

Neitzel & Cie. - Solarenergie Nord

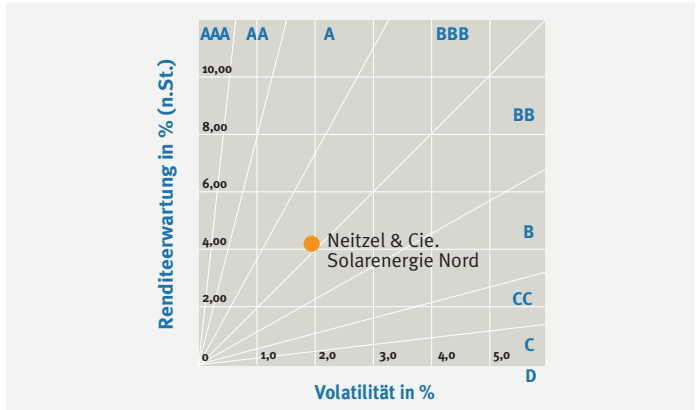
Emissionshaus	Neitzel & Cie. Gesellschaft für Beteiligungen mbH & Co.KG
Segment / Zielmarkt	Energie / Photovoltaik

Investment-Rating	BBB- überdurchschnittlich
--------------------------	----------------------------------

Fondsstruktur

Fondsvolumen	34,544 TEUR
Eigenkapital	10.050 TEUR
Laufzeit	21 Jahre
Einkunftsart	Einkünfte aus Gewerbebetrieb
Beteiligungsart	Treugeber oder Direktkommanditist
Platzierungsart	Public
Mindestanlage / Stückelung	10.000 EUR / 1.000 EUR
Emissionsstart / -ende	01.02.2010 / 31.12.2010
Einzahlungsmodalitäten	100% zzgl. Agio binnen zwei Wochen nach Annahme
Agio	3%
Hafteinlage	10% der Pflichteinlage

Rendite-Volatilität-Relation



Investition

geplante Gesamtnennleistung	11,4 MWp
Anschaffungskosten 1. Bauabschnitt	3025 EUR/kWp
Anschaffungskosten 2. Bauabschnitt	2695 EUR/kWp
Module	Hyundai HI S-M200SF
Wechselrichter	Sputnik SolarMax 330C-SV
Aufständering	Fixes Montagesystem, 30° Süd Neigung
Kaufpreisfaktor	10,0

Stärken

- zum Teil fertiggestellte Anlagen
- festgelegte Einspeisevergütung über mindestens 20 Jahre
- erfahrener Generalübernehmer
- unterdurchschnittliche Weichkosten

Schwächen

- neues Segment des Emittenten
- keine Diversifikation durch mehrere Anlagen

Betriebsphase

Ertragsprognose	954 kWh/kWp (Gutachten SolPEG GmbH), 945 kWh/kWp (Fondsprog.)
angenommene Degradation	0,2% (bis 2021), 0,3% (anschließend)
Wartungskosten	10 EUR/kWp
kfm. und techn. Betriebsführung	8,5 EUR/kWp
Versicherung	42.075 EUR p.a. abzgl. sonstiger Kosten

Chancen

- höhere Stromerträge
- Fortführung Betrieb nach Förderlaufzeit

Risiken

- Schwankung Energieerträge
- höhere Betriebskosten
- Anschlusszinsen Darlehen
- Änderung staatlicher Vergütungsregelung

Desinvestition

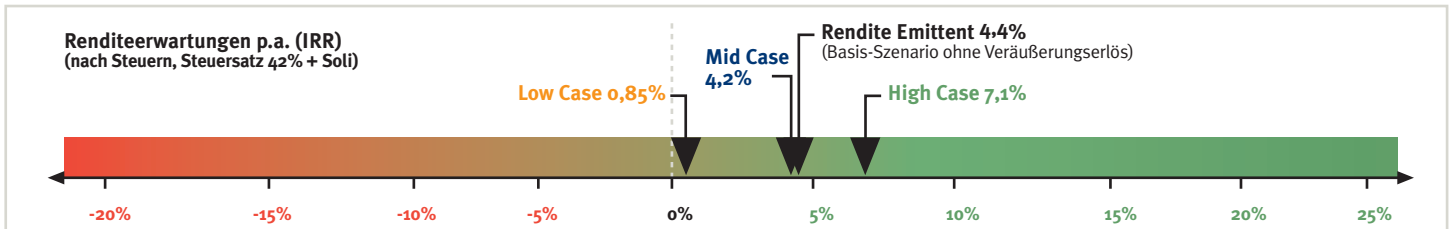
Rückbaukosten	ca. 32 EUR/kWp
---------------	----------------

Beschreibung

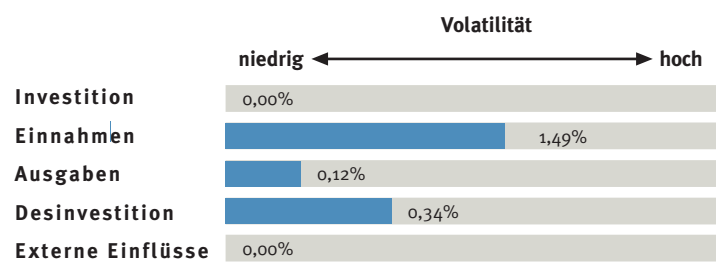
Das Beteiligungsangebot plant, in Photovoltaik-Anlagen in Norddeutschland zu investieren. Es besteht ein konkretes Investitionsobjekt, der Solarpark Meldorf, wo der Initiator den Vertrag mit dem Generalübernehmer SunEnergy Europe vor kurzem abgeschlossen hat. Der erste Bauabschnitt der 7,4 MWp Anlage wurde im Dezember 2009 in Betrieb genommen, der zweite soll bis Ende März 2010 fertiggestellt werden. Der Modulhersteller ist das koreanische Industrieunternehmen Hyundai Heavy Industries. Die Wechselrichter stammen vom schweizer Hersteller Sputnik Engineering. Nach Prospektangaben besteht eine Finanzierungszusage von einer regionalen Bank. Gemäß Finanzplan und Prognoserechnung besteht noch ein Rest-Blind von circa 4 MWp. Die Prognoserechnung geht von einer 21-bzw. 25-jährigen Laufzeit aus. Im Pachtvertrag ist eine Verlängerungsoption von zwei mal fünf Jahren vereinbart.

Fazit der Analyse

Das Beteiligungsangebot investiert in Photovoltaikanlagen in Norddeutschland. Der Emittent ist vergleichsweise neu am Markt. Das Beteiligungsangebot ist der erste Energiefonds des Initiators. Es ist ein entsprechender Vertrauensvorschuss vom Anleger zu gewähren. Das Beteiligungsangebot investiert in den Solarpark Meldorf in Schleswig-Holstein. Der erste Bauabschnitt wurde im Dezember 2009 in Betrieb genommen, der zweite soll im März 2010 fertiggestellt werden. Insgesamt sieht das Beteiligungsangebot zwar noch weitere Investitionen vor, nach Auskunft des Initiators soll wahrscheinlich nur das vorliegende Investitionsobjekt erworben werden. Der Anlagenkaufpreis ist noch im Rahmen vergleichbarer Angebote. Hinsichtlich der Ertragsprognose wurde ein Ertragsgutachten erstellt, wobei die Betriebsergebnisse vergleichbarer Anlagen in Norddeutschland höhere Erträge erwarten lassen. Die Ausgaben erscheinen vor dem Hintergrund der Wartungsverträge realistisch kalkuliert. Die Fremdfinanzierung wurde über eine regionale Bank abgeschlossen. Die Konditionen für die Anfangsfinanzierung sind nach Aussagen des Initiators fixiert, die Anschlusszinsen sind optimistisch kalkuliert. Der Initiator kalkuliert zwei Exit-Szenarien, wobei eine Fortsetzung des Betriebes nach der Förderlaufzeit aus heutiger Sicht nicht gesichert ist. Das rechtliche Risikopotential ist bei Investitionen in Energieanlagen (Blind-Pool) aus Sicht von Scope regelmäßig höher als bei Bestandsobjektinvestitionen. Das konzeptionelle steuerliche Risikopotential ist bei Energiefonds, die von den Regelungen des Gesetzes über erneuerbare Energien profitieren, nach Ansicht von Scope grundsätzlich gering, jedoch dürften die beabsichtigten Änderungen des Erneuerbare-Energien-Gesetzes zu einer Absenkung der Vergütungssätze für Strom aus Photovoltaikanlagen führen.



Aufteilung der Volatilität



Erwartungswerte Sensitivität

Volatilität (Schwankungsbreite)	1,95%
Sharpe Ratio (Performance-Risiko-Relation)	1,97
Alpha (Rendite aus dem Management resultierend)	-0,12%
Beta (Rendite aus dem Investitionsprojekt resultierend)	4,32%
Leverage (Fremdkapitalhebel)	1,02%
Break-Even-Wahrscheinlichkeit (Null-Verlust-Wahrscheinlichkeit)	99%
Value at Risk (Riskiertes Kapital in 99% aller Fälle; gesamte Laufzeit)	-0,20%

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wird die Leistung des Managements auf die Performance der einzelnen Variablen berücksichtigt. Kalkuliert wird mit einer Beeinflussung der Volatilität in Höhe des ausgewiesenen Managementfaktors.

INVESTITION KEINEN EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Der Generalübernehmer des Solarparks Meldorf ist die SunEnergy Europe, ein in Hamburg ansässiges Photovoltaik-Dienstleistungsunternehmen. Scope schätzt die Zeitplanung für den 2. Bauabschnitt als realistisch ein. Risiken bestehen bei anhaltenden widrigen Wetterbedingungen. Laut Prospekt ergibt sich für den Fonds ein Blind-Pool von rund 4 MWp. Nach Aussage des Initiators wird der Fonds wahrscheinlich ausschließlich in den Solarpark Meldorf investieren. Allerdings erhöhen sich dadurch die relativen Fondskosten durch fixe Gebühren. Der Modulhersteller Hyundai produziert erst seit kurzem Photovoltaik-Module. Somit bestehen noch keine aussagekräftigen Praxiserfahrungen. Nach Angaben des Initiators werden Abnahmegutachten durchgeführt. Bei evtl. auftretenden Schadensfällen könnte eine Nachrüstung von Sicherheitseinrichtungen nicht ausgeschlossen werden. Hinsichtlich der Fremdfinanzierung besteht nach Prospektangaben eine Finanzierungszusage für den Solarpark Meldorf.

EINNAHMEN 76,00% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Die Einspeisevergütung ist abhängig vom Jahr der Inbetriebnahme. Die Einspeisevergütung soll für Freiflächenanlagen ab dem 01.07.2010 deutlich reduziert werden. Die Ertragsprognose basiert auf ein Gutachten der SolPEG GmbH. Scope sieht die Vorlage nur eines Gutachtens kritisch, auch vor dem Hintergrund, dass andere Wechselrichter als geplant zur Anwendung kommen. Für die Fondsprognose wurde repräsentativ mit einem Abschlag von 1% kalkuliert. Scope nimmt grundsätzlich als Grundlage für die Ertragsberechnung den Mittelwert der vorhandenen Gutachter an und berücksichtigt sonstige Abschläge. Da allerdings in Norddeutschland, insbesondere in Küstennähe, gelegene PV-Anlagen eine deutlich höhere Performance aufweisen, weicht Scope von der üblichen Vorgehensweise ab. Auf Grundlage der vorgelegten Daten schätzt Scope die Annahme des Initiators als leicht konservativ ein. Der Initiator nimmt für die Degradation einen realistischen Wert an.

AUSGABEN 6,30% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Laut Prospekt werden ein Wartungs- und technischer Betriebsführungsvertrag mit der SunEnergy Europe abgeschlossen. Die Ausgaben für Wartung werden mit 10 EUR/kWp und für die technische Betriebsführung mit 5 EUR/kWp pro Jahr kalkuliert. Scope liegt ein Servicegarantieverlängerungsvertrag des Wechselrichterherstellers vor, der eine Laufzeit bis zu 20 Jahre beinhaltet. Nach Prospektangaben sollen marktübliche Versicherungen, insbesondere Haftpflicht-, Elektronik- und Maschinenunterbrechungsversicherung abgeschlossen werden. In einer Mischkalkulation mit sonstigen Kosten werden dafür rund 3,7 EUR/kWp pro Jahr kalkuliert. Gemäß vorliegendem Angebot ist dies als realistisch einzuschätzen. Für Darlehenszinsen sind für die ersten 10 Jahre mit 3,9% fixiert, anschließend mit 4,25% kalkuliert. Die Anschlusszinsen sind vor dem Hintergrund historischer Zinsen optimistisch kalkuliert.

DESINVESTITION 17,70% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

In der Prognoserechnung werden unterschiedliche Szenarien für den Exit-

Zeitpunkt dargestellt. Im Basis-Szenario kalkuliert der Emittent mit einer Laufzeit bis zum EEG-Förderende 2030. In einem zweiten Szenario geht der Initiator von weiteren vier Betriebsjahren zu einem Strom-Marktpreis von 20 Cent/kWh aus und anschließend von einem Rückbau der Anlage in Höhe von rund 32 EUR/kWp. Scope sieht das Basis-Szenario als realistisch ein, wobei die Chance auf Mehrerlöse durch die Pachtverlängerung gegeben ist. Die Rückbaukosten sind realistisch kalkuliert.

EXTERNE EINFLÜSSE KEINEN EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Sämtliche Ein- und Auszahlungen innerhalb der Prognoserechnung erfolgen in EUR. Die Einnahmen sind inflationsunabhängig. Die Aufwendungen sind z.T. indirekt von Preisentwicklungen abhängig. Grundlage für Investitionen in Photovoltaikanlagen in Deutschland ist u.a. das EEG. Eine rückwirkende Änderung der im EEG festgelegten Modalitäten hält Scope derzeit für unwahrscheinlich, vollkommen auszuschließen ist dies zukünftig jedoch nicht. Generelle Risiken, aber auch Chancen bestehen bei einer dauerhaften Änderung der solaren Einstrahlung gegenüber dem langfristigen Mittel durch Klimaveränderung.

Grundzüge der Analyse

Die Investmentanalyse basiert auf einer Analyse der Scope Analysis GmbH. Im Mittelpunkt dieser Analyse steht das Verhältnis von Renditeerwartung (Mid-Case) nach Steuern und deren Schwankungsbreite (Volatilität). Hierfür werden im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse (auch Monte Carlo Analyse) qualitative Faktoren in ein quantitatives Analysemodell überführt und damit die erforderliche Vergleichbarkeit zu anderen Kapitalanlagen hergestellt. Zur Berechnung der Werte bestimmen die Analysten, welche Faktoren auf die Rendite und das Risiko des Fonds einwirken und wie diese in der Zukunft schwanken können. Die Anzahl der Variablen liegt zwischen 5 und 20 - je nach Komplexität des Fonds. Der Einfluss des Managements auf die Performance des Investments wird mit Hilfe des sogenannten Managementfaktors (alpha) einbezogen. Es wird unterstellt, dass das Management sowohl die Rendite als auch das Risiko einer Beteiligung positiv oder negativ beeinflussen kann. Anschließend wird die Fondsrendite 10.000-mal unter Annahme der verschiedensten Szenarien berechnet. Bei der Berechnung werden die Variablen entsprechend ihrer vorgegebenen Schwankungsbreite und Wahrscheinlichkeitsverteilung variiert. Im Ergebnis steht die Ermittlung von verschiedenen Kennzahlen, die eine genaue Beurteilung des Investments erlauben. Das Investment-Rating ergibt sich aus dem modifizierten Sharpe-Ratio, dem Quotienten aus der erwarteten Rendite und der Volatilität. Dies bedeutet, dass diejenigen Fonds am besten abschneiden, bei denen Rendite und Risiko in besonders günstigem Verhältnis stehen. Daneben wird eine SWOT-Analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats) erstellt. Dabei

umfassen die Stärken und Schwächen die internen Einflussfaktoren der Kapitalanlage. Chancen und Risiken entstehen hingegen durch externe Marktfaktoren, welche die Renditeentwicklung beeinflussen können. Auf www.scope.de erhalten Sie unter "Erläuterung der Ratings" eine detaillierte Erklärung der Rating-Methodik. **Scope-Group** Die Ratingagentur analysiert systematisch alle marktrelevanten Neuemissionen im Segment Geschlossene Fonds nach einem einheitlichen Verfahren. Weitere Informationen erhalten Sie unter www.scope-group.com oder über die Hotline 030 27 891-300. **Haftungsausschluss** Grundlage für die Beteiligung an dem Fonds bzw. dem Angebot ist allein der vollständige Emissionsprospekt inkl. der darin enthaltenen Risikohinweise. Die Scope Analysis GmbH haftet nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Analysen und dazugehörigen Informationen. Sie empfiehlt keine Fonds und übernimmt keinerlei Beratungshaftung. Die Investment Analyse kann ein Beratungsgespräch mit dem Anlageberater nicht ersetzen. **Herausgeber** Scope Analysis GmbH Rosenthaler Straße 63-64 10119 Berlin