

BKN biostrom

Emission Unternehmensanleihe – Credit Research

Branche: Erneuerbare Energien / Biogaserzeugung

Emittentin	BKN biostrom AG, Vechta
ISIN	DE000A1KQ8V1
WKN	A1KQ8V
Kupon	7,50%
Zinszahlung	jährlich
Laufzeit	5 Jahre
Volumen	max. 25,0 Mio. €
Stückelung	1.000 € je Teilschuldverschreibung
Rückzahlung	100%
Vorzeitige Rückzahlung	kein Kündigungsrecht der Emittentin
Zeichnung	23. Mai bis 03. Juni 2011
Börsennotiz	ab 06. Juni 2011 Mittelstandsbörse Deutschland (Freiverkehrsegment der Börse Hamburg)
Konsortium	mwb fairtrade
Konzern-Rating	BB (creditreform)
Anleihen-Rating	BBB (creditreform)
Besicherung - dreistufig -	1.) Pfandrechte 2.) Vergütungsabtretung 3.) Treuhänderische Mittelverwahrung
	Besicherungsstufen 2.) und 3.) jedoch ohne Mittelverwendungs- kontrolle
Verwendung des Emissionserlöses	1. Stufe: konkrete Verwendung von 19,2 Mio. € benannt, davon Erwerb von Gesellschaftsanteilen bestehender Biogasanlagen 4,3 Mio. €, zu errichtender Objekte 13,8 Mio. €, zudem für FK-Ablösung 1,1 Mio. € 2. Stufe: Umfinanzierung der Neubau-Objekte im 2. od. 3. Jahr mit Anteil klassischer Fremdfinanzierung
Weitere börsennotierte Wertpapiere der Emittentin	Die Aktie (WKN A0LD4M) notiert seit 2007 im Freiverkehr der Frankfurter Börse (Entry Standard), Konzernberichterstattung erfolgt nach IFRS.

Klar umrissene Perspektive

Die BKN biostrom AG, Emittentin der geplanten Unternehmensanleihe, ist die Holding-Gesellschaft der BKN-Unternehmensgruppe. Die operativ tätigen Tochtergesellschaften werden zentral geführt. Das Geschäftsmodell umfasst die Projektentwicklung und Betriebsführung von Biogasanlagen für Dritte (Finanzinvestoren) sowie die Energieerzeugung im Eigenbetrieb. Letzteres wird zum wirtschaftlichen Standbein erst nach Platzierung der Unternehmensanleihe; bislang hatten keine ausreichenden Mittel für den kapitalintensiven, dafür hochprofitablen und durch sicheren Cash flow gekennzeichneten Eigenbetrieb zur Verfügung gestanden. Der Einstieg erfolgt über den Erwerb von bis zu sieben in Betrieb befindlichen landwirtschaftlichen Biogasanlagen (installierte Leistung: 3,3 MW) und mit Errichtung zweier Objekte (Nennleistung: 2,0 MW), darunter ein großtechnisches zur energetischen Nutzung von Reststoffen der Lebensmittelproduktion.

Die Bedienung der Anleihe wird durch den hohen, über das geltende Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) zudem sicheren Cash flow gewährleistet. Ohne Marktziinsänderung beträgt selbst bei modelltechnisch angesetzt vollständiger (100%) Fremdfinanzierung die theoretische Dauer der Entschuldung zwölf Jahre. Darüber hinaus werden Pfandrechte an neun Objektgesellschaften bestellt (sieben bestehende Biogasanlagen, zwei Anlagenneubauten). Der Nominalwert der Anleihe ist, auch nach Abzug anderweitiger Gläubigeransprüche Dritter, durch den auf Basis von Ertragswertmodellen hochgerechneten Veräußerungsertrag abgedeckt (gute Fungibilität am Sekundärmarkt). Weitere Konstruktionsmerkmale der Anleihe definieren eine insgesamt dreistufige Besicherung.

Investitionen in Anlagen zur Biogaserzeugung (Stromeinspeisung und Wärmebereitstellung) zeichnen sich durch die mit EEG und Wärmegesetz für 20 Jahre gewährleistete wirtschaftliche Sicherheit aus. Der aktuelle Förderrahmen gilt in unveränderter Form seit Anfang 2009. Die ab Januar 2012 maßgebliche EEG-Novelle befindet sich in der politischen Diskussion. In einer von fossilen Brennstoffen weiter abrückenden Versorgungsstrategie stellen die Grundlastfähigkeit von wetterunabhängig produziertem Biogas und zudem die im Gegensatz zu Wind- oder Solarkraftwerken bestehende Eignung zur unmittelbar bedarfsorientierten Stromerzeugung (über Speicherefähigkeit) gewichtige Argumente dar. Für die gesellschaftliche Akzeptanz von Biogas ist wichtig, den Eindruck eines Anbaus von Energiepflanzen zu Lasten landwirtschaftlicher Lebensmittelproduktion erfolgreich abzuwehren. Die kritische Richtung, die die politische Diskussion zeitweilig genommen hatte, ist ins Leere gelaufen. Dennoch muss sich die Biogas-Branche auf Einschnitte in der künftigen Förderpraxis einstellen. Wendet sich BKN biostrom während der Anleihenlaufzeit wie geplant der Investition in nachfolgende, also ab 2012 ans Netz gehende Biogasanlagen zu, wird die potenziell niedrigere Marge nicht die Fähigkeit einschränken, die Anleihe zu bedienen.

Die Konzernfinanzdaten der Vergangenheit fielen schlecht aus, weil die mittlerweile abgegebene Biodiesel-Sparte (Kraftstoffe) defizitär war. Belastungen strahlten dabei stark auch auf die Biogas-Sparte aus, letztmals 2010. Künftige Solvenzkenzahlen (Post-Money) werden die Kapitalintensität der Eigenbetriebsaktivität widerspiegeln – ein bei entsprechender Einordnung unproblematischer Sachverhalt. Die im Rahmen dieser Ausarbeitung vorgenommene Projektion setzt auf dem unmittelbar über die Anleihebegebung finanzierten Geschäftszuwachs und einer schrittweisen Umsetzung der unabhängig davon bestehenden Projektpipeline an. Einschließlich der beiden über die Anleihebegebung finanzierten Neubau-Objekte befinden sich zehn Standorte, für die die Genehmigungen vollständig vorliegen, in konkreter Planung (Nennleistung mehr als 7 MW). Diese machen in etwa die Hälfte des mit 85 Mio. € angegebenen Volumens der Projektpipeline aus. Die aktuelle Entwicklungsrichtung ergibt sich mit der Aufbereitung von Biogas zu Erdgasqualität und in diesem Zusammenhang dem Ausbau neuer Serviceleistungen (Contracting; Vermarktung von Strom und Wärme). Insgesamt eröffnet die zukunftsgerichtete Projektpipeline Potenziale, die deutlich über die Sicherstellung einer komfortablen Position der Anleihegläubiger hinausreicht.

SRH AlsterResearch AG

Oliver Drebing +49 (0) 40 37 85 52 20
(Analyst)

Stand der Analyse: 11. Mai 2011

Die vorliegende Credit Research-Ausarbeitung zur geplanten Begebung einer Unternehmensanleihe durch die BKN biostrom AG nimmt Einordnungen zu den folgenden Gesichtspunkten der Solvenzbeurteilung vor:

- Verwendung des Emissionserlöses,
- Projektion der Cash flow-Entwicklung der Emittentin,
- Positionierung des Geschäftsmodells der Emittentin innerhalb der Märkte der Erneuerbaren Energieträger,
- Entwicklungsperspektive der Emittentin,
- geltender regulatorischer Rahmen und gesellschaftlich-politische Diskussion zum Ausbau der Biogaserzeugung,
- besondere Ausgestaltung zur Absicherung der Gläubigeransprüche.

Verwendung des Emissionserlöses

Die Verwendung der über die Anleihebegebung zufließenden Mittel von 23,8 Mio. € bis 24,2 Mio. € ist im Prospekt zum Großteil (19,2 Mio. €) konkret benannt.

So wird BKN biostrom 4,3 Mio. € für bereits im Betrieb laufende Biogasanlagen mit einer installierten Leistung von 2,5 MW von Dritten kaufen (Erwerb der Kommanditanteile der Objektgesellschaften). Diese Transaktion bildet den ersten Schritt in den Eigenbetrieb, also die Erzeugung und Vermarktung von Strom und Wärme. Es handelt sich dabei sämtlich um Objekte, die von BKN biostrom bis 2010 projektiert worden sind und deren Betriebsführung innerhalb der Gruppe ausgeführt wird. Die Emittentin verfügt damit über die umfassende Kenntnis der Objekte. Die BKN biostrom AG ist zudem bereits Komplementär der Objektgesellschaften, allerdings ohne Kapitalanteil (teilweise werden durch BKN biostrom auch Kommanditanteile, wengleich in vernachlässigbarer Größenordnung, gehalten).

Für zwei weitere Objekte aus dem zu übernehmenden Bestandsportfolio sind Investitionsauszahlungen von 13,8 Mio. € vorgesehen. Diese sind Anlageneubauten mit einer Nennleistung von zusammen 2,0 MW. Sie werden zunächst vollständig über die Anleiherlöse finanziert. Eine Umfinanzierung ist für das zweite oder dritte Jahr vorgesehen. Dann wird ein Fremdkapitalanteil, in der Regel 70% des Volumens, im Rahmen einer klassischen Darlehensaufnahme eingerichtet. Die damit frei werdenden Mittel stehen BKN biostrom für die Investition in nachfolgende Projekte zur Verfügung (Anmerkung: aus der Anleihebegebung finanziertes und zeitweilig ungebundenes Vermögen wird durch den bestellten Treuhänder verwaltet). Während das eine Projekt eher typisch strukturiert ist – Standort in Ostdeutschland mit 500 kW Einspeiseleistung – stößt BKN biostrom mit dem weiteren Projekt eine neue Entwicklungsrichtung an. Es handelt sich um eine großtechnische Anlage, die an einem niedersächsischen Standort Reststoffe der Lebensmittelproduktion zur Biogaserzeugung verwerten wird. Der „Spatenstich“ für die beiden Neubauten kann unmittelbar erfolgen.

Für die Ablösung von Drittverbindlichkeiten einer weiteren Objektgesellschaft (BKN biostrom hält bis zur vorgesehenen Veräußerung Kommanditanteile) sind 1,1 Mio. € vorgesehen.

Das Unternehmen plant, eine über die benannten Verwendungen hinausreichende Mittelvereinnahmung, also bis zu 5 Mio. €, für die Finanzierung des allgemeinen Geschäftsbetriebs einzusetzen, einschließlich der Rückführung kurzfristiger Verbindlichkeiten.

Projektion der Cash flow-Entwicklung und der Solvenz

Zur Abschätzung der künftigen Cash flow-Entwicklung haben wir uns eines vereinfachten Modells bedient. Anders als die von der Emittentin aufgestellte Konzernplanung, die auf einer Vielzahl interner Daten beruht, haben wir uns darauf beschränkt, in Kenntnis typischer Einzelprojektdaten bestimmte Ansätze fortzuführen und hochzurechnen. Die Projektion beruht somit auf Annahmen zu Umsatz- und Ergebniszahlen, die von der Konzernplanung abweichen. Dies gilt auch für das laufende Geschäftsjahr und die Etappen bei der Veräußerung fertiggestellter und in der Anlaufphase befindlicher Biogasanlagen. Das Potenzial, das sich aus Innovationen der Leittechnik oder der Aufbereitung von Biogas zu Erdgasqualität ergibt, bleibt unberücksichtigt.

Künftige Solvenzkenzahlen (Post-Money) werden die Kapitalintensität der Eigenbetriebsaktivität widerspiegeln. So wird die Eigenkapitalquote von bislang 43,9% (30. September 2010) in den Bereich von 25% absinken. Das Geschäftsmodell von BKN biostrom ist mit Aufnahme des Eigenbetriebs unter Substanzgesichtspunkten einzuordnen. In diesem Zusammenhang stellen wir bezüglich der Entwicklung in 2010/11 fest, dass die Einbringung von im letzten Geschäftsbericht mit 1,8 Mio. € angegebenen Forderungen mit Überfälligkeit von mehr als einem Halbjahr erfolgreich gelungen ist. Des Weiteren erscheint uns der Hinweis wichtig, dass die bilanziellen Vermögenswertansätze plausibel begründet sind. So handelt es sich bei der Geschäfts- und Firmenwert-Position, die zum 30. September 2010 mit 8,7 Mio. € knapp ein Viertel der Bilanzsumme ausmachte, um den Ansatz für die Projektgesellschaften (ohne die beiden zum Stichtag zum Verkauf gestellten Anlagen), der dem über fünf Jahre geplanten und mit 9,2% abgezinsten Cash flow entspricht.

Auch unser vereinfachtes Modell umfasst Prognosereihen über 20 Perioden (Darstellung hier lediglich Prognosezeitraum über drei Geschäftsjahre). Bereits für die übernächste Periode (2012/13) schätzen wir den für die Bedienung der Rückzahlungsansprüche relevanten operativen Cash flow auf 3,3 Mio. € (nach Zinszahlungen von angesetzten 2,1 Mio. €). Diese Mittelgenerierung entspricht einem Achtel der von uns für den zugehörigen Bilanzstichtag geschätzten Nettofinanzverbindlichkeiten. Aus unserem Modell ergibt sich die Feststellung, dass die Bedienung der Anleihe durch den hohen, über das geltende EEG zudem sicheren Cash flow gewährleistet ist. Der Aspekt der Besicherung ist also lediglich eine Ergänzung, auf die mit hoher Wahrscheinlichkeit kein Rückgriff zu nehmen sein wird. Ohne Marktziinsänderung beträgt selbst bei modelltechnisch angesetzt vollständiger (100%) Fremdfinanzierung die theoretische Dauer der Entschuldung zwölf Jahre (vollständige Bedienung der Zins- und Tilgungsverpflichtungen).

Cash flow-Projektion, Bilanzprognose und Solvenzkenzahlen (Post-Money) - aggregierte Konzernebene -

Geschäftsjahresende: 30. September

Cash flow	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Operativer Cash Flow	2.022	4.511	5.409
Operativer Cash Flow inkl. Zinszahlungen	1.043	2.305	3.331
CAPEX	7.212	9.860	1.580
Freier Cash flow	-6.169	-7.555	1.751

Bilanz	30. Sep. 11e	30. Sep. 12e	30. Sep. 13e
Liquidität	3.300	3.300	3.300
Finanzverbindlichkeiten	34.265	32.160	29.029
Nettofinanzverbindlichkeiten	30.965	28.860	25.730
Eigenkapital (EK)	15.645	15.885	17.150
Bilanzsumme	64.193	62.328	60.463

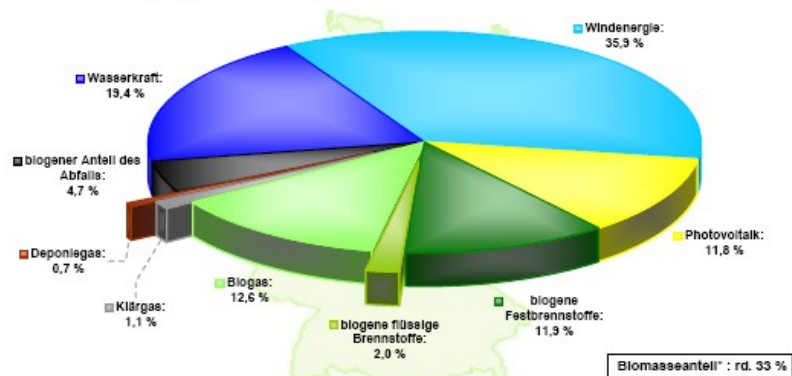
Solvvenzkenzahlen	30. Sep. 11e	30. Sep. 12e	30. Sep. 13e
Eigenkapital/ Bilanzsumme (EK-Quote)	24,4%	25,5%	28,4%
Nettofinanzverbindl./ Eigenkapital (Nettoverschuldungsgrad od. Gearing)	197,9%	181,7%	150,0%
Nettofinanzverbindl./ EBITDA (Leverage)	14,15	6,27	4,38
EBITDA/ Zinsaufwand (Zinsdeckungsgrad)	2,29	2,13	2,90

Quelle: SRH AlsterResearch

Biogaserzeugung als Baustein des Ausbaus Erneuerbarer Energien

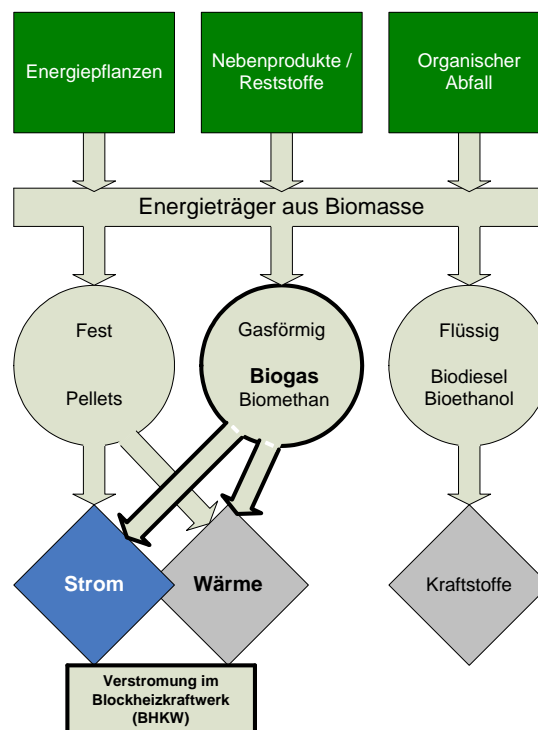
Nicht Windenergie oder Photovoltaik, sondern Biomasse stellt in Deutschland unter den nicht-fossilen und regenerativen Energieträgern die meiste Energie bereit. Während es überwiegend die biogenen Feststoffe (Holzpellets) sind, die bei der Wärmeversorgung eine wichtige Rolle spielen, kommt der Biogaserzeugung bei der Stromerzeugung eine emporschnellende Bedeutung zu. Der Energieträger befindet sich auf einem kräftigen Aufwärtspfad. Bei einem Kapazitätzuwachs im Verlauf von 2010 um 20% (bezogen auf die angeschlossene Nennleistung) wurden im Gesamtjahr eine um 19% höhere Netzeinspeisung von Strom und eine um 17% angestiegene Wärmebereitstellung ermittelt. Zu dem 2010 aus regenerativen Energieträgern erzeugten Strom trug Biogas 12,6% bei (2009: 11,4%). Aktuell sind bundesweit über 6.000 Biogasanlagen im Betrieb.

Stromerzeugung aus EE: 101,7 TWh



Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Reaktorsicherheit und Naturschutz (BMU)

Gemäß der in Deutschland gesetzten Ausbauziele soll der Anteil der verschiedenen Biomasse-Energieträger am nationalen Stromverbrauch bis 2020 auf 8% steigen; 2010 lag dieser Wert bei 5,5%. Damit vorgezeichnet ist ein fortschreitender Bedeutungszuwachs des Energieträgers Biogas, insbesondere der Einspeisung von aufbereitetem Biogas in das Erdgasnetz. Derzeit speisen bundesweit 40 Anlagen Biomethan ein, noch einmal so viele werden 2011 hinzukommen. Bis 2020 sollen sechs Milliarden Kubikmeter Biomethan im Erdgasnetz fließen. Dazu müssten jährlich 120 Anlagen gebaut werden, was mangels geeigneter Standorte jedoch unrealistisch ist.



Die Planung bezüglich der gesamten Wärmeversorgung sieht für Biomasse insgesamt einen von aktuell 9,0% auf dann 9,7% erhöhten Beitrag vor. Ähnlich ambitioniert wie die Zielsetzungen für die Methaneinspeisung ist die noch bei den Bio-Kraftstoffen zurückzulegende Wegstrecke. Der Anteil von Biodiesel und Bioethanol am Kraftstoffverbrauch lag 2010 bei 5,8%; für 2020 ist ein Anteil von 12% angestrebt.

Beitrag der erneuerbaren Energien zur Energiebereitstellung

Angaben Energiebereitstellung in Mrd. kWh (=TWh), der Zunahmen und Anteilsberechnungen in %

	Strom			Wärme			Kraftstoff		Energie insgesamt		
	2009	2010	Zunahme	2009	2010	Zunahme	2009	2010	2009	2010	Zunahme
Wasserkraft	19,1	19,7	3%						19,1	19,7	3%
Windenergie	38,6	36,5	-5%						38,6	36,5	-5%
Biomasse	30,3	33,5	11%	114,1	127,0	11%	33,8	35,9	178,2	196,4	10%
Anteil Biomasse (regenerativer Energieträger insgesamt)	32,0%	32,9%		92,2%	92,2%						
davon											
Biogas	10,8	12,8	19%	6,5	7,6	17%			17,3	20,4	18%
Anteil Biogas (regenerative Energieträger insgesamt)	11,4%	12,6%		5,3%	5,5%						
Biogene Kraftstoffe							33,8	35,9	33,8	35,9	6%
davon											
Biodiesel							26,0	26,6	26,0	26,6	2%
Bioethanol							6,7	8,7	6,7	8,7	29%
Photovoltaik	6,6	12,0	82%						6,6	12,0	82%
Solarthermie				4,7	5,2	11%			4,7	5,2	11%
Geothermie				4,9	5,6	14%			4,9	5,6	14%
Gesamt	94,6	101,7	8%	123,7	137,8	11%	33,8	35,9	252,1	275,4	9%

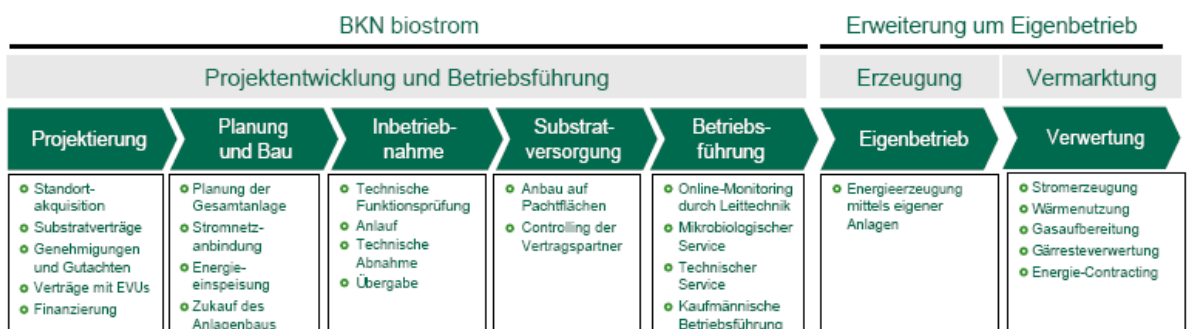
*(Pellets, biogene Abfälle)

Quelle: Bundesministerium für Umwelt, Reaktorsicherheit und Naturschutz (BMU); Stand März 2011, eigene Berechnungen bezgl. der Energiebereitstellung Biogas 2009

Wertschöpfung und Entwicklungsperspektive der BKN-Gruppe

BKN biostrom ist einer der führenden Projektentwickler für Biogas-Anlagen. Das 26 Mitarbeiter beschäftigende Unternehmen erbringt die Standortakquisition, verantwortet die Genehmigungsabläufe und die Verträge mit den Energieversorgungsunternehmen (EVU's), bündelt die Finanzierung und tritt für die Planungs- und Errichtungsphase als Generalunternehmer auf. Hinsichtlich der Bereitstellung des Eigenkapitalanteils von üblicherweise 30% des Investitionsbudgets wird auf zwei mit BKN kooperierende Fondsinitalatoren zurückgegriffen, welche die in Betreiber-Gesellschaften entwickelten Biogasanlagen überwiegend bei Privatpersonen platzieren.

Mit dem Anlagenbau selbst werden Drittunternehmen beauftragt; die BKN-Gruppe arbeitet dazu mit EnviTec Biogas sowie mit BD AgroRenewables zusammen. Der Inbetriebnahme der Anlagen durch BKN schließt sich die Erbringung vielfältiger Serviceleistungen der Betriebsführung an. Mit dem laufenden Geschäftsjahr erfolgt die Erweiterung der Wertschöpfungskette um den Eigenbetrieb; perspektivisch beabsichtigt der Vorstand, unter Einsatz innovativer Technologie auch in die selbständige Vermarktung von Strom und Wärme („Energie-Contracting“) einzusteigen.



Quelle: BKN

Das von der BKN-Gruppe entwickelte Anlagen-Portfolio ist regional konzentriert auf Ostdeutschland. Im Gegensatz zu den Kleinbetrieben in den alten Bundesländern (insbesondere in Süddeutschland) ermöglicht die im Osten übliche Betriebsstruktur die Anpachtung großer und zusammenhängender Anbauflächen für die Versorgung mit Energiepflanzen. Für eine 500 kW-Biogasanlage ist eine Anbaufläche von rund 200 ha zu kalkulieren.



Bereits während der ersten Entwicklungsphase der Projekte erfolgt die Abklärung und Sicherung der Rohstoffversorgung. Dazu werden Substratverträge mit regional ansässiger Landwirtschaft abgeschlossen. Es handelt sich um jeweils 15 Jahre die Versorgungssicherheit herstellende Mengenverträge oder Flächenpachten, letztere mit einem gewissen Restrisiko hinsichtlich der Ernteerträge. Von künftig zunehmender Bedeutung werden zudem Kontrakte mit Betrieben der Lebensmittelproduktion sein. Die Lieferpreise für die Substrate orientieren sich nicht an den jeweiligen Agrarmarktpreisen, sondern bemessen sich an den Betriebskosten der Lieferanten. Die Regel sind zudem Verlängerungsoptionen.

Ein weiterer Vorteil des regionalen Schwerpunktes Ostdeutschland ist, dass die Akzeptanz der Anlagen vor Ort wesentlich höher ist als in relevanten Gebieten in Bayern (Schwaben) oder Niedersachsen. Überdurchschnittlich große Anlagen gibt es an niedersächsischen Standorten, verbunden mit einer lokal feststellbaren Verdrängung der Fläche zur Nahrungsmittelproduktion zugunsten des Anbaus von Energiepflanzen (dazu Abbildung links zu den Standorten der mittlerweile über 6.000 Biogasanlagen).

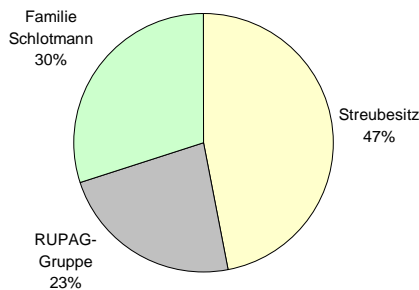
Bis Ende 2010 wurden von der BKN-Gruppe innerhalb von sechs Jahren 27 Biogas-Anlagen realisiert; die installierte Leistung summiert sich auf 12,7 MW. Zwei Anlagen standen zur Veräußerung an (2x 500 kW). Einschließlich der beiden über die Anleihebegebung finanzierten Neubau-Objekte befinden sich zehn Standorte, für die die Genehmigungen vollständig vorliegen, in konkreter Planung (Nennleistung mehr als 7 MW). Diese machen in etwa die Hälfte des mit 85 Mio. € angegebenen Volumens der Projektpipeline aus (insgesamt 34 Standorte).

Wichtiges Element der strategischen Ausrichtung ist auch die Umsetzung des vor einem Jahr eingerichteten Joint Ventures ETBKN mit EnviTec Biogas. An den Gemeinschaftsunternehmen hält BKN biostrom einen Anteil von 25%. Derzeit befinden sich zwei Projekte in der Realisierung, eines davon mit einer Nennleistung von 1,75 MW.

Die typische Anlagengröße liegt derzeit noch bei 500 kW. Die bei der Verstromung im Blockheizkraftwerk (BHKW) entstehende Wärme wird vor Ort genutzt, zum einen für die im Rahmen der Energieträgerbereitstellung notwendige Trocknung, zudem für lokale Abnehmer wie Gewächshäuser oder öffentliche Schwimmbäder (Kraft-Wärme-Kopplung).

Im Vordergrund der aktuell entwickelten Standorte mit projektierten Anlagengrößen ab 1,0 MW steht nicht mehr die unmittelbare Verstromung über ein Blockheizkraftwerk vor Ort. Vielmehr wird angestrebt, vermehrt Anlagen zu realisieren, die das Biogas in lokale Mikrogasnetze oder – ab Anlagengröße von 1,5 MW – ins Erdgasnetz einspeisen. Regulatorische Grundlage ist das Gaseinspeisegesetz. Im Frühjahr hat BKN biostrom eine Vereinbarung über die Errichtung dreier Anlagen zur Gasaufbereitung und anschließenden Einspeisung ins Erdgasnetz getroffen.

**Aktionärsstruktur
BKN biostrom AG**



Quelle: BKN

Besondere Risiken hinsichtlich der Emittentin

Die Entwicklung der BKN als eigenständige Unternehmensgruppe hängt davon ab, dass Günter Schlotmann, Vorstand und Mehrheitsaktionär, sich unverändert mit hohem Einsatz einbringen kann. Ist dieses nicht mehr gewährleistet, so ist der Wachstumskurs gefährdet. Gemäß der von uns vorgenommenen Projektion wird auch die für den Fall eines Abknickens des Unternehmenswachstums anzusetzende Mittelgenerierung ausreichen, die Anleihe zu bedienen. Davon abgesehen steht im Hintergrund die Möglichkeit, die Rückzahlung der Anleihe über die Veräußerung der Objektgesellschaften zu bewerkstelligen.

Als Schwachpunkt des Betriebs von Biogasanlagen wird regelmäßig die Preisentwicklung für Energiepflanzen genannt. Im Zusammenhang mit der Unternehmensanleihe halten wir die Risiken nicht für relevant, da die jeweils für 15 Jahre vertraglich gesicherte Rohstoffversorgung gar keine Beschaffungslücke zulässt. Das gilt auch für nachfolgende Anlagen, deren Renditen sowohl auf der Beschaffungs- wie der Vermarktungsseite auf überdurchschnittlich sicheren Kalkulationen beruhen werden.

Regulatorischer Rahmen der Biomasse-Förderung

Investitionen in Anlagen zur Biogasproduktion zeichnen sich durch die mit EEG und Wärmegesetz für 20 Jahre gewährleistete wirtschaftliche Sicherheit aus. Der aktuelle Förderrahmen gilt in unveränderter Form seit Anfang 2009. Die ab Januar 2012 maßgebliche EEG-Novelle befindet sich in der politischen Diskussion. In einer von fossilen Brennstoffen weiter abrückenden Versorgungsstrategie stellen die Grundlastfähigkeit von wetterunabhängig produziertem Biogas und zudem die im Gegensatz zu Wind- oder Solarkraftwerken bestehende Eignung zur unmittelbar bedarfsorientierten Stromerzeugung (über Speicherfähigkeit) gewichtige Argumente dar. Die kritische Richtung, die die politische Diskussion zeitweilig genommen hatte („Boni-Schwemme“), ist spätestens mit der gesellschaftlichen Reaktion auf die Reaktorhavarie in Japan ins Leere gelaufen. Für die gesellschaftliche Akzeptanz von Biogas ist wichtig, den Eindruck eines Anbaus von Energiepflanzen zu Lasten landwirtschaftlicher Lebensmittelproduktion erfolgreich abzuwehren. Dennoch muss sich die Biogas-Branche auf Einschnitte in der künftigen Förderpraxis einstellen. Es ist insbesondere davon auszugehen, dass im Rahmen der EEG-Novelle mit veränderten Anreizstrukturen auf den anhaltenden Anstieg der Energiemaisnutzung („Niedersachsen vermaist“) bei der Biogasproduktion reagiert wird. Eine stärkere Gewichtung könnte der Einsatz organischer Reststoffe erfahren. Ein entsprechend angepasstes Fördergerüst dürfte die Branche auf ihrem Entwicklungspfad jedoch kaum bremsen, zumal die Energieausbeute der Einsatzstoffe bei der Biogasverstromung hoch ist, gerade in Relation zur Herstellung von Biodiesel und Bioethanol. Und mit der Produktion von Methan wird der universelle Charakter des Energieträgers Biogas nochmals unterstrichen.

Kritische Begleitung auch in den Medien, hier der Börsenzeitung in einer Meinungsäußerung vom 14. Dez. 2010

IM BLICKFELD

Von Martin Dunzendorfer, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 14.12.2010
Aus Kuhnert sollte Energie gewonnen werden. Nun werden Bier und wohl auch Pommes Frites teurer. So kann es gehen, wenn die Umsetzung gut gemeinter Ideen aus dem Ruder läuft. Die Rede ist von der Förderung von Biogasanlagen, in denen aus tierischen Exkrementen (Gülle, Festmist) und Energiepflanzen (z. B. Mais und Rüben) durch Vergärung Biogas wird.

Aufgrund der Subventionierung durch den Staat, der die Erfüllung diverser Kriterien bei der Herstellung von Biogas jeweils mit einem Bonus honoriert, sind die entsprechenden Anlagen in den vergangenen Jahren wie Pilze aus dem Boden geschossen. Nach Angaben der Fachagentur Nachwachsende Rohstoffe (FNR), die 1993 auf Initiative der Bundesregierung ins Leben gerufen wurde, ist die Zahl der Biogasanlagen in Deutschland seit 2004, dem Jahr vor Inkrafttreten der ersten Novelle des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG), von rund 2000 auf geschätzte 5800 gestiegen. Noch weit stärker nahm in der gleichen Zeit die installierte elektrische Leistung zu, nämlich von knapp 250 auf etwa 2300 Megawatt.

Dies allein wäre natürlich kein Grund zur Klage, doch werden immer häufiger statt Rindermist und Schweinegülle Mais, Getreide oder Rüben zur Biogasherstellung ver-

wendet. Besonders häufig wird in Biogasanlagen Maisläsge (durch Milchsäuregärung haltbar gemachter Mais) als Substrat eingesetzt, da Mais einen hohen Ertrag an Trockenmasse pro Fläche aufweist. Zudem liefert Maisläsge bei der Vergärung einen hohen Gasertrag. Aber auch andere Pflanzensilage (etwa Roggen) gewinnen an Bedeutung. Dies führt aber zu einer Verdrängung bzw. Verknappung von Anbauflächen für andere Agrarrohstoffe und tendenziell zu einer Versteuerung aller landwirtschaftlichen Güter.

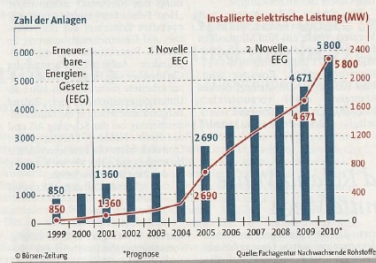
Bier wird teurer

In einigen Regionen kann etwa der Bedarf an Brauergerste nicht mehr gedeckt werden. 2011, so schätzen Marktkenner, muss erneut mehr als die Hälfte der in Deutschland benötigten Menge importiert werden. Nicht zuletzt deshalb haben Vertreter von Brauereiverbänden Preiserhöhungen für den Kasten Bier im nächsten Jahr zwischen 30 und 50 Cent angekündigt. Selbst Kartoffeln werden mancherorts knapp, was zu erheblichen Preissteigerungen der Rohware führt – so im Oldenburger Münsterland, einer Biogas-Hochburg, wo z. B. die börsennotierte Enveco ihren Sitz hat. Im nächsten Jahr könnten also auch Preissteigerungen bei Pommes Frites, Kroketten oder Kartoffelchips anstehen.

Seit einiger Zeit regt sich jedoch Widerstand, nicht nur unter Bierproduzenten und Kartoffelverarbeitern,

Die Biogasproduktion läuft aus dem Ruder

Der Biogasmarkt in Deutschland



Der Betreiber ließ durchblicken, man wolle die dritte Novelle des EEG abwarten, denn dann könne es neue Rahmenbedingungen für die Förderung solcher Anlagen geben.

Ende der Boni-Schwemme?

Tatsächlich ist branchenweit die Unsicherheit über die künftigen Rahmenbedingungen groß. Die Biogasunternehmen scheinen zu ahnen, dass es mit der Boni-Schwemme bald zu Ende geht. So sind Zusätze an die Nutzung innovativer Technologien (Technologie-Bonus), die Verwendung nachwachsender Rohstoffe oder Gülle (Nawaro-Bonus, darin enthalten der Gülle-Bonus), die Anwendung von Kraft-Wärme-Kopplung (KWK-Bonus) und die Einhaltung von Grenzwerten bei den Formaldehyd-Emissionen (Formaldehyd-Bonus) gebunden. Die seit Januar 2009 gültige Novelle des EEG sichert somit beim Einspeisen von regenerativ erzeugtem Strom in das Netz eine im Vergleich zu konventionellem Strom deutlich höhere und darüber hinaus auf 20 Jahre garantierte Vergütung.

Zwar müssen Alternativen zur Energieerzeugung durch die zur Netze gehenden fossilen Brennstoffe gefunden werden, doch Feilanzette, wie sie im Biogasmarkt gesetzt wurden, dürfen deshalb nicht zur Heiligen Kuh werden – und schon gar nicht zum Mst.

► Bericht Seite 10

Energiepflanzen: Anbaufläche in Deutschland

Angaben in Tsd. Hektar, Zunahme in %

	2008	2009	Zunahme 08/09	2010	Zunahme 09/10
Raps für Biodiesel / Pflanzenöl	915	942	3%	940	0%
Zucker u. Stärke für Bioethanol	187	226	21%	240	6%
Pflanzen für Biogas	500	530	6%	650	23%
Biogas-Anteil an Anbaufläche für Energiepflanzen	31%	31%		35%	
Dauerkulturen für Festbrennstoffe	2	4		4	
Gesamt	1.604	1.702	6%	1.834	8%

Quelle: Fachagentur Nachwachsende Rohstoffe e.V. (FNR)

Ausgestaltung der Anleihebesicherung

Die Unternehmensanleihe der BKN biostrom ist mit einer dreistufigen Besicherung ausgestattet.

Die gesamten Forderungen der Anleihegläubiger werden durch die Bestellung von Pfandrechten an den Kommanditanteilen der Objektgesellschaften abgesichert. Bei Anleihebegebung besteht diese Besicherung aus Pfandrechten an neun Objektgesellschaften (sieben bestehende Biogasanlagen, zwei Anlagenneubauten). Der Nominalwert der Anleihe ist, auch nach Abzug anderweitiger Gläubigeransprüche Dritter, durch den auf Basis von Ertragswertmodellen hochgerechneten Veräußerungsertrag jederzeit abgedeckt. Die gute Fungibilität der Biogasanlagen am Sekundärmarkt gewährleistet, dass die Rückzahlung der Anleihe über Veräußerungen problemlos finanziert wäre. Jedes bestellte Pfandrecht dient der vollständigen Besicherung sämtlicher Forderungen aus der Anleihe.

Die Abtretung der Einspeisevergütung wird über eine temporäre Mittelvereinnahmung auf einem Treuhandkonto umgesetzt. Dabei handelt es sich um die für die Energiebereitstellung entsprechend des EEG zufließenden Einzahlungen, die nach Abzug von Betriebskosten und vorrangigen Kapitaldiensten (aus Darlehensverpflichtungen des Fremdkapitalanteils) verbleiben. Das Treuhandkonto wird bis zur Höhe der jeweils folgenden Zinszahlung aufgefüllt. Somit stehen die Anleihezinsen im Vorhinein liquide zur Auszahlung bereit.

Dritter Punkt ist die treuhänderische Verwahrung, die dann greift, wenn aus der Anleihebegebung finanziertes Vermögen nach Freigabe durch den Treuhänder zeitweilig nicht in bestellten Pfandrechten an Objektgesellschaften gebunden ist. Die aufgrund der Vermögenswertveräußerung eingehenden Mittel werden auf einem Treuhandkonto vereinnahmt, bis ein den freigegebenen Sicherheiten gleichwertiges anderes Pfandrecht bestellt ist. Eine Mittelverwendungskontrolle findet nicht statt; die Konstruktion stellt dennoch sicher, dass keine Mittel für Zwecke außerhalb der Biogas-Wertschöpfungskette eingesetzt werden.

Anhang: Finanzdaten bis 2012/13e

Post-Money-Finanzdaten BKN biostrom

- aggregierte Konzernebene* -

Rechnungslegung nach IFRS**; Angaben aus GuV, Bilanz, Kapitalflussrechnung in TEUR und in %

Geschäftsjahresende: 30. September

Umsatz & Ergebnis	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Umsatzerlöse	23.819	18.810	17.644	21.357	28.932	32.236
Veränderung ggü. Vorjahr	213,4%	-21,0%	-6,2%	21,0%	35,5%	11,4%
EBITDA	-656	1.138	166	2.188	4.599	5.877
EBITDA-Marge	-2,8%	6,1%	0,9%	10,2%	15,9%	18,2%
Abschreibungen	117	167	248	593	2.065	2.065
EBIT	-773	971	-82	1.594	2.535	3.812
Zinsaufwand	666	412	463	954	2.156	2.028
EBT	-64	1.053	-362	616	329	1.734
Steueraufwand	-57	-299	-1.386	166	89	468
Nettoergebnis	19	1.433	1.024	449	240	1.266
Cash flow	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Operativer Cash Flow	-7.003	-133	5.088	2.022	4.511	5.409
Operativer Cash Flow inkl. Zinszahlungen	-6.354	-201	4.634	1.043	2.305	3.331
CAPEX	834	2.737	981	7.212	9.860	1.580
Freier Cash flow	-7.188	-2.938	3.653	-6.169	-7.555	1.751
Bilanz	30. Sep. 08	30. Sep. 09	30. Sep. 10	30. Sep. 11e	30. Sep. 12e	30. Sep. 13e
Liquidität	4.762	161	801	3.300	3.300	3.300
Finanzverbindlichkeiten	10.147	6.458	6.126	34.265	32.160	29.029
Nettofinanzverbindlichkeiten	5.384	6.297	5.325	30.965	28.860	25.730
Eigenkapital (EK)	19.311	15.307	15.995	15.645	15.885	17.150
Bilanzsumme	41.567	40.993	36.404	64.193	62.328	60.463
Solvenzkennzahlen	30. Sep. 08	30. Sep. 09	30. Sep. 10	30. Sep. 11e	30. Sep. 12e	30. Sep. 13e
Eigenkapital/ Bilanzsumme (EK-Quote)	46,5%	37,3%	43,9%	24,4%	25,5%	28,4%
Nettofinanzverbindl./ Eigenkapital (Nettoverschuldungsgrad od. Gearing)	27,9%	41,1%	33,3%	197,9%	181,7%	150,0%
Nettofinanzverbindl./ EBITDA (Leverage)	-8,21	5,53	32,07	14,15	6,27	4,38
EBITDA/ Zinsaufwand (Zinsdeckungsgrad)	-0,98	2,76	0,36	2,29	2,13	2,90

* die BKN-Gruppe wird von der BKN biostrom AG zentral gesteuert; das operative Geschäft liegt bei den Tochtergesellschaften

** Anpassung betrifft die Bilanzierung der entwickelten und zum Verkauf bestimmten Biogasanlagen, die abweichend als kurzfristiges Umlaufvermögen ausgewiesen werden, statt dass die jeweiligen Objektgesellschaften als zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte und abzugebende Geschäftsbereiche erfasst werden

Quellen: Emittentin (Historie bis 2009/10), SRH AlsterResearch (Projektion ab 2010/11e)

Die Projektion beruht auf vereinfachten Annahmen zu Umsatz- und Ergebniszahlen, die von der Konzernplanung abweichen.

Disclaimer: Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch SRH AlsterResearch zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 11.05.2011):

Die mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank, die eine Finanzbeteiligung an der SRH AlsterResearch AG (37,5% des Aktienkapitals) hält, hat mit der Emittentin einen Vertrag über die Platzierung der analysierten Teilschuldverschreibung geschlossen, der den Erhalt einer Gebühr in Abhängigkeit vom Platzierungsvolumen vorsieht.

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen keine über die expliziten Angaben hinausreichenden potenziellen Offenlegungssachverhalte zu Interessenkonflikten im Sinne der FinAnV vor.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 11.05.2011):

Die **Aktualisierung der vorliegenden Publikation** erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von SRH AlsterResearch kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten wird vorab hingewiesen.

Der Emittentin des analysierten Finanzinstruments ist diese Ausarbeitung vor Veröffentlichung nicht zugänglich gemacht worden. Die Emittentin hatte **keinen Vorabinblick**, auch nicht von Teilen dieser Ausarbeitung.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Bewertungsurteile der SRH AlsterResearch AG stützen sich auf allgemein anerkannte und verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Historie der Ausarbeitungen von SRH AlsterResearch zur Emittentin, der BKN biostrom AG:

11.05.2011 Initialeinschätzung zur Teilschuldverschreibung