

# Zusammenfassung des Ratingberichtes

## **PNE WIND AG**

10. April 2014

# Ratingbegründung

<b>Rating vom 10. April 2014</b>	
<b>Unternehmensrating:</b>	<b>BBB-</b>
<b>Ausblick:</b>	<b>negativ</b>
<b>Ratingobjekt:</b>	
<p>Ratingobjekt ist die PNE WIND AG, die sich auf die Entwicklung von Windenergie-Projekten im Onshore- und Offshore-Bereich fokussiert. Im Onshore-Bereich ist die Gruppe derzeit in 14 Ländern aktiv. In geringem Umfang werden Windenergieanlagen selbst betrieben. Der Konzern erwirtschaftete im Jahr 2013 mit etwa 410 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von € 158,8 Mio.</p>	
<b>Stärken:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ gute Kapitalstruktur</li> <li>■ gute Marktstellung als Projektierer in Deutschland (On- und Offshore)</li> </ul>	
<b>Schwächen:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ geringe Cashflow- und Ertragsstabilität</li> <li>■ nur geringe Auslandsumsatzungen</li> <li>■ noch geringe Umsetzungsreife der Pipeline</li> <li>■ Abhängigkeit von Führungspersonen</li> </ul>	
<b>Chancen:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ steigende Ergebnisbeiträge aus den Auslandsmärkten (Onshore)</li> <li>■ Erschließung weiteren Ertragspotenzials durch Repowering</li> </ul>	
<b>Risiken:</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Verschlechterung der Rahmenbedingungen Onshore durch EEG-Reform</li> <li>■ Abschwächung der Nachfrage sowie des Preisniveaus von Windenergieprojekten</li> <li>■ steigende Wettbewerbsintensität</li> <li>■ Bonität von Großkunden</li> <li>■ Zinssteigerungsrisiko</li> </ul>	

**Euler Hermes Rating bewertet die Bonität und Zukunftsfähigkeit der PNE WIND AG mit BBB-. Für die kommenden zwölf Monate halten wir eine Abschwächung des Ratings für möglich.**

Ausschlaggebend für das aktuelle Rating sind die gegenwärtig gute Kapitalstruktur sowie die nach dem Verkauf dreier Offshore-Windparks gute Liquiditätsausstattung. Die Ertragskraft und Cashflow-Generierung weisen geschäftsbedingt starke Schwankungen auf, wobei sich die Ertragskraft im Betrachtungszeitraum auch aufgrund der Erträge aus dem Offshore-Bereich verbessert hat. In den vergangenen Jahren hat PNE WIND die Projektierungsaktivitäten forciert, die zu stark steigenden Gesamtleistungen sowie höheren Ergebnissen führen sollen. Die bislang bearbeiteten Auslandsmärkte sollten ab 2013 zu ersten Projektverkäufen und Ergebnisbeiträgen führen, die im Planungszeitraum auch durch die Akquisition der WKN AG 2013 stark ansteigen sollen. Insgesamt soll sich die Ertragskraft in den kommenden Jahren stabilisieren. Der Eigenbetrieb soll zwar ausgebaut werden, aber weiterhin nur eine untergeordnete Bedeutung einnehmen. PNE WIND verfügt unseres Erachtens als Projektierer über eine gute Marktstellung in Deutschland sowohl im Onshore- als auch im Offshore-Bereich.

Chancen bestehen durch ein grundsätzlich positives Marktumfeld. Langfristig wird der Anteil erneuerbarer Energien und insbesondere der Windenergie an der Energieversorgung steigen. Allerdings bestehen hinsichtlich der Änderung des EEG in Deutschland sowie einigen Auslandsmärkten weiterhin Risiken. Darüber hinaus können Projektverzögerungen und eine Abschwächung der Nachfrage sowie des Preisniveaus von Windenergieprojekten die Rentabilität verringern sowie den Vorfinanzierungsbedarf für weitere Projektierungen erhöhen.

Aufgrund der 2014-2016 vermutlich nicht mehr anfallenden hohen Erträge aus dem Offshore-Bereich muss PNE die Umsetzungseffizienz Onshore deutlich steigern, um die geplanten Projekte zu realisieren. Die daraus zu generierenden Erträge und Cashflows sind unserer Ansicht nach notwendig, um eine Aufrechterhaltung der derzeit angemessenen Liquiditätssituation sicherzustellen. Die Projektpipeline hat sich unserer Ansicht nach nicht ausreichend entwickelt und ist noch mit Unsicherheiten behaftet. Wir halten insbesondere die Planung für die Auslandsprojekte für ambitioniert.

Wir halten daher eine Abschwächung des Ratings für möglich.

Finanzkennzahlen	2011	2012	2013
EBITDA-Marge	10,2	27,7	32,9
Return on Capital employed (ROCE)	0,0	16,2	17,2
Eigenkapitalquote	39,1	47,7	32,5
Verschuldungsgrad	46,6	31,2	49,3
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	22,6	3,7	5,4
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	12,6	1,5	2,5
EBIT-Zinsdeckung	0,0	3,6	4,3
EBITDA-Zinsdeckung	0,9	4,6	4,9

# Unternehmen

Die im Jahr 1995 gegründete PNE WIND AG (PNE oder PNE WIND) ist ein international agierender Entwickler und Betreiber von Windenergie-Projekten im On- und Offshore-Bereich. In der Vergangenheit wurden von PNE selbst mehr als 100 Projekte/Windparks mit einer Gesamtnennleistung von rd. 850 Megawatt betriebswirtschaftlich konzipiert und realisiert. Zum 31. Dezember 2013 beschäftigte die PNE WIND-Gruppe in den voll konsolidierten Unternehmen 410 Mitarbeiter.

Die PNE WIND-Gruppe hat sich in den vergangenen Jahren sukzessive im Bereich der Eigenentwicklung von Projekten verstärkt. Ausgehend von den Inlandsaktivitäten hat die Gruppe in den vergangenen Jahren auch die Aktivitäten im Ausland stark ausgeweitet. Im Rahmen der Restrukturierung der PNE-Gruppe (bis Ende 2006) erfolgte eine Refokussierung auf das Kerngeschäft Onshore Deutschland. Die im Anschluss wieder aufgenommenen Projektierungen im Bereich Onshore Ausland führen erst mit entsprechenden Verzögerungen zu Umsätzen. PNE WIND projiziert derzeit Standorte in Großbritannien, Kanada, den USA, der Türkei, Ungarn, Rumänien und Bulgarien. Neben den Onshore-Projekten verfolgt PNE WIND auch diverse Offshore-Aktivitäten, die bereits zu ersten Verkäufen von Projektrechten geführt haben.

Mitte 2013 hat die PNE WIND AG 82,75 % der Anteile an der WKN AG, Husum, erworben. WKN ist im Onshore-Windbereich tätig und betreibt derzeit noch einen Solarpark. Im Windbereich ist WKN neben Deutschland in zahlreichen europäischen Ländern (Frankreich, Italien, Schweden, Polen, Ukraine) sowie Südafrika aktiv. Insgesamt wurden in der WKN-Gruppe bislang Projekte mit rund 1.100 Megawatt Gesamtnennleistung projiziert, darunter auch in einigen Auslandsmärkten (Frankreich, Italien und Polen). Zum 31. Dezember 2013 beschäftigte die WKN-Gruppe in den voll konsolidierten Unternehmen 206 Mitarbeiter.

Die Aktien der PNE WIND AG sind im Prime Standard notiert. Aktuell befinden sich 79,84 % der Aktien in Streubesitz. Die Volker Friedrichsen Beteiligungs GmbH (vormaliger Mehrheitsgesellschafter der WKN AG) hält 19,79 % der Aktien, 0,37 % werden vom Management der PNE gehalten.

Vorstände der PNE WIND AG sind Herr Martin Billhardt (CEO; Jg. 1962), der für die Bereiche Strategie, Investor Relations, Akquisition, Vertrieb, Einkauf Windenergieanlagen, Personal, Recht und Beteiligungen zuständig ist, Herr Jörg Klawat (CFO; Jg. 1968) der die Bereiche Finanz- und Rechnungswesen, Controlling sowie Risikomanagement verantwortet, und Herr Markus Lesser (Jg. 1964), der als COO für die Projektentwicklung sowie die Realisierung von Onshore- und Offshore-Windparks verantwortlich ist.

Die bisherige Ratingentwicklung der PNE WIND AG stellt sich wie folgt dar:

Rating-Historie	12. April 2013	10. April 2014			
Notation/Outlook	BBB-/positiv	BBB-/negativ			

# Finanzanalyse

## Ertragskraft und Rentabilität

Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir die sonstigen betrieblichen Erträge im Geschäftsjahr 2013 um die Schadenersatzzahlungen (T€ 500) sowie Erträge aus Anlagenabgängen (T€ 189) bereinigt. Aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben wir die Anschaffungsnebenkosten für den Erwerb der WKN AG (2013: T€ 1.836) in das a. o. Ergebnis gegliedert. Sonstige Steuern wurden durchgängig den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zugerechnet.

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung	2011		2012		2013		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2012	2013
Umsatzerlöse	48.638	95,7	84.395	90,9	144.040	90,7	73,5	70,7
<b>Gesamtleistung</b>	50.802	100,0	92.810	100,0	158.829	100,0	82,7	71,1
Materialaufwand	28.717	56,5	44.601	48,1	71.895	45,3	55,3	61,2
<b>Rohertrag</b>	22.085	43,5	48.209	51,9	86.934	54,7	118,3	80,3
Sonstige betriebliche Erträge	3.059	6,0	1.477	1,6	2.534	1,6	-51,7	71,6
Personalaufwand	11.450	22,5	13.526	14,6	21.615	13,6	18,1	59,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8.521	16,8	10.431	11,2	15.592	9,8	22,4	49,5
<b>EBITDA</b>	5.173	10,2	25.729	27,7	52.261	32,9	397,4	103,1
Abschreibungen	5.156	10,1	5.375	5,8	6.224	3,9	4,2	15,8
<b>EBIT</b>	17	0,0	20.354	21,9	46.037	29,0	n/a	126,2
Finanzergebnis	-4.948	-9,7	-5.315	-5,7	-9.174	-5,8	7,4	72,6
<i>davon Zinsaufwand</i>	5.827	11,5	5.659	6,1	10.617	6,7	-2,9	87,6
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	-4.931	-9,7	15.039	16,2	36.863	23,2	n/a	145,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-4.931	-9,7	15.038	16,2	35.716	22,5	n/a	137,5
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	-5.056	-10,0	15.290	16,5	38.549	24,3	n/a	152,1

Die Entwicklung der Aufwendungen und Erträge der PNE WIND AG ist durch **geschäftsspezifische Merkmale** geprägt. Die teilweise erheblichen Volumina der unregelmäßig stattfindenden Verkaufstransaktionen (durchschnittliche Projektierungslaufzeit: drei bis fünf Jahre) führen zu einer volatilen Geschäftsentwicklung. Die jeweilige Höhe der Umsatzerlöse wird darüber hinaus durch den Fertigstellungsgrad der veräußerten Projekte bestimmt. Im Fall eines schlüsselfertigen Verkaufs von Projekten (i. d. R. bei Onshore-Projekten in Deutschland) werden die Umsatzerlöse neben der Wertschöpfung aus der Projektierung zusätzlich auch durch den Wert der Bauleistungen (WEA) bestimmt. Werden die Projekte hingegen vor Baubeginn veräußert (i. d. R. Offshore-Projekte sowie On-shore Ausland), beziehen sich die Umsätze ausschließlich auf die Projektierungsleistung und fallen entsprechend geringer aus. Durch die im Fall eines schlüsselfertigen Verkaufs korrespondierenden Aufwendungen gleicht sich dieser Effekt auf Ergebnisebene wieder aus. Die Aussagefähigkeit der ausgewiesenen Umsatzerlöse sowie der darauf bezogenen Ergebnismargen ist somit eingeschränkt.

Die im **Geschäftsjahr 2012** auf € 84,4 Mio. erhöhten Umsatzerlöse waren vorrangig auf die Veräußerung der Offshore-Windpark-Projekte „Gode Wind“ I bis III an ein dänisches Energieversorgungsunternehmen zurückzuführen. Der Verkauf führte im Jahr 2012 zu Umsätzen von ca. € 60 Mio. Darüber hinaus trugen die Veräußerung des Onshore-Windparks „Kemberg II“ (10 MW) an einen deutschen Energieversorger sowie der Verkauf der Rechte an dem baugenehmigten Windpark-Projekt „Rositz II“ zum Umsatz bei. Der Materialaufwand erhöhte sich infolge der Weiterentwicklung von Projekten und im Zusammenhang mit dem Verkauf der „Gode Wind“-Projekte. Der Personalaufwand stieg aufgrund der gestiegenen Mitarbeiterzahl sowie auch durch die Ausweitung der variablen Vergütung an. Ursache des Anstiegs der sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren insbesondere ge-

stiege Vorlaufkosten im Rahmen der Projektierung sowie erhöhte Rechts- und Beratungskosten. Insgesamt verbesserte sich das Betriebsergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr um € 20,3 Mio. auf € 20,4 Mio. Bezogen auf die Segmente wurden 2012 in der *Projektierung von Windkraft* ein Betriebsergebnisbeitrag (vor Konsolidierungsbuchungen) von € 19,2 Mio. und in der *Stromerzeugung* von € 2,5 Mio. erwirtschaftet. Nach Abzug des anteiligen Finanzierungsergebnisses war das Segment Stromerzeugung leicht negativ.

Das **Geschäftsjahr 2013** ist aufgrund der erstmaligen Vollkonsolidierung der WKN AG zum 04. Juli nicht mit den Vorjahren vergleichbar. Die Umsatzerlöse erhöhten sich auf € 144,0 Mio., hiervon entfallen auf das Segment *Projektierung von Windkraft* € 133,4 Mio. Der *Teilkonzern WKN* erwirtschaftete (zeitanteilig) Umsatzerlöse in Höhe von € 29,6 Mio. Hierbei wurden zwei Projekte (Kastorf und Kropp) mit insgesamt 33 MW veräußert, wobei ein Teil der Umsatzerlöse erst 2014 (nach Baufertigstellung) realisiert wird. Darüber hinaus wurden die Rechte an dem Projekt Bütow (12 MW) verkauft. Vom *Teilkonzern PNE* wurden 2013 die Windparks „Zernitz II“, „Langwedel II“ und „Calau IIA“ (insgesamt 11 WEA mit 24 MW) fertig gestellt und veräußert. Aus dem Verkauf dieser Onshore-Projekte wurde ein Umsatz von € 32,3 Mio. (2012: € 14,1 Mio.) erzielt. Darüber hinaus geht der Umsatzanstieg auf Umsatzerlöse (€ 25,1 Mio.) für in Bau befindliche Onshore-Projekte (insgesamt 11 MW) zurück, die nach der Percentage of Completion-Methode erfasst wurden. Diese Projekte werden 2014 fertig gestellt und endabgerechnet. Im Umsatz sind zudem erhaltene Milestone-Zahlungen in Höhe von € 45,0 Mio. aus der Veräußerung der Offshore-Windpark-Projekte „Gode Wind“ I bis III an ein dänisches Energieversorgungsunternehmen enthalten. Erst mit Erfüllung der an die Milestone-Zahlung gebundenen Bedingungen werden diese Zahlungen als Umsatz gebucht. Weitere Umsatzerlöse von bis zu € 25 Mio. werden bis 2018 beim Erreichen definierter Fortschritte im Rahmen der Projektentwicklung folgen. Die Bestandserhöhungen betragen € 14,8 Mio. und betreffen die Weiterentwicklung der Projekte. Die Gesamtleistung erhöhte sich insgesamt auf € 158,8 Mio.

Das Segment *Stromerzeugung* erwirtschaftete einen Umsatz von € 10,6 Mio. (2012: € 10,3 Mio.) und ein EBIT von € 2,3 Mio. (unbereinigt, vor Konsolidierungsbuchungen). Nach Abzug des Finanzierungsergebnisses (netto € 2,0 Mio.) war das Segment Stromerzeugung erstmals positiv. Dieses Segment beinhaltet zwei Windparks mit einer Leistung von ca. 29 MW, ein Holzheizkraftwerk mit einer Leistung von ca. 6 MW sowie den Solarpark Passauer Land. Die Umsätze liegen insbesondere durch den erstmaligen Einbezug eines zum Teilkonzern WKN gehörenden Solarparks leicht über dem Vorjahresniveau.

Die fortgeschrittene Projektierungstätigkeit des Konzerns sowie die Umsetzung von Onshore-Projekten führten zu erhöhten Materialaufwendungen. Die Personalaufwendungen sowie auch die (bereinigten) sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen im Wesentlichen durch die Einbeziehung von WKN. Die Abschreibungen stiegen durch die Einbeziehung des Solarparks. Das Betriebsergebnis konnte mit € 46,0 Mio. mehr als verdoppelt werden. Vom unbereinigten Betriebsergebnis vor Konsolidierungsbuchungen (€ 49,9 Mio.) entfielen € 47,6 Mio. auf das Segment *Projektierung von Windkraft*.

Das Finanzergebnis schwächte sich stark durch gestiegene Zinsaufwendungen infolge der im April 2013 emittierten und im September auf € 100,0 Mio. aufgestockten Anleihe auf € -9,2 Mio. ab. Das Ergebnis vor Steuern erhöhte sich auf € 35,7 Mio. Infolge einer Steuererstattung konnte ein Jahresergebnis von € 38,5 Mio. erwirtschaftet werden.

Ertragskraft (%)	2011	2012	2013
EBITDA-Marge	10,2	27,7	32,9
Gesamtkapitalrentabilität	0,5	11,4	11,4
ROCE	0,0	16,2	17,2
Cashflow-ROI	2,7	14,2	12,5

Die **Ertragskraft** des PNE WIND-Konzerns ist stark von den jeweiligen Projektverkäufen geprägt, weist im Betrachtungszeitraum jedoch eine steigende Tendenz auf. Die Ertragskraft war 2012 und 2013 stark von den Milestone-Zahlungen aus dem Verkauf der Gode Wind-Projekte geprägt. Die Nachhaltigkeit der Erträge ist noch unzureichend. Die Unternehmensgruppe weist hohe Strukturkosten auf, die neben den umfassenden Verwaltungen (PNE inkl. Business Development: 68 Mitarbeiter; WKN: 53 Mitarbeiter) auch auf die umfangreiche Personalausstattung im Projektierungsbereich zurückzuführen ist. Im Bereich Onshore Ausland werden derzeit in verschiedenen Ländern insgesamt 95 Mitarbeiter (PNE: 25; WKN: 70) beschäftigt. Projekte im Ausland hat bis vor kurzem nur WKN realisiert. Der Bereich Onshore Ausland hat somit bei PNE weiterhin noch investiven Charakter.

Die Ertragskraft der PNE WIND AG wies im Analysezeitraum eine steigende Tendenz auf. Maßgeblich ist dies auf Milestone-Zahlungen aus Offshore-Projektverkäufen, aber auch auf die gestiegene Veräußerung von Onshore-Inlandsprojekten zurückzuführen. Insgesamt sind die Nachhaltigkeit der Erträge und damit die Deckungsfähigkeit der unserer Ansicht nach hohen Strukturkosten, die aus der Forcierung der Projektierungsaktivitäten im Inland und Ausland resultieren, aus unserer Sicht noch unzureichend.

## Kapitalstruktur und Verschuldung

Bei der Ermittlung der Strukturbilanz haben wir 25 % der auf WKN entfallenden Geschäfts- und Firmenwerte (€ 7,9 Mio.) vom Eigenkapital abgezogen. Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir die aktiven latenten Steuern und die passiven latenten Steuern analytisch saldiert und aktivische Überhänge zur Berechnung des wirtschaftlichen Eigenkapitals vom bilanziellen Eigenkapital abgezogen.

Strukturbilanz	31.12.2011		31.12.2012		31.12.2013		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2012	2013
<b>Aktiva</b>	191.675	100,0	181.529	100,0	417.904	100,0	-5,3	130,2
Langfristige Vermögenswerte	133.846	69,8	82.443	45,4	133.151	31,9	-38,4	61,5
<i>davon immaterielle Vermögenswerte</i>	39.797	20,7	22.118	12,2	48.457	11,6	-44,4	119,1
<i>davon Sachanlagen</i>	93.803	48,8	60.077	33,1	76.089	18,2	-36,0	26,7
<i>davon finanzielle Vermögenswerte</i>	246	0,1	248	0,1	8.605	2,1	0,8	3.369
Kurzfristige Vermögenswerte	57.829	30,1	99.086	54,6	284.753	68,1	71,3	187,4
<i>davon Vorräte</i>	14.096	7,4	29.318	16,2	146.613	35,1	108,0	400,1
<i>davon Forderungen und sonst. VG</i>	24.286	12,7	33.182	18,3	60.738	14,5	36,6	83,0
<i>davon liquide Mittel</i>	19.447	10,1	36.586	20,2	77.402	18,5	88,1	111,6
<b>Passiva</b>	191.675	100,0	181.529	100,0	417.904	100,0	-5,3	130,2
Eigenkapital	74.991	39,1	86.534	47,7	136.008	32,5	15,4	57,2
Rückstellungen	1.940	1,0	1.739	1,0	12.112	2,9	-10,4	596,5
Verbindlichkeiten (inkl. RAP)	114.745	59,9	93.256	51,4	269.785	64,6	-18,7	189,3
<i>davon Finanzverbindlichkeiten</i>	84.761	44,2	75.845	41,8	209.493	50,1	-10,5	176,2

Im **Geschäftsjahr 2012** ging der Rückgang der Bilanzsumme auf reduzierte langfristige Vermögenswerte zurück. Die immateriellen Vermögenswerte entwickelten sich vorrangig durch den Abgang der Projektrechte „Gode Wind I“ um € 17,7 Mio. auf € 22,1 Mio. rückläufig. Das Sachanlagevermögen reduzierte sich in erster Linie durch den Abgang der Offshore-Projekte „Gode Wind I“ und „Gode Wind II“ um € 33,7 Mio. auf € 60,1 Mio. Auf den Eigenbestand entfiel ein Sachanlagevermögen von € 37,4 Mio. Hintergrund der Zunahme der kurzfristigen Vermögenswerte war in erster Linie der Zahlungseingang aus der Veräußerung der Projekte „Gode Wind“ I und II, die ebenfalls aus dem Verkauf dieser Projekte resultierende Steigerung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Ausweitung der unter den Vorräten ausgewiesenen unfertigen Leistungen aus der Projektentwicklung. Die liquiden Mittel betragen zum 31. Dezember 2012 € 36,6 Mio. und machten damit ca. 20 % der bereinigten Bilanzsumme aus. Auf der Passivseite erhöhte sich das wirtschaftliche Eigenkapital gewinnbedingt um € 11,5 Mio. auf € 86,5 Mio. Die Finanzverbindlichkeiten haben sich 2012 um € 8,9 Mio. auf € 75,8 Mio. reduziert.

Im **Geschäftsjahr 2013** war die Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage maßgeblich von der Erstkonsolidierung des Teilkonzerns WKN sowie der in diesem Zusammenhang begebenen Unternehmensanleihe beeinflusst. Die bereinigten immateriellen Vermögenswerte stiegen um € 26,3 Mio. auf € 48,4 Mio. Der Anstieg resultiert aus der Kaufpreisallokation des Teilkonzerns WKN. Insgesamt ergibt sich aus dem Kaufpreis von € 76,8 Mio. abzüglich der beizulegenden Zeitwerte (€ 54,5 Mio.) und zuzüglich der Minderheitenanteile (€ 9,4 Mio.) ein Geschäfts-



oder Firmenwert von € 31,7 Mio.. Die Werthaltigkeit hängt maßgeblich vom Erreichen der Planungsprämissen bezüglich der Projektpipeline ab. Der Zuwachs des Sachanlagevermögens geht im Wesentlichen auf die Einbeziehung von WKN zurück. Hiervon entfallen € 10,4 Mio. auf den Solarpark.

Die kurzfristigen Vermögenswerte stiegen um € 185,7 Mio. auf € 284,8 Mio. Vom Anstieg entfallen hierbei € 117,3 Mio. auf das Vorratsvermögen, das nunmehr €146,6 Mio. bzw. 35,1 % der Bilanzsumme beträgt. Die unfertigen Leistungen aus den in Entwicklung befindlichen Onshore- und Offshore-Windparks werden insgesamt mit € 129,2 Mio. bewertet. Hiervon entfallen € 61,2 Mio. auf WKN (2012: € 35,0 Mio.). Im Teilkonzern PNE WIND erhöhten sich die unfertigen Leistungen von € 28,0 Mio. (2012) auf € 68,0 Mio. Auf drei, Ende 2013 erworbene Offshore-Projekte (Atlantis I-III) entfallen hiervon € 17,0 Mio. Im Inland betraf der Anstieg der unfertigen Leistungen im Wesentlichen die Weiterentwicklung der Onshore-Projekte Köhlen, Chransdorf-West, Kemberg III, Sontra, Calau II und Kührstedt. Die Bewertung der unfertigen Leistungen unterliegt bei Projektentwicklungsgesellschaften im Allgemeinen Unsicherheiten. Abwertungsrisiken können im PNE WIND-Konzern insbesondere aus fehlenden Genehmigungen zur Errichtung von Windparks, aus aufwendigen Genehmigungsaufgaben und aus (erheblichen) zeitlichen Verzögerungen resultieren. Zudem können Projekte durch veränderte Rahmenbedingungen (z. B. Verschlechterung der Vergütungstarife/-strukturen) unwirtschaftlich werden und zu einem Abwertungsbedarf führen.

Die Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände stiegen im Wesentlichen durch Forderungen aus der Auftragsfertigung (im Bau befindliche Windparks), durch kurzfristige Darlehensforderungen an veräußerte Projektgesellschaften sowie Vorsteuerforderungen. Der Anstieg der liquiden Mittel resultiert aus der Verschiebung von Zahlungen im Wesentlichen für Windenergieanlagen in den Januar und Februar sowie den teilweise noch nicht verwendeten Mitteln der Anleiheemission. Für den Kauf der WKN AG sind insgesamt € 49,9 Mio. an liquiden Mitteln geflossen.

Der Anstieg der Rückstellungen geht insbesondere auf bedingte, variable Kaufpreisverpflichtungen (sog. Earn out-Zahlungen) im Zusammenhang mit dem Erwerb der drei Offshore-Projekte zurück. Die Finanzverbindlichkeiten stiegen durch die Emission der Unternehmensanleihe (€ 100,0 Mio.) sowie der Einbeziehung von WKN (€ 61,0 Mio.). Die durch Wandlung entfallenen Verbindlichkeiten aus der Wandelschuldverschreibung wirkten sich gegenläufig aus.

Das Eigenkapital stieg infolge des Jahresgewinns, der Wandlung von Wandelschuldverschreibungen (€ 19,7 Mio.) sowie von Zugängen von Minderheitsanteilen (€ 9,4 Mio.) im Rahmen der Erstkonsolidierung von WKN. Gegenläufig wirkte sich die Dividendenzahlung von € 4,2 Mio. aus. Das wirtschaftliche Eigenkapital beträgt nunmehr € 136,0 Mio. Aufgrund der durch die Übernahme von WKN sowie der Anleiheemission gestiegenen Bilanzsumme hat sich die Eigenkapitalquote auf 32,5 % reduziert.

	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
<b>Kapitalstruktur (%)</b>			
Eigenkapitalquote	39,1	47,7	32,5
Verschuldungsgrad	46,6	31,2	49,3
<b>Entschuldungspotenzial</b>			
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	22,6	3,7	5,4
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	12,6	1,5	2,5
<b>Zinsdeckungsrelationen</b>			
EBIT-Zinsdeckung	0,0	3,6	4,3
EBITDA-Zinsdeckung	0,9	4,6	4,9

Die Kapitalstruktur hat sich im Geschäftsjahr 2013 infolge des fremdfinanzierten Erwerbs des Teilkonzerns WKN abgeschwächt und ist aktuell noch als gut zu bewerten. Die Kapitalstruktur ist jedoch in hohem Maße von der Werthaltigkeit insbesondere der Vorräte (Bewertung der Projektpipeline) sowie der auf WKN entfallenden Firmenwerte abhängig. Die Zinsdeckungsrelationen stiegen analog zur positiven Geschäftsentwicklung. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Zinsaufwendungen aus der Anleihe noch nicht ganzjährig enthalten ist. Das Entschuldungspotenzial hatte sich 2012 infolge des höheren Ergebnisses bei reduzierter (Finanz)Verschuldung verbessert, 2013 ist es aufgrund der stark gestiegenen Verschuldung gesunken.

**Der PNE WIND-Konzern verfügt nach der Übernahme des Teilkonzerns WKN über eine noch gute Kapitalstruktur. Die Kapitalstruktur ist jedoch stark von der Werthaltigkeit insbesondere der Vorräte (Bewertung der Projektpipeline) sowie der auf WKN entfallenden Firmenwerte abhängig. Vor dem Hintergrund der positiven Ergebnisentwicklung haben sich die Zinsdeckungsrelationen im Analysezeitraum verbessert. Das Entschuldungspotenzial hat sich 2013 infolge der akquisitions- und wachstumsbedingten stark gestiegenen Finanzverschuldung abgeschwächt.**

## Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Abweichend von der Konzernrechnungslegung haben wir Einzahlungen aus Verkäufen von konsolidierten Einheiten (2012), Auszahlungen für Investitionen in konsolidierte Einheiten (2010) und Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen und in immaterielle Vermögenswerte (2012, 2011, 2010), die Teil des Geschäftsmodells der Unternehmensgruppe sind, analytisch vom Cashflow aus Investitionstätigkeit in den Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit gegliedert.

Cashflow (T€)	2011	2012	2013
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-16.845	14.407	-4.321
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	1.345	35	-57.989
Free Cashflow (Summe)	-15.491	14.442	-62.310
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-4.238	2.837	95.553

Die Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit sowie die Free Cashflows weisen in den vergangenen Geschäftsjahren erhebliche Schwankungen auf und waren in den Geschäftsjahren 2011 und 2013 deutlich negativ. Im Geschäftsjahr 2012 führte insbesondere die Veräußerung der „Gode Wind“-Projekte zu einem deutlich positiven Free Cashflow. Auch im Geschäftsjahr 2013 wurde der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit stark von den erhaltenen Milestone-Zahlungen geprägt, die vollständig von der Vorfinanzierung der Projektierungstätigkeit sowie dem Kauf der drei Offshore-Projekte absorbiert wurden. Im Cashflow aus der Investitionstätigkeit ist der Barkaufpreis für die WKN-Gruppe enthalten, der durch die Emission einer Unternehmensanleihe (€ 100,0 Mio.) finanziert wurde. Im Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit ist darüber hinaus die Nettoaufnahme von Finanzkrediten in Höhe von € 16,3 Mio. enthalten. Auszahlungen erfolgen im Wesentlichen für den Erwerb eigener Anteile, die Transaktionskosten der Anleihe, Dividenden und die Tilgung von Genussrechten. Insgesamt zeigt die Entwicklung der Cashflows, dass es der PNE WIND-Gruppe noch nicht in einem ausreichenden Ausmaß gelungen ist, die Cashflow-Entwicklung zu stabilisieren.

Zur **Finanzierung** des Eigenbestandes sowie der Betriebsimmobilie standen der PNE per 31. Dezember 2013 langfristige besicherte Finanzierungen in Gesamthöhe von € 32,2 Mio. zur Verfügung. Die Vorfinanzierung der Projektierungstätigkeiten im In- und Ausland erfolgt im Teilkonzern PNE WIND u. a. durch Wandschuldverschreibungen und Genussrechte in Gesamthöhe von € 10,7 Mio. Diese endfälligen Finanzierungsinstrumente haben jeweils Laufzeiten bis 2014. Auch Teilbeträge der Anleihe, die eine Laufzeit bis 2018 hat, werden für die Vorfinanzierung der Projektierung verwendet. Die WKN-Gruppe finanziert ihre Projektierungstätigkeit aus einem Betriebsmittel-Konsortialkredit über € 29,0 Mio. (Laufzeit bis Juni 2016), der per 31. Dezember 2013 in Höhe von € 14,6 Mio. nicht beansprucht wurde. Noch nicht ausgenutzte Projektzwischenfinanzierungslinien bestanden zum selben Stichtag in Höhe von € 107,0 Mio., davon entfielen € 76,3 Mio. auf PNE und € 30,7 Mio. auf WKN.

**Die volatile Entwicklung der Cashflows zeigt, dass es der PNE WIND-Gruppe noch nicht in einem ausreichenden Ausmaß gelungen ist, die Cashflow-Entwicklung zu stabilisieren. Das Innenfinanzierungspotenzial weist noch erhebliche Schwankungen auf und war im Analysezeitraum stark von den Milestone-Zahlungen aus Offshore-Projektverkäufen geprägt. Auf der Grundlage der vorhandenen Finanzierungsinstrumente sowie der liquiden Mittel ist die finanzielle Flexibilität trotz der volatilen Cashflow-Entwicklung derzeit als befriedigend zu bewerten.**



# Marktumfeld

**Weltweit** ist der Ausbau von Windenergie in besonderem Maße von politischen Klimazielen und den dadurch unterschiedlichen Rahmenbedingungen einzelner Märkte geprägt. Zunehmend tragen aber auch Effizienzverbesserungen der Technologie, Skaleneffekte bei der WEA-Herstellung und steigende Energiepreise zu einem anhaltenden Ausbau weltweit bei. Die Kapazität der installierten Windenergieanlagen stieg 2013 um 12,4 % an und betrug am Jahresende 318,1 Gigawatt (GW). Dabei verteilte sich der Zuwachs maßgeblich auf die Regionen China (16,1 GW) und die EU (12,0 GW, davon Deutschland: 3,2 GW). In den USA wurden 2013 nur 1,1 GW installiert (2012: 13,1 GW), weniger als in Kanada mit 1,6 GW. Die installierte Offshore-Leistung ist weiterhin vergleichsweise gering und blieb bisher hinter den politisch ambitionierten Zielsetzungen zurück. Gründe hierfür sind vor allem Risiken in Bezug auf die Investitionskosten sowie stark projektabhängige und eingeschränkt kalkulierbare Betriebskosten. Steigende Erfahrungswerte sowie technologischer Fortschritt und das hohe energetische Potenzial auf See werden voraussichtlich zu steigenden Zuwachsraten führen. Voraussetzung hierfür ist aber die politische Zielsetzung, dieses Segment der erneuerbaren Energien weiter zu fördern. Speziell in Deutschland sehen wir hierfür gute Voraussetzungen, da im Rahmen der EEG Novelle 2014 die Offshore-Windenergie mit derzeit großzügigen Ausbaubegrenzungen (bis 2020 max. 6,5 GW) und hohen Vergütungssätzen (Stauchungsmodell) nachhaltig gefördert werden soll.

Installierte Leistung in GW (Onshore)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	CAGR
Europa	109,8	121,5	130,8	143,8	157,8	172,8	9,5 %
Nordamerika	67,6	70,9	83,1	94,1	106,6	120,1	12,2 %
Asien	97,6	115,9	137,1	159,6	183,6	209,1	16,5 %
Südamerika	3,5	4,7	9,3	11,3	13,5	16,5	36,4 %
Pazifikregion	3,2	3,9	4,8	5,8	6,8	8,0	20,1 %
Nahost und Afrika	1,1	1,2	2,6	4,1	6,6	9,6	54,2 %
<b>Welt</b>	<b>282,8</b>	<b>318,1</b>	<b>367,7</b>	<b>418,7</b>	<b>474,9</b>	<b>536,1</b>	<b>13,6 %</b>

Quelle: GWEC (2013-2017: Prognose, Stand April 2013)

**EU-weit** legt die Richtlinie 2009/28/EG verbindliche Zielwerte für den Anteil erneuerbarer Energien in der EU und den einzelnen Mitgliedstaaten fest (siehe Tabelle unten). In Deutschland entwickelte sich der Anteil erneuerbarer Energien von 6,7 % (2005) auf 12,4 % (2012).

Nationale Ziele der EU-Richtlinie	Anteil erneuerbarer Energien am Bruttoendenergieverbrauch 2005	2012	Zielwerte 2020
Deutschland	6,7 %	12,4 %	18,0 %
Vereinigtes Königreich	1,4 %	4,2 %	15,0 %
Italien	5,9 %	13,5 %	17,0 %
Frankreich	9,5 %	13,4 %	23,0 %
Polen	7,0 %	11,0 %	15,0 %
<b>EU gesamt</b>	<b>8,7 %</b>	<b>14,1 %</b>	<b>20,0 %</b>

Quelle: Eurostat

Am 22. Januar 2014 schlug die EU-Kommission erweiterte Energie- und Klimaziele für den Zeitraum nach 2020 vor. Hiernach sollen bis 2030 die Treibhausgasemissionen um 40 % gegenüber 1990 verringert, sowie der Anteil erneuerbarer Energien auf 27 % erhöht werden. Diese Ziele müssen erreicht werden, wenn die EU ihre langfristige Zusage gegenüber den Vereinten Nationen einhalten will, die Treibhausgasemissionen bis 2050 um 80-95 % zu verringern. Allerdings sollen die einzelnen Mitgliedstaaten zukünftig keine verbindlichen Ausbauziele mehr erhalten. Lediglich die Senkung des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes will die Kommission verbindlich vorschreiben, was sich aber

sowohl durch einen Ausbau der Erneuerbaren Energien als bspw. auch durch Atomkraft erreichen lässt. Dies wird unserer Ansicht nach in Verbindung mit unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen und Windverhältnissen zu einer sehr uneinheitlichen Ausbaudynamik führen. Schwächen sehen wir insbesondere in vielen mittel- und osteuropäischen Ländern wie beispielsweise Bulgarien, Rumänien, Ungarn, Ukraine oder Polen. Trotz vielversprechender Wind- und Flächenverhältnisse tragen in diesen Ländern häufige energiepolitische Richtungswechsel, eine unberechenbare Genehmigungspraxis und unzureichende Netzkapazitäten zu unattraktiven Investitionsbedingungen bei.

In **Deutschland** erhöhte sich die installierte Kapazität 2013 um 3,2 GW auf 34,3 GW (+19,5 %), wozu auch Kapazitätserhöhungen durch Repowering (+0,8 GW) und Offshore (+0,2 GW) beitrugen. Insgesamt steigerte sich der Zuwachs gegenüber den Vorjahren (2012: +2,4 GW, 2011: +2,1 GW, 2010: +1,6 GW). Deutschland ist damit europaweit seit Jahren der größte und wachstumsstärkste Einzelmarkt für Windenergie. Die Entwicklung ist Ergebnis einer konsequenten und nachhaltigen Förderpolitik in Folge des geplanten Atomausstiegs sowie der Verfolgung der europäischen Energie- und Klimaziele. Insgesamt gehen wir zukünftig von einem fortgesetzten, aber rückläufigen Zubauszenario aus. Wir führen dies auf die Abnahme geeigneter Flächen, auf die vielerorts bestehenden Höhen- und Abstandsrestriktionen sowie auf die begrenzten Netzkapazitäten zurück. Zum anderen erwarten wir dämpfende Effekte aus der bis Sommer 2014 umzusetzenden EEG-Reform. Der am 08. April vom Kabinett verabschiedete Gesetzesentwurf sieht ein Ausbauziel von jährlich maximal 2,5 GW (Onshore) vor. Hierzu sollen Vergütungen abgesenkt und Boni gestrichen, sowie ab 2017 Ausschreibungsverfahren angewandt werden. Des Weiteren soll ab 2015 die Direktvermarktung zwingend sein sowie Managementprämie und Grünstromprivileg entfallen. Die Schritte zu einer marktkonformeren Gestaltung der Energiewende werden aufgrund stark gestiegener Strompreise für Industrie (19 % über EU-Durchschnitt) und Verbraucher (48 % über EU-Durchschnitt) sowie wettbewerbsrechtlicher Auflagen der EU (Grünstromprivileg, Umlagebefreiung) notwendig. Durch die sinkende Anzahl rentabel projektierbarer Onshore-Projekte erwarten wir außerdem einen zunehmenden Wettbewerb.

In **Großbritannien** waren Ende 2013 10.531 MW installiert, davon etwa 3.600 MW in Offshore-Anlagen. Großbritannien besitzt damit weltweit die höchsten Offshore-Kapazitäten. Die EU-Vorgaben zum Ausbau regenerativer Energiequellen sollen durch ein Quotensystem und einen Zertifikathandel erreicht werden. Des Weiteren greifen ab 2017 umfassende Reformen in Form festgelegter Differenzvergütungssätze. Insgesamt verfolgt die britische Regierung ein ambitioniertes Ausbauziel von 31.000 MW (davon 10.000 MW Offshore) bis 2020. Die geringe Akzeptanz von Windkraftanlagen in der Bevölkerung führt regelmäßig zu Projektverzögerungen und damit zu einer schwierigen Projektierung. Insgesamt erwarten wir aber eine positive Entwicklung des britischen Windmarktes.

In **Italien**, dem Land mit bisher EU-weit sehr hohen Zubauraten und attraktiven Vergütungsstrukturen, sollen seit 2013 Mengengrenzungen von 500 MW p. a. die Zubaugeschwindigkeit der letzten Jahre (bis zu 1.000 MW) reduzieren. Darüber hinaus bestehen Regulierungsmechanismen in Form eines auktionenbasierten Tarifsystems für Projekte mit mehr als 5 MW sowie einer vorgeschriebenen Direktvermarktung mit Differenzvergütung durch die italienische Energieagentur. Insgesamt erwarten wir aufgrund der angepassten Regulierung ein abnehmendes Ausbautempo und sinkende Projektmargen. Bis 2020 soll der weitere Ausbau in Italien so auf bis zu 12.500 MW begrenzt werden (Ende 2013: 8.552 MW).

In **Frankreich** erhöhte sich die installierte Kapazität im Jahr 2013 um nur 0,6 GW auf 8,3 GW (+8,3 %). Der Zubau bewegte sich damit unter Vorjahresniveau. Das Zubautempo muss deutlich gesteigert werden, um die europäischen Klimaziele zu erreichen. Hierzu hat die Regierung das ambitionierte Ziel zum Ausbau von 25 GW Windkraft (davon 6 GW Offshore) bis 2020 ausgegeben. Insgesamt weist Frankreich aufgrund der Vielzahl guter Standorte eines der höchsten Potenziale für den weiteren Ausbau europäischer Windenergie auf. Trotzdem stehen die Genehmigungspraxis sowie die starke Atomlobby im Widerspruch zu den nationalen Ausbauzielen. Mit der Reduzierung bürokratischer Hemmnisse durch das so genannte Loi Brottes haben sich die Umsetzungsvoraussetzungen auch an Land allerdings verbessert. Aufgrund der grundsätzlich guten Rahmenbedingungen in Bezug auf Vergütungsstruktur, Rechtssicherheit und Windverhältnisse sowie aktueller Äußerungen der französischen Regierung erwarten wir insgesamt wieder steigende Zubauzahlen.

In **Polen** erhöhte sich die installierte Kapazität im Jahr 2013 um 0,9 GW auf 3,4 GW (+ 35,8 %). Der Zubau bewegte sich damit auf Vorjahresniveau. Den größten Beitrag zum Erreichen der EU-Ziele sollen Windkraftanlagen auf dem Festland leisten. In Polen gibt es keinen garantierten Einspeisetarif, sondern eine gesetzlich privilegierte Abnahme von Regenerativstrom gefördert durch zusätzlich handelbare Grünstromzertifikate. Hindernisse bei der Projektentwicklung bestehen durch eine seit 2010 anfallende Netzanschlussgebühr sowie ungenügende Kapazi-

täten des Elektrizitätsnetzes. Daneben belasten Diskussionen um einen Ausbau der Kohlekraftwerke sowie die ablehnende Haltung der polnischen Regierung gegenüber den Klimaschutzzielen der EU das derzeitige Marktumfeld. Die langfristigen Aussichten für den Ausbau der Windenergie bewerten wir deshalb bei derzeit verschlechterten Rahmenbedingungen als unbeständig.

Die **USA** sind nach China das Land mit der weltweit größten Windenergieleistung (2013: 61,1 GW) und verzeichneten 2012 den auch weltweit höchsten Zubau (+13,1 GW). Die Entwicklung in den einzelnen Jahren ist in den USA stark auf die jeweils geltenden Förderbedingungen (PTC, ITC, ARRA) zurückzuführen, die in der Regel nur für einen relativ kurzen Zeitraum beschlossen werden, somit keine langfristige Planungssicherheit bieten und zu Finanzierungsschwierigkeiten bei großen Windprojekten führen. Zusätzlich belasten gesunkene Strompreise in Folge des Erdgas-Booms das Marktumfeld für alternative Energieformen. Dennoch verfolgen 29 Staaten Ausbauziele zur Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energien. Im Dezember 2013 wurde zudem ein Gesetz zur privilegierten Abnahme von Regenerativstrom im Repräsentantenhaus diskutiert. Die zukünftige Entwicklung hängt aus unserer Sicht damit von den bisher eher kurzfristig ausgerichteten wirtschaftlichen Anreizen sowie weiteren Rahmenbedingungen ab. Zentrale Fördermaßnahmen wie PTC (Production Tax Credit) und ITC (Investment Tax Credit) wurden für die laufende Periode 2014 bisher nicht verlängert. Für 2014 erwarten wir insgesamt geringere Zubauzahlen. Längerfristig gehen wir aber von einem zwar schwankenden, aber kontinuierlichen Ausbau aus.

**Insgesamt erwarten wir eine langfristige Fortsetzung des weltweiten Ausbaus der Windenergieanlagen als wesentliche Energiequelle bei der Verfolgung der Energie- und Klimaziele, insbesondere innerhalb Europas. Außerdem sehen wir technische Effizienzgewinne als weitere positive Markttreiber für den zukünftigen Ausbau an. Das Ausbaupotenzial einzelner Marktregionen ist dabei neben der Vergütung insbesondere von der Stabilität rechtlicher und politischer Rahmenbedingungen sowie der Netzinfrastruktur abhängig. Hauptrisiken bestehen in unerwarteten Änderungen dieser Rahmenbedingungen in einzelnen Märkten sowie in sinkenden Energiepreisen. Für Deutschland gehen wir weiterhin von nennenswerten Zuwachszahlen aus, auch wenn die Vergütung im Rahmen des neuen EEG voraussichtlich sinken wird.**

# Strategie und Planung

## Strategische Ausrichtung

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
<p><b>Klare Fokussierung auf Windenergie</b></p> <p><b>Geschäftsfeld Onshore</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Projektierung und Verkauf von Windparks und Projekt-rechten</li> <li>■ verstärkte Aktivitäten im Repowering-Bereich</li> <li>■ Übernahme der Betriebsführung nach Verkauf</li> <li>■ moderater Ausbau des Eigenbestandes</li> </ul> <p><b>Geschäftsfeld Offshore</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Weiterentwicklung bestehender Projekte mit dem Ziel des Verkaufs der Projektrechte</li> <li>■ Zukauf weiterer Rechte an Windparks ggf. auch im Aus-land</li> <li>■ Erbringung von Dienstleistungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit weiterhin in Deutschland</li> <li>■ Diversifizierung in Bezug auf internationale Märkte zur Reduzierung des Umsetzungs- und Vergütungsrisikos und zur Verstetigung von Erträgen und Cashflows</li> </ul>
Organisation	Finanzen
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Zusammenlegung der Bereiche Vertrieb, Einkauf, Be-triebsführung</li> <li>■ weitestgehend Beibehaltung der Eigenständigkeit von WKN</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Beibehaltung einer soliden Finanzierungsstruktur</li> <li>■ deutliche Erhöhung von Gesamtleistung und EBIT 2014 bei anschließender Stabilisierung</li> </ul>

Die PNE WIND AG positioniert sich als Entwickler von Windenergieprojekten sowohl im Onshore- als auch im Offshore-Bereich. Der **Fokus der Geschäftsaktivitäten** liegt hierbei auf der Entwicklung, der Realisierung (nur Onshore-Bereich) sowie dem Verkauf der Windparks bzw. der Projektrechte (*Segment Projektierung von Windkraft*). Der Eigenbetrieb von Windparks (*Segment Stromerzeugung*) hat nur einen geringen Stellenwert. Vor dem Hintergrund der bereits erheblichen Organisationsgröße und bearbeiteten Pipeline soll der Schwerpunkt auch zukünftig auf dem Verkauf von Projekten bzw. Projektrechten liegen, um so die für das weitere Geschäft benötigte Liquidität zu generieren und finanzielle Risiken zu reduzieren. Ein Ausbau des Eigenbestandes ist somit weiterhin kein strategisches Ziel. Wir halten dies vor dem Hintergrund der Organisationsgröße und des damit verbundenen hohen Liquiditätsbedarfs ebenfalls für sinnvoll und notwendig. PNE WIND betreibt zwei eigene Windparks in Deutschland. Gelegentlich werden fertig gestellte Projekte bis zu deren Verkauf und Übergabe an die Betreiber in diesem Segment ausgewiesen. Zum Segment Stromerzeugung zählen des Weiteren ein Holzheizkraftwerk sowie ein Solarpark aus dem Bestand der WKN. Aktivitäten in anderen Bereichen der erneuerbaren Energien werden nicht angestrebt.

Dabei strebt PNE auch weiterhin eine regionale (Onshore) bzw. zunächst projektbezogene Diversifizierung (Offshore) an. Dies soll die Abhängigkeit von nationalen Vergütungssystemen bzw. finanziellen und Umsetzungsrisiken bei Offshore-Projekten reduzieren. Offshore schließt PNE eine selektive Ausdehnung der Aktivitäten auf andere Länder nicht aus, wobei dies allerdings derzeit nicht konkret angegangen wird. Mit der WKN AG hat PNE ein

Unternehmen übernommen, das in weitestgehend komplementären Märkten tätig ist und anders als PNE in der Vergangenheit auch schon Umsetzungserfolge in einzelnen Märkten hatte. Der Kauf von WKN wurde von PNE in erster Linie zur Erweiterung der Auslandspipeline und zum Erreichen einer verstetigten positiven Cashflow- und Ergebnisentwicklung vorgenommen. Eine unterjährige Verstetigung ist auch vor dem Hintergrund der Berichterstattung an den Kapitalmarkt ebenfalls strategisches Ziel von PNE.

Im **Bereich Onshore** wurden seitens der ehemaligen PNE-Gruppe bis Ende 2013 ausschließlich Projekte in Deutschland realisiert. Neben der zunehmenden Knappheit attraktiver Windstandorte stellen in Deutschland nach wie vor Vorbehalte bzw. Anforderungen von Gemeinden ein Hemmnis für die Einräumung von (Onshore-) Windvorrangflächen bzw. die Realisierung von Windparks dar. PNE WIND verfügt über ein Akquisitionsteam von 23 Mitarbeitern, die jeweils für definierte Regionen zuständig sind. In Deutschland rechnet PNE zunehmend weniger mit der Umsetzung von Greenfield-Projekten aufgrund abnehmender Flächen. Die Änderung des EEG mit dem aktuellen Entwurfsstand führt nach Angaben von PNE nicht dazu, dass einzelne Projekte die im Planungszeitraum realisiert werden sollen, nicht mehr umgesetzt werden. In der Planung wurde die angenommene Vergütung entsprechend abgesenkt. Es besteht dennoch das Risiko, dass Projekte aufgrund der Vergütungsabsenkung nicht mehr wirtschaftlich entwickelt werden können, was dann allerdings von der tatsächlich beschlossenen Vergütungshöhe abhängen wird.

Für einen Großteil der bisher realisierten und verkauften Windparks hat PNE WIND die **Betriebsführung** übernommen und will dieses Dienstleistungsgeschäft zukünftig weiter ausbauen. Dies sichert PNE WIND eine zwar relativ geringe, aber stabile Einnahmenbasis. Im Anschluss an die Übernahme der WKN AG hat der Konzern zur Erzielung von Synergieeffekten die Zusammenlegung des Bereichs Betriebsführung in die neu gegründete Gesellschaft energy consult GmbH beschlossen. Hier sind insgesamt 32 Beschäftigte angestellt. Zudem will sich das Unternehmen damit die Chance zur Durchführung des **Repowerings** der älteren Windenergieanlagen sichern, um so die verbesserten Rahmenbedingungen in diesem Bereich zu nutzen. Neben Deutschland wird zukünftig auch der Aufbau einer eigenen Betriebsführung in ausgewählten Auslandsmärkten (Großbritannien und Italien) sowie die Ausweitung auf fremdentwickelte Projekte angestrebt, wobei die eigenentwickelten Projekte auch aufgrund der Wettbewerbssituation weiterhin im Fokus stehen. PNE hält hier eine stärkere Produkt- und Preisschärfung sowie stärker auf die Kunden zugeschnittene Dienstleistungen für notwendig. Angesichts des auch weiterhin relativ geringen Ergebnisbeitrags (maximal € 1 Mio.), ist dies allerdings als längerfristige Investition in Folgeaufträge zu sehen.

Die angestrebten hohen Fertigstellungszahlen im Onshore-Bereich sollen nach einer deutlichen Steigerung im Inland 2014 insbesondere durch den **Ausbau des Geschäfts in ausgewählten Auslandsmärkten** erfolgen. Regionale Schwerpunkte bilden bei PNE die USA, Kanada, Großbritannien, Rumänien, Ungarn, Bulgarien und die Türkei. Aufgrund der verschlechterten und insgesamt instabilen politischen Rahmenbedingungen will PNE WIND die Aktivitäten in den Ländern Rumänien, Ungarn und Bulgarien reduzieren. Nach dem Verkauf der Rechte an den laufenden Projekten sollen diese Märkte aber weiterhin hinsichtlich sich ergebender Marktchancen beobachtet werden. In Kanada ist PNE nur in geringem Ausmaß tätig und arbeitet mit einem örtlichen Projektentwickler zusammen. In Schottland konnte PNE WIND mit der staatlichen Forstverwaltung eine Exklusivitätsvereinbarung abschließen, nach der PNE WIND in einem definierten Gebiet geeignete Windparkflächen identifizieren und entwickeln darf. Dazu wurde 2011 eine Niederlassung in Edinburgh eröffnet. Mit einer Realisierung der ersten Projekte ist jedoch nicht vor 2016 zu rechnen. Für die Ausweitung der Auslandsaktivitäten prüft PNE WIND stetig Tarifsysteme, Windregionen, Netzkapazitäten sowie die politische Stabilität und ökonomischen Rahmenbedingungen dieser und weiterer Länder. PNE WIND agiert beim Markteintritt in ausländischen Märkten zur Erhöhung der Erfolgchancen grundsätzlich nur mit einem regionalen Joint Venture-Partner, der über die notwendigen Kontakte in die behördlichen und politischen Ebenen verfügt. Auch für den Verkauf von Projektrechten im Ausland werden teilweise externe Partner mandatiert.

WKN agiert in den Ländern Frankreich, Italien, Schweden, Südafrika, Ukraine und Polen und hält in Großbritannien die Rechte an einem Projekt. Die WKN-Gruppe hat in der Vergangenheit neben Deutschland bereits erste Realisierungserfolge in Italien, Polen und Frankreich vorzuweisen. Die Aktivitäten in den USA wurden nach Aufgabe der Partnerschaft mit der Baywa Anfang 2013 bis auf ein Projekt eingestellt, in der Ukraine werden die Projekte derzeit aufgrund der politischen Situation nicht weiterentwickelt. In Frankreich wurde die gesamte Projektpipeline 2008 verkauft, so dass WKN in den Folgejahren die Pipeline wieder aufbauen musste. Frankreich soll ab 2016 in deutlich steigendem Ausmaß zu Umsatz und Ergebnis beitragen. In Frankreich werden – wie in Deutschland – auch schlüsselfertige Windparks verkauft. Im Ausland sollen sich die Verkäufe des PNE-Konzerns zunächst auf den Verkauf von Projektrechten beschränken.

Im Bereich der **Offshore-Projektierung** sollen die bestehenden Projekte mit hoher Intensität weiterentwickelt werden. In den vergangenen Jahren hat PNE WIND vier Offshore-Windparks (Borkum Riffgrund I und II, Gode Wind I und II) bis zur Genehmigung begleitet und verkauft. Ein weiterer Windpark (Gode Wind III) wurde in einem früheren Stadium an Dong Energy verkauft. Der Verkauf stand jedoch unter der aufschiebenden Bedingung, dass die Baugenehmigung bis 31. Januar 2014 erteilt wird. Obwohl dies nicht geschehen ist, hat Dong bisher auf die Ausübung des Rücktrittsrechts verzichtet. Bei dem Projekt Borkum Riffgrund II liegt eine unbedingte Netzzusage vor, allerdings gibt es derzeit noch keinen verbindlichen Fertigstellungstermin. Bei den Projekten „Gode Wind I – III“ wird PNE WIND zunächst bis 2017 als Dienstleister tätig sein. Ein weiteres Offshore-Entwicklungsprojekt („Nautilus II“) wurde an die SSP Technology Holding ApS (Ventizz-Gruppe) in einer frühen Phase verkauft. Hier wird PNE die weitere Projektentwicklung begleiten.

Darüber hinaus befinden sich sechs weitere Offshore-Projekte in der Entwicklungsphase. Die verbleibenden sechs Projekte (Nautilus I, Nemo und Jules Verne sowie Atlantis I-III) befinden sich noch in einem frühen Entwicklungsstadium, wobei das Projekt Atlantis I auch aufgrund der Küstennähe derzeit zuerst umgesetzt werden soll.

Die PNE WIND AG geht in der Planung für die kommenden Geschäftsjahre von stabilen Ergebnissen auf sehr hohem Niveau aus. Aufgrund der planmäßig nicht mehr anfallenden hohen Erträge aus dem Offshore-Bereich ist der PNE-Konzern darauf angewiesen, deutlich mehr Projekte im Onshore-Bereich umzusetzen. Dabei sollen erstmals auch Auslandsprojekte in steigendem Maße zu Umsatz und Ergebnis beitragen. Der Planung liegen konkrete Projekte zugrunde, wobei auch das Jahr 2014 betreffende Projekte in nennenswertem Umfang noch über keine Baugenehmigungen verfügen. Wir halten insbesondere die Planung für die Auslandsprojekte für ambitioniert. Hier bestehen in den einzelnen Projekten noch in hohem Maße Umsetzungsrisiken. Auch wenn der Anteil des Auslandsgeschäftes 2014 vergleichsweise gering ist, würden sich Verschiebungen in der Umsetzung doch direkt auf Ergebnis und Liquidität auswirken. In Deutschland besteht zudem das Risiko, dass die Rentabilität bei einzelnen geplanten Projekten aufgrund der anstehenden EEG-Änderung sinken kann, auch wenn PNE eine geminderte Vergütung in die Planung hat einfließen lassen.

Die PNE WIND AG verfügt unseres Erachtens über ein erfahrenes Management, das über die Einbindung in Vorstand und Aufsichtsrat der WKN AG die Einflussnahme des Mehrheitsgesellschafters sicherstellt. Die Eigenständigkeit in Hinblick auf das operative Geschäft sowie den Außenauftritt der WKN AG sollen weitgehend beibehalten werden. Unserer Ansicht nach ist dies vor dem Hintergrund des Bekanntheitsgrads und der komplementären Außenmärkte sinnvoll, wir halten aber eine Effizienzsteigerung der Organisation für notwendig.

PNE WIND verfügt unseres Erachtens über angemessene Planungs- und Steuerungsinstrumente, wobei die Integration bzw. Anpassung der WKN AG noch nicht vollständig abgeschlossen ist. Die Bilanzierungs- und Bewertungsregeln wurden vereinheitlicht. Auch die Planungssystematik wurde angepasst. Im laufenden Geschäftsjahr sollen auch die Instrumente zur Projektsteuerung und das Risikomanagementsystem an den Standard der PNE WIND angepasst werden.

**Die PNE WIND-Gruppe positioniert sich als Entwickler von Windenergieprojekten im Onshore- und im Offshore-Bereich. Die Projekte sollen hierbei nach der Projektierung und ggf. Realisierung überwiegend an Investoren veräußert werden. Für die kommenden Jahre geht PNE auf Basis der Umsetzungen im Onshore-Bereich von einer Stabilisierung der Erträge auf hohem Niveau aus. Nachdem PNE bislang ausschließlich in Deutschland Projekte realisiert hat, sollen nun – ergänzt um die Pipeline von WKN - auch die bearbeiteten Auslandsmärkte sukzessive an Bedeutung gewinnen und das geplante Unternehmenswachstum maßgeblich mittragen. Die breitere regionale Diversifizierung soll zu einer stärkeren Verstärkung der Erträge und Cashflows führen. Der Planung liegen konkrete Projekte zugrunde, wobei auch das Jahr 2014 betreffende Projekte in nennenswertem Umfang noch über keine Baugenehmigungen verfügen. Wir halten insbesondere die Planung für die Auslandsprojekte für ambitioniert. Hier bestehen in den einzelnen Projekten noch in hohem Maße Umsetzungsrisiken. Insgesamt wurde die Strategie unseres Erachtens plausibel aus dem Marktumfeld abgeleitet. Allerdings muss die Umsetzungseffizienz im Onshore-Bereich deutlich gesteigert werden, um auch angesichts der Organisationsgröße der Planung entsprechende Erträge und Cashflows zu generieren. Der Offshore-Bereich soll erst außerhalb des Planungszeitraums wieder nennenswert zu den Cashflows und Ergebnissen beitragen.**



# Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 14. Januar 2014 durch die PNE WIND AG (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 25. Februar 2014 statt. Am 10. April 2014 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 02. April 2014 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt und am 10. April 2014 nochmals bestätigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Rating auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratings auf den Internetseiten der Ratingagentur ([www.eulerhermes-rating.com](http://www.eulerhermes-rating.com)) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und seines Umfelds weiter überwacht. Seitens der gerateten Gesellschaft besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Ratingagentur führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnote, sodass die im Internet veröffentlichte Note jederzeit die aktuelle Ratingeinschätzung darstellt. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der Auftraggeberin. Die Auftraggeberin hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle Informationen des Berichts in allen wesentlichen Gesichtspunkten richtig und vollständig sind, keine wesentlichen Aspekte verschwiegen wurden und soweit die Informationen zukunftsgerichtet sind, diese auf plausiblen, nachvollziehbaren und aktuellen Ausgangsdaten basieren und von der Auftraggeberin mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Auftraggeberin übernimmt jedoch keine Garantie dafür, dass sich alle auf die Zukunft gerichteten Informationen, insbesondere die Projektionen, wie dargestellt realisieren. Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld wie auch unvorhersehbare Ereignisse können die zukunftsgerichteten Informationen und Projektionen entsprechend beeinträchtigen.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind. Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Auftraggeberin übernimmt keine Verpflichtung und Haftung zur Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, von der Auftraggeberin gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Auftraggeberin übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichtes in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Auftraggeberin hat der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH

Hamburg, 10. April 2014

### **Analysten**

Gundel Bergknecht, Senior Analystin und Projektleiterin  
Silke Naused, Senior Analystin  
Kai Gerdes, Direktor  
Matthias Peetz, Analyst

### **Ratingkomitee**

Holger Ludewig, Senior Analyst  
Torsten Schellscheidt, Senior Analyst

### **Wesentliche Informationsquellen**

- Konzernabschlüsse 2011, 2012, 2013
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen  
(z. B. Geschäftsentwicklung, Bankenspiegel, aktuelle Projektstände, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier und Unternehmensplanung
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management

### **Ratingmethode**

Emittentenrating, Ratinghandbuch Unternehmensrating der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, Version März 2012

## Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
<b>AAA</b>	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als „erstklassig“ bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
<b>AA</b>	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Gütekategorie". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken oder einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
<b>A</b>	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
<b>BBB</b>	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
<b>BB</b>	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
<b>B</b>	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
<b>CCC</b>	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
<b>CC</b>	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
<b>C</b>	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
<b>D</b>	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
<b>SD</b>	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
<b>NR</b>	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
<b>PLUS (+) MINUS (-)</b>	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

Die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH wurde gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates im November 2010 als erste Ratingagentur in Europa durch die BaFin genehmigt und registriert.