem Öl- und Gasmarkt wenig bis gar nicht korreliert. Daher kann hier im weiteren Sinne ein Vergleich mit einem Edelgasproduzenten wie Linde/Praxair herangezogen werden. Die „Integrated Majors“ erzielen laut Bloomberg Valuation EBITDA-Multiples des 9,1-fachen (Quelle siehe oben), sodass CHECK annimmt, dass der innere Wert der NASCO-Aktie in den kommenden Jahren auf einem EBITDA-Durchschnittswert des ca. 7,5-fachen liegen sollte. Bei einer unverwässerten Aktienquote von aktuell ca. 12,4 Mio. Aktien würde daraus (in ca. 2-3 Jahren, EBITDA sollte dann ca. USD 25 Mio. erreichen) ein Aktienwert von ca. USD 15,63/Stück resultieren können.

## Maßstab Gewinn pro Aktie

Üblich ist auch der Bewertungsmaßstab „Gewinn pro Aktie“. Denn dieser Maßstab zeigt die unverwässerte Ertragskraft des zugrunde liegenden Wertpapiers. Legt man den Gewinn pro Aktie nach allen Kosten zugrunde, erzielt die NASCO vorliegenden Prognosen zufolge voraussichtlich ab dem kommenden Jahr nach allen Kosten erstmals ein positives Nettoergebnis (ca. EUR 1/Aktie). Hier ergäbe sich bei einem Exitmultiple des 7,5-fachen in 2021 ein Aktienpreis von EUR 7,50 und bei einem erwarteten NASCO-Gewinn pro Aktie in 2025 ein Wert von EUR 1,71. Aktienpreis rechnerisch dann EUR 12,83/Aktie. Einschränkend ist jedoch zu bedenken, dass der tatsächliche Handelspreis immer auf einem Geld- bzw. Briefkurs (An-

gebot und Nachfrage) beruht, den ein Käufer (Geldkurs) zu zahlen und ein Verkäufer (Briefkurs) zu akzeptieren bereit ist (die Differenz ist der Spread, der – je nach Handelsvolumen – höher oder niedriger ausfallen kann). Diese Preise können deshalb erheblich von dem inneren Wert der Aktie abweichen.

### Effekt des „Spread“

Ein entscheidender Faktor bei der Preisbildung einer Aktie ist deren Liquidität. Damit ist die tägliche Menge an Wertpapieren gemeint, die zwischen Käufer und Verkäufer „gehandelt“ wird. Ist diese Menge niedrig, ist der Spread hoch und umgekehrt! Käufer und Verkäufer müssen sich unter mehreren oder wenigen Handelspartnern einigen und einen Marktpreis aushandeln (an der Börse macht das mitunter ein Marketmaker als Zwischenhändler). Eine hohe Liquidität zeigt an, dass die Aktie gefragt ist und mit einem geringen Spread gehandelt wird. Darauf wird es in den kommenden Jahren ankommen. Während bei einem internen Handel der NAV (Net Asset Value) als Orientierungsmaßstab für den Aktienpreis zugrunde gelegt werden kann (das entspricht dem inneren Wert der Aktie), kommen bei einer an der Börse notierten Aktie weitere Faktoren hinzu, die die Volatilität der Preise erheblich beeinflussen können.

### Notierung und deren Risiken

Börsenkurse beruhen auf subjektiven Faktoren und Trends, die den inneren Wert einer Aktie nicht immer widerspiegeln (z. B. bei Bewertungen unter dem Buchwert). Der Preis einer Aktie wird in der Regel von dem täglichen Handelsvolumen beeinflusst, auf die der einzelne Aktionär keinen Einfluss hat. Spekulanten können bei entsprechender Marktmacht den Preis bewusst negativ beeinflussen (Hedgafonds, Shortseller). Megatrends, wie der Trend zu erneuerbaren Energien oder Pandemien können den Kurs ebenfalls erheblich beeinflussen, auch wenn der Cash Flow des Unternehmens solide Ergebnisse hervorbringt. Ein Überangebot an klassischen Kohlenwasserstoffen wie Öl und Gas könnte den Aktienwert abstrafen, obwohl die NASCO faktisch eine Helium-AG im Upstream-Segment ist und über einen soliden Cash Flow verfügt. Daraus folgt u.a.: dass eine Notierung an einer Börse keinesfalls einen hohen Aktienpreis garantiert. Der ursprüngliche Plan, mit 2.200 Nordic-KG-Anlegern mit der NASCO an eine Börse zu gehen, bzw. gegangen zu sein, stellt(e) vor diesem Hintergrund ein hohes, unkalkulierbares Risiko dar. Eine Notierung würde sich aus CHECK-Perspektive erst dann anbieten, wenn ein hoher freier Cash Flow erzielt wird und eine hohe Fremdkapitaldeckung durch Eigenkapital erreicht wird. In einem solchen Fall könnte die Perspektive eines Exits durch ein Übernahmeangebot durch ein größeren Marktteilnehmer deutlich interessanter sein als eine öffentliche Notierung. Denn im Falle einer Notierung, d.h. Öffnung zum Börsenhandel, könnte ein aufwändiges, für die Altaktionäre nachteilhaftes Squeeze-out-Verfahren durch einen aggressiven Dritten drohen. Analyst Matthias Kurzrock: „Es gibt kaum einen Squeeze-out ohne einen anschließenden Prozess“ (FAZ, 24.10.2003).

## VII COMPLIANCE DES MANagements

### Gleichklang der Interessen

Das NASCO-Management investiert Know-how, nahezu unbegrenzte Einsatzbereitschaft und ein beachtliches Investorennetzwerk, um den Wert des Unternehmens und damit den der Aktie beharrlich zu steigern. Von einem höheren Aktienpreis hängt die Prämie der eigenen Anstrengungen ab (ca. 6 % Aktien entfallen derzeit auf das Management). Von einem Gleichklang der Interessen von Aktionären und Management ist auszugehen. Vergütungsforderungen wurden gestundet und konnten liquiditätsschonend in Aktien gewandelt werden.

### Proof of Concept

Im Rückblick hat das NASCO-Management bisher bewiesen, dass es die Herausforderungen einer unternehmerischen Fortentwicklung der ursprünglich mit Hilfe des Anlegerkapitals erworbenen Öl- und Gasvorkommen mit dem förderfähigen Edelgas Helium bewältigt hat. Die KG-Fonds haben sich als Investmentvehikel für das entscheidungs- und kapitalintensive Rohstoff-Fördergeschäft nicht bewährt. Dem Management ist es gelungen, unter der AG-Struktur zu beweisen, dass es mit Hilfe seiner technischen und kaufmännischen Möglichkeiten erfolgreich agieren konnte. Dank dieser Ressourcen konnte ein international beachtetes Rohstoffunternehmen geformt und ausgebaut werden.

### Resümee

Der Liquidator hat den Prozess der Liquidation der ehemaligen NORDIC OIL-Fondsgesellschaften Schritt für Schritt unter laufender Einbeziehung und Zustimmungsbeteiligung und im Interesse der früheren Kommanditisten und heutigen Aktionäre umgesetzt. Die damit verbundenen rechtlichen, steuerlichen und kaufmännischen Herausforderungen wurden bisher vorbildlich bewältigt. Konstruktiv unterstützt wurde dieser Weg von Vertriebspartnern und geduldsigen Investoren.

Die Akquisitionen institutioneller Finanzierungsinstitute, die für Erweiterungsinvestitionen Finanzmittel zur Verfügung stellen, die Wahl verlässlicher Partner sowie die straffe Steuerung des laufenden Kostenmanagements sind Beweise der Leistungsfähigkeit des Managements. Aus CHECK-Perspektive ist das die bestandene Meisterprüfung für den Eintritt in die Profiligena des internationalen Finanzierungsmanagements. Entscheidungsqualität und –dichte des NASCO-Managements haben international kreditfähiges Niveau erreicht.

Die Zukunft des Unternehmens steht nun auf einem soliden Fundament. Eine risikobewusste NASCO-Unternehmensführung trägt den Erfordernissen der Entwicklung der förderfähigen und der Eruerung der noch nicht förderfähigen Helium-Reserven umfassend und vorausschauend Rechnung. Reputation, Erfahrung und Managementkompetenz befähigen das Unternehmen, auf Augenhöhe mit den globalen Playern der Edelgasbranche sowie der etablierten Investmenthäuser vorteilhafte Deals abzuschließen, um den NASCO-Unternehmenswert kontinuierlich zu steigern. Gegenüber einem geschlossenen Investmentvermögen ziehen die Aktionäre aus einer wachsenden Unternehmenssubstanz ihrer NASCO AG für die Zukunft den größtmöglichen Vorteil.

**WICHTIGER HINWEIS:** CHECK bewertet die Wirtschaftlichkeit von liquiden und illiquiden Kapitalanlagen. Auch eine positive Bewertung/Einschätzung bedeutet keine Gewähr gegen das Verlustrisiko. Investments der hier untersuchten Art sind keine sicheren Geldanlagen im Sinne eines Pfandbriefs, einer Festgeldanlage oder eines Sparbuchs. CHECK wertet Informationen des Angebotes zum aktuellen Zeitpunkt der Emission aus. CHECK-Analyse ist kein „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ und CHECK ist nicht an der Platzierung von Finanzprodukten beteiligt. CHECK erstellt keine „Finanzanalyse“ im Sinne des § 34 b WpHG. CHECK spricht keine Kaufempfehlung aus und erhebt keinen Anspruch auf eine vollständige Darstellung möglicher Risiken. Auf der CHECK-Homepage finden Sie Nachanalysen bisher veröffentlichten CHECK-Bewertungen, darunter auch Angebote, die negativ verlaufen sind.

**Verantwortlich für den Inhalt:** Unternehmensanalyse Stephan Appel | Jaspersdiek 7 | 22399 Hamburg, Telefon: 040 - 40 97 25 | Fax: 040 - 40 98 66 | [www.check-analyse.de](http://www.check-analyse.de), E-Mail: [checkappel@t-online.de](mailto:checkappel@t-online.de) | Nachdruck oder Reproduktion (auch auszugsweise) nicht gestattet. Nur zur persönlichen Information.