

INVESTMENTANALYSE



Chorus - CHORUS CleanTech Solar 3. KG Italien

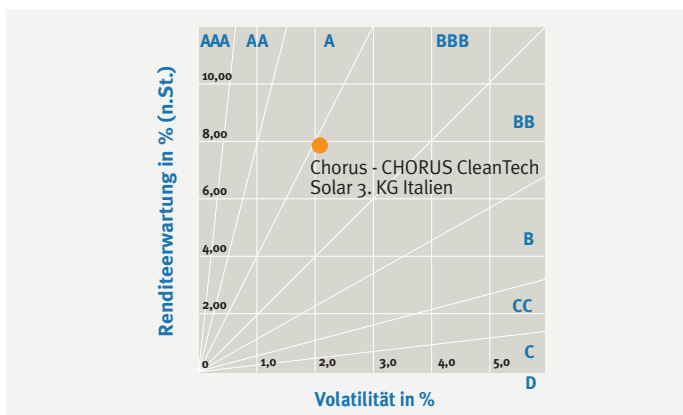
| | |
|---------------------|------------------------|
| Emissionshaus | Chorus GmbH |
| Segment / Zielmarkt | Energie / Photovoltaik |

Investment-Rating **BBB+** überdurchschnittlich

Fondsstruktur

| | |
|----------------------------|---|
| Fondsvolumen | 46.918 TEUR |
| Eigenkapital | 10.500 TEUR |
| Laufzeit | 20 Jahre |
| Einkunftsart | Einkünfte aus Gewerbebetrieb |
| Beteiligungsart | Treugeber oder Direktkommanditist |
| Platzierungsart | Public |
| Mindestanlage / Stückelung | 10.000 EUR / 1.000 EUR |
| Emissionsstart / -ende | 21.01.2010 / 30.06.2010 |
| Einzahlungsmodalitäten | 100% zzgl. Agio binnen zwei Wochen nach Annahme |
| Agio | 5% |
| Haftelagere | 10% der Pflichteinlage |

Rendite-Volatilität-Relation



Investition

| | |
|---------------------------|---------------------------------------|
| Kaufpreis | 4445 EUR/kWp + evtl. max. 200 EUR/kWp |
| Gesamtleistung | 9 MWp |
| Generalunternehmer | a+f GmbH |
| Hersteller Module | Suntech |
| Hersteller Wechselrichter | Kaco New Energy |
| Aufständigung | starr |
| Kaufpreisfaktor | 7,35 |

Stärken

- erfahrener Generalunternehmer und Komponentenhersteller
- einstrahlungsgünstige Standorte
- staatlich festgelegte Vergütung über 20 Jahre
- Vollwartungsvertrag mit Performance Garantie

Schwächen

- (Teil-) Blind Pool
- junges Segment des Initiators

Betriebsphase

| | |
|--|---|
| Globalstrahlung | ca. 1790 kWh/qm |
| garantierte Performance | 78% |
| Vergütung Vollwartung/ Versicherung etc. | 9,3% |
| Wartungspartner | a+f GmbH |
| Einspeisevergütung Conto Energia II (2010) | 34,57 Ct./kWh |
| Mindestvergütung GSE (2010) | 8,78 Ct./kWh (Basis: 1 MWp, 1396 kWh/kWp) |

Chancen

- Mehrerlöse durch höhere Performance der Anlage
- höhere Vergütung durch Stromverkauf am Markt möglich
- Mehrerlöse am Laufzeitende möglich

Risiken

- Schwankung der Energierträge
- Preisentwicklung Italien
- Änderung staatlicher Vergütungsregelungen

Desinvestition

| | |
|----------------------------------|-------|
| Restwerterlös nach Rückbaukosten | 0 EUR |
|----------------------------------|-------|

Beschreibung

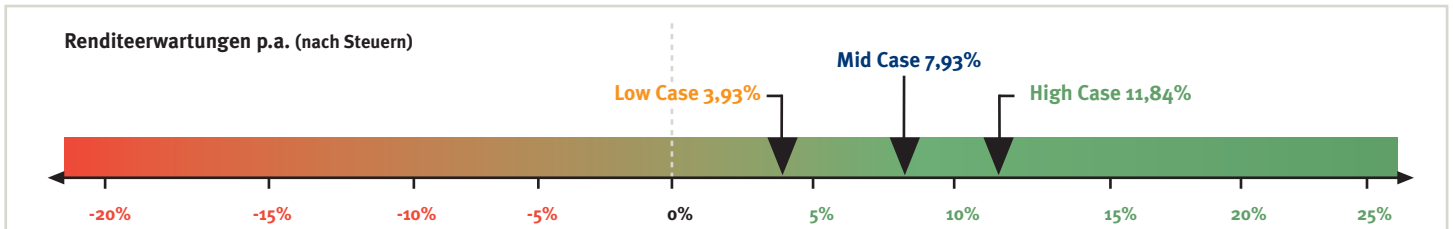
Die Fondsgesellschaft plant in Photovoltaik-Anlagen in Italien zu investieren. Nach Prospektangaben hat die Fondsgesellschaft mit der a+f GmbH einen Rahmenvertrag über den Erwerb von starr aufgeständerte Photovoltaikanlagen mit einer Leistung von 9 mal ein 1 MW in der Region Apulien abgeschlossen. Der Kaufpreis beträgt grundsätzlich 4445 EUR/kWp. Die Module werden nach Auskunft des Initiators vom chinesischen Marktführer Suntech und die Wechselrichter vom deutschen Hersteller Kaco geliefert. Eine Erhöhung des Kaufpreises

um max. 200 EUR je kWp ist aber bei Verwendung von deutschen Modulen möglich. Die Fremdkapitalquote wird mit rund 74% prospektiert mit einer angestrebten Zinsfestbindung über 10 Jahren. Es wird ein umfangreicher Vollwartungsvertrag inklusive Performance-Ratio-Garantie und Versicherungsschutz mit dem Generalunternehmer abgeschlossen. Am Ende der 20-jährigen Förderlaufzeit wird prognosegemäß mit einem Abbau der Anlage kalkuliert. Darüber hinaus wird ein Szenario für einen möglichen Verkaufserlös aufgezeigt.

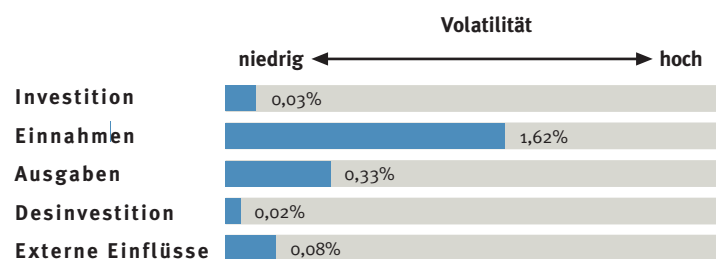
Fazit der Analyse

Der Chorus CleanTech Solar 3 investiert in Photovoltaikanlagen in Italien. Es ist der dritte Solarfonds des Initiators innerhalb eines Jahres. Das branchenspezifische Know-how darf vor dem Hintergrund der beteiligten Personen und Partner unterstellt werden. Dennoch ist ein gewisser Vertrauensvorsprung vom Anleger zu gewähren. Die Fondsgesellschaft hat mit der a+f GmbH, wie beim CleanTech Solar 1, einen Rahmenvertrag über die Errichtung von 9 mal 1 MWp Photovoltaik-Anlagen in der italienischen Region Apulien abgeschlossen. Die Anlagen sollen bis spätestens zum 31.12.2010 errichtet werden, was vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus den Vorgängerprojekten und des aktuellen Baufortschritts erwartet werden kann. Risiken durch unerwartete Verzögerung ins nächste Jahr, wo die Vergütungshöhe noch nicht bekannt ist, sind mit einer begrenzten Preisgleitklausel ab-

gemildert. Ertragsgutachten für die Anlagen bestehen zwar noch nicht, allerdings ist die Einnahmekalkulation als konservativ anzusehen. Ein Vollwartungsvertrag mit einer Performance-Ratio-Garantie reduziert das Betriebskostenrisiko. Chancen ergeben sich bei einer gegenüber der garantierten Mindestleistung höheren Performance und bei höheren Marktstrompreisen. Risiken bestehen hinsichtlich generell schwankenden Energieerträgen, stagnierendem Preisniveau und steuerlichen Gegebenheiten in Italien. Das rechtliche Risikopotential ist bei Investitionen in Solaranlagen (Blind-Pool) aus Sicht von Scope regelmäßig höher als bei Bestandsobjektinvestitionen. Das konzeptionelle steuerliche Risikopotential ist bei Fonds, deren Einkünfte von den Regelungen eines Doppelbesteuerungsabkommens erfasst werden, nach Ansicht von Scope im Wesentlichen gering.



Aufteilung der Volatilität



Erwartungswerte Sensitivität

| | |
|---|--------|
| Volatilität (Schwankungsbreite) | 2,08% |
| Sharpe Ratio (Performance-Risiko-Relation) | 3,64 |
| Alpha (Rendite aus dem Management resultierend) | -0,06% |
| Beta (Rendite aus dem Investitionsprojekt resultierend) | 7,99% |
| Leverage (Fremdkapitalhebel) | 1,79% |
| Break-Even-Wahrscheinlichkeit (Null-Verlust-Wahrscheinlichkeit) | >99% |
| Value at Risk (Riskiertes Kapital in 99% aller Fälle; gesamte Laufzeit) | 0,00% |

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
1,30% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Nach Angaben des Initiators liegen alle Genehmigungen (inkl. D.I.A.) für die neun Anlagen vor. Bei vier Anlagen werden bauvorbereitende Maßnahmen bereits durchgeführt. Die Inbetriebnahme ist im Durchschnitt für Juli 2010 angestrebt. Scope schätzt dies grundsätzlich als realistisch ein, wobei Verzögerungen möglich sind. Die Anlagen werden erst nach Inbetriebnahme, 72h Testlauf und technischer Abnahme von der Fondsgesellschaft übernommen. Darüber hinaus ist ein Preisgleitklausel vereinbart, die bei einer Verzögerung der Übernahme z.B. ins nächste Jahr die Vergütungsreduzierung kompensieren würde. Bei einer stärkeren Absenkung der Vergütung als 30% darf der Generalunternehmer vom Vertrag zurücktreten. Ab 2011 wird ein neues EEG mit neuen Tarifen für Italien erwartet. Die a+f GmbH ist eine Tochtergesellschaft des Gildemeister-Konzerns mit einem Eigenkapital von rund 20 Mio. EUR und bietet Turnkey-Lösungen im Solarbereich an. Der Kaufpreis ist fixiert, kann aber je nach Anteil deutscher Module sich um max. 200 EUR/kWp erhöhen. Prognostiziert wurde mit einem

Drittel deutscher Module. Die Nennleistung der Anlagen und damit Berechnungsgrundlage des Kaufpreises sind die kumulierten Flash-Werte der Module. Nach Auskunft des Initiators erfolgen die Investitionen in die neun Teilprojekte je nach Platzierungsstand, was Zwischenfinanzierungsrisiken reduziert.

EINNAHMEN
77,60% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

In Italien beträgt die Förderung für 2010 nach dem Conto Energia II 34,57 Ct./kWh, der Mindestpreis beträgt in 2009 für ca. 1400 MWh 8,78 Ct. kWh. Der Initiator rechnet im Prospekt mit der Mindestvergütung und einer Steigerung von 2,5% vergleichsweise optimistisch. Es liegen derzeit keine Ertragsgutachten für den Standort vor. Die prospektierte durchschnittliche Mindeststrahlung 1790 kWh/qm kann vor dem Hintergrund vergleichbarer Ertragsgutachten als leicht konservativ eingeschätzt werden. Für die Projekte werden nach Angaben des Initiators zwei Ertragsgutachten, sowie ein Technical-Advisor Gutachten erstellt. Von der a+f GmbH wird ein Performance Ratio (PR) von 78 % garantiert, wobei der tatsächliche Wert voraussichtlich

höher ausfallen wird. Die vom Initiator kalkulierte Degradation (Wirkungsgradverlust der Module) schätzt Scope für kristalline Module als ausreichend ein.

AUSGABEN
16,20% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Der Initiator hat mit der a+f GmbH einen Vollwartungsvertrag abgeschlossen, der die Wartung der Wechselrichter, Anlagensicherung, eine Leistungsgarantie und die Versicherungskosten mit einschließt. Der Wartungspartner erhält eine Vergütung abhängig vom Performance Ratio (PR). In der Prognoserechnung wurde für die italienische Immobiliensteuer (I.C.I.) mit einem realistischen Wert von 0,7% kalkuliert. Die Fremdkapitalquote wird nach Prospekt mit rund 74% kalkuliert und ist damit im Rahmen vergleichbarer Solarfonds. Es bestehen nach Initiatorangaben noch keine konkreten Finanzierungszusagen. Die Fremdkapitalzinsen werden nominal zu 5,0% und mit einer Zinsfestbindung von 10 Jahren realistisch kalkuliert. Die Anschlusszinsen werden mit 6,5% p.a. konservativ angesetzt. Der hohe Fremdkapitalanteil kann die Bedienung des Kapitaldienstes in sonnenschwachen Jahren deutlich erschweren.

DESINVESTITION
1,10% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Der Initiator rechnet nach Ablauf der 20-jährigen Vergütungszahlungen mit einem Verkauf der Anlagen in Höhe der Rückbaukosten. Da es keine Erfahrungswerte über den Rückbau und Restwert von Solaranlagen vorliegen, kalkuliert Scope aus Vorsichtsgründen mit leicht höheren Kosten als Erlöse. Grundsätzlich sind aber Mehrerlöse und damit implizit auch ein positiver Verkaufserlös bei einer Verlängerung der Pachtlaufzeit möglich.

EXTERNE EINFLÜSSE
3,80% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Unmittelbare Wechselkursrisiken liegen demnach nicht vor. Die Einnahmen sind größtenteils inflationsunabhängig. Preisrisiken können beim Verkauf des Stromes entstehen. Die Aufwendungen sind z.T. indirekt von Preisentwicklungen abhängig. Grundlage für Investitionen in Photovoltaikanlagen in Italien ist u.a. das Conto Energia II. Eine rückwirkende Änderung der einzelnen darin festgelegten Modalitäten hält Scope derzeit für unwahrscheinlich, vollkommen auszuschließen ist dies zukünftig jedoch nicht.

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