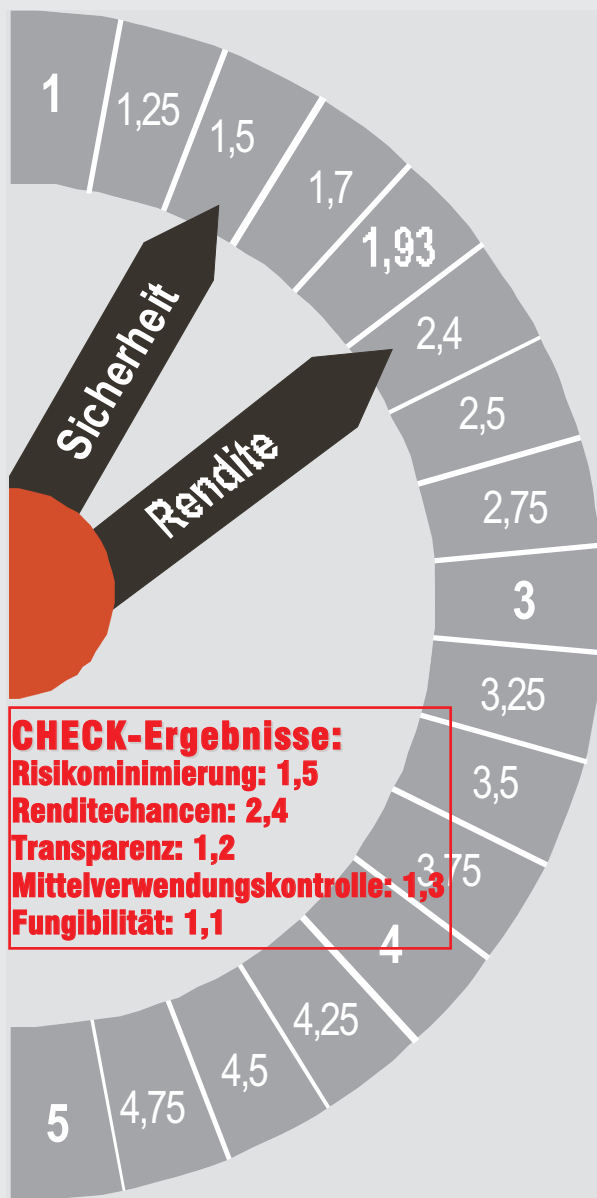


UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Analyse und Bewertung von Unternehmensanleihen

CHECK-Wertungssystem
Jedes ernstzunehmende Investment verdient eine individuelle und systematische Auswertung der wesentlichen Leistungsmerkmale. Die CHECK-Analyse bewertet die Qualität und Marktposition der Beteiligungsangebote und stuft diese nach ihren Renditeaussichten und nach weiteren Kriterien ein. Darunter nach den Risiken und deren mehr oder weniger angemessenen Verteilung unter den Kapitalgebern und den Produktanbietern. Diese Bewertung ist nur möglich durch ein Mindestmaß an Transparenz und Kontrolle zugunsten der Investoren. Daher fließen auch die Kriterien der Transparenz und Mittelverwendungskontrolle in die Bewertung ein. Gültig ist die CHECK-Benotung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Danach können neue Tatsachen eintreten, die eine Veränderung der Bewertung begründen. **Bitte beachten: Auf der CHECK-Homepage finden Sie eine Nachanalyse aller bisher veröffentlichten CHECK-Bewertungen (Updates in etwa jährlichem Abstand). Diese CHECK-„Leistungsbilanz“ enthält auch die Analysen der Beteiligungsangebote, die negativ verlaufen sind: Siehe „NachCHECK“. Dank der Erfahrungen der NachCHECKs wurde das CHECK-Analyse-system fortlaufend weiterentwickelt und verbessert.** Der CHECK-Initiator analysiert und bewertet Unternehmensbeteiligungen (Schwerpunkt geschlossene Fonds) seit 1991.

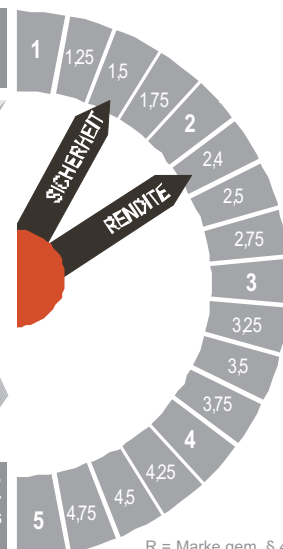


Stufenzinsanleihe V Wertpapier der EnergieKontor Finanzierungsdienste GmbH & Co. KG

FONDS-TEST Nr. 5/2013
Mai 2013

CHECK

Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit von Beteiligungen und Anleihen. Auch eine positive Benotung bedeutet keine Gewähr gegen das Verlustrisiko. Kapitalanlagen 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.



EnergieKontor: Stufenzinsanleihe V

Performance der Konzeptionärin

Die Emittentin der Stufenzinsanleihe V (Initiatorin des Beteiligungsangebots) ist die EnergieKontor Finanzierungsdienste GmbH & Co. KG, Bremerhaven, die durch die Komplementärin EnergieKontor Finanzierungsdienste-Verwaltungs-GmbH (FVG) vertreten wird. Muttergesellschaft der Emittentin (sowie der Komplementärin) ist die EnergieKontor AG, Bremen (EK AG), die seit 1990 als Projektentwicklerin und Anlagenbetreiberin 495 Windkraftanlagen in 84 Windparks mit einer Gesamtleistung von 610 MW (Stand Ende 2012) entwickelt, errichtet, betrieben und verwaltet hat. Das entspricht einem Investitionsvolumen von über EUR 920 Mio. Heute betreibt der Konzern über 180 MW in 24 konzerneigenen Anlagen. 2011 hatte die EK AG erfolgreich die Projektrechte an dem selbst entwickelten Offshore-Windpark Borkum Riffgrund West für EUR 30 Mio. an DONG Energy, Hamburg, verkauft und damit bewiesen, dass die von dem Engineering-Team entwickelten Projekte fungibel sind und mit deutlichem Wertzuwachs verkauft werden können. Auch wenn einige Projekte, die zum Verkauf stehen (z. B. der Offshore Park Nordergründe, 90 MW), noch nicht veräußert wurden: die Chancen stehen gut angesichts der erneuerten Beteuerung der Politik zu Offshoreparks (stetiger hoher Stromertrag). Mit neuen Investoren wird verhandelt).

Vorausschauende Managementstrategie

Als vorausschauend ist die Entscheidung des Managements zu werten, ertragsstarke Windparks wie z. B. Hyndburn, England (24,6 MW), der ab 2013 einen erheblichen Beitrag zum Cash Flow des Unternehmens leisten wird, im eigenen Bestand zu betreiben und nicht zu verkaufen. Dieser Vorteil wiegt den kurzfristigen Nachteil auf, dass die langfristigen Verbindlichkeiten aus Projektfinanzierungen in der Bilanz überproportional hoch ausfallen und die Eigenkapitalquote mit ca. 10 % relativ gering erscheint. Nicht bilanziert wurden ca. EUR 75 Mio. diskontierte Ertragsreserven aus absichtlich nicht verkauften Windparks. Denn ein langfristig kontinuierlicher Ertrag erhöht die Flexibilität des Unternehmens, das auf Engpässe des Transaktionsmarktes mit einem hohen Cash Flow besser reagieren kann. Folgerichtig war daher die Unternehmensentscheidung, "Alt"-Windparks durch Anleihe-Emissionen in den eigenen Bestand aufzunehmen. Einerseits wird dadurch den Verkäufern ein relativ fairer Preis geboten, andererseits erwirbt das EK-Team durch seine langjährige gewachsene Erfahrungskurve und sein versiertes Betriebsmanagement-Know-how einen nachhaltig belastbaren Substanzwert.

Zur Performancehistorie

Eine Leistungsbilanz der KG-Fonds über die seit 1990 installierten Windparks wird seit 2006

CHECK-Ergebnisse:

Risikominimierung: 1,5

Renditechancen: 2,4

Transparenz: 1,2

Mittelverwendungskontrolle: 1,3

Fungibilität: 1,1



Initiator setzt seit Jahrzehnten erfolgreich Windkraft-, neuerdings auch Solarprojekte um



Innovatives Finanzierungsmodell durch sachwertbesicherte Anleihen - branchenweit einzigartiges Anleihe-Modell - finanzierte Windparks ohne Bankverbindlichkeiten



Überdurchschnittlich gestiegene stille Reserven stärken die Eigenkapitalbasis



Solide Unternehmensplanung verspricht langfristig aussichtsreiche Ertragsperspektiven



Straffes Liquiditätsmanagement - diversifizierte Investitionsstreuung - vorbildliches Controlling und Reporting



Unabhängiger Mittelverwendungskontrollleur wacht über die Zahlungsflüsse der Zahlstelle - vier Augen-Prinzip - kein unmittelbarer Mittelzugriff der Anleiheschuldnerin und deren Gesellschafterin

Gesamtnote:

1,5

CHECK - ANALYSE

nicht mehr erstellt. Die Geschäftsberichte und Performancehinweise zur Historie der EnergieKontor-Windparks zeigen ein insgesamt durchwachsendes Bild. Per Saldo haben Fondsanleger, die sich für eine Abwicklung ihrer Beteiligung entschieden haben, im Wesentlichen ohne Kapitalverlust und/oder mit einer kleinen Grundverzinsung verkauft. Dabei geholfen haben auch Steuereffekte. Der (teilweise durch EnergieKontor zugesicherte) Ankaufspreis richtet sich in der Regel nach einem Buchwertansatz, der Abschreibungen und Wertberichtigungen berücksichtigt. Auskunftsgemäß wurden die Steuerkonzepte mit seinerzeit systemgemäß hohen Verlustzuweisungen durch abschließende Betriebsprüfungen bestätigt.

Vorbildliche Transparenz

Bei dem Management der "Alt"-Windparks zeigt das Unterneh-

men vorbildliche Transparenz und eine faire Kooperationsbereitschaft. Die Erwerber der Stufenzinsanleihe V profitieren langfristig von dem Know-how der EK AG und deren wachsender Zahlungsfähigkeit dank des steigenden Cash Flows der eigenen Windparks und der Stromvermarktung. **CHECK-Transparenzwertung: 1,2**

Finanzierungsform mit einmaligem Sicherungskonzept

Zur Refinanzierung und zur Nutzung des Repowering-Potenzials der überwiegend selbst entwickelten Windparks der EnergieKontor-Gruppe wurden schrittweise mehrere Anleihen aufgelegt. Alle Anleihen wurden erfolgreich vertrieben und die Parks in den eigenen EnergieKontor AG-Bestand übernommen (finanziert über "Stufenzinsanleihen I bis IV"). Ihres besonderen Sicherungscharakters wegen werden sie auch "Sachwertanleihen" genannt, auch wenn sie, rein recht-

lich gesehen, Wertpapiere und damit Finanzinstrumente sind. Grundsätzlich ist die Zahlungsfähigkeit einer Anleiheemittentin abhängig von der Ertragskraft der von ihr gemanagten Vermögenswerte. Als Darlehensgeberin fungiert sie hier als reine Kontrollinstanz der Finanzierungs- und Auszahlungsströme. Die Sachanlagen des Unternehmens, hier die Windparks der Beteiligung-KGs, werden von der EK AG als neue Kommanditistin operativ gemanagt. Die an die EK Finanzierungsdienste GmbH & Co. KG. abgeführten Darlehenszinsen und Tilgung aus Erträgen, die die KGs aus dem Betrieb der Windparks auf EEG-Basis oder durch Direktvermarktung der Stromerträge erzielen. Aus diesen Zahlungen müssen pflichtgemäß die Schuldzinsen zugunsten der Anleihegläubiger verwendet werden. Konzeptgemäß soll in 2 Stufen gezahlt werden: die ersten 6 Jahre 6 % p.a., dann 4 Jahre 6,5 % p.a. Nach 6 Jahren sollen (wie bei den Vorgängerstufenzinsanleihen) 20 % des Nennwerts zurückgezahlt werden. Die 6,5 % beziehen sich auf 80 % des Nennwerts. Da die Emittentin auch vorzeitig kündigen kann, könnte der Anlagezeitraum auch kürzer ausfallen. Die Anleihegläubiger sind, rechtlich gesehen, Darlehensgeber, die Emittentin ist Schuldnerin. Die Anleihemittel werden von der Emittentin als Darlehen an die Beteiligungsgesellschaften der Windparks ausgereicht, die sich mit diesen Mitteln entschuldet und die Alt-Kommanditisten auszahlen. Käuferin der Windpark-KGs ist EK AG.

Kein Zugriff auf das Anleihevermögen durch die EK AG

Fester Bestandteil der EnergieKontor-Anleihefinanzierung ist die strikte Trennung der Bonitätsrisiken der Muttergesellschaft, die als Kommanditistin zwar Hauptgesellschafterin der Emittentin ist, auf das Vermögen der Finanzierungsdienste GmbH & Co. KG jedoch nicht zugreifen kann (orientiert am Charakter ei-

Installierte und betriebene Windenergieleistung durch die EnergieKontor-Gruppe in MW bis 31.12.2012*

Projekt	Anlagenanzahl	Nennleistung in MW	Bundesland/Land	Inbetriebnahme
Misselwarden	10	6,1	Niedersachsen	1994
Wremen-Grauwalkkanal I	15	9,0	Niedersachsen	1994
Grevenbroich I	3	1,8	Nordrhein-Westfalen	1995
Spieka-Neufeld	9	5,4	Niedersachsen	1996
Wechtern	3	1,8	Niedersachsen	1995
Beckum I	2	1,2	Nordrhein-Westfalen	1995
Sottrum	1	0,6	Niedersachsen	1996
Kerpen	5	2,5	Nordrhein-Westfalen	1996
Nordleda	10	6,0	Niedersachsen	1998
Frischborn/Küste	3	4,5	Niedersachsen	1999
Oederquart	5	7,5	Niedersachsen	1999
Holßel	21	21,0	Niedersachsen	1999
Krempel I	11	14,3	Niedersachsen	1999
Krempel II	5	6,5	Niedersachsen	1999
Osternünde	4	5,2	Niedersachsen	2000
Niedereibe	3	3,0	Niedersachsen	2000
Stintel	6	7,8	Niedersachsen	2000
Blatzheim	2	2,6	Nordrhein-Westfalen	2000
Dirlammen	8	10,4	Hessen	2000
Beckum II	4	4,0	Nordrhein-Westfalen	2001
Keyenberg	9	11,7	Nordrhein-Westfalen	2001
Engelrod	4	5,2	Hessen	2001
Zetel	6	7,8	Niedersachsen	2001
Hanstedt-Wriedel	11	16,5	Niedersachsen	2001/2002
Schwanewede-Loge	2	3,0	Niedersachsen	2001
Mühlenberg	2	3,0	Nordrhein-Westfalen	2001
Friedland	6	9,0	Mecklenburg-Vorpommern	2002
Beerfelde	7	10,5	Brandenburg	2002
Moel Maclogen	1	1,3	Großbritannien	2002
Hohengüstow	7	10,5	Brandenburg	2002
Lengers	3	4,5	Hessen	2002
Mauritz/Wegberg	5	7,5	Nordrhein-Westfalen	2002/2003
Altlüdersdorf	9	13,5	Brandenburg	2002
Brauel	4	6,0	Niedersachsen	2002/2003
Spessart	9	13,5	Hessen	2002
Trandeiras	14	18,2	Portugal	2003
Forest Moor	3	2,7	Großbritannien	2005
Bergheim	3	4,5	Nordrhein-Westfalen	2005
Wurselen	3	4,5	Nordrhein-Westfalen	2005
Jülich	6	9,0	Nordrhein-Westfalen	2005
Maifomedes	2	4,2	Portugal	2008
Sobrado	4	8,0	Portugal	2009
Summe	250	295,80		
Private Placement/Sonstige	181	256,8	Deutschland, Großbritannien	1994-2012
Projektplanung für Dritte	64	57,1	Deutschland, Portugal	1994-2012
Summe gesamt	495	609,7		

Der Erfahrungshintergrund von 3 Jahrzehnten Projektentwicklung und Fondsmanagement, die Anpassungsfähigkeit des Unternehmens an die wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen sowie die konsequente Transparenz- und Kooperationsbereitschaft haben die Substanz des Unternehmens langfristig gestärkt

CHECK - ANALYSE

nes "Sondervermögens"). Dafür sorgt einerseits die Zweckbindung der Finanzierungsmittel. Damit ist eine gezielte, durch den Mittelverwendungstreuhänder kontrollierbare Bindung an den Investitionszweck verbindlich, hier zur Zahlung von drei Darlehen zur Finanzierung von drei Windparks mit konkreten Bilanz- und Ertragsdaten. Die Emittentin hat sich zu einer dinglichen Sicherung der Investitionsgüter ausschließlich zugunsten der Anleihegläubiger verpflichtet (erstrangiges Nutzungsrecht als Dienstbarkeit im Grundbuch). Rechtlich sind die für insgesamt EUR 23 Mio. zu finanzierenden Windparks Hanstedt-Wriedel, Windpark Lengers und Windpark Balje-Hörne, die (noch) im Eigentum der Beteiligungs-KGs stehen, nach Ankauf beherrscht durch die EK AG, die neue Kommanditistin der Windpark-KGs wird. Auf das Vermögen ihrer Tochtergesellschaft und Emittentin kann und soll sie jedoch ausdrücklich nicht zugreifen können. Damit soll der für die Rückzahlung der Anleihen aus den KGs fließende Cash Flow vor Zugriffen auf das Vermögen der Emittentin durch die EK AG geschützt werden. Eine Abführung der Gewinne und Verluste der Emittentin an die EK AG soll nicht stattfinden.

CHECK-Risikominimierung: 1,5

Einmaliges Sicherungskonzept Unabhängiger Treuhänder

Die Windpark-KGs werden zu einer 100%igen Sicherungsabtretung ihrer Kommanditanteile verpflichtet, bevor die Mittel für die Darlehenstransaktion freigegeben werden. **Damit werden auch alle Bankverbindlichkeiten abgelöst!** Somit ist die Emittentin mittelbar rechtlich und faktisch wirtschaftlich Eigentümerin der Windparks. Diese Abtretungsverpflichtung ist durch die Emittentin gegenüber den Anleihegläubigern vertraglich fixiert (Anleihebedingungen § 12). Dies bedeutet wirtschaftlich eine entscheidende Minderung des Risi-

kos der Anleihegläubiger, dass der ihnen zustehende Teil des Cash Flows auch materiell vorrangig ihnen zusteht. Der unabhängige und in der Windkraft-Industrie nachweislich erfahrene Treuhänder kontrolliert das Treuhandkonto, über das sämtliche Ein- und Auszahlungen von den Anleihegläubigern und von den Windparks zu erfolgen haben. Sollte die Muttergesellschaft zahlungsunfähig werden, soll diese keine Möglichkeit erhalten, auf das Stufenzinsanleihe V-Treuhandkonto zuzugreifen. Auf dieses Konto darf und soll kein Durchgriff zugunsten einer möglichen Masseforderung aus einer Insolvenz der EK AG sowie zugunsten von Drittgläubigern erfolgen können. An die EK AG geleistete Ausschüttungen (als Neu-Kommanditistin darf sie den den Schuldendienst überschießenden Betrag vereinnahmen) kann der Treuhänder zurückfordern, wenn der Saldo nicht ausreichen sollte, die Zinszahlungen an die Anleihegläubiger zu leisten.

Durchgehende Mittelverwendungskontrolle

Die Emittentin haftet und schuldet mit ihrem gesamten Vermögen für die Auszahlungsverpflichtungen

ge n zugunsten der Anleihegläubiger aller Stufenzinsanleihen. Die Emittentin hat bisher fünf Stufenzinsanleihen herausgegeben. Weitere sind geplant. Ihre Verpflichtungen muss sie aus allen

ihr zur Verfügung stehenden Mitteln bestreiten. Sollten einzelne Windparks einzelner Anleihen Probleme mit den Zinsen oder Rückzahlungen haben, treten alle Windparks für die Zahlungsverpflichtungen aller Anleihen ein. Damit steht allen Anleihegläubigern der Cash Flow aus 14 Windparks der 5 Stufenzinsanleihen zur Verfügung. Es liegt ein Besicherungskonzept vor, das branchenweit einzigartig ist. Der Treuhänder verwaltet vor Freigabe an die Zahlstelle bei dem Bankhaus Neelmeyer das Treuhandkonto sämtlicher Zahlungsmittel der 3 Windparks der Stufenzinsanleihe V. Die Anleihegläubiger erhalten dadurch ein hohes Maß an Sicherheit gegenüber Drittforderungen des ihnen zustehenden Cash Flows. Mit 5 % der Stimmen haben die Anleihegläubiger das Recht, eine Gläubigerversammlung einzuberufen. Der unabhängige Mittelverwendungstreuhänder hat deren Anweisungen zu folgen. CHECK hat zur Validität dieses Konzepts Nachforschungen angestellt, sich über dessen Stichhaltigkeit beim Treuhänder vergewissert.

KONZEPTIONÄRIN ENERGIEKONTOR AG

**Investoren der Stufenzinsanleihe V:
Anleihegläubiger -
Schuldrechtliches Verhältnis zur Emittentin**

**Durchgehende Mittelverwendungskontrolle
Vier-Augen-Prinzip (nur Stufenzinsanleihe V)**

**Anleiheschuldnerin: EK Finanzierungsdienste
GmbH & Co. KG - Emittentin**

**Darlehen für die Finanzierung des Ankaufs der KG-Anteile
und der FK-Tilgung - erstrangige Abtretung der KG-Anteile**

**StAnL I
10,1 Mio.**
HN KG,
HN KG II,
Osterende,
Nordleda

**StAnL II
8,48 Mio.**
Engelrod,
Mauritz-
Wegberg,
WP 4 KG

**StAnL III
7,65 Mio.**

Krempel

**StAnL IV
11,25 Mio.**
Giersleben,
Beckum,
Geldern

**StAnL V
23,25 Mio.**
Hanstedt-
Wriedel,
Lengers,
Balje-Hörne

CHECK - ANALYSE

Branchenvorbildliche Risikominimierung

Dank dieser risikominimierenden Beteiligungskonstruktion wurden die Transparenzvorteile und die Mittelverwendungskontrollgestaltungsmöglichkeiten einer Personengesellschaft anlegerfreundlich verknüpft mit den Fungibilitätsvorteilen eines börsennotierten Wertpapiers. Die EnergieKontor Stufenzinsanleihe A1EWRC wird z. B. zurzeit für einen Kurs von 102 % an der Wertpapierbörse gehandelt, Restlaufzeit 6,3 Jahre, Rendite 5,66 %. Insgesamt werden die börsennotierten Anleihen zurzeit monatlich mit einem Volumen von ca. EUR 150.000 bis EUR 200.000 gehandelt (Stand 15.04.2013). Bisher wurden alle Stufenzinsanleihen zum Börsenhandel zugelassen. Durch die Wertpapieraufsicht entsteht ein zusätzliches Sicherungspotenzial durch die Verantwortung des für seine kaufmännische Sorgfalt haftenden Berufsständlers. Der Treuhänder ist Mitglied einer etablierten Anwaltskanzlei. Einer "Leistungsbilanz" dieser Kanzlei ist eine beeindruckende Referenzliste zu entnehmen. Seit 2005 wirkt die Kanzlei bei der Vertragsgestaltung und -kontrolle zahlreicher Auftraggeber der Windbranche maßgeblich mit. Angesichts einer breiten Kundenstruktur der Kanzlei ist eine wirtschaftliche Abhängigkeit von der Auftraggeberin nicht zu erkennen. CHECK hat sich von der Unabhängigkeit des Mittelverwendungstreuhänders überzeugt.

CHECK-Mittelverwendungskontrollwertung: 1,2

CHECK-Fungibilitätswertung: 1,1

Pünktlich zurückgezahlt

Die EK Genussscheinemission 2003 in Höhe von EUR 802.000 für Planungskosten für Windparks in Großbritannien wurde pünktlich bedient und 2011 zurückgezahlt. Eine Anleihe von 2005 in Höhe von EUR 2,8 Mio. wurde ebenfalls regelmäßig bedient und 2009 zurückgeführt. Die Stufenzinsanleihen I bis IV

Position	Windpark Hanstedt-Wriedel	Windpark Lengers	Windpark Balje-Hörne ¹
Kapazität	16,5 MW	4,5 MW	3,9 MW
Anlagenanzahl	11 GE 1,5sl	3 Nordex S77	3 Siemens 1,3
Inbetriebnahme	Dezember 2001/ Januar 2002	29.12.2002	Dezember 1999
Stromeinnahmen in €			
Kumuliert bis 31.12.2012	31.527.813	5.904.859	8.820.000
Betriebsausgaben in €			
Kumuliert bis 31.12.2012	9.921.832 €	1.791.341 €	2.500.000 €
davon Wartung/Reparatur in €			
Kumuliert bis 31.12.2012	3.959.254 €	769.818 €	970.000 €
Restlaufzeit EEG	8 Anlagen Dez. 2021 3 Anlagen Dez. 2022	31.12.2022	31.12.2019
Restlaufzeit Nutzungsverträge	inkl. Repoweringoption bis Ende 2041	31.12.2032	Dezember 2028
			Verlängerung wird zurzeit verhandelt
Standort	Niedersachsen	Hessen	Niedersachsen

¹ Da zu den historischen Ausgaben des Windparks vom Verkäufer keine verwertbaren Angaben vorlagen, wurden die Ausgaben des Windparks aufgrund der Erfahrungswerte die die EnergieKontor-Gruppe am gleichen Standort mit dem gleichem Anlagentyp und über den gleichen Zeitraum gesammelt hat, geschätzt.

Die Kerndaten der EK-Windparks. Durch die Stufenzinsanleihe V sollen die Parks finanziert und bankschuldenfrei werden. Absicherung durch Abtretung der KG-Anteile

wurden 2010 bis 2012 aufgelegt und sind zwischen 2020 und 2022 fällig, Gesamtvolumen EUR 37,48 Mio. Auf der Ebene der EK AG ist eine weitere Anleihe soeben im Mai 2013 in Höhe von EUR 14 Mio. zur Auszahlung angewiesen worden. 2016 folgt die nächste in Höhe von ca. EUR 6,6 Mio. und 2017 in Höhe von 8 Mio. Dafür sind in der EK AG-Bilanz 2012 entsprechende Rückstellungen zu entnehmen. Ferner wurden die langfristigen Verbindlichkeiten eingestellt, die auf der Emission von Stufenzinsanleihen sowie auf der Zahlung von Verbindlichkeiten in 2013 inkl. Rückstellungen beruhen. Diese Verbindlichkeiten sind durch Eigenkapital gedeckt. Nicht einbezogen sind langfristig aktivierbare Vermögenswerte aus realisierten Windparks und Transaktionen, die noch nicht aktiviert werden können, aber nach überschlägiger Betrachtung einen dreistelligen EUR Mio.-Betrag ausmachen können (genehmigte und teilweise realisierte Projekte in Deutschland, Portugal und England). Bisher finanziert wurden auf Darlehensbasis durch Stufenzinsanleihen die Windparks Halde Nierchen I und II, Osterende und Nordleda (Anleihe I, Volumen EUR 10 Mio.). Ferner die Windparks Engelrod, Mauritz-Wegberg, Öko-

fonds 4 KG (Anleihe II, Volumen: EUR 8,48 Mio.), der Windpark Krempel (Anleihe III, Volumen EUR 7,65 Mio.) und die Windparks Giersleben, Beckum und Geldern (Anleihe IV, Volumen EUR 11,25 Mio.). Mit der vorliegenden Anleihe V werden die Windparks Hanstedt-Wriedel, Lengers und Balje-Hörne finanziert. Volumen: EUR 23,07 Mio. Damit setzt EnergieKontor seine langfristig ausgerichtete Geschäftspolitik, einen hohen Eigenbestand aufzubauen, fort. Die Parks stammen fast ausschließlich aus selbst entwickelten Windparkprojekten. Deren technische Besonderheiten und deren Windertragskraft kennt das Unternehmen genau. CHECK hat die Bilanzen und G&Vs der letzten 5 Jahre von zwei der drei Windparks der Stufenzinsanleihe V eingesehen und deren Eignung für eine Anleiheemission nachvollzogen. Von besonderer Bedeutung ist deren langfristige Nutzbarkeit und deren Repoweringpotenzial. Auskunftsgemäß liegen erteilte Nutzungsgenehmigungen teilweise bis über das Jahr 2040 hinaus vor.

Sicherung durch hohen regelmäßigen Cash Flow

Da die EK AG in der Projektentwicklung von Portugal bis Groß-

CHECK - ANALYSE

britannien international aufgestellt ist und auch in das Stromhandelsdirektgeschäft eingestiegen ist, wird das politische Einspeisungsertragsrisiko gesenkt und die Wertschöpfungskette bis zum Verbraucher erweitert. Durch den weiteren Ausbau laufender Stromerträge in einer diversifiziert aufgestellten Stromproduktion (inkl. Solarstrom) entsteht ein hoher, verstetigter Cash Flow, der das Unternehmen einerseits zunehmend von Außenfinanzierungen unabhängiger macht und andererseits dessen Beleihungsfähigkeit steigert. Der Aktienkurs der EK AG (zwischen EUR 4,- und EUR 5,-/Stück) spiegelt dieses Potenzial zurzeit noch nicht ausreichend wider (per 15.04.13 hat die Aktie allerdings einen Sprung auf knapp EUR 5,-/Stück gemacht). Zu erwarten ist, dass sich diese Zurückhaltung mit Abnahme der politischen Genehmigungsrisiken, der Zunahme der Umsetzung des Repoweringpotenzials sowie der Umsetzung der Eigenstromvermarktung ändern wird.

Zur Ertragskraft der zu erwerbenden Windparks

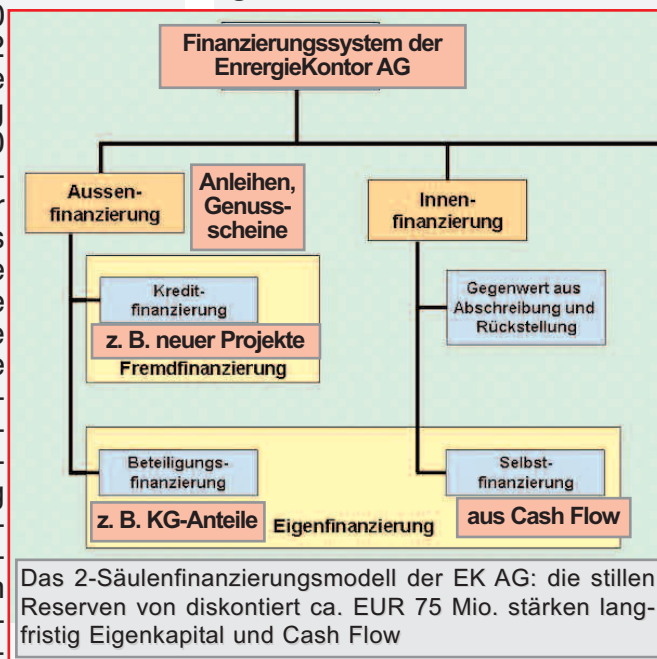
CHECK wertete die Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen von zwei der zu erwerbenden Windparks der Stufenzinsanleihe V aus. Demnach ist zu erkennen, dass die Abschreibungen der Anlagen stets verdient wurden und der Cash Flow der Anlagen nach Bedienung von Zins und Tilgung für Auszahlungen trotz eines relativ windschwachen Jahrzehnts grundsätzlich stets ausreichte. Instandhaltungsmaßnahmen, Rückstellungen und laufende Reparaturen sind konsequent vorgenommen worden. Die Wartungsverträge bei älteren Anlagen werden ergänzt durch eigene Vorsorgepools, die durch vorbeugende Instandhaltungsrückstellungen kontinuierlich gestärkt werden. Die Parks sind in einem technisch soliden Zustand und haben auskunftsgemäß eine deutlich höhere Lebenserwartung als die ursprünglich ange-

setzten 20 Jahre. Für die Anleihegläubiger entsteht die komfortable Risikominimierung, dass die Windparksanlagen der Stufenzinsanleihe V mit einer Investitionsrendite von ca. 12 % (inkl. hoher Reparaturrücklagen) eine Ertragskraft aufweisen, die durch Repowering auf mehr als das Doppelte der Stromerträge gesteigert werden kann. Auch bei vorsichtiger Betrachtung des Exitpotenzials errechnet sich ein diskontierter Ertragswert der drei Windparks, der das Anleihevolumen bei Weitem übersteigen kann. "Frühestens ab 2023 soll das ausgereichte Darlehen ganz oder teilweise durch anderweitige Fremdfinanzierungen refinanziert werden" (Prospekt). Bei einem Bilanzvolumen der EK AG von ca. EUR 270 Mio. per Ende 2012 ist jedoch auch eine Innenfinanzierung denkbar, da in 10 Jahren die Übernahme zahlreicher weiterer Windparks und bereits Ende 2013 die nächste Stufenzinsanleihe geplant ist. Sollte ein Repowering bereits kurzfristig opportun sein, wird eine Finanzierung (und damit Rückführung der Anleihe) auch deutlich vor Ablauf der Anleihe zustande kommen können. Die Rechte sind gesichert.

Zur technischen Betriebssicherheit von Altanlagen

Windkraftanlagen, die über ein Jahrzehnt in Betrieb waren, haben systemgemäß einen höheren Wartungs- und Instandhaltungsaufwand. Andererseits verfügen die Betriebsführer über langjährige Erfahrungen und können den technischen Zustand der Anlagen und damit die technische Verfügbarkeit relativ genau einschätzen. Mögliche "Kinderkrankheiten" (Risse im

Fundament, Getriebeschäden (Kupplung, Bremse), Kurzschlüsse, Netzausfälle, Generatortlager, Hydraulik, Steuerung, Schaltanlage, Trafobrände, etc.) sind bekannt. Das Monitoring wird durch ein intelligentes EK-Fernsteuerungsprogramm erweitert. Damit können Reparaturen rechtzeitig optimiert und Stillstandszeiten minimiert werden. CHECK-Recherchen zu den in dem größten Windpark verbauten Windkraftanlagen (elf 1,5 MW-Anlagen in Hanstedt-Wriedel, Typ GE Wind 1.5sl) ergaben, dass die Probleme der seinerzeit von Tacke gelieferten Anlagen (später Enron, schließlich GE) durch beharrliches Reparaturmanagement weitgehend beseitigt werden konnten. Der Betrieb



zahlreicher, gleichartiger Anlagen liefert Skaleneffekte beim Reparaturaufwand und senkt die Kosten. EK AG ist ein erfahrener Betriebsführer und verfügt über Expertise für diesen Anlagentyp von über einem Jahrzehnt. Der für Reparaturen zuständige Anlagenbau- und Industriekonzern General Electric (= GE, größer als Siemens) liefert besten Service, heißt es von einem von EnergieKontor unabhängigen Anlagenbetreiber, der über belastbare Betriebsführungserfahrungen für diese Anlagen von

CHECK - ANALYSE

über einem Jahrzehnt verfügt. Für Instandhaltung, Austausch und Reparaturen stehe seitens GE der prompte Einsatz von versiertem Fachpersonal zur Verfügung, so der Geschäftsführer.

Erfahrungsvorteil der gut bekannten Standorte

Ein wesentlicher Minimierungsfaktor des Anlagerisikos der drei Windparks sind die langjährigen Erfahrungen mit dem örtlichen Windangebot. Es kann über viele Jahre mit dem Windindex (z. B. IWET Windindex) verglichen und die Abweichungen können in Relation zur Durchschnittsabweichung analysiert werden. Für das Repowering können dann – in Windvorranggebieten wie am Standort Hanstedt-Wriedel in der Lüneburger Heide – die Standorte für jede Einzelanlage verbessert werden. Auch wenn das seinerzeit begutachtete Windangebot zum Errichtungszeitpunkt 2001 überschätzt wurde, der jährlich positive Cash Flow zeigt, dass das Verhältnis von Kosten und Ertrag, über ein Jahrzehnt betrachtet, ein solides Polster von ca. 12 % p.a. nach direkten Kosten hervorgebracht hat (auch wenn das durchschnittliche Windangebot teilweise unter 90 % des Indexes lag). Da das durch die Anleihe ausgereichte Darlehen (auch) dazu verwendet wird, verbliebene Kredite der Windpark-KGs abzulösen, sind die Windpark-KGs schuldenfrei. Die Zinszahlungen stehen dann, neben Rückstellungen, für Eventualfälle für Auszahlungen an die Anleihegläubiger zur Verfügung.

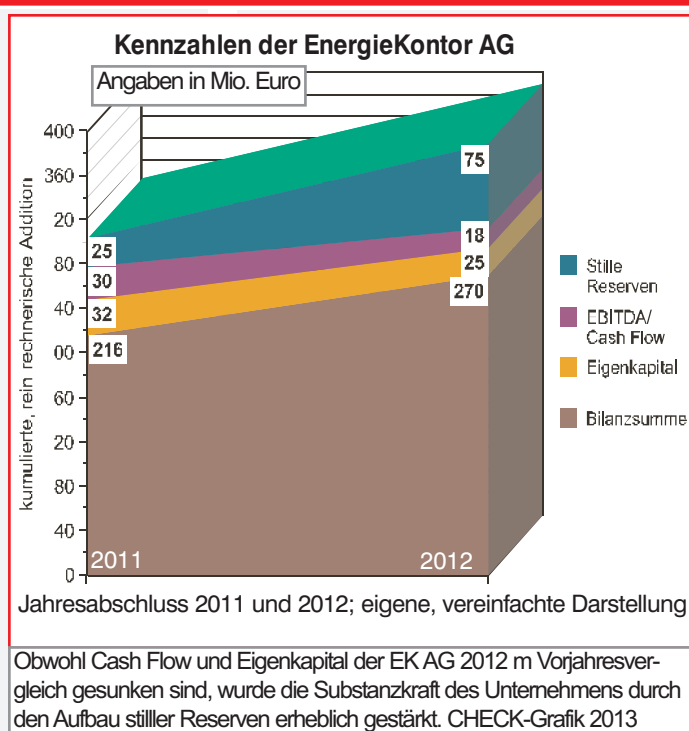
Genehmigungsrechtlicher Rückenwind

Das Repowering enthält ein Wertschöpfungspotenzial mit exponentiellem Faktor. Eine Einigung mit den örtlichen Windmüllern, die dem Ausbau zustimmen müssen, wird als wahrscheinlich eingestuft. Denn auch diejenigen Windmüller der betroffenen Flächenbesitzer der Gemeinde profitieren, deren Flächen nicht di-

rekt bebaut werden, die aber zur Samtgemeinde gehören. Eine um 35 Meter erhöhte Nabenhöhe bringt bei gleicher Nennleistung (2.000 kW) das 1,5fache der Leistung in kWh (6,1 Mio. kWh/a, BWE Bundesverband Windenergie April 2012). Eine Anlage mit 6.000 kW Nennleistung erzielt in 135 Meter Nabenhöhe einen Jahresenergieertrag von ca. 20 Mio. kWh. Die Windgeschwindigkeit steigt mit wachsender Nabenhöhe um durchschnittlich 1 % pro Meter (Rewitt/Schlomann, Fraunhofer-Gesellschaft 2006). Die erzielbare Leistung nimmt mit der dritten Potenz der Windgeschwindigkeit zu. Auch aufgrund der Verstetigungsmöglichkeit des Windangebots mit zunehmender Nabenhöhe, bekennen sich die politischen Parteien zum Repowering. Denn die Stromproduktion verläuft oberhalb 100 Meter Nabenhöhe kontinuierlicher und kann für die Belastung der Einspeisenetze besser kalkuliert werden.

Gestehungskosten deutlich gesunken - erhöhte Reserven für Auszahlungen

Wurden für den größten Windpark der Stufenzinsanleihe V, Hanstedt-Wriedel, 2001 noch rund EUR 23 Mio. investiert (EK ca. 8,85 Mio.), werden dafür heute, nach 12 Jahren kontinuierlicher Abschreibungen, ca. EUR 16,225 Mio. aufgewendet. Auch windschwache Jahre lieferten ausreichende Erlöse für operative Kosten und Zinszahlungen. Daher ist die Annahme berechtigt, dass die drei Windparks hinreichend Cash Flow erwirtschaften können, um alle Verpflichtungen der Beteili-



gungsgesellschaften inkl. Zinszahlungen an die Anleihegläubiger zu erfüllen. Da keine Bankverbindlichkeiten mehr bestehen (sie werden vollständig abgelöst), stehen neben den regelmäßigen liquiden Überschüssen die Zinszahlungen für die Bedienung der Anleihen zur Verfügung. Die Einsicht in Geschäftsberichte und Bilanzen ergab, dass in jüngster Vergangenheit umfassende Austausch- und Instandhaltungsinvestitionen vorgenommen wurden. Darunter der Austausch von Getrieben und Grundrahmen bei sieben Hanstedt-Wriedel-Anlagen. Dies führte 2011 z. B. zu außerordentlichen Aufwendungen von knapp EUR 400.000 für Hanstedt-Wriedel. Trotzdem erzielte die Gesellschaft ein positives Ergebnis. Die Getriebe wurden auch beim Windpark Lengers getauscht. Dieser schloss trotz außerordentlicher Aufwendungen in sechsstelliger Höhe 2012 mit einem Überschuss ab. Dazu trug unter anderem bei, dass der Strom über einen Direktvermarkter mit einem Mehrerlös von TEUR 84 an den Markt gebracht werden konnte. Im Jahresabschluss des EK-Konzerns wird für 2012 ein Strom-Direktvermarktungserlös von insgesamt

CHECK - CHART

ca. EUR 500.000 ausgewiesen. Durch die vollständige Integration der übernahmebereiten Windparks in den EnergieKontorverbund sind (weitere) Kostenersparnisse in der Verwaltung, der Betriebsführung und im Controlling zu erwarten. Fundamentale Risiken, die die Bedienung der Stufenzinsanleihe V gefährden könnten, sind zurzeit nicht zu erkennen.

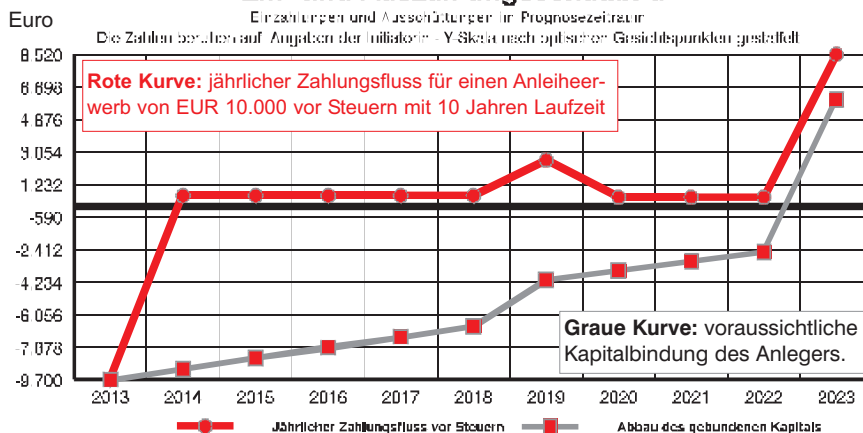
Langfristiges Ertragspotenzial

Von entscheidender Bedeutung für die Werthaltigkeit der Windparks und damit auch für die Werthaltigkeit der Anleihe ist die auskunftsgemäß per April 2013 bereits erteilte Nutzungsverlängerung für Hanstedt-Wriedel. Balje-Hörne ist noch gesichert bis 2028. Für diesen Windpark sind die Verlängerungsverhandlungen auskunftsgemäß weit fortgeschritten. Windpark Lengers läuft noch bis 31.12.2032. Damit ist errechenbar, dass die künftigen Zahlungsflüsse aufgrund der Ertragskraft der Anlagenstandorte ein interessantes Repowering-Potenzial ermöglichen. Auf der Basis einer erhöhten Ertragskraft bei erwartungsgemäß relativ verringerten Kosten (dank verbesserter Technik modernerer Anlagen) dürften die Standorte an Wert deutlich zulegen. Wird zurzeit zum ca. 11,4fachen gekauft, könnte dies vor dem Hintergrund eines realisierbaren Ertragspotenzials mit einem marktüblichen Faktor 3 der Stromerträge zu einer überdurchschnittlichen Substanzstärkung führen.

Übergreifende Bekenntnis zum EEG, zur Energiewende und zum Repowering

Alle bisherigen Energiegipfel kamen "nachhaltig" zu mindestens einem Ergebnis: Die Windkraft müsse ein wesentliches Standbein der Energiewende bilden. Daher seien neben Onshore, insbesondere Offshore-Anlagen

Ein- und Auszahlungsschaubild



auszubauen. Seit Jahren ist die EK AG auch auf diesem Gebiet spezialisiert auch wenn der überragende Schwerpunkt die Onshore-Projekte sind. Ferner beweist der Repowering-Bonus und eine anlagenbaufreundlichere Genehmigungspraxis, dass der Ersatz von Altanlagen durch Anreizsysteme gestärkt wird und erwünscht ist. Dieser politische Konsens wurde parteiübergreifend im Frühjahr 2013 erneut bekräftigt. Die technischen Vorteile, dass weniger Anlagen mit deutlich höherem Windertrag und geringerem Verschleiß sowie weniger Schallemissionen ältere, weniger effiziente Anlagen ersetzen, stehen fest. Priorität haben dabei die ausgewiesenen "Windvorranggebiete". Auch in diesem Punkt sind die Stufenzinsanleihe V-Windparks im Vorteil. **Windvorranggebiet:** "...ist in Regionalplänen ausgewiesenes Gebiet, das für die Errichtung von Windparks (5 und mehr Anlagen) geeignet ist und in dem die Erzeugung von Windenergie Vorrang vor anderen raumbedeutsamen Nutzungen hat."

Zur Beteiligung und Rendite
Anleger können ab EUR 3.000 Gläubiger der Stufenzinsanleihe

V werden, die zu 20 % nach 6 Jahren und zu 80 % nach 10 Jahren zurückgezahlt werden soll. Sechs Jahre lang sollen jährlich 6 %, dann 4 Jahre lang 6,5 % Zinsen ausgezahlt werden (dann bezogen auf 80 % der Einlage). Unter der WKN A1TM21 wird die Anleihe im Freiverkehr (nach erfolgter Genehmigung) einer deutschen Wertpapierbörse handelbar sein (wie ihre Vorgänger). Ein Agio wird nicht erhoben. Der Investorsertrag beträgt für die gesamte Laufzeit vor (Abgeltungs-) Steuern durchschnittlich 5,68 % p.a. CHECK-Renditewertung: 2,4

Resümee

Die Emittentin hat es verstanden, Konzern- und Anleihegläubiger-Interessen fair und ausgewogen mit einem branchenweit vorbildlichen bankschuldenfreien Sicherungskonzept zugunsten der Anleihegläubiger miteinander zu kombinieren. Die langfristig gestärkte Ertragskraft der Muttergesellschaft steht für deren solide, wachsende Bonität. Die Windparks der Stufenzinsanleihe V lieferten nachhaltige Überschüsse. Die Aussicht auf die Erfüllung einer 10jährigen Zinsverpflichtung inkl. Rückzahlung ist begründet.

CHECK-Gesamtwertung: 1,5

Kontakt zu dem Anbieter:

EnergieKontor
Finanzierungsdienste GmbH & Co. KG
Mary-Sommerville-Straße 5, 28359 Bremen, Tel: 0421-3304-0, info@energiekontor.de, www.energiekontor.de