

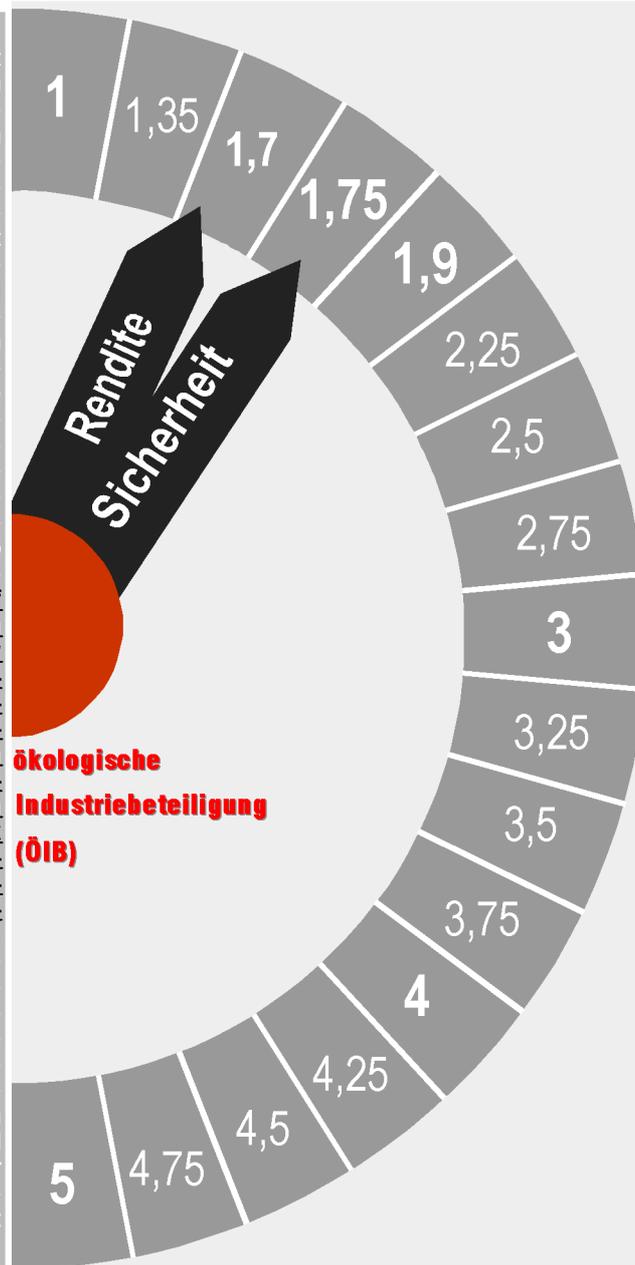
UNTERNEHMENSANALYSE

Stephan Appel

Analyse und Bewertung von Unternehmensbeteiligungen

Zum CHECK-Analysesystem

Jedes ernstzunehmende Investment verdient eine individuelle und in allen Punkten systematische Rekonstruktion und Auswertung der wichtigsten Leistungsmerkmale. Die CHECK-Analyse bereitet die Projektentwicklungsqualität und Marktpositionierung der Fondsangebote verdichtet auf und bewertet sie in ihrem spezifischen Markt. Die CHECK-Benotung dient der vergleichenden Einordnung des Angebots zum aktuellen Zeitpunkt der Analyseveröffentlichung. Gibt der Markt veränderte Parameter vor (z. B. Kaufpreisschwankungen, Wechselkursprünge, neue Risikotypen wie biometrische Risiken, Länderrisiken, Steuergesetzänderungen, Marktübersättigungen) wird einerseits der Maßstab vergangener Bewertungen zugrunde gelegt. **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-Analysesystem fortlaufend weiterentwickelt und verbessert. Zusätzlich werden neue Bewertungskriterien – z. B. bei der Positionierung der Fondsprojekte in veränderten, neuen Märkten – in das bestehende CHECK-Bewertungssystem aufgenommen und an das Risiko-/Rendite-Profil des seit 15 Jahren geltenden CHECK-Sicherheits- und Renditesystems angepasst. Der CHECK-Initiator analysiert und bewertet geschlossene Fonds seit 1991.



2. CHECK-Update: Ventafonds Öko-Energie Umweltfonds 1 GmbH & Co. KG

Dieses Update baut auf der ausführlichen CHECK-Plausibilitätsanalyse vom 10. September 2013 auf („Master“) und stellt eine chancenorientierte Sichtweise des Autors dar

CHECK



Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit geschlossener Fonds. Auch eine positive Benotung bedeutet keine Gewähr gegen das **Verlustisiko**. Unternehmensbeteiligungen 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. Diese **ökologisch ausgerichtete Industriebeteiligung der CHECK-Wertungskategorie "Industriebeteiligung"** ist nicht mit etablierten Investments mit erfahrungsgemäß kalkulierbaren Cash-Flows vergleichbar.

Das CHECK-Ergebnis:
Sicherheit: 1,75 (ÖIB)
Renditechancen: 1,7 (ÖIB)

2. UPDATE: Öko-Umweltfonds 1

Ziel des Fonds

Ziel des Fonds "...ist es, mittels noch zu erstellender SYNTHROL-Anlagen für Kunststoffe und für Altöl, auf einem bereits gepachteten Grundstück in Mannheim in der Holländer Str. 9, aus Kunststoffabfällen und/oder Altöl ein mineralisches Produktöl zu gewinnen und dieses zu verkaufen."

Aktueller Stand

Seit Fondsauflegung sind mehrere Nachträge mit Änderungen herausgegeben worden. Zurzeit befindet sich das Projekt in der "zweiten Phase". Anleger, die bereits ab 2009, der ersten Platzierungsphase, beteiligt sind und bis zum 28.02.2013 beigetreten sind (ab EUR 10.000 + 5 % Agio), sollen einen "Risikobonus" von kumuliert 10,9 % erhalten, da sie nach Auffassung des Managements in der Initialphase höhere Risiken mitgetragen haben, als die Zeichner der zweiten Phase tragen werden. Wer bis zum 31.12.2013 zeichnet, erhält einen Frühzeichnerbonus von 5 %. In der zweiten Phase liegen außer den Genehmigungen auskunftsgemäß jetzt auch die angepassten Planungsunterlagen des Architektenbüros Gerd Paul Koch GmbH, Mannheim, vor.

Umsatz und Erlöskalkulation

Vorsichtigerweise geht die Prospektplanung (Nachtrag (=Ntr.) 4 S. 47) davon aus, dass 2014 noch keine Umsätze erzielt werden. Diese Zeit wird mindestens benötigt, um die Anlagen zu errichten. Bei den üblichen Vorlaufzeiten für Anlagegüter sollte mindestens ein gutes Jahr für die Er-

richtung und Produktionsreife der Synthrolanlage eingeplant werden. Für 2015 werden 6,428 Mio. Liter Produktöl erwartet. Für die Erlöspreise wird eine Steigerung von 5 % p. a. angenommen. Ein wesentlicher Puffer stellt die Preiskalkulation von EUR 0,65/Liter Produktöl dar. Denn der Abstand zum Ölhandelspreis liegt zeitweise bei über 50 % des Kalkulationsansatzes. Risikobetrachtung: Auch wenn diese Preissteigerungen nicht eintreten sollten, sind bei den Kosten weitere Puffer eingerechnet worden, die die Erreichung der Basisziele der Fondskalkulation realistisch erscheinen lassen.

Konservative Kalkulation

"Vom Verkaufserlös der Anlage Ende 2022 haben wir einen Sicherheitsabschlag von 20 % vorgenommen und kalkulieren konservativ mit nur 80 % des zu erwartenden Verkaufserlöses", so der Prospekt. Diesem Anspruch wird die Kalkulation wie folgt gerecht: Bei einem Verkaufswert von ca. EUR 44 Mio. im Jahre 2019 (Ntr. S. 49) wird bei Anschaffungskosten von ca. EUR 25,6 Mio. (Anlagen, Technik, Gebäude, Aufbau und Infrastruktur, Anschaffungsnebenkosten, Genehmigungen, Planungs- und Projektkosten, Ntr. S. 45) unterstellt, dass sich der Wert in der geplanten Laufzeit um das ca. 1,72-fache erhöht. Das entspricht einer jährlichen Wertsteigerung von ca. 12 %. Bei Industriebeteiligungen sind vergleichbare Steigerungsraten in dieser Umsetzungsphase durchaus üblich.



Initiatorin mit engagierter Professionalität bei der Umsetzung eines weltweit innovativen Abfallentsorgungskonzepts



plausible Realisierungschancen dank verbesserter Planung und vorliegender Genehmigungen



Voraussetzungen zum Ausbau eines erprobten Plastikverölungsmodells auf Industriestandard erbracht



fortgeschrittenes Know-how der Prozesstechnik der Kunststoffverarbeitung hat Chancen, Branchenstandard zu werden



erfahrene, gut vernetzte Projektpartner sind maßgeblich am Umsatz beteiligt – hohe Motivation, das Fondsziel zu erreichen



auch bei moderater Ölpreisentwicklung bei planmäßigem Öl-Output solide Ertragsperspektiven



durchgehende Mittelverwendungskontrolle sichert wesentliche Anlegerinteressen

GESAMT-NOTE:
1,73 (ÖIB)

CHECK - ANALYSE

Veräußerungserlösvergleich

Im Veräußerungsjahr 2018/2019 wird ein Jahresumsatz von ca. EUR 13,4 Mio. prospektiert. Das entspricht ca. 50 % der Anlagenkosten (Ntr. S. 51). Beim Unternehmenswertvergleich (Chemie) zeigt sich, dass im Branchendurchschnitt bei Small-Cap-Unternehmen (Jahresumsatz unter EUR 50 Mio.) ein EBIT des ca. 7-fachen (Finance 2012) bezahlt wird. Da die prospektierten Erlöse für 2018 mit ca. EUR 6,7 Mio. angesetzt werden, ergäbe sich ein rechnerischer Veräußerungswert von ca. EUR 47 Mio. Vor diesem Hintergrund erscheint ein Veräußerungserlösprospektansatz von ca. EUR 44 Mio. vorstellbar.

Anlegerbetrachtung

In der Anlegerbetrachtung wird ein Veräußerungsgewinn von 100 % der Einlage (ohne Agio) unterstellt (Ntr. S. 55). Laut Basisprognose ergibt sich eine Gesamtausschüttung von 200,7 % des Prospekt-szenarios (Ntr. S. 54). Unterstellt, dass die Kostenprämissen eingehalten werden, sind Reserven in der Prospektkalkulation vorhanden (Siehe "Master"-Analyse: "Stichhaltigkeit der Prämissen zu den Umsatz- und Erlösangaben", S. 35).

Wirksamkeit der Referenzanlage

Einen Beweis, dass die Plastikverölung nach dem SYNTHROL-Verölungsverfahren des Ingenieurs und Erfinders Eberhard Nill gut funktioniert, liefert eine Referenzanlage in der Schweiz: Aus 6.000 bis 8.000 Tonnen jährlichem Kunststoffabfall wurde von der RISI-AG-Tochter plastOil in Baar, Schweiz, in einem mehrstufigen Zersetzungs- und Kondensationsprozess (Herstellung von Kohlenwasserstoffen) die

ca. 0,8fache Menge an Produktöl aus nicht verwertbarem (recyclbarem) Plastikabfall hergestellt (Hausmüll). Zusätzlich zu den bisherigen Einsichtsmöglichkeiten ergab sich im Frühjahr 2013 erstmals seit mehreren Jahren Geheimhaltung des Pilotanlagenbetreibers in der Schweiz die Möglichkeit, die Pilotanlage zu begutachten.

Zur Synthrol-Technologie

Damit konnte, durch ausreichend technische Expertise vor Ort flankiert (zugegen waren Ingenieure, der Entwickler Eberhard Nill, Techniker des Emissionshauses, Kapitalvermittler, Investoren und der Initiator) verifiziert werden, dass der Verölungsprozess grundsätzlich und dauerhaft beherrschbar ist (die Pilotanlage läuft (mit Unterbrechungen) seit ca. 2005). Dieses leichte Öl, wird in der Industrie und als Heizöl eingesetzt. Etwa die Hälfte des angelieferten Substrats fällt nach der Ölproduktion als Abfallstoff an, der teilweise gleich in der Anlage und/oder in Heizkraftwerken thermisch weiterverarbeitet/verwertet wird.

Synthrolverfahren im Marktvergleich

Im Marktvergleich zeichnet sich das Synthrolverfahren durch ein Alleinstellungsmerkmal aus, das im Unterschied zu anderen Verölungsverfahren die thermodynamischen Prozessrisiken beherrschbar macht. Der belastbare Nachweis im Pilotversuch ist abgeschlossen. Die Kernelemente des Crack-Prozesses im geschlossenen zweistufigen Synthrol-Reaktorprozess sind langfristig belastbar geprüft und durch umsichtiges Engineering konzeptionell verbessert worden.

Ca. 6 Jahre Erfahrungen

Es liegen ca. 6 Jahre Erfahrungswerte mit der plastOil-Referenzanlage (Baar, Schweiz) vor. Die Anlage wird zurzeit umstrukturiert und wurde Anfang 2013 von einem Konsortium aus schweizer Finanzinvestoren aufgekauft. Ziel ist auskunftsgemäß, das

gewonnene Know-how der früheren Betriebsführer zu nutzen und die Anlage auf Industrieniveau aufzurüsten.

Abfallsortierung

Verarbeitungsumfang: Aus jährlich ca. 20.000 Tonnen zugeführten Plastikabfall, der nicht recycelbar ist, werden ca. 18.000 Tonnen verwertbare Kunststoffe wie z. B. Polyethylene (PE, "The most popular plastic in the world"). Aus 18.000 Tonnen vorsortiertem Rohstoff können nachweislich mindestens 17,142 Mio. Liter qualitativ hochwertiges Produktöl gewonnen werden, vergleichbar mit der DIN-Qualität 51603-1.

Sortier- und Schredderanlage

Basierend auf der Erfahrung, dass die durchgehende, lückenlose Qualitätskontrolle der eingehenden Kunststoffabfälle eine faktisch unlösbare Aufgabe des Lieferanten ist, erhält die laufende Qualitätssicherung der Ausgangsstoffe für den SYNTHROL-Reaktorprozess ausschlaggebende Bedeutung. Nur ein eigenes Qualitätssicherungssystem kann gewährleisten, dass langfristige Lieferleistungen mit bestimmten Qualitäten kontrolliert werden können und dass die eingekaufte Qualität der gelieferten entspricht. Deshalb wurden gegenüber der ursprünglichen Planung eine Sortier- und Schredderanlage eingeplant und kalkuliert, die von der Firma "GEIB, Maschinen und Geräte", Heltersberg, geliefert werden soll. Die überarbeitete Systemplanung (Nachtrag 4) beinhaltet ein multifunktionales Sortiersystem zur Rückgewinnung einer großen Bandbreite von Materialien aus unterschiedlichen Abfallströmen. "Die hohe Flexibilität zwischen vielen Anwendungen wird durch die vielfältigen Kombinationsmöglichkeiten der verschiedenen Sensoriken erreicht." Schädliche Störstoffe (z. B. Chlor, Metall, Sauerstoff, Sand) können systematisch und verlässlich entfernt werden.

Verkauf des Produktöls

Obwohl die Abnehmer des Produktöls noch nicht feststehen, haben erste Gespräche mit Stadtwerken im Umfeld des Anlagenstandorts dazu geführt, dass nach dem Produktöl auskunftsgemäß bereits



Die SYNTHROL-Plastikverölungsanlage, wie sie in Mannheim am Rheinufer in umweltgerechter Bauweise errichtet werden und 2015/2016 in Betrieb gehen soll. Bild: VentaFonds

CHECK - CHART

wiederholt nachgefragt wurde. Die Stadtwerke würden zum Beispiel Tranchen von ca. 5 Mio. Liter pro Jahr abnehmen. Voraussetzung sei eine Dekra- oder eine Buderus-Zertifizierung zur Heizungsverträglichkeit. Ein Dekra-Gutachten zur Produktqualität liegt vor. Hervorgehoben werden die sehr guten Viskositätseigenschaften. Da die Stadtwerke mit einem Preisrabatt von bis zu EUR 0,02 pro Liter rechnen können, wird der Absatz des Produktöls erleichtert. Der Prospekt geht davon aus, dass "...als Abnehmer Blockheizkraftwerke, Produktionsfirmen wie Zementwerke sowie Abnehmer infrage kommen, die das Produktöl als Vorprodukt für andere Qualitäten (auch Diesel/Heizöl) nutzen können." (Ntr. S. 37).

Managementvertrag

Das operative Management in Form der zu gründenden Betreiber-Gesellschaft, die zu 100 % im Besitz der Fondsgesellschaft ist (Ntr. S. 41), erhält ihr Gewinnerzielungsmotiv, neben der Vereinnahmung der laufenden Gebühren und dem Ersatz der Kosten, durch eine Umsatzbeteiligung von 1 Cent pro Liter Produktöl. Damit werden Anreize geschaffen, möglichst hohe Produktölsätze zu erzielen und das Fondsergebnisziel zu fördern.

Anreiz des Managements

Durch die Umsatzbeteiligung des Managements an jedem verkauften Liter Produktöl besteht grundsätzlich ein Anreiz, ein möglichst hohes operatives Ergebnis zu erzielen. Da diese Umsatzbeteiligung jedoch nicht an die Einhaltung einer Kostenobergrenze gebunden ist, könnte das Management bestrebt sein, die Kosten eher höher anzusetzen. Zum Beispiel, um die Produktionsprozesse dadurch weiter abzuschließen (grundsätzlich sinnvoll!). Dadurch würde sich das ausschüttungsfähige Ertragsvolumen für die Anleger zugunsten der Sicherheit verkleinern.

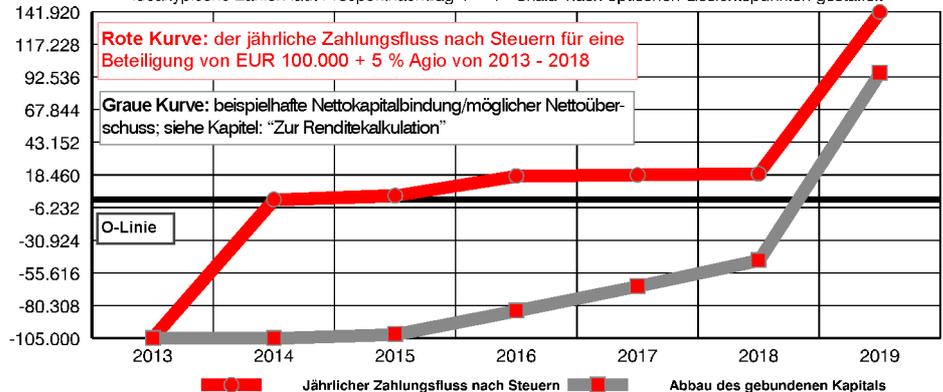
Zum Recycling-/Produktölmarkt

"In Deutschland werden jährlich ca. 4,5 Millionen Tonnen Plastikabfälle produziert (600 Mrd. Plastiktüten weltweit, Impro 2013). "Nur Bruchteile können mit herkömmlichen Recyclingmethoden sortenrein auf-

Ein- und Auszahlungsschaubild

Einzahlungen und Ausschüttungen im Prognosezeitraum

idealtypische Zahlen laut Prospektnachtrag 4 - Y - Skala nach optischen Gesichtspunkten gestaffelt



bereitet werden" (Fraunhofer Venture, 18.08.09). Die SYNTHROL-Technologie bietet eine gewinnbringende und entsorgungswirtschaftlich sinnvolle Alternative, aus bisher nicht verwerteten Kunststoffen hochwertiges Öl herzustellen.

Zur Investition und Finanzierung
Finanziert werden soll die Investition mit Eigenkapital. Gesamtinvestition ohne Agio: EUR 31,5 Mio. Ab Platzierung von EUR ca. 8 Mio. kann eine erste Anlage (inkl. Halle und kompletter Peripherie) errichtet werden.

Mittelverwendungskontrolle

Die durchgehende Mittelverwendungskontrolle durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist stichhaltig und stellt eine erhebliche Risikominimierung für die Anleger dar. Bis auf die Wahrnehmung von Einsichtsrechten können Anleger grundsätzlich keine nachhaltigen Kontrollen auf das Fondsgeschäft ausüben (Ntr. S. 16). Die externe Kontrolle ist eingeschränkt: "Es gehört nicht zu den Aufgaben des Mittelverwendungskontrollers, die Komplementärin zu überwachen." (HP S. 75). Der Prospekt verlangt jedoch, dass laut Mittelverwendungskontrollvertrag die Mittelabflüsse dem Prospektinhalt entsprechen müssen. Daher besteht eine enge Mittelbindung an die Vorgaben des Prospekts. Da die Investitionsziele sehr detailliert gelistet werden, sind Spielräume für sachfremde Mittelabflüsse faktisch ausgeschlossen. Der unab-

hängige Mittelverwendungskontrollleur muss bei den Ausgaben gekennzeichnet, **CHECK-Risikowertung: 1,75 (ÖIB)**

Aktualisierte Renditekalkulation
Beispielhaft könnte nach Kosten-, Gewinnverteilung vor Steuern und einer Laufzeit von ca. 6 Jahren eine Anlegerdurchschnittsrendite von ca. 15,83 % p. a. erreicht werden (ca. 200 % Gesamtausschüttung in ca. 6 Jahren abzüglich 105 % Kapitaleinsatz). Unterstellt wird der Base-Case des Prospekts. Mit Rücksicht auf mögliche Verzögerungen beim Start oder in der Veräußerungsphase geht CHECK vorsichtshalber von einer etwas längeren Laufzeit von ca. 7,3 Jahren aus = ca. 13 % p.a. **CHECK-Renditewertung: 1,7 (ÖIB)**

Resümee

Sobald das Plastikverölungskonzept auf Basis der Synthroltechnik auf Industriemaßstab erfolgreich umgesetzt ist, ist eine weltweit dynamische Nachfrage nach Anlagen dieses Typs zu erwarten. Als Miteigentümer dieser Anlage besteht Zugang zu einer bis dahin einzigartigen Technik, die ihre Wirtschaftlichkeit in Ansätzen bereits bewiesen hat. Die langjährige Begleitung der Projektentwicklung hat CHECK gezeigt, dass trotz systemgemäß wachsender neuer Herausforderungen im Umsetzungsprozess systematisch Lösungsansätze herausgearbeitet wurden, die das Projekt bis heute zur Bau- und Realisierungsbereife gebracht haben. **CHECK-Gesamteinschätzung: 1,73 (ÖIB)**

Kontakt zu dem Anbieter:

Öko Energie Umweltfonds 1 GmbH & Co. KG, Contrescarpe 46, 28195 Bremen, Tel: 0421-131 66, Fax: 0421 16 92 731 www.ventafonds.de, info@oekoenergie-umweltfonds.de