

## Creditreform Rating-Summary zum Unternehmensrating

### Informationstableau

PNE WIND AG (Konzern)		Rating: <b>BB-</b>	PD 1-jährig: <b>2,00%</b>
		Erstellt am:	05.04.2016
Creditreform ID:	2350060811	Gültig bis max.:	04.04.2017
Vorstand:	Per Hornung Pederson (Vorsitzender d. Vorstands) Jörg Klowat Markus Lesser	Mitarbeiter:	390
		Konzern-Gesamt-leistung:	225,62 Mio. EUR (Gj. 2015)
(Haupt-)Branche:	Erneuerbare Energien / Windenergie		

#### Hinweis:

Zu dieser Rating-Summary wird der PNE WIND AG ein umfassender Ratingbericht inkl. Zertifikat ausgehändigt. Dieser enthält umfassende Informationen zum Rating des Unternehmens. Bei Unstimmigkeiten ist der Ratingbericht maßgeblich.

### Zusammenfassung

Der PNE WIND AG Konzern (PNE) plant und realisiert Windparkprojekte an Land (onshore) und auf hoher See (offshore). Der Fokus des Konzerns liegt dabei auf der Entwicklung, der Projektierung, der Realisierung und der Finanzierung von Windparks und deren Betrieb bzw. dem Verkauf mit anschließender technischer und kaufmännischer Betriebsführung. Bereits im Jahr 2014 hat der PNE WIND AG Konzern die Marke von 2.000 MW installierter Leistung onshore erreicht. Im offshore Bereich wurden bisher sechs Projekte verkauft, zudem ist die PNE als Dienstleister für weitere offshore Projekte tätig. Im Geschäftsjahr 2015 erzielte die PNE WIND AG mit durchschnittlich 390 Mitarbeitern eine Gesamtleistung im Konzern i.H.v. rd. 225,62 Mio. EUR (Vj. rd. 230,35 Mio. EUR) und ein Konzernjahresergebnis i.H.v. rd. 3,47 Mio. EUR (Vj. rd. -12,99 Mio. EUR).

PNE WIND AG Konzernjahresabschluss per 31.12.2015 (IFRS)	Strukturbilanz (Konzern) <sup>1</sup>	
	2015 IST	2014 IST
Bilanzsumme	410,42 Mio. EUR	346,08 Mio. EUR
Eigenkapitalquote	22,52%	26,77%
Gesamtleistung	225,62 Mio. EUR	230,35 Mio. EUR
Jahresergebnis	3,47 Mio. EUR	-12,99 Mio. EUR
Gesamtkapitalrentabilität	3,65%	-0,97%
Umsatzrentabilität	-6,04%	-5,59%

Der PNE WIND AG (Konzern) wird eine noch befriedigende Bonität attestiert, die im Vergleich zur Gesamtwirtschaft einer durchschnittlichen Beurteilung entspricht.

<sup>1</sup> Basierend auf der Ratingsystematik der Creditreform Rating AG wurde Anpassungen/Umgliederungen bei der strukturierten Aufbereitung des Konzernjahresabschlusses vorgenommen. U.a. wurde der Geschäfts- und Firmenwert vom Eigenkapital abgezogen. Die strukturierte Aufbereitung führt daher im Rahmen der quantitativen Analyse teils zu erheblichen Unterschieden zu den originären Jahresabschlussinformationen (z.B. Umsatzrentabilität = [9,77 Mio. Betriebsergebnis / 16,38 Mio. Zinsen und ähnliche Aufwendungen] / 109,52 Mio. EUR Umsatzerlöse).

## Strukturinformationen

Die Berichtsgesellschaft wurde 1995 gegründet und firmiert seit dem Jahr 2010 unter dem Namen PNE WIND AG. Der Fokus liegt mittlerweile ausschließlich auf der Geschäftstätigkeit im Zusammenhang mit Windkraftprojekten, sowohl an Land als auch auf See. Gegenstand des Unternehmens ist im Wesentlichen der Erwerb, die Gründung und ggf. die Veräußerung von sowie Beteiligung an im Energie- und Umweltbereich tätigen Unternehmen. Die PNE WIND AG ist mit einem Grundkapital von 76.555.434 EUR, eingeteilt in die gleiche Anzahl an Namensaktien im Prime Standard des geregelten Marktes der Deutsche Börse AG gelistet. Sitz der Gesellschaft ist Cuxhaven. Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr.

Die PNE WIND AG, als Konzernmutter, bildet mit einer Vielzahl von Tochtergesellschaften und Beteiligungen den PNE WIND AG Konzern. Wesentliche Beteiligung (83,10 %) ist die im Jahr 2013 erworbene WKN AG mit Sitz in Husum, welche vorwiegend in der onshore Projektierung von Windkraftanlagen in Deutschland und im Ausland tätig ist. Einzelne Windparkprojekte werden jeweils in einer separaten Gesellschaft entwickelt und anschließend in dieser Form an Investoren verkauft. Die Zweckgesellschaften haben üblicherweise in Deutschland die Form einer GmbH & Co. KG. Komplementärgesellschaft und damit Geschäftsführer ist ebenfalls eine der PNE WIND AG zuzuordnende Gesellschaft. Aufgrund von Markt- und Finanzierungserfordernissen sowie aus Gründen der Risikoabgrenzung wurde dieser gesellschaftsrechtliche Aufbau gewählt. Die Auslandsaktivitäten sind übergeordnet in der PNE Wind Ausland GmbH gebündelt. Diese wiederum hält Beteiligungen an Auslandsgesellschaften in dem jeweiligen Land, welche dann ebenfalls Zweckgesellschaften halten, in denen die jeweiligen Windkraftprojekte realisiert werden. Die WKN AG als Teilkonzern verfügt über einen ähnlichen strukturellen Aufbau. Insgesamt weist die Unternehmensstruktur eine hohe Komplexität auf. Haftungsverpflichtungen der PNE WIND AG zu verbundenen Unternehmen existieren dementsprechend. Ergebnisabführungsverträge zwischen der PNE WIND AG und ihrer Tochterunternehmen bestehen nicht, mit Ausnahme der PNE WIND Netzprojekt GmbH und der energy consult GmbH. Zudem besteht eine Patronatsklärung für die WKN AG. Innerhalb des WKN AG Teilkonzerns existieren teilweise Ergebnisabführungsverträge.

Die PNE WIND AG gliedert ihre Geschäftsbereiche in onshore Inland, offshore Inland, onshore Ausland und Stromerzeugung. Die WKN AG als Teilkonzern agiert als eigenständiges Unternehmen innerhalb des PNE Konzerns und ist in den Geschäftsbereichen onshore Inland und onshore Ausland tätig. Zentraler Standort der PNE WIND AG ist Cuxhaven. Funktionsübergreifend werden dort wichtige Bereiche wie Rechnungswesen und Controlling, Finanzen, Einkauf, Personal, Unternehmenskommunikation, Business Development und Projektsteuerung für die Unternehmensgruppe mit Ausnahme der WKN AG erbracht. Die WKN AG hingegen hat nach der Übernahme durch die PNE WIND AG ihre eigene Organisation behalten und deckt die übergreifenden Bereiche wie Rechnungswesen und Controlling, Personal und Einkauf mit eigenen Mitarbeitern am Standort Husum ab. Projektteams werden von der PNE sowohl im Inland als auch im Ausland vor Ort eingesetzt. Bei der schlüsselfertigen Errichtung von onshore Windparks setzt PNE Subunternehmer ein. Im Ausland wird im Wesentlichen mit lokalen Kooperationspartnern zusammengearbeitet. Durch die Übernahme der WKN AG ist der PNE WIND AG Konzern stark gewachsen und mithin sind die organisatorischen Anforderungen gestiegen. Für das weitere angestrebte Wachstum sind die vorhandenen Organisationsstrukturen aus unserer Sicht ausreichend. Dennoch bestehen nach unserer Meinung weiterhin hohe Anforderungen an die Unternehmenseinheiten um die Wirksamkeit von Risikoüberwachungs-, Rechnungslegungs-, Controlling- und Managementstrukturen zu gewährleisten.

## Produkte und Markt

Die PNE WIND AG ist in den Geschäftsbereichen Projektierung von Windkraftanlagen und Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien tätig. Der Bereich Stromerzeugung nimmt auf Grund der Veräußerungsabsicht von Projekten jedoch nur eine untergeordnete bzw. temporäre Rolle ein. Der Fokus liegt auf der Projektierung von Windkraftanlagen, sowohl onshore als auch offshore. Der PNE WIND AG Konzern deckt dabei grundsätzlich die gesamte Wertschöpfungskette von Entwicklung, Planung, Realisierung, Finanzierung, Betrieb, Verkauf und Betriebsführung ab. Je nach Unternehmensbereich ist das Produktportfolio differenziert zu betrachten.

Im Bereich onshore Windkraftanlagen Deutschland veräußern die PNE WIND AG bzw. ihre Tochterunter-

nehmen schlüsselfertige Windparks. PNE agiert hierbei typischerweise als Generalunternehmer. Beim Bau der Windparks arbeitet PNE herstellerunabhängig mit bewährten Partnerunternehmen zusammen. Beim Einkauf der Turbine wird auf etablierte und bankenfähige Hersteller zurückgegriffen. Die Gesamtpipeline der onshore Projekte (Entwicklungsphase I bis IV) beläuft sich derzeit auf rd. 4.927 MW. PNE veräußert die Projekte grundsätzlich im Direktvertrieb an Einzel- und Großinvestoren. Teilweise werden fertig gestellte Projekte gebündelt und bis zum Verkauf temporär betrieben bzw. gehalten (YieldCo oder Projektportfolio).

Im Bereich onshore Ausland (derzeit vor allem Großbritannien, USA, Rumänien, Frankreich, Polen) werden vorrangig Windparks entwickelt und projektiert und die Anteile an der Betreibergesellschaft (und damit einhergehend die Projektrechte) vor der Umsetzung des Windparks (d.h. dem Bau) an Investoren veräußert. Die Errichtung von Windparks und damit die Übernahme von Baurisiken soll in Zukunft in Einzelfällen mit übernommen werden. Die Gesamtpipeline beläuft sich derzeit auf rd. 3.360 MW.

Im Bereich offshore Windkraftanlagen betreibt der PNE WIND AG Konzern die Planfeststellung und technische Entwicklung von offshore Windparkprojekten in der deutschen Nordsee. Die Entwicklung durch PNE erfolgt hier typischerweise bis zur Umsetzungsreife („ready for construction“), bevor das Projekt an kapitalstarke Investoren verkauft wird. Vor allem mit dem dänischen Energieversorger DONG Energy hat PNE in der Vergangenheit zusammengearbeitet und Projekte (zuletzt Gode Wind I - III) an DONG veräußert. Im Kaufvertrag Gode Wind I - III wurden sogenannte Milestone Zahlungen festgelegt, welche bei einem bestimmten Projektfortschritt ausgelöst werden. PNE kalkuliert auf dieser Basis noch mit ausstehenden Zahlungen von rd. 32 Mio. EUR aus den Borkum Riffgrund II und den Gode Wind Verkäufen. Insgesamt bearbeitet PNE derzeit 12 offshore-Projekte, wovon sechs selbst entwickelt werden (rd. 2.640 MW). Bei den restlichen sechs fungiert PNE als Dienstleister.

Der Markt für Erneuerbare Energien, insbesondere im Bereich der Windenergie (national und international), bleibt unserer Ansicht nach grundsätzlich ein Wachstumsmarkt und bietet beispielsweise in Deutschland als einen der Kernmärkte weiterhin eine gewisse Planungssicherheit auf Grund des Erneuerbaren Energien Gesetzes, auch wenn sich innerhalb diesem die Unsicherheiten im Vergleich zu den Vorjahren erhöht haben. Ebenso ist anzumerken, dass anhaltende Diskussionen bzgl. Vergütungsänderungen und -kürzungen vor allem investorenseitig zu Unsicherheit und in der Folge zu Zurückhaltung bei anstehenden Investitionen führen können. Gemäß dem seit August 2014 in Kraft getretenen novellierten EEG ist es ab dem Jahr 2017 geplant, die Förderhöhe für Erneuerbare Energien Anlagen über Ausschreibungen zu ermitteln. Mit den Ausschreibungen der Fördertarife wird das Ziel verfolgt, die Stromvergütung über das EEG zu reduzieren. In diesem Zusammenhang ist davon auszugehen, dass sich die Kosten- und Ertragsstruktur bei der Projektierung eines Windparks ändern wird und verringerte Einspeisevergütungen zu einer Anpassung der Projektkalkulation führen werden. Ebenso dürfte sich der Wettbewerb um Projekte erhöhen. U.a. durch das YieldCo bzw. Projektportfolio Konzept versucht die PNE WIND AG auf die geplanten Änderungen entsprechend reagieren zu können.

## Strategie

Die Strategie des PNE WIND AG Konzerns ist auf die Windkraftbranche ausgerichtet und umfasst onshore- und offshore-Aktivitäten. Nach der strategischen Mehrheitsbeteiligung an der WKN AG, durch die die PNE WIND AG vor allem das bestehende Projektportfolio und die Pipeline im onshore-Bereich ergänzen konnte, plant die PNE WIND AG für die Zukunft organisch zu wachsen. Im Vordergrund steht im Wesentlichen die Diversifikation hinsichtlich der Ziel-/Absatzmärkte. Durch die entsprechende Diversifikation beabsichtigt PNE die Abhängigkeiten in Bezug auf Marktregulierung, Sättigungsraten und Laufzeiten der Entwicklung zu reduzieren. Als Voraussetzungen um in einem bestimmten Markt zu investieren, definiert PNE wirtschaftliche und politische Stabilität, ein stabiles Vergütungssystem (FIT/PPA) und die Zusammenarbeit mit einem geeigneten lokalen Partner.

Die Umsetzung der Wachstumsstrategie soll über folgende Wege verfolgt werden:

- Ausbau der offshore-Windparkprojektpipeline
- Selektive Ausweitung und Vertiefung der Auslandsexpansion

- Steigerung der Repowering Aktivitäten
- Ausbau des Dienstleistungssektors in Form von technischer und kaufmännischer Betriebsführung
- Mittelbare Veräußerung von gebündelten onshore-Windparks an Investoren, ggf. über eine kapitalmarktfähige Stromproduktionsgesellschaft (sogenannte YieldCo)

Mit der Gründung der YieldCo Gesellschaft im Jahr 2014 verfolgt die PNE WIND AG ein neues Geschäftsfeld. Die YieldCo soll als eigenständige Unternehmenseinheit dienen, in die zunächst eigenentwickelte und errichtete deutsche onshore-Windparks verkauft und in der Gesellschaft zu einem Windparkportfolio mit zunächst rd. 150 MW Gesamtnennleistung gebündelt werden. Anschließend (Plan 2016) soll die Mehrheit der Anteile an der YieldCo an Investoren verkauft bzw. an die Börse gebracht werden. Die restlichen Anteile bleiben im Besitz von PNE. Ebenso plant PNE das Asset Management für die YieldCo zu übernehmen und an entsprechenden Managementgebühren zu partizipieren. PNE verspricht sich von der Strategie, neben der Erschließung eines neuen Vertriebskanals, einen vergleichsweise höheren Ertrag beim Verkauf der YieldCo (Anteile) zu erzielen als wenn die Projekte einzeln veräußert werden würden. Diese Erwartung basiert auf den Erwartungen der YieldCo Investoren mit geringerer Risikoneigung und korrespondierenden Renditen. Gründe für eine niedrigere Risikovergütung sind zum einen die verringerten Risiken aufgrund von sich im Betrieb befindlichen Windparks und der Diversifikation. Zum anderen handelt es sich aufgrund der (geplanten) Börsennotierung um ein (grundsätzlich) liquides Investment. Darüber hinaus möchte sich PNE mit dem YieldCo Konzept auf die Vergütungszeit ab 2017 vorbereiten, ab dem Ausschreibungsverfahren für Windparks gesetzlich vorgesehen sind. Sollten sich Ausschreibungsverfahren negativ auf die Verkaufspreise für Windparks auswirken, verspricht sich PNE mit dem Vertriebskanal der YieldCo weiterhin attraktive Ertragschancen und die Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit.

Kein weiterer Fokus wird von PNE auf die Bereiche Solar und Biomasse gelegt. Das Solarkraftwerk wurde durch die Übernahme der WKN AG in das Portfolio aufgenommen und im dritten Quartal 2015 veräußert. Das Holzheizkraftwerk, welches aus früheren Geschäftstätigkeiten der PNE WIND AG im Bestand ist, wird weiterhin betrieben. Strategisch ist dieser Geschäftsbereich nach Aussage des Managements nicht mehr relevant.

Vor dem Hintergrund der Marktpotenziale der Windkraft im on- und offshore Bereich halten wir die strategischen Überlegungen des PNE WIND AG Konzerns für aussichtsreich. Trotz der (vor allem liquiditätsseitigen) Risiken, welche sich durch die Implementierung des YieldCo Konzepts für die PNE WIND AG ergeben können, halten wir die vom Management erörterten Überlegungen, vor allem vor dem Hintergrund des zukünftigen Marktdesigns (Ausschreibungsmodell ab 2017), für plausibel und nachvollziehbar.

### Rechnungswesen/Controlling

Das Rechnungswesen und Controlling sowie die Konzernbuchführung der PNE WIND AG sind in Cuxhaven zentralisiert. Die PNE WIND AG erstellt als börsennotierte Gesellschaft ihren Konzernabschluss nach den Regelungen gemäß IAS/IFRS. Quartalsberichte werden auf Konzernebene erstellt und veröffentlicht. Die PNE WIND AG erstellt eine integrierte Planung hinsichtlich Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Liquidität. Die Konzernplanung weist einen Drei-Jahres-Horizont auf und wird rollierend jährlich erstellt. Als maßgebliche Steuerungs- und Zielgröße wird von der Gesellschaft das EBIT verwandt. Für die einzelnen Windparkprojekte wird ein dezidiertes Projekt(kosten)controlling erstellt. Die Projektkalkulationen fließen entsprechend in die Gesamtplanung mit ein. Insgesamt halten wir das Rechnungswesen und Controlling sowohl auf Unternehmens- als auch auf Projektebene für gut ausgebaut. Ebenso beurteilen wir das Planungstool mit dem Detaillierungsgrad und korrespondierenden Erläuterungen als positiv und der Unternehmensgröße angemessen.

Der Konzernjahresabschluss nach IFRS weist aufgrund der Tätigkeiten im Projektgeschäft entsprechende stille Reserven auf. Der Geschäfts- und Firmenwert beträgt zum 31.12.2015 rd. 60,4 Mio. EUR, welcher i.H.v. 20,0 Mio. EUR der Projektierung von Windkraftanlagen der PNE zuzuordnen ist und i.H.v. 40,21 Mio. EUR der WKN (zudem 0,198 Mio. EUR Stromerzeugung). Da die Geschäfts- und Firmenwerte bisher nicht materialisiert wurden, werden diese basierend auf der Ratingsystematik der Creditreform Rating AG in der quantitativen Analyse vom Eigenkapital in Abzug gebracht. Eine Würdigung der in Abzug gebrachten Posten in qualitativer Hinsicht wurde bei der gesamten Urteilsfindung berücksichtigt. Ebenso kann der Wert der unfertigen

Erzeugnisse und Leistungen innerhalb der Vorräte in Zukunft Schwankungen ausgesetzt sein, da dieser von der entsprechenden erfolgreichen Realisierung von Windparkprojekten abhängig ist.

Der Konzernjahresabschluss 2015 sowie des Jahresabschlusses 2015 für PNE wurden mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen. Auch für die wesentliche Tochtergesellschaft WKN AG wurden uneingeschränkte Bestätigungsvermerke erteilt, jedoch mit einem Hinweis versehen. Dieser stellt auf den am 30.06.2016 auslaufenden Konsortialkredit (20 Mio. EUR) sowie ein dann fälliges Betriebsmitteldarlehen (6 Mio. EUR) ab. PNE hat hierfür eine Patronatserklärung in Höhe von 26 Mio. EUR abgegeben.

## Finanzen

Die PNE WIND AG nutzt ein breites Instrumentarium an Finanzierungen. Die PNE WIND AG weist eine langjährige Kapitalmarkthistorie aus und ist mit ihrer Aktie im Prime Standard an der Frankfurter Börse notiert und im CDAX Technology und im ÖkoDax vertreten. Die Aktien der Gesellschaft werden im Wesentlichen im Streubesitz gehalten. Größter Einzelaktionär ist Herr Volker Friedrichsen (ehemaliger Mehrheitseigentümer der WKN AG) mit einem Anteil von 14,99 %. Zum 4. April 2016 betrug die Marktkapitalisierung rd. 148,52 Mio. EUR und lag damit unter dem bilanzierten Konzerneigenkapital von 165,93 Mio. EUR zum 31.12.2015. Der Aktienkurs hat sich in den letzten fünf Jahren volatil um den Wert von 2,35 EUR je Aktie bewegt und lag zum 4. April 2016 bei 1,94 EUR (XETRA).

Im Mai des abgelaufenen Geschäftsjahres 2015 hat die PNE WIND AG durch eine Kapitalerhöhung i.H.v. 9,45 Mio. EUR (4.578.500 neue Aktien zu 2,065 EUR je Aktie) die Eigenkapitalbasis gestärkt. Im Oktober 2015 erfolgte eine Dividendenausschüttung für das Vorjahr in Höhe von rd. 3,1 Mio. EUR (0,04 EUR je Aktie). Im Verlauf des Jahres 2015 erfolgte eine Wandlung von 1.995 Wandelschuldverschreibungen. Im Geschäftsjahr 2015 beträgt der Konzernjahresüberschuss 3,47 Mio. EUR. Insgesamt konnte das bilanzielle Eigenkapital gegenüber dem Vorjahr von 160,2 Mio. EUR auf 165,93 Mio. EUR gesteigert werden. Damit setzt sich das bilanzielle Eigenkapital überwiegend aus dem gezeichneten Kapital von 76,56 Mio. EUR, der Kapitalrücklage von 82,29 Mio. EUR und dem Konzernbilanzgewinn von 10,91 Mio. EUR zusammen.

Wesentlicher Fremdfinanzierungsbaustein auf Ebene der PNE WIND AG ist die im Jahr 2013 mit einem Volumen von 100 Mio. EUR begebene Unternehmensanleihe. Die Anleihe ist mit 8,0 % (halbjährlich zahlbar) verzinst und im Juni 2018 endfällig. Der Anleihe wird im Prime Standard für Anleihen an der Börse Frankfurt gehandelt und notierte zum 4. April 2016 bei rd. 102 % (52 Wochen Hoch: 107,1 %, 52 Wochen Tief: 94,5 %). Risiken sehen wir vor allem aufgrund der Höhe des Nominalvolumens zum Rückzahlungszeitpunkt, sollte PNE zu diesem Zeitpunkt nicht über entsprechende Refinanzierungsmöglichkeiten verfügen. Als weiterer Fremdfinanzierungsbaustein dient die im Jahr 2014 begebene Wandelanleihe mit einem Volumen von 6,57 Mio. EUR, welche bis zum Laufzeitende im Oktober 2019 jederzeit in Aktien gewandelt werden kann.

Für die (Zwischen-)Finanzierung von einzelnen Windpark Projekten nutzt die PNE WIND AG in der Regel projektspezifische Bankenfinanzierungen, welche nach Managementangaben größtenteils auf non-recourse Basis der jeweiligen Projektgesellschaft gewährt werden. Damit ist bei Planabweichungen des Projekts gemäß Aussage des Managements ein Zugriff der Banken auf die PNE WIND AG nicht möglich. Langfristige Projektfinanzierungen und Projektzwischenfinanzierungen sind existent. Darüber hinaus bestanden per 31.12.2015 nicht in Anspruch genommene Projektzwischenfinanzierungslinien von 85,4 Mio. EUR, welche sich bei Inanspruchnahme faktisch bilanzverlängernd auswirken. Haftungsverhältnisse bestehen zum 31.12.2015 i.H.v. 10,46 Mio. insbesondere aus der Bereitstellung von Bürgschaften für Windparkprojekte EUR auf Konzernebene. Darüber hinaus bestehen Verpflichtungen aus einem Bestellobligo betreffend den Kauf von Windkraftanlagen i.H.v. netto 85,4 Mio. EUR auf Konzernebene.

Die WKN AG finanziert sich hauptsächlich über eine Konsortialkreditlinie i.H.v. 20 Mio. EUR und ein Betriebsmitteldarlehen i.H.v. 6 Mio. EUR. Zuletzt hat PNE hierfür eine Patronatserklärung abgegeben. Insgesamt sind diese 26 Mio. EUR per 30.06.2016 fällig. Zum 31.12.2015 wurden im Konsortialkredit definierte Finanzkennzahlen (u.a. Eigenkapitalquote) eingehalten. Derzeit werden mit den Banken Gespräche über eine Verlängerung geführt. Das Management der Berichtsgesellschaft geht von erfolgreichen Gesprächen hinsicht-



lich der Verlängerung aus. Das Ausbleiben der Verlängerung der Finanzierung bzw. einer Anschlussfinanzierung hätte aus unserer Sicht erhebliche Auswirkungen auf die aktuelle und zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des PNE WIND AG Konzerns.

Insgesamt setzen sich die Verbindlichkeiten des Konzerns gegenüber Kreditinstituten per 31.12.2015 aus langfristigen Darlehen (über 5 Jahre) von 75,52 Mio. EUR, aus mittelfristigen Darlehen von 36,94 Mio. EUR und aus kurzfristigen Darlehen von 35,86 Mio. EUR zusammen, wobei in den kurzfristigen Darlehen ebenfalls die Konsortialfinanzierung und die Betriebsmittellinie der WKN AG berücksichtigt ist.

Die Liquiditätsausstattung der PNE WIND AG (Einzelgesellschaft) ist zum Bilanzstichtag mit rd. 59,6 Mio. EUR bzw. mit rd. 56,5 frei verfügbarer Liquidität als gut zu bezeichnen. Die aktuellste Liquiditätsplanung zeigt im Jahresverlauf einen Verzehr der Liquidität bis zur Jahresmitte und insbesondere am Jahresende durch den gebündelten Verkauf von fertig gestellten und in Betrieb genommenen Windparks einen deutlich sprunghaften Anstieg der Liquidität. Maßgeblich wird daher die Belastbarkeit der Liquiditätsplanung von der Realisierung der geplanten Windparkprojekte und den Zufluss der liquiden Mittel abhängen. Bis dahin zeigt die Liquiditätsplanung auch die Tragfähigkeit von Liquiditätserfordernissen aus der Patronatserklärung für die WKN – sofern diese ab 1. Juli keine Refinanzierungen erlangen könnte. Die erfolgreiche Realisierung des Verkaufs von gebündelten Windparks von ca. 150 MW Ende 2016 würde aufgrund der der PNE zufließenden Zahlungsmittel eine Rückführung der Anleihe in 2018 gem. langfristiger Planung durch den Cash Flow ermöglichen. Unter Berücksichtigung planerischer Mittel der PNE AG zeigt die Liquiditätsplanung der WKN AG ab dem Ende des dritten Quartals 2016 eine Entspannung.

Die zukünftige Liquidität des PNE WIND AG Konzerns hängt maßgeblich von der erfolgreichen Realisierung von Windparkprojekten im In- und Ausland ab. Der Cash Flow aus dem operativen Geschäft ist daher teilweise hohen jährlichen Schwankungen unterworfen. Positiv wirken hierbei Cash Flows aus dem Betrieb von Windparks bis zur deren Veräußerung. Neben der Einzelveräußerung von Windparks wird vor allem die erfolgreiche (Teil-)Veräußerung der YieldCo maßgeblich für die zukünftige Finanz- und Ertragslage des PNE WIND AG Konzerns sein. Da die Veräußerung der YieldCo für Ende des Jahres 2016 geplant ist, wird sich die Verschuldung auf Konzernebene im Jahresverlauf 2016 zunächst weiter erhöhen. Aufgrund der teilweise fristeninkongruenten Finanzierung des Konzerns auf der einen und den Projektrisiken auf der anderen Seite wird das Finanztiming in Zukunft weiterhin eine bedeutende Rolle einnehmen. Sollte zudem der Konsortialkredit der WKN AG nicht in nennenswerter Form fortgeführt werden, hätte dies sowohl Auswirkungen auf die kurzfristige Liquidität des PNE WIND AG Konzerns als auch auf die geplante Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.

## Risiken

Das Risikomanagement des PNE WIND AG Konzerns ist standort- und funktionsübergreifend organisiert. Es zeigt die zentralen Elemente der Risikoidentifizierung, -quantifizierung und -bewertung sowie der Überwachung von Risiken. Die PNE hat ein Risikomanagement-Team installiert, welches vierteljährlich einen detaillierten Risikomanagement Report für die PNE WIND AG und die WKN AG erstellt. Risiken werden mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit und einem entsprechenden Auswirkungsgrad klassifiziert. Risikoverantwortliche werden für die jeweiligen Risikoarten bestimmt. Darüber hinaus werden aktuelle und gegebenenfalls neue Risiken in verschiedenen Besprechungsrunden (Auslandskoordinationsrunde, Projektkoordinationsrunde) thematisiert. Das Risikomanagement als eigenständiger Managementansatz ist nicht existent, es ist in die betrieblichen Abläufe integriert. Dies halten wir insbesondere vor dem Hintergrund der Unternehmensgröße und -strukturen für vertretbar.

Geeignete Versicherungen dienen zur Deckung elementarer Risiken. D&O-Versicherungen sind auch vorhanden. Die Versicherungen werden laufend überwacht und bei Bedarf angepasst. Einzelrisiken werden unseres Erachtens umsichtig und mit der nötigen Sorgfalt gesteuert. Das Risikomanagement ist unserer Ansicht nach zweckentsprechend ausgebaut.

Die PNE WIND AG ist verschiedenen internen und externen Risiken ausgesetzt, die im Folgenden stichpunkt-

tartig dargestellt werden:

- Projektplanungsrisiken und damit verbundene Geschäfts- und Umsatz- und Ergebnisschwankungen
- Risiken des Projektgeschäftes (Verzögerungen / Genehmigungen / Budgeteinhaltung / Projektabbruch / Lieferverzögerungen von Windenergieanlagen, etc.)
- Offshore-Windenergieindustrie befindet sich im Aufbau / dies birgt unvorhersehbare Risiken
- Risiken durch politische Veränderungen der Rahmenbedingungen
- Covenant-Brüche
- Patronatserklärung für WKN AG
- Sicherstellung der jederzeitigen Finanz- und Liquiditätsausstattung
- Fristenkongruente Finanzierungen auf Konzernebene (Unternehmensanleihe) in Verbindung mit der Verschiebung von Projektverkäufen
- Vorfinanzierungsbedarf und hohe Kapitalbindung im Rahmen der YieldCo Umsetzung
- Personenbezogene Risiken / Interessenkonflikte
- Haftungsverpflichtungen aus der Bereitstellung von Bürgschaften aus Projektverträgen
- Veräußerungsverzögerungen / Verzögerungen bei der Kapitalakquise
- Verpflichtungen gegenüber Holzheizkraftwerk Silbitz
- Nicht-Nutzung von Synergieeffekten mit WKN AG aufgrund Eigenständigkeit im Konzern
- Wettbewerb um Projekte / Standorte
- Marktrisiken / Gesetzliche Änderungen (u.a. EEG)
- Auslandsrisiken
- Zinsänderungsrisiken
- Währungsrisiken

Generell sind die typischen Risiken aus dem Projektgeschäft sowie Risiken einer Beteiligungsgesellschaft gegeben. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass z.B. die Verzögerung von Projekten sowie Neubewertungen von gehaltenen Anteilen Bilanzanpassungen erforderlich machen können und somit negative Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des PNE Wind AG Konzerns haben.

### Aktuelle Entwicklung

Die PNE WIND AG hat im Geschäftsjahr 2015 eine Konzerngesamtleistung i.H.v. 225,62 Mio. EUR erzielt. Damit fiel die Gesamtleistung gegenüber dem Vorjahr (230,35 Mio. EUR) annähernd gleich aus. Umsatzerlöse fielen hierbei geringer aus, da Projekte für den gebündelten Verkauf vorgesehen sind und mithin nicht konzernextern veräußert wurden. Das Betriebsergebnis hat sich nach unseren Berechnungen erhöht und betrug 9,77 Mio. EUR (Vj. 3,12 Mio. EUR). Das Finanzergebnis verbesserte sich auf -14,72 Mio. EUR (Vj. -18,72 Mio. EUR). Insgesamt verbesserte sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit auf -4,96 Mio. EUR (Vj. -15,17 Mio. EUR), gleichwohl dies erneut negativ ausfällt. Steuererstattungen betragen 3,69 Mio. EUR (Vj. -3,02 Mio. EUR). Das Konzernjahresergebnis vor Minderheiten betrug -1,39 Mio. EUR (Vj. -18,30 Mio. EUR) bzw. 3,47 Mio. EUR (Vj. -12,99 Mio. EUR) nach Minderheitenanteilen. Auf Ebene der Einzelgesellschaft erreichte die PNE WIND AG eine Gesamtleistung von 148,99 Mio. EUR (Vj. 156,50 Mio. EUR) und ein Betriebsergebnis von 8,90 Mio. EUR (Vj. 11,63 Mio. EUR). Im Ergebnis erzielte die PNE WIND AG einen Jahresüberschuss von 10,27 Mio. EUR gegenüber 3,96 Mio. EUR im Vorjahr.

Um das Geschäftsmodell zu erweitern und einen neuen Vertriebskanal zu erschließen, plant PNE in Zukunft einen Teil der projektierten deutschen onshore Windparks zunächst in einer YieldCo Gesellschaft zu bündeln und nach Aufbau eines Portfolios von rd. 150 MW die Anteile an einen Investor zu veräußern bzw. an die Börse zu bringen. Durch das YieldCo Konzept werden Verkäufe an Dritte zeitlich nach hinten verschoben. Eine Realisierung der Konzernumsätze und möglicher Ergebnisbeiträge erfolgt damit auch erst bei Verkauf der YieldCo Anteile. Dafür kalkuliert PNE aber mit erhöhten Ertragschancen als beim Einzelverkauf von

Windparks. Hierdurch wird sich die Kapitalstruktur im aktuellen Jahr aus Ratingsicht zunächst ceteris paribus weiter verschlechtern, da die Windparks konzernintern verkauft und mittels „non-recourse“ Bankenfinanzierungen ausgestattet werden sollen. Die strategischen Überlegungen hinsichtlich der YieldCo sind aus unserer Sicht plausibel, auch wenn sie zunächst zu Lasten des operativen Cash Flows gehen. Daher muss die finanzielle Basis und ein fristenkongruenter Exit sichergestellt werden. Sollte der geplante Projektexit über die YieldCo Struktur nicht wie geplant realisierbar sein, bestände nach wie vor die Option die errichteten Windparks anderweitig gebündelt oder einzeln zu veräußern, wenn auch mit möglichen Konsequenzen für die Ertrags- und Finanzlage. Die Festlegung des konkreten Exitkanals sollte in der ersten Jahreshälfte erfolgen. Auf Basis des Verkaufs von gebündelten Onshore-Windparks von ca. 150 MW im Jahr 2016 plant das Management im aktuellen Geschäftsjahr ein Konzern-EBIT von bis zu 100 Mio. EUR. Von den avisierten 150 MW wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 93,9 MW in Betrieb genommen oder befinden sich zum Bilanzstichtag im Bau.

Die Umsatz- und Ergebniszahlen der PNE WIND AG im Mehrjahresvergleich sind grundsätzlich aufgrund des Geschäftsmodells der Gesellschaft Schwankungen unterworfen. Mithin stellen sich auch die Zinsdeckungs- und Entschuldungskennziffern stichtagsbezogen volatil dar. Aufgrund der Unvorhersehbarkeiten im Projektgeschäft veröffentlicht PNE eine Drei-Jahres-Prognose auf EBIT Basis, um möglichen Projektverschiebungen Rechnung zu tragen. Die Prognose für den Zeitraum 2014-2016, welche ein summiertes EBIT von 110 bis 130 Mio. EUR prognostiziert, wird weiterhin vom Management bestätigt, gleichwohl aktuell eher das untere Ende der Bandbreite adressiert wird. Grund hierfür ist die bisherige Nichtgenehmigung des schottischen Projekts Sallachy.

Die PNE WIND AG konnte sich in den letzten Jahren als Projektierer im deutschen Windsektor etablieren. Ebenso waren weitere Erfolge in der offshore Projektierung zu verzeichnen. Die Projektpipeline ist insgesamt gut gefüllt. Ebenso konnte die Pipeline durch die Mehrheitsbeteiligung an der WKN AG erweitert als auch internationalisiert werden. Die Aussichten in der Windenergiebranche sind aus unserer Sicht nach wie vor positiv, gleichwohl national und international teils hohe regulatorische und politische Herausforderungen bestehen. Die strategischen Überlegungen der PNE WIND AG sind aus unserer Sicht plausibel. Synergiepotenzial kann sich aus der Integration der WKN AG ergeben. Im Gesamtkontext positiv wirkt darüber hinaus die Einigung mit Volker Friedrichsen. Mögliche Risiken sehen wir kurzfristig im Zusammenhang mit Refinanzierungen bei der WKN AG. Aufgrund der Tätigkeiten im Projektgeschäft und einem damit verbundenen hohen Vorfinanzierungsbedarf wird es in Zukunft wichtig bleiben, Projekte wie geplant zu veräußern um einerseits die Kosten des operativen Geschäftsbetriebs zu decken und andererseits die Finanzierungen auf Konzern-ebene fristgerecht zu bedienen.



## Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass die uns vom Mandanten zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind sowie deren Inhalt korrekt ist und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

## Kontakte

Creditreform Rating AG  
Hellersbergstraße 11  
D - 41460 Neuss

Telefon +49 (0) 2131 / 109-626  
Telefax +49 (0) 2131 / 109-627  
E-Mail [info@creditreform-rating.de](mailto:info@creditreform-rating.de)  
[www.creditreform-rating.de](http://www.creditreform-rating.de)

Vorstand: Dr. Michael Munsch  
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl

HRB 10522, Amtsgericht Neuss

PNE WIND AG  
Peter-Henlein-Straße 2 - 4  
D - 27472 Cuxhaven

Telefon +49 (0) 4721 / 71806  
Telefax +49 (0) 4721 / 718444  
E-Mail: [info@pnewind.com](mailto:info@pnewind.com)  
[www.pnewind.com](http://www.pnewind.com)

Vorstand: Per Hornung Pederson (Vorsitzender),  
Jörg Klowat, Markus Lesser  
Aufsichtsratsvorsitzender: Alexis Fries

HRB 110360, Amtsgericht Tostedt