

INVESTMENTANALYSE



Chorus - CHORUS CleanTech Solar 5. KG Italien

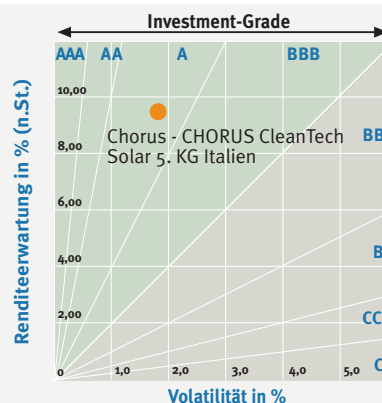
Emissionshaus	Chorus GmbH
Segment / Zielmarkt	Energie / Photovoltaik

Investment-Rating	A	gut
-------------------	----------	-----

Fondsstruktur

Fondsvolumen	33.715 TEUR
Eigenkapital	10.000 TEUR
Ausschüttungsspanne	7,25 - 9,00%
Laufzeit	8 Jahre
Mindestanlage / Stückelung	10.000 EUR / 5.000 EUR
Einkunftsart	Einkünfte aus Gewerbebetrieb
Beteiligungsart	Treugeber oder Direktkommanditist
Platzierungsart	Public
Emissionsstart / -ende	19.07.2011 / 31.12.2011
Einzahlungsmodalitäten	100% zzgl. Agio nach Annahme
Platzierungsgarantie	liegt vor über 2 Mio. EUR
Agio	5%
Hafteinlage	10% der Pflichteinlage

Rendite-Volatilität-Relation



Investition

Avisierte Gesamtleistung	10,3 MWp
Kaufpreisfaktor ENERI Projekte (gewichteter Mittelwert)	6,98
Projektpartner	ENERI PV GmbH, Solarhybrid AG
Modulhersteller	Suntech, REC u.a.
Wechselrichterhersteller	SMA u.a.

Stärken

- Solarparks fertiggestellt und überwiegend mit Netzanschluss
- erfahrener Partner bei Errichtung und Betrieb
- überwiegend renommierte Komponentenhersteller
- umfangreiche Wartungsverträge
- Mindestkapital-Platzierungsgarantie
- Anlegertransparenz durch laufendes Monitoring

Schwächen

- Mehrerlösbeteiligung bei prospektgemäßen Verlauf

Betriebsphase

Energieertrag (gewichteter Mittelwert)	1135 kWh/kWp
Mindestvergütung Ritiro Dedicato (2011)	9,02
Performance Garantie ENERI	78%
Verfügbarkeitsgarantie Solarhybrid	97,5%
technischer Betriebsführer	Solarhybrid AG, ENERI PV GmbH

Chancen

- höhere Marktpreise
- geringere Darlehenszinsen
- Mehrerlöse durch Anlagenoptimierung

Risiken

- bei einer Kapitalerhöhung stehen die Investitionsobjekte teilweise noch nicht fest (partieller-Blind-Pool)
- geringere Strommarktpreise in Italien bei Angleichung an EU-Niveau
- Änderung staatlicher Vergütungsregelungen

Desinvestition

Verkaufserlös	16,15 Mio. EUR
---------------	----------------

Beschreibung

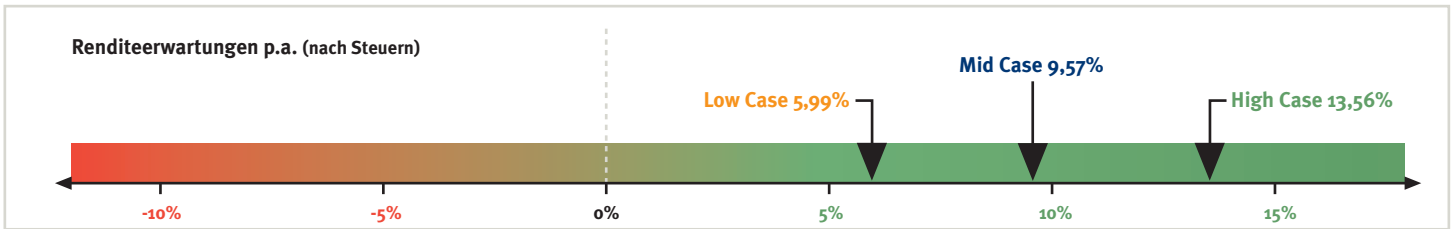
Die Fondsgesellschaft investiert in Freiflächensolaranlagen in Italien. Der Initiator hat zur Absicherung der Investition Rahmenverträge mit zwei Projektpartnern, der ENERI PV GmbH und der Solarhybrid AG, abgeschlossen. Für den aktuellen Fonds ist ein Solarpark mit einer Leistung von 4,3 MWp in Piemont und sechs Projekte in Marken und Umbrien mit einer Gesamtleistung von 6 MWp vorgesehen. Sechs der sieben Anlagen wurden im Juli bereits an das Stromnetz angeschlossen, für den restlichen Solarpark soll dies im August geschehen. Die Übernahme in die Fondsgesellschaft

erfolgt zeitnah. Das Eigenkapital ist auf 10,0 Mio. EUR prognostiziert, gemäß Gesellschaftsvertrag kann dieses auf bis zu 60 Mio. EUR erhöht werden. Prospektgemäß soll Fremdkapital in Höhe von rund 70% (inkl. UST-Vorfinanzierung) des Fondsvolumens aufgenommen werden. Zum Zeitpunkt der Analyse waren noch keine Darlehensverträge abgeschlossen. Mit dem Rahmenvertragspartner wurden bereits Betriebsführungs- und Wartungsverträge für die Projekte vereinbart. Das Beteiligungsangebot endet zum 31.12.2019. Eine maximal einjährige Verlängerung ist möglich.

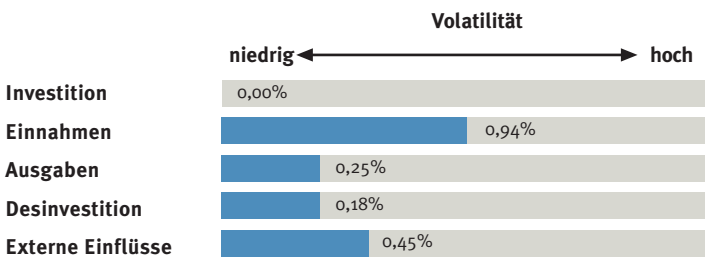
Fazit der Analyse

Das Beteiligungsangebot investiert in ein weitestgehend bestehendes Portfolio aus Solaranlagen in Italien. Der Initiator hat bereits fünf Solarfonds emittiert und platziert. Eine aussagekräftige Leistungsbilanz soll in Kürze veröffentlicht werden. Ein separates Management-Rating und ein laufendes Investment-Monitoring von Scope liegt vor. Projekte mit mehr als 10 MWp wurden von erfahrenen Partnern gesichert. Da rund 90% der Anlagen den Netzanschluss bereits erhalten haben, besteht eine erhöhte Investitions-sicherheit. Der Initiator kann allerdings das Eigenkapital gegenüber Prospektprognose erhöhen. Die realisierten Einkaufsfaktoren liegen etwas günstiger als in der Prognose. Die angesetzten Fremdkapitalzinsen sind insgesamt konservativ angesetzt. Das Beteiligungsangebot endet nach acht

Jahren, bei einer möglichen Verlängerung von einem Jahr. Der angesetzte Verkaufserlös erscheint insgesamt als angemessen, wobei die Berücksichtigung von fünf zusätzlichen Jahren nach Ablauf des Conto Energia IV mit Unsicherheiten verbunden ist. Eingeschränkter Blind-Pool-Charakter, das rechtliche Risikopotential ist hier aus Sicht von Scope in der Regel höher als bei bekannten Investitionsobjekten, jedoch wurden bereits Projektkaufverträge zur Sicherstellung der Projektpipeline geschlossen. Das steuerliche Risikopotential ist bei Fonds, die von einem Doppelbesteuerungsabkommen erfasst werden, im Wesentlichen gering, als Folge laufender Verhandlungen über das Abkommen könnten jedoch abweichende, ggf. nachteilige, Regelungen greifen.



Aufteilung der Volatilität



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.

Erwartungswerte Sensitivität

Volatilität (Schwankungsbreite)	1,82%
Sharpe Ratio (Performance-Risiko-Relation)	4,75
Alpha (Rendite aus dem Management resultierend)	0,21%
Beta (Rendite aus dem Investitionsprojekt resultierend)	9,36%
Leverage (Fremdkapitalhebel)	0,00%
Break-Even-Wahrscheinlichkeit (Null-Verlust-Wahrscheinlichkeit)	> 99%
Value at Risk (Riskiertes Kapital in 99% aller Fälle; gesamte Laufzeit)	0,00%

INVESTITION
KEIN EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Der Projektpartner ENERI ist eine italienische Unternehmensgruppe mit Sitz in Bozen, die sich auf Erneuerbare Energien spezialisiert und seit 2003 am Markt aktiv ist. Mit dem Partner wurden bereits Projektkaufverträge von sechs Anlagen mit einer Leistung von jeweils rund 1 MWp abgeschlossen. Die Solaranlagen befinden sich in Mittelitalien in den Regionen Marken und Umbrien. Fünf Anlagen haben den Netzanschluss im Juli 2011 erhalten, für die restliche Anlage soll dies angabegemäß im August erfolgen. Der zweite Partner Solarhybrid wurde 2007 gegründet und hat sich auf die Entwicklung und Realisierung von Großkraftwerken in der Photovoltaik spezialisiert. Die Referenzliste beträgt derzeit rund 100 MWp. Ein Projektkaufvertrag mit der in Piemont gelegenen und ans Netz angeschlossenen PV-Anlage wurde bereits abgeschlossen. Der Initiator kann das Kapital aber bis zu 60 Mio. EUR aufstocken. Nach Aussagen des Initiators würde eine Erhöhung des Kapitals nur dann stattfinden, wenn konkrete und in einer fortgeschrittenen Projektphase befindliche Anlagen zur Verfügung stehen. Die Hersteller der Komponenten sind in der Branche anerkannte und erfahrene Unternehmen. Der Initiator erhält eine

Gebühr für die Bereitstellung von Kapital zur Vorfinanzierung der Anlagen. Hinsichtlich der Fremdfinanzierung liegen noch keine abgeschlossenen Darlehensverträge vor. Der Initiator hat eine realistische Fremdkapitalquote von rund 70% angenommen.

EINNAHMEN
51,80% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Die Vergütung der Einspeisungen richtet sich nach dem "Conto Energia IV". Die Grundvergütung variiert monatlich für Anlagen mit Netzanschluss ab Juni 2011. 90% der Anlagen haben im Juli den Netzanschluss erhalten. Eine Anlage wird voraussichtlich im August ange schlossen. Der Initiator prognostiziert einen Marktpreis von 8,0 Cent zzgl. einer Steigerung von 2,5% p.a. Vor dem Hintergrund, dass rund 60% der Anlagen eine Mindestpreisregelung in Anspruch nehmen können, ist dies als konservativ einzuschätzen.

Als Basis für die Stromerlöse wurden für jede Anlage zwei Ertragsgutachten anerkannter Unternehmen erstellt. Die in der Pipeline befindlichen Fonds liegen mit einem gewichteten Mittel von 1345 kWh/kWp über dem Prognosewert. Der Initiator nimmt eine Degradation von 0,3% p.a. an, was für kristalline Module als realistisch einzuschätzen ist.

AUSGABEN
13,60% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Mit ENERI und Solarhybrid wurden bereits die Vertragsinhalte für Wartung und technische Betriebsführung der Anlagen vereinbart. Vertragspartner sind demnach Solarhybrid und ENERI PV GmbH. Die Verträge sehen Garantien für die Anlagenperformance (ENERI) und die Verfügbarkeit (Solarhybrid) vor. Darüber hinaus werden die jeweiligen Wartungspartner eine Garantieverlängerung über insgesamt 20 Jahre mit dem jeweiligen Wechselrichterhersteller abschließen. Die Verträge der ENERI Anlagen beinhalten die branchenüblichen Versicherungen (All-Risk, Betriebsunterbrechung). Neben einer fixen Vergütung erhält Solarhybrid eine ergebnisabhängige Beteiligung in Höhe von 10% der Mehrerlöse gegenüber Ertragsgutachten. Die Kosten für die Wartung und Betriebsführung liegen im Rahmen der Prospektangaben.

Für die Darlehenszinsen werden anfänglich 6,5% p.a. und anschließend 7,5% p.a. konservativ angenommen.

DESINVESTITION
9,90% EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Das Beteiligungsangebot endet zum 31.12.2019. Eine maximal einjährige

Verlängerung ist möglich. Der Initiator kalkuliert mit einem Verkauf der Anteile an den Betriebsgesellschaften, wobei keine vertraglichen Vereinbarungen dafür bestehen.

Der Veräußerungserlös ergibt sich prospektgemäß bei einer Abzinsung des zukünftigen Cash-Flows von weiteren 17 Betriebsjahren mit einem Zinssatz von 9,0%. Scope schätzt dies vor dem Hintergrund der Verlängerungsoptionen in den Nutzungsverträgen als angemessen ein. Es besteht für den Initiator eine Mehrerlösbeteiligung beim Verkauf.

EXTERNE EINFLÜSSE
24,70 EINFLUSS AUF VOLATILITÄT

Wechselkursrisiken bestehen nicht. Für die Prognose der relevanten Strompreise wurde ein Wert von 8,0 Ct./kWh und eine Steigerung von 2,5% p.a. angenommen. Die Mindestpreisregelung, die rund 60% der Anlagen in Anspruch nehmen können, sieht derzeit eine höhere Vergütung vor. Marktstudien gehen von einer steigenden Strompreisentwicklung aus. Vor diesem Hintergrund kann der Initiatoransatz als leicht konservativ eingeschätzt werden.

Eine rückwirkende Änderung der im Conto Energia IV 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.

Haftungsausschluss
Grundlage für die Beteiligung an dem Fonds bzw. dem Angebot ist allein das vollständige Informationsmemorandum 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 Investmentanalyse kann ein Beratungsgespräch mit dem Anlageberater nicht ersetzen.

Herausgeber
Scope Analysis GmbH
Rosenthaler Straße 63-64
10119 Berlin

Weitere Informationen erhalten Sie unter www.scope-group.com oder über die Hotline +49 (0)30 27891-300.