

# Ratingbegründung

|   |               |
|---|---------------|
| <b>Rating vom 1. August 2012*</b>   |               |
| <b>Unternehmensrating:</b>  | <b>BB</b>     |
| <b>Ausblick:</b>  | <b>stabil</b> |
| <b>Ratingobjekt:</b>  |               |
| <p>Infolge der Übernahme der STULZ H+E GmbH zum 2. Juli 2012 bietet die RENA GmbH neben Anlagen für nasschemische Prozesse der Photovoltaikindustrie, Anlagen zur Wasser- und Chemieaufbereitung sowie Energiegewinnung aus Biomasse an. Im Jahr 2011 erwirtschaftete RENA mit 1.551 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von € 393,3 Mio. STULZ erwirtschaftete im vergangenen Geschäftsjahr mit 914 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von € 240,7 Mio.</p> |               |
| <b>Stärken:</b>   |               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ hohe technologische Kompetenz</li> <li>■ diversifizierte Geschäftsfelder in wachsenden Märkten</li> <li>■ flexible Fertigungsstrukturen</li> </ul>   |               |
| <b>Schwächen:</b>   |               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ starker Auftragsrückgang im Teilkonzern RENA</li> <li>■ Planungs- und Steuerungsinstrumente verbesserungswürdig</li> <li>■ hoher Kapital- und Liquiditätsbedarf im Teilkonzern STULZ</li> </ul>  |               |
| <b>Chancen:</b>   |               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ weltweit hohes Marktpotenzial für Wasserinfrastrukturprojekte</li> <li>■ neue technologische Entwicklungen</li> <li>■ Nutzung der Synergien von RENA und STULZ</li> </ul>  |               |
| <b>Risiken:</b>   |               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ weiter schwache Auftragsentwicklung im Teilkonzern RENA</li> <li>■ Risiken durch Großprojekte im Wasserbereich</li> <li>■ zunehmender Wettbewerb</li> </ul>  |               |
| <p>*Veröffentlichte Ratings werden in den folgenden zwölf Monaten überwacht (s. <i>Durchführung des Ratings</i>).</p>   |               |

**Euler Hermes Rating senkt das Rating der RENA GmbH von BB+ auf BB. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung des Ratingurteils.**

Die Übernahme der STULZ H+E Gruppe zum 2. Juli 2012 führt für RENA neben positiven Diversifizierungseffekten und Wachstumschancen zu einer Abschwächung der bisher sehr guten finanziellen Flexibilität und erhöhten Risiken aus Großprojekten im Wasserbereich. Der Auftragseingang im Teilkonzern RENA (RENA ohne STULZ) hat sich infolge der bestehenden Überkapazitäten in der Photovoltaikindustrie in den letzten Monaten stark abgeschwächt. Durch die weltweite Konsolidierung im Photovoltaikmarkt und die Konzentration unter den Solarzellenherstellern haben die Risiken in RENAs wichtigstem Absatzsegment zugenommen. Die genannten Punkte sind ausschlaggebend für die Herabsetzung des Ratings von BB+ auf BB. Darüber hinaus bestehen kurz- bis mittelfristig Risiken durch eine fortgesetzt schwache Auftragsentwicklung im Teilkonzern RENA sowie mittel- bis langfristig durch zunehmenden Wettbewerb.

Stärken bestehen durch die Diversifikation der Geschäftsfelder, die hohe technologische Kompetenz sowie flexible Fertigungsstrukturen, durch die RENA auf Auslastungsschwankungen reagieren kann. Darüber hinaus verfügt RENA über eine weltweit führende Marktposition als Hersteller von Anlagen für die Photovoltaikindustrie und eine eigene Vertriebs- und Serviceorganisation in Asien. Im Geschäftsjahr 2011 erwirtschaftete RENA 90,3 % der Umsätze mit Abnehmern aus dieser Region.

Schwächen bestehen durch Personenabhängigkeiten, Planungs- und Steuerungsinstrumente, die der gewachsenen Unternehmenskomplexität innerhalb der STULZ H+E Gruppe noch nicht angepasst wurden, sowie durch den hohen Kapital- und Liquiditätsbedarf im Teilkonzern STULZ.

Chancen bestehen durch das weltweit hohe Marktpotenzial für Wasserinfrastrukturprojekte, neue technologische Entwicklungen, das langfristige Wachstum in den Märkten für Recycling (Wasser, Chemie) und Regenerative Energien (Photovoltaik, Bioenergie) sowie die Nutzung der Synergien von RENA und STULZ.

| Finanzkennzahlen                      | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------------|------|------|------|
| EBITDA-Marge                          | 6,3  | 10,9 | 17,3 |
| Return on Capital employed (ROCE)     | 7,1  | 70,5 | 86,8 |
| Eigenkapitalquote                     | 16,1 | 8,9  | 19,1 |
| Verschuldungsgrad                     | 58,8 | 29,2 | 0,0  |
| Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA      | 14,1 | 8,5  | 4,5  |
| Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA | 3,8  | 0,3  | 0,0  |
| EBIT-Zinsdeckung                      | 1,2  | 9,2  | 10,9 |
| EBITDA-Zinsdeckung                    | 2,6  | 11,1 | 11,9 |

|                          |            |            |            |  |  |
|--------------------------|------------|------------|------------|--|--|
| <b>Rating-Historie</b>   | 19.11.2010 | 10.11.2011 | 01.08.2012 |  |  |
| <b>Notation/Ausblick</b> | BB+/stabil | BB+/stabil | BB/stabil  |  |  |

## Unternehmen

Nach Übernahme der STULZ H + E Gruppe zum 2. Juli 2012 bietet die RENA GmbH neben Anlagen für nasschemische Prozesse, Anlagen und Prozesse zur Wasser- und Chemieaufbereitung sowie Energiegewinnung aus Biomasse an. Im Jahr 2011 erwirtschaftete RENA mit durchschnittlich 1.551 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von € 393,3 Mio. und ein EBITDA von € 68,1 Mio. Mit 90,3 % entfiel der Großteil der Umsätze auf Abnehmer in Asien. Hierbei waren China und Taiwan mit 59,4 % bzw. 16,9 % der Umsätze die wichtigsten Einzelmärkte. Der Umsatzanteil von Abnehmern in Deutschland belief sich auf 7,5 %. STULZ erwirtschaftete im zum 30. Juni 2011 endenden Geschäftsjahr mit 914 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von € 240,7 Mio. und ein EBITDA von € 20,1 Mio. Die STULZ H+E Gruppe soll als eigenständige organisatorische Einheit der RENA GmbH weitergeführt werden.

In ihrem ursprünglichen Kerngeschäft, das nach Übernahme der STULZ Gruppe noch einen Anteil von ca. 50 % an Umsatzerlösen haben wird, konstruiert, fertigt und vertreibt RENA Anlagen für nasschemische Prozesse, wie das Ätzen, Reinigen und Beschichten von Substraten, die in der Produktion von Solarzellen (Umsatzanteil 2011: 89,1 %), Halbleitern, Leiterplatten, der Mikrosystem- und Medizintechnik in Reinräumen eingesetzt werden. Im Photovoltaikbereich entwickelt RENA zudem Anwendungsprozesse und bietet integrierte Kundenlösungen aus Produktionsanlagen und Prozessen an. Nach Unternehmensangaben beträgt der Weltmarktanteil von RENA im Marktsegment nasschemischer Produktionsanlagen für die Solarzellenfertigung 50 %. Derzeit sind weltweit ca. 1500 RENA-Anlagen bei 80 % aller Solarzellenhersteller im Einsatz. Darüber hinaus werden weiterhin Sonderanlagen für die spezifischen Anforderungen einzelner Kunden gefertigt. Ergänzend zu den Anlagen bietet RENA über sein internationales Vertriebs- und Servicenetz mit Standorten in Europa, USA und Asien (Shanghai/China, Taiwan, Südkorea, Singapur, Philippinen) Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Planung, Inbetriebnahme, Wartung, Instandhaltung, Modernisierung sowie der Versorgung mit Ersatzteilen und Verbrauchsgütern an.

Die STULZ H+E Gruppe, die als weitgehend eigenständiger Teilkonzern der RENA GmbH geführt werden soll (s. Anlage 2), unterscheidet die Geschäftsfelder *Wasser- und Prozesstechnik Industrie, Kommunale Wasser- und Prozesstechnik, Energie- und Recyclingsysteme* sowie *Produkte und Dienstleistungen*. Im Geschäftsfeld *Wasser- und Prozesstechnik Industrie* bietet STULZ fertige Prozesse zur Wasseraufbereitung z. B. für Pharma- und Lebensmittelhersteller und zur Abwasserbehandlung von Industriebetrieben an. Darüber hinaus umfasst das Angebot in dem Geschäftsfeld Prozesse zur Pasteurisierung: Filtration, Fermentierung und Sterilisation von Lebensmitteln. Im Geschäftsfeld *Kommunale Wasser- und Prozesstechnik* bietet die STULZ H+E Gruppe Trinkwasser- und Schmutzwasseraufbereitungsanlagen an. Im Geschäftsfeld *Energie- und Recyclingsysteme* entwickelt STULZ Energieerzeugungsanlagen für verschiedene Energieträger. Im Geschäftsfeld *Produkte und Dienstleistungen* sind Kompetenz-Center für die Entwicklung und Konstruktion von Biogasanlagen, Schadstoffbeseitigungsprozessen, Membrantechnologien und Kraftwerken auf Basis Erneuerbarer Energien zusammengefasst.

RENA wurde 1993 von Herrn Dipl.-Ing. Jürgen Gutekunst (Jg. 1961) gegründet, der bis zum 30. Juni 2012 über die Gutekunst Holding S.à.r.l. (Luxemburg) 100 % der Gesellschaftsanteile an der RENA GmbH hielt. Mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe zum 2. Juli 2012 ist ein neuer Gesamtkonzern entstanden, deren Gesellschaftsanteile zu 85% durch die Gutekunst Holding S.à.r.l. (Luxemburg) und zu 15% durch die Beteiligungsgesellschaft der Familie Stulz (SIGMA BS), gehalten werden. Die Anteile an der STULZ H+E GmbH werden zu 93,5 % von der RENA GmbH und zu 6,5 % vom Management gehalten. Die Erstkonsolidierung der STULZ H+E Gruppe ist für den 31. Dezember 2012 geplant. Neben Herrn Gutekunst sind Herr Dipl.-Wi.-Ing. Volker Westermann (Jg. 1955), Herr Dipl.-Kfm. Stefan Baustert (seit Mai 2011; Jg. 1956) sowie Herr Bernhard Stulz (seit Juli 2012; Jg. 1958) Geschäftsführer der RENA GmbH. Geschäftsführer der STULZ H+E GmbH sind Herr Walter Lampater als CEO (seit 24. März 2011) sowie Herr Bernhard Stulz als COO und Herr Eckhard Rau als CFO.

Ratingobjekt ist als Muttergesellschaft des Konzerns die RENA GmbH.

## Ertragskraft und Rentabilität

Im Rahmen unserer Analyse wurden die sonstigen betrieblichen Erträge, soweit wir sie als wirtschaftlich nicht nachhaltig ansahen, dem außerordentlichen Ergebnis zugerechnet. Hierzu gehören Erträge aus der Auflösung von Gewährleistungsrückstellungen, Erträge aus Anlagenabgängen, Erträge aus Wertpapierverkäufen sowie erhaltene Zuschüsse für Forschung und Entwicklung. Die sonstigen Steuern wurden in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gegliedert.

| Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung       | 2009         |            | 2010         |            | 2011         |            | Veränderungen zum Vorjahr (%) |              |
|--|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|-------------------------------|--------------|
|  | T€           | %          | T€           | %          | T€           | %          | 2010                          | 2011         |
| Umsatzerlöse                               | 134.177      | 112,4      | 214.877      | 83,4       | 317.796      | 80,8       | 60,1                          | 47,9         |
| <b>Gesamtleistung</b>                      | 119.392      | 100,0      | 257.724      | 100,0      | 393.295      | 100,       | 115,9                         | 52,6         |
| Materialaufwand                            | 62.156       | 52,1       | 150.207      | 58,3       | 207.524      | 52,8       | 141,7                         | 38,2         |
| <b>Rohrertrag</b>                          | 57.236       | 47,9       | 107.517      | 41,7       | 185.771      | 47,2       | 87,8                          | 72,8         |
| Sonstige betriebliche Erträge              | 1.035        | 0,9        | 1.914        | 0,7        | 3.383        | 0,9        | 84,9                          | 76,8         |
| Personalaufwand                            | 31.560       | 26,4       | 44.443       | 17,2       | 57.963       | 14,7       | 40,8                          | 30,4         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen         | 19.236       | 16,1       | 36.782       | 14,3       | 63.106       | 16,0       | 91,2                          | 71,6         |
| <b>EBITDA</b>                              | 7.475        | 6,3        | 28.206       | 10,9       | 68.085       | 17,3       | 277,3                         | 141,4        |
| Abschreibungen                             | 4.015        | 3,4        | 4.795        | 1,9        | 5.528        | 1,4        | 19,4                          | 15,3         |
| <b>EBIT</b>                                | 3.460        | 2,9        | 23.411       | 9,1        | 62.557       | 15,9       | 576,6                         | 167,2        |
| Finanzergebnis                             | -2.522       | -2,1       | -2.189       | -0,8       | -5.119       | -1,3       | -13,2                         | 133,9        |
| <i>davon Zinsaufwand</i>                   | <i>2.854</i> | <i>2,4</i> | <i>2.540</i> | <i>1,0</i> | <i>5.728</i> | <i>1,5</i> | <i>-11,0</i>                  | <i>125,5</i> |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b> | 938          | 0,8        | 21.222       | 8,2        | 57.438       | 14,6       | 2.162,5                       | 170,7        |
| Ergebnis vor Steuern (EBT)                 | 2.451        | 2,1        | 21.438       | 8,3        | 64.227       | 16,3       | 774,7                         | 199,6        |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>             | 1.357        | 1,1        | 17.202       | 6,7        | 49.811       | 12,7       | 1.167,6                       | 189,6        |

Vor dem Hintergrund des hohen Auftragseingangs im Jahr 2010 und des hohen Auftragsbestandes zum Beginn des Geschäftsjahres 2011 konnte RENA Umsatz und Gesamtleistungen stark steigern. Hierbei hing die Geschäftsentwicklung der RENA GmbH im Wesentlichen von den Investitionen der Hersteller von Solarzellen (Umsatzanteil 2011: 89,1 %; 2010: 87,5%) ab. Auf andere Abnehmerbranchen entfielen nicht zuletzt aufgrund der in den vergangenen Jahren hohen Nachfrage der Photovoltaikunternehmen nur geringe Umsatzanteile: Halbleiter (2,5%), Leiterplatten (1,3%), Medizin (1%), Sonstige (6,1%).

Die Rohertragsmarge stieg im Geschäftsjahr 2011 auf 47,2% (2009: 47,9 %; 2010: 41,7%). Hierzu trugen der Rückgang von Aufwendungen für Zeitarbeitskräfte, der verstärkte Bezug von Vormaterialien aus Polen sowie die laufende Optimierung von Anlagen und Fertigungsprozessen bei. Der Personalaufwand erhöhte sich im Jahr 2011 vor allem aufgrund des Anstiegs der Mitarbeiterzahl (Jahresdurchschnitt 2010: 1.112; 2011: 1.551) um 30,4 %. Hohe Auslastung, Standardisierung von Anlagen und Komponenten, Taktfertigung sowie die verstärkte Verlagerungen von Produktionsabschnitten in die polnischen Werke führten zu einem Rückgang der Personalaufwandsquote auf 14,7 % (2009: 26,4 %; 2010: 17,2 %). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen aufgrund der Zunahme der Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen, z. B. höherer Ausgangsfrachten und Akkreditivabwicklungen sowie Aufwendungen für Zeitarbeitskräfte (2011: 170; 2010: 152 Mitarbeiter), an. Der größte Teil der Aufwendungen für Zeitarbeitskräfte ist hierbei bereits als Aufwendungen für bezogene Leistungen im Materialaufwand enthalten. Aufgrund des starken Anstiegs der realisierten Gesamtleistung und der verbesserten Produktivität konnte RENA im Geschäftsjahr 2011 ein stark verbessertes EBITDA von € 68,1 Mio. (EBITDA-Marge: 17,3 %) erzielen. Die Abschreibungen erhöhten sich aufgrund getätigter Investitionen. Das EBIT belief sich daher auf € 62,6 Mio. (EBIT-Marge: 15,9 %). Bedingt durch eine Ausweitung der Bankverbindlichkeiten und die Emission einer Anleihe erhöhten sich die Zinsaufwendungen 2011 von € 2,5 Mio. auf € 5,7 Mio. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit und der Konzernjahresüberschuss beliefen sich auf € 57,5 Mio. bzw. € 49,9 Mio.

Aufgrund der hohen Auslastung und erhöhten Produktivität konnte RENA die Profitabilität im betrachteten Analysezeitraum stark steigern. Im Geschäftsjahr 2011 konnte RENA ausgezeichnete Margen und Renditen realisieren

und das Ertragspotenzial unseres Erachtens damit vollständig ausschöpfen. Die im Jahr 2010 erzielten Margen und Renditen bewerten wir insgesamt als gut. Bei der Bewertung der Ertragskraft und Rentabilität der RENA GmbH ist das Risiko starker zyklischer Schwankungen zu berücksichtigen.

Die vor dem Hintergrund der staatlichen Förderung hohe Nachfrage nach Solaranlagen und der internationale Ausbau der Produktionskapazitäten, vor allem in Asien, führten bei RENA im Jahr 2010 zu einem drastischen Anstieg der Auftragseingänge auf € 574 Mio. (2009: € 103 Mio.). Durch den starken Anlagenausbau in der Branche entstanden in den vergangenen Jahren hohe Überkapazitäten. Darüber hinaus wurde die staatliche Förderung für die Errichtung von Photovoltaikanlagen reduziert. Der entstehende Angebotsüberhang führte zu einem starken Rückgang des Preisniveaus für Solarmodule und zu einer Konsolidierung unter den Unternehmen in der Photovoltaikbranche. Im Geschäftsjahr 2011 gingen die Auftragseingänge bei RENA daher auf € 198 Mio. und der Auftragsbestand zum 31. Dezember 2011 auf € 151,1 Mio. (Vorjahr: € 402 Mio.) zurück. Hierbei wurden Aufträge in Höhe von € 77 Mio. storniert. Als Reaktion auf die stark rückläufigen Auftragseingänge verminderte RENA die Beschäftigung von Zeitarbeitskräften und führte im September 2011 Kurzarbeit ein. Darüber hinaus lastet das Unternehmen Fertigungskapazitäten durch Lohnfertigung für einen Anlagenhersteller aus, der durch Aufträge aus der Automobilindustrie über eine sehr hohe Auslastung verfügt.

Im laufenden Geschäftsjahr 2012 erwirtschaftete die RENA GmbH bis zum 31. Mai 2012 Umsatzerlöse von € 92,5 Mio. und eine Gesamtleistung von € 59,6 Mio. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreszeitraum sanken die Umsätze um -11,8 % und die Gesamtleistung um -71,9 %. Zum 31. Mai 2012 wurde ein EBITDA von € 9,7 Mio. und ein EBIT von € 7,9 Mio. erzielt. Der Auftragseingang von € 29,4 Mio. (per 31. Mai 2011: € 112,7 Mio.) und der Auftragsbestand von 112,9 Mio. lagen per 31. Mai 2011 weit unter den Vorjahreswerten und unter den im Februar 2012 gesenkten Planwerten (geplanter Auftragseingang: € 64,4 Mio.). Nach der dem Rating vom 10. November 2011 zugrunde liegenden Planung sollte 2012 eine Gesamtleistung von € 220 Mio. und ein EBITDA von € 25,1 Mio. erzielt werden. Nach der überarbeiteten Planung erwartet RENA eine Gesamtleistung von € 166 Mio. und ein EBITDA von € 7,1 Mio.

## Kapitalstruktur und Verschuldung

| Strukturbilanz                          | 31.12.2009 |       | 31.12.2010 |       | 31.12.2011 |       | Veränderungen zum Vorjahr (%) |       |
|---|------------|-------|------------|-------|------------|-------|-------------------------------|-------|
|   | T€         | %     | T€         | %     | T€         | %     | 2010                          | 2011  |
| <b>Aktiva</b>                           | 125.271    | 100,0 | 263.305    | 100,0 | 376.970    | 100,0 | 110,2                         | 43,2  |
| Langfristige Vermögenswerte             | 39.607     | 31,6  | 50.140     | 19,0  | 58.477     | 15,5  | 26,6                          | 16,6  |
| <i>davon Geschäfts- und Firmenwerte</i> | 10.068     | 8,0   | 10.088     | 3,8   | 10.088     | 2,7   | 0,2                           | 0,0   |
| Kurzfristige Vermögenswerte             | 85.664     | 68,4  | 213.165    | 81,0  | 318.493    | 84,5  | 148,8                         | 49,4  |
| <i>davon Vorräte</i>                    | 53.677     | 42,8  | 115.927    | 44,0  | 189.105    | 50,2  | 116,0                         | 63,1  |
| <i>davon liquide Mittel</i>             | 4.439      | 3,5   | 48.357     | 18,4  | 97.685     | 25,9  | 989,4                         | 102,0 |
|   |            |       |            |       |            |       |                               |       |
| <b>Passiva</b>                          | 125.271    | 100,0 | 263.305    | 100,0 | 376.970    | 100,0 | 110,2                         | 43,2  |
| Eigenkapital                            | 20.138     | 16,1  | 23.521     | 8,9   | 72.094     | 19,1  | 16,8                          | 206,5 |
| <i>davon Genussrechtskapital</i>        | 2.451      | 2,0   | 2.463      | 0,9   | 1.238      | 0,3   | 0,5                           | -49,7 |
| Langfristige Verbindlichkeiten          | 15.651     | 12,5  | 52.976     | 20,1  | 67.225     | 17,8  | 238,5                         | 26,9  |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten          | 89.482     | 71,4  | 186.808    | 70,9  | 237.651    | 63,0  | 108,8                         | 27,2  |
| <i>(Finanzverbindlichkeiten)</i>        | 33.157     | 26,5  | 58.044     | 22,0  | 72.088     | 19,1  | 75,1                          | 24,2  |

Zur Berechnung der nachfolgend dargestellten Kennzahlen wurden punktuell Umgliederungen durchgeführt. Aktive latente Steuern wurden mit den passiven latenten Steuern saldiert und verbleibende aktivische Restbeträge vom Eigenkapital in Abzug gebracht. Die im April 2006 begebenen und im September 2013 auslaufenden Genusscheine mit einem Nominalwert von € 5,0 Mio. werden vor dem Hintergrund der vertraglichen Ausgestaltung anteilig dem wirtschaftlichen Eigenkapital laufzeitabhängig zugeordnet (2008 bis 2010: 50 %, 2011: 25 %, 2012: 0 %). Forderungen gegen Gesellschafter sowie nahestehende Personen, die einen maßgeblichen Einfluss ausüben

können, wurden vom Eigenkapital abgezogen. Der Barwert der sonstigen finanziellen Verpflichtungen aus Leasingverträgen (Operating-Leasing; pauschal 80 %) wurde analytisch zu den Finanzverbindlichkeiten gegliedert. Korrespondierend zu dieser Anpassung wurde das Sachanlagevermögen entsprechend erhöht. Zur Finanzierung der Übernahme von 42,4 % der Anteile an der RENA GmbH wurde der Gutekunst Holding S.à.r.l. ein Verkäuferdarlehen in Höhe von € 20,0 Mio. zur Verfügung gestellt. Dieses wurde Anfang 2011 umgeschuldet und auf € 30,0 Mio. erhöht. Nach Tilgung von € 10 Mio. im ersten Halbjahr 2012 besteht das Darlehen zurzeit noch in Höhe € 20 Mio. Da die Zinsaufwendungen durch Ausschüttungen der RENA GmbH zu erbringen sind, bestehen außerhalb des betrachteten Konzerns weitere indirekte Finanzverbindlichkeiten, die von uns im Rahmen der Analyse ergänzend berücksichtigt werden.

Die Bilanzsumme der RENA GmbH stieg im betrachteten Analysezeitraum erheblich an. Hierbei nahmen vor allem die kurzfristigen Vermögenswerte aufgrund des stark erhöhten Geschäftsvolumens zu. Der Anteil der langfristigen Vermögenswerte entwickelte sich trotz stetiger Investitionen rückläufig. Die immateriellen Vermögensgegenstände entfallen überwiegend auf die ab 2007 im Rahmen der Übernahme der Höllmüller-Gruppe aktivierten Geschäfts- und Firmenwerte. Das Sachanlagevermögen stieg in 2011 von € 25,1 Mio. auf € 32,9 Mio. Hinsichtlich der kurzfristigen Vermögenswerte standen den erhöhten Vorräten (2011: € 189,1 Mio.; 2010: € 115,9 Mio.) hohe passiv ausgewiesene erhaltene Anzahlungen (2011: € 196,9 Mio.; 2010: € 117,9 Mio.) gegenüber. Die liquiden Mittel stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr von € 48,4 Mio. auf € 97,7 Mio. und machen 25,9 % der Bilanzsumme aus. Aufgrund der positiven Konzernjahresüberschüsse stieg das wirtschaftliche Eigenkapital im vergangenen Geschäftsjahr um mehr als das Dreifache. Hierbei wurden Darlehen an den Gesellschafter sowie nahestehende Personen in Höhe von € 5,8 Mio. (Vorjahr: € 13,1 Mio.) analytisch in Abzug gebracht. Insgesamt verbesserte sich die Eigenkapitalquote trotz der stark erhöhten Bilanzsumme auf 19,1% (Vorjahr: 8,9%). Der Anstieg der Verbindlichkeiten resultierte im Wesentlichen aus der Zunahme erhaltener Anzahlungen um insgesamt +67% auf € 197 Mio. Die Finanzverbindlichkeiten nahmen durch die Erhöhung des platzierten Anleihevolumens (+ € 13,5 Mio.) und der Bankverbindlichkeiten (+ € 1,9 Mio.) weiter zu. Die liquiden Mittel lagen per 31. Dezember 2011 deutlich über den Finanzverbindlichkeiten. Hierbei wurden Teile der hohen Mittelzuflüsse genutzt um Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen frühzeitig zu begleichen, sodass die Position von € 44,1 Mio. auf € 8,2 Mio. zurückging. Bei zusätzlicher Berücksichtigung der in der Gutekunst Holding S.à.r.l. per 31. Dezember 2011 bestehenden Verbindlichkeit von € 30,0 Mio. beträgt die Eigenkapitalquote 17,7 % und der Verschuldungsgrad 5,8 %. Die Eigenkapitalquote der RENA Gruppe erreicht damit insgesamt ein befriedigendes Niveau. Den Verschuldungsgrad bewerten wir als sehr gut. Das Entschuldungspotenzial in Bezug auf die Nettofinanzverbindlichkeiten sowie die Zinsdeckungsrelationen verbesserten sich auf ein sehr gutes Niveau. Bezüglich der Gesamtverbindlichkeiten bewerten wir das Entschuldungspotenzial als befriedigend.

### Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

| Cashflow (T€)                             | 2009    | 2010    | 2011    |
|---|---------|---------|---------|
| Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit | 25.400  | 43.792  | 61.234  |
| Cashflow aus der Investitionstätigkeit    | -8.337  | -16.978 | -59.535 |
| Free Cashflow (Summe)                     | 17.063  | 26.814  | 1.699   |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit       | -14.734 | 16.589  | -519    |

Das erhöhte Geschäftsvolumen und die verbesserte Ertragskraft führten im vergangenen Geschäftsjahr zu einem hohen Mittelzufluss aus der operativen Geschäftstätigkeit. Positiv wirkte sich dabei insbesondere die überproportionale Zunahme erhaltener Anzahlungen aus (+67% bzw. € 79 Mio.). Nachdem die Investitionstätigkeit im Jahr 2009 noch durch den Ausbau der Entwicklungsabteilung geprägt war, fielen die Auszahlungen für Sachanlagen in den Folgejahren zurückhaltender aus. Der Mittelabfluss aus der Investitionstätigkeit wurde in den Jahren 2010 und 2011 durch Investitionen in Finanzanlagen bestimmt (Kauf (2010) bzw. Verkauf (2011) von Aktien der Roth & Rau AG; 2011: Festgeldanlagen mit Laufzeiten von mehr als drei Monaten in Höhe von € 48,6 Mio.). Dem Mittelzufluss aus der Erhöhung des Anleihevolumens und der Aufnahme eines Darlehens standen im Geschäftsjahr 2011 u. a. Auszahlungen an Gesellschafter in Höhe von € 4,7 Mio. gegenüber. Aufgrund der schwachen Geschäftsentwicklung war der operative Cashflow im ersten Quartal 2012 leicht negativ (- € 1,5 Mio.) und wurde im Wesentlichen durch Veränderungen im Working Capital bestimmt. Dem Mittelzufluss aus der Auflösung von Festgeldanlagen (€ 20 Mio.) stand die Tilgung von Darlehen (€ 14 Mio.) gegenüber.



Die Außenfinanzierung der RENA Gruppe wird über die RENA GmbH, die RENA Supply Chain GmbH (vormals Höllmüller Gruppe) sowie die beiden polnischen Tochtergesellschaften dargestellt. Der RENA GmbH stehen Kontokorrentlinien in Höhe von T€ 525 zur Verfügung, die per 31. März 2012 nicht in Anspruch genommen wurden. Die bei drei Banken bestehenden Projektfinanzierungslinien (wahlweise für Avale einsetzbar) in Gesamthöhe von € 14,2 Mio. wurden in Höhe von € 2,1 Mio. beansprucht. Von wesentlicher Bedeutung für RENA sind die Avallinien, die für die RENA GmbH in einer Gesamthöhe von € 31,4 Mio. (Inanspruchnahme per 31.03.2012: € 12,2 Mio.) und für die RENA Supply Chain GmbH in Höhe von € 1,1 Mio. (Inanspruchnahme: T€ 75) bestehen. Zum 31. März 2012 beliefen sich die liquiden Mittel der RENA GmbH auf € 71,9 Mio. und der RENA Supply Chain GmbH auf € 3,1 Mio. Zum 30. Juni 2012 hatten sich die liquiden Mittel der RENA GmbH auf € 14,2 Mio. vermindert. Der Abfluss liquider Mittel im Vergleich zum Vorquartal (€ - 57,8 Mio.) steht im Wesentlichen im Zusammenhang mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe. Hierzu gehören eine Kapitalerhöhung der STULZ H+E GmbH in Höhe von € 25 Mio., die Gewährung eines Darlehens an die Beteiligungsgesellschaft der Familie STULZ H+E Gruppe (Sigma BS GmbH) von € 5 Mio., die Ablösung eines Darlehens in Höhe von € 1 Mio. sowie die Abspaltung eines Betrages von € 18,2 Mio. auf die RENA Solar Technologies GmbH, einer 100 % Tochtergesellschaft der Guntekunst Holding S.à.r.l. Darüber hinaus wurden € 8 Mio. für Sachanlageinvestitionen (SoLay Tech Neubau) ausgezahlt. Die weiteren Tochtergesellschaften der RENA GmbH ohne STULZ verfügten zum 30. Juni 2012 angabegemäß über liquide Mittel in Höhe von mindestens € 7 bis 8 Mio. Die liquiden Mittel des RENA Konzerns ohne STULZ beliefen sich somit zum 30. Juni 2012 auf € 21,2 bis 22,2 Mio. Für die STULZ H+E Gruppe konnten noch keine abschließenden Informationen zum Liquiditätsstand per 30. Juni 2012 vorgelegt werden. Er wird vom Management auf € 6 Mio. geschätzt. Die freien Barlinien beliefen sich zum 30. Juni 2012 auf € 35 Mio. Die der STULZ H+E Gruppe zufließenden Mittel aus der Kapitalerhöhung von € 25 Mio. werden in Höhe von € 6,1 Mio. zum Rückkauf eigener Anteile von der L-EA und in Höhe von € 7,0 Mio. zur Ablösung von Gesellschafterdarlehen eingesetzt. Die übrigen Mittel sollen zum Abbau der Finanzschulden genutzt werden, sodass sich die freien Kontokorrentlinien erhöhen. Die bisher sehr gute finanzielle Flexibilität schwächt sich durch die Übernahme der STULZ H+E Gruppe ab. Kurzfristig halten wir die finanzielle Flexibilität im Hinblick auf die rückläufige Mittelbindung im Teilkonzern RENA für befriedigend. Hinsichtlich der zunehmenden Mittelbindung im Teilkonzern STULZ und als Voraussetzung für das geplante Wachstum halten wir die finanzielle Flexibilität jedoch für verbesserungswürdig.

## Marktumfeld: Photovoltaikanlagen

### Positionierung und Wettbewerbsumfeld

In der c-Si Waferproduktion verfügt RENA mit dem Bau von Anlagen für nasschemische Produktionsprozesse, insbesondere für die Vorreinigung, Waferseparierung und Waferreinigung über eine führende Marktposition. Marktführer der Gesamtwuferproduktion ist derzeit die schweizerische Meyer Burger AG, die seit der Übernahme der Roth & Rau AG (D) auch im Bereich der c-Si Zellproduktion tätig ist. Daneben dominieren in den einzelnen Prozessschritten der kristallinen Zellproduktion die Anlagentechnologien der Anbieter Gebr. Schmid GmbH (D), Applied Materials Inc. (USA), RENA GmbH und Centrotherm GmbH (D). Der letztgenannte Anlagenhersteller hat im Juli 2012 einen Insolvenzantrag gestellt. Für die Texturierungs- und Phosphorglasätzprozesse ist die RENA GmbH Weltmarktführer. Die Wettbewerber in der Anlagenproduktion für diese Prozessschritte sind die Unternehmen Gebr. Schmid GmbH + Co. und Singulus AG (D). Während die RENA GmbH und Gebr. Schmid GmbH nasschemische Produktionsanlagen für unterschiedliche Industrien fertigen, beschränkt sich die Singulus AG auf die Herstellung dieser Produktionsanlagen lediglich für die Solarindustrie. Neu ist die Fertigung einer Prozessanlage für das Zell-Plating durch die RENA GmbH. Für die Produktion von Dünnschichtmodulen liefert die RENA GmbH automatisierte Anlagen für Glasreinigungs- und Beschichtungsprozesse. Die Kundenstruktur der RENA GmbH im Bereich Photovoltaik setzt sich aus Wafer-, Zell- und Dünnschichtmodulproduzenten zusammen. Viele Unternehmen in diesem Bereich verfügen bereits in ihrer Produktionslinie über Anlagen der RENA GmbH. Die Anbieter sog. Turnkey Modul- bzw. Zellproduktionslinien, wie beispielsweise Oerlikon AG, Roth & Rau AG bzw. Meyer Burger AG und Centrotherm GmbH haben je nach Wertschöpfungstiefe die Anlagen der RENA GmbH in die angebotenen Produktionslinien integriert. Insbesondere bei Erweiterungsvorhaben greifen die Wafer-, Zell- und Modulproduzenten vermehrt auf selbst zusammengestellte Produktionslinien zurück.

### Marktumfeld Photovoltaik

Erneuerbare Energien tragen mit wachsendem Anteil zur weltweiten Stromversorgung bei. Diese Entwicklung wurde in den letzten Jahren insbesondere durch die Schaffung von energiepolitischen Rahmenbedingungen vor allem in Europa verstärkt. Mit der Aufstellung von verbindlichen Zielen zur Nutzung erneuerbarer Energien ver-

pflichteten sich die Länder der europäischen Union bis 2020 den Anteil am Gesamtenergieverbrauch auf durchschnittlich 20% zu steigern. Infolge von staatlichen Fördermaßnahmen ist die installierte Leistung erneuerbarer Energien in Deutschland und in weiteren Ländern mit einer ähnlichen Förderstruktur, insbesondere in den Bereichen Windenergie und Photovoltaik, schnell gewachsen. In vielen Ländern Europas bildet eine gesetzlich fixierte Mindestvergütung für den Strom aus erneuerbaren Energiequellen bis zur Erreichung der Wettbewerbsfähigkeit (Grid Parity) die Grundlage für eine Nachfrage nach photovoltaisch erzeugtem Strom sowie indirekt auch nach Prozessanlagen zur Produktion von solarer Technologie. Aufgrund der mit dem starken Anstieg des Anteils erneuerbarer Energieträger verbundene Mehrbelastung für den Endverbraucher wird die Förderpolitik in vielen europäischen Ländern zunehmend in Frage gestellt. Des Weiteren kam es in den Jahren 2010 und 2011 zu einem massiven Preisverfall auf dem Markt für Photovoltaiktechnologie. Um diesen beiden Entwicklungen entgegenzuwirken sind die Einspeisevergütungen für Photovoltaik im vergangenen Jahr in fast allen europäischen Ländern gekürzt worden. Allein in Deutschland wurde die Einspeisevergütungen für Photovoltaik im Rahmen der EEG-Novellierung 2012 (Erneuerbare-Energien-Gesetz) zu Beginn des Jahres 2012 um durchschnittlich 15% gekürzt. Darüber hinaus wurde von der Bundesregierung eine weitere Absenkung der Einspeisevergütung für Photovoltaikkraftwerke sowie eine Aufhebung der Förderung für Freiflächengroßanlagen zum 01.04.2012 beschlossen. Diese Anpassung hat zum Ziel, den Zubau von Photovoltaikanlagen auf 2,5 bis 3,5 GWp pro Jahr zu begrenzen. Die wesentlichen Neuregelungen sehen eine Absenkung der Vergütung für photovoltaisch erzeugten Strom um mehr als 30% vor. Das sogenannte Marktintegrationsmodell sieht zusätzlich vor, dass die maximale nach EEG vergütungsfähige Strommenge bei Aufdachanlagen zwischen 10 und 1000 kWp auf 90% begrenzt wird. Freiflächenanlagen über 10 MWp erhalten zukünftig keine Vergütung nach dem EEG. Die Degression der Einspeisevergütung wird von jährlichen auf monatliche Schritte umgestellt. Diesen Absenkungen stehen jedoch weiterhin sinkende Anlagen- und Modulpreise für Photovoltaikkraftwerke gegenüber, sodass für die Betreiber weiterhin Renditechancen bestehen. Zudem ist mit der weiteren Absenkung der Anlagen- und Modulpreise eine Grid Parity im Retailbereich für photovoltaisch erzeugten Strom in Teilen Süd- und Mitteleuropas erreicht worden. Auch bei der Realisierung von Utility Scale Photovoltaikanlagen wird zukünftig erwartet, dass neben der bisherigen Möglichkeit zur Einspeisung über Vergütungsmechanismen ebenfalls vermehrt die Solarstromerzeugung zum Eigenverbrauch und zur Vermarktung über einen Stromabnahmevertrag (Power Purchase Agreement – PPA) beispielsweise mit einem Energieversorgungsunternehmen erfolgen wird.

### **Nachfrageentwicklung Photovoltaik**

Im Jahr 2011 sind in Deutschland Solaranlagen mit einer Nennleistung von knapp 7,5 GWp ans Netz gegangen. Für das laufende Jahr 2012 gehen Prognosen von einer konstanten Nachfrage nach Photovoltaikanlagen aus. Der deutsche Markt ist für die Hersteller im Bereich Photovoltaik immer noch der wichtigste weltweit, jedoch hat insbesondere der italienische Markt, mit einer installierten Leistung von ca. 6 GWp in 2011, an Bedeutung gewonnen. Global wurden 2011 Photovoltaikanlagen mit einer Nennleistung von 25 GWp installiert. Für 2012 gehen die Prognosen von unterschiedlichen Entwicklungen aus. Die aktuellen Einschätzungen prognostizieren eine Steigerung der globalen Nachfrage um 15 - 20 % auf ca. 30 GWp. Europa ist durch den hohen Marktanteil Deutschlands und Italiens noch immer mit Abstand der größte Markt im Bereich von neuinstallierten Photovoltaikkraftwerken. Im letzten Jahr wurden in Europa insgesamt knapp 18 GWp installiert, für das laufende Jahr gehen die aktuellen Prognosen von einer Reduktion um ca. 15 % auf 15,5 GWp aus. Im vergangenen Jahr war insbesondere auf dem asiatischen und auf dem nordamerikanischen Markt ein starkes Wachstum zu verzeichnen. In den Ländern China, Japan, Indien und Südkorea wurden Photovoltaikanlagen mit einer Gesamtnennleistung von ca. 4 GWp installiert. Auch für das laufende Jahr 2012 wird in diesen Ländern mit einer deutlichen Steigerung in der Nachfrage gerechnet. Bis 2014 könnte, insbesondere durch das erwartete Wachstum in China und Japan der asiatische Markt den europäischen als wichtigste Absatzregion für photovoltaische Technologie ablösen. Auch der US-amerikanische Markt verzeichnete im Jahr 2011 ein starkes Wachstum auf knapp 2 GWp. Aktuelle Prognosen rechnen mit einer weiteren positiven Marktentwicklung im laufenden Jahr 2012.

### **Kapazitätsentwicklung Photovoltaik**

Während sich die Absatzmärkte für Photovoltaikanlagen noch immer in Europa befinden, wurden die Produktionskapazitäten für die Wafer-, Zell- und Modulproduktion vor allem in Asien stark ausgebaut und bestehende Produktionsstätten dorthin verlagert. In den Jahren 2010 und 2011 haben neben einer Vielzahl neuer Hersteller ebenfalls die bereits etablierten asiatischen Produzenten von Wafern, Zellen und Modulen die Kapazitäten ihrer Produktionslinien weitreichend ausgebaut. Entlang der Wertschöpfungskette wurden die Kapazitäten insbesondere in Asien weiter vergrößert, global stiegen die Kapazitäten um über 50 % auf knapp 45 GWp in der Waferherstellung, 54 GWp in der Zellfertigung und 51 GWp in der Modulproduktion an. Für das laufende Jahr 2012 und die beiden darauffolgenden Jahre wird eine starke Abschwächung der Produktionskapazitätserweiterungen

erwartet. Diese Entwicklung ist vor allem mit dem massiven Aufbau von Überkapazitäten in der Produktion in den letzten zwei Jahren sowie mit einer zukünftig erwarteten Abschwächung der Nachfrage nach photovoltaischer Technologie zu erklären. Im Jahr 2011 lag der Nutzungsgrad der Produktionskapazitäten in der Wafer-, Zell- und Modulfertigung bei ca. 60%. Die Differenz zwischen den Produktionskapazitäten in der Modulfertigung und der Endkundennachfrage nach Photovoltaikmodulen belief sich im Jahr 2011 auf 20 - 25 GWp.

### **Divergente Entwicklung von Angebot und Nachfrage und sinkende Modulpreise**

Im laufenden Jahr 2012 und den folgenden zwei Jahren wird mit einem geringen Ausbau der Produktionskapazitäten auf den unterschiedlichen Wertschöpfungsstufen der Modulherstellung gerechnet. Zwischen 2012 und 2014 wird insgesamt eine Zunahme der Produktionskapazitäten um ca. 4 GWp erwartet. Bei einem konstanten Marktanteil der RENA GmbH von ca. 60% würde dies die Lieferung von Prozessanlagen für Produktionslinien mit einer Kapazität von 2,4 GWp bedeuten. Ab dem Jahr 2014 kann es zu stärkeren Auftrageingängen im Zusammenhang mit neubeginnenden Investitionszyklen bei den Photovoltaikmodulherstellern kommen. Aktuelle Prognosen zufolge, wird global mit einer moderat steigenden Nachfrage nach Photovoltaikanlagen gerechnet. Insbesondere die außereuropäischen Märkte werden ein stärkeres Wachstum verzeichnen als die etablierten Märkte in Europa. Die Nachfrageabnahme auf den etablierten Märkten v. a. in Europa steht im Zusammenhang mit weiter sinkenden Fördermechanismen und Anreizsystemen in diesen Ländern. Die bestehenden Überkapazitäten werden sich in den kommenden Jahren leicht verringern. Im Jahr 2011 führten insbesondere die aufgebauten Überkapazitäten sowie die weitreichenden Absenkungen der Solarstromförderung in vielen Ländern zu weiter sinkenden Photovoltaiksystem- und Modulpreisen. Dieser Trend wird sich aufgrund der weiterhin vorhandenen Produktionsüberkapazitäten in abgeschwächter Form auch im Jahr 2012 fortsetzen. Zwar konnten in der Vergangenheit Kosteneinsparungen entlang der Wertschöpfungskette erzielt werden, jedoch ist das weitere Preissenkungspotential, unter anderem bedingt durch die bereits schwierige finanzielle Situation einiger Hersteller, begrenzt. Aufgrund der negativen Preisentwicklung sowie des Trends zur Verringerung der Förderung von Solarstrom ist eine weitere Absenkung der Produktionskosten unabdingbar, um einerseits eine Kostendeckung in der Produktion sowie andererseits die Rentabilität von Photovoltaikanlagen in den Zielmärkten gewährleisten zu können. Auf dem weiteren Weg zur Grid Parity von photovoltaisch generiertem Strom ist in der Wafer-, Zell- und Modulproduktion die Steigerung des Wirkungsgrades sowie der Anlagenproduktivität notwendig. Durch Veränderungen von Rohstoffpreisen, z. B. des Preisanstiegs von Silber, gewinnt die Substitution und Einsparung von Materialien in Verbindung mit neuen Technologien und Prozessen an Bedeutung. Die dynamische Technologieentwicklung in diesem Umfeld zwingt die Hersteller entlang der Wertschöpfungskette zu beständigen Investitionen in Neuanlagen bzw. in Modernisierungen der Produktionslinie, um die vom Markt geforderten Wirkungsgrade und Preise anbieten zu können. Zudem verfügen Produzenten mit einer großen Gesamtproduktionskapazität, einer starken Marktdurchdringung sowie einer integrierten Wertschöpfungskette (Wafer-, Zellen- und Modulproduktion) über größere Kostensenkungspotenziale für einen weiteren potentiellen Preiskampf. Daneben wird die Zugehörigkeit eines Herstellers zu einem Großkonzern für die mittelfristige Marktbeständigkeit eine wichtige Rolle spielen. Aufgrund des Preisdrucks ist bereits eine Branchenkonsolidierung unter den Wafer-, Zell- und Modulproduzenten zu beobachten.

### **Chancen und Risiken aus einem stärkeren Wettbewerb**

Eine Voraussetzung für effiziente und konkurrenzfähige Produktionsprozesse ist der Einsatz modernster Anlagentechnologien in den Produktionslinien der Photovoltaikindustrie. Zum einen wird sich der Preisdruck im Markt für Photovoltaikanlagen auch auf die Hersteller von Prozessanlagen auswirken und zum anderen ist aufgrund des abgeschwächten Produktionskapazitätsausbaus ein Rückgang der Nachfrage erkennbar. Mit der fortlaufenden Weiterentwicklung der Prozessanlagen und dem damit verbundenen Effizienzgewinn für die Hersteller von Wafern, Zellen und Modulen soll dieser Preisdruck für die Prozessanlagenhersteller teilweise kompensiert werden. Die Steigerung der Anlagenproduktivität und der Wirkungsgrade der Endprodukte bieten für die Hersteller von Prozessanlagen entscheidende Wettbewerbsvorteile. Für einzelne Anbieter besteht hierbei das Risiko, dass konkurrierende Unternehmen durch neue Entwicklungen Vorsprünge erzielen. Verzögerungen in der Produkteinführung können die Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig beeinträchtigen und Konkurrenten zusätzliche Chancen auf dem Absatzmarkt bieten. Daneben ist der Markteintritt neuer Wettbewerber im Bereich der Prozessanlagenherstellung für die Photovoltaikindustrie möglich. Diese Tendenz wird durch die Ausweitung und Verlagerung von Produktionsstätten für Wafer, Zellen und Module weiter vorangetrieben. Insbesondere durch die zunehmende Präsenz asiatischer Marktteilnehmer, auch in der Produktion von Prozessanlagen, ist mit einem erhöhten Wettbewerb und Preisdruck zu rechnen. Die Entwicklung auf der Nachfrageseite ist neben der allgemeinen Volatilität des Investitionsgütermarktes vor allem von der Gestaltung der landesspezifischen Fördermechanismen abhängig. Durch die sukzessive Reduktion der Preise von Photovoltaiksystemen ist eine Grid Parity von photovoltaisch er-



zeugtem Strom in Teilen Süd- und Mitteleuropas im Retailkundenbereich bereits erreicht worden. Dennoch sind Effizienzgewinne entlang der Wertschöpfungskette für die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit von photovoltaisch erzeugtem Strom unabdingbar, um langfristig eine Wirtschaftlichkeit von Photovoltaikanlagen auch ohne staatliche Förderung zu erreichen. Inwiefern die Einsparungen durch technologische Innovationen und effizientere Fertigungsstrukturen ausreichen, um langfristig zu den vom Markt geforderten Preisen anbieten zu können, ist gegenwärtig noch offen. Die derzeitige Preisentwicklung ist insbesondere auf die vorhandenen Überkapazitäten sowie die Absenkung der Förderung von photovoltaisch erzeugtem Strom und weniger auf eine Kostenreduktion in der Produktion zurückzuführen. Sollten die Produktionskosten in einem geringeren Ausmaß als geplant vermindert werden können, könnte sich die langfristige Nachfrage nach Solarmodulen und Produktionsanlagen wesentlich schwächer entwickeln.

**Zusammenfassend ist hinsichtlich der Entwicklung des Marktumfeldes für Hersteller von nasschemischen Prozessanlagen in den kommenden Jahren nur mit einem geringen Kapazitätsausbau der Wafer-, Zell- und Modulproduktion in der Photovoltaikbranche zu rechnen. Aufgrund der gegenwärtig bestehenden Überkapazitäten sind die Investitionen in Prozessanlagen rückläufig. Wir rechnen daher damit, dass sich die Verhandlungsposition der Anlagenhersteller, der Auftragseingang sowie das Preis- und Anzahlungsniveau abschwächen werden. Für das Jahr 2012 sowie die darauffolgenden zwei Jahre erwarten wir ein moderates Wachstum der Nachfrage nach Photovoltaikanlagen. Hieraus leitet sich die Erwartung einer leichten Reduktion der Überkapazitäten und mittelfristig wieder steigender Investitionen in Prozessanlagen ab. Mittels neuer Entwicklungen werden die Produktivität der Prozessanlagen und die Wirkungsgrade der Photovoltaiktechnologie zukünftig zunehmen. Infolge des Eintritts neuer Marktteilnehmer sowie durch den Zusammenschluss von Anbietern wird sich der Wettbewerb jedoch verstärken. Die Anlagenhersteller sind daher mit einem dynamischen Wachstumsmarkt konfrontiert, in dem die stetige Weiterentwicklung von Prozessen und Anlagen sowie flexible und effiziente Fertigungsstrukturen über die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit entscheiden werden. Bis zur Grid Parity von photovoltaisch erzeugtem Strom wird die Nachfrage durch die Ausgestaltung der Förderpolitik und Anreizsysteme in den etablierten Zielmärkten bestimmt. Durch technologische Innovationen besteht ein langfristiges Wachstumspotenzial im Markt für Prozessanlagen. Im Zusammenhang mit einer zunehmenden Diversifizierung der eingesetzten Technologien und dem schnellen technologischen Wandel nehmen die Entwicklungs- und Investitionsrisiken für die Hersteller von Wafern und Zellen sowie Prozessanlagen zu.**

### Marktumfeld: Wassertechnik und Energieerzeugung

Die deutsche Wasser- und Abwassertechnikbranche umfasst etwa 150 mittelständische Unternehmen mit insgesamt ca. 7.500 Beschäftigten. Aufgrund der weltweit fortschrittlichsten Infrastruktur (Anschlussgrad, Reinigungsstufen, Effizienz, Umweltverträglichkeit) genießt die deutsche Wasser- und Abwassertechnik einen sehr guten Ruf. Mit einem Exportvolumen von € 773 Mio. zählten deutsche Unternehmen in 2011 vor den USA (2010: € 704 Mio.) und China (2010: € 315 Mio.) zu den weltweit präsentesten Anbietern für Wasser- und Abwassertechnik. Der Branchenumsatz 2011 lag nach vorläufigen Zahlen bei € 1,6 Mrd. (+ 10%) mit einem Exportanteil von 48,3 % (VDMA). Innerhalb eines Zehn-Jahres-Zeitraums konnte die Branche ein jährliches Wachstum von rund 10 % bei einer stabilen Exportquote von rund 50 % realisieren. Wichtigste Exportmärkte in 2011 waren die EU27 mit 39% (Frankreich, Spanien, UK), sonstiges Europa mit 20 % (Russland), Südostasien mit 16 % (China, Indien) und der nahe und mittlere Osten mit 6 %. Das erste Quartal 2011/12 ergab mit einem Branchenumsatz in Höhe von € 208 Mio. (VJ € 179 Mio.) eine erneute Steigerung. Zur langfristigen Sicherstellung der Ver- und Entsorgungssicherheit führt die deutsche Wasserwirtschaft als eine der wichtigsten Abnehmerbranchen der Wasser- und Abwassertechnik seit Jahren kontinuierlich Investitionen in Instandhaltung und Erneuerung (Wirtschaftlichkeit, Energieeffizienz) in Höhe von jährlich rund € 5 Mrd. durch (DWA). Während im Inland das Marktwachstum für Neubau und Ausrüstung kommunaler Kläranlagen aufgrund hoher Anschlussquoten weitgehend gesättigt ist, besteht in bevölkerungsreichen Schwellen- und Entwicklungsländern (China, Indien, Russland) hingegen hohes Wachstumspotenzial. Weltweites Bevölkerungswachstum, fortschreitende Urbanisierung, Agrarisierung und Industrialisierung sind die Treiber weltweit ansteigender Investitionen bei Wasser- und Abwassertechnologien.

In den osteuropäischen Ländern besteht insgesamt ein hoher Ersatzinvestitionsbedarf zur Effizienzsteigerung der bestehenden Wasser- und Abwasserversorgung und zur Angleichung an europäische Umweltstandards. Russland geht beispielsweise von einem Investitionsbedarf in Höhe von über € 17 Mrd. bis 2020 aus und gilt als sehr technologieversiert. Neben einem Fond aus Staatsmitteln sollen mithilfe von subventionierten Kreditzinsen, Staatsgarantien und langfristiger Vertragssicherheit (Preise, Wasservolumen) auch private Investoren gewonnen werden. EU-Länder wie Bulgarien oder Rumänien, mit den europaweit geringsten Wasserressourcen bzw. An-

schlussquoten, können zudem auf EFRE-Finanzierungshilfen der EU (Operationelles Programm „Umwelt“) im Zeitraum 2007 – 2013 zurückgreifen. Die Regionen Ost- und Südostasien sind aufgrund des Wirtschaftswachstums und ihrer noch im Aufbau befindlichen Infrastruktur der wichtigste Wachstumsmarkt für deutsche Unternehmen der Wasser- und Abwassertechnik. Wachsender Wohlstand in bevölkerungsreichen Ländern wie Indien und China schafft hier auch den Anspruch an bessere Lebensstandards. Gerade in ländlichen Regionen ist die Wasserver- und -entsorgung sehr ineffizient (Leitungsverluste, Speicherkapazitäten, Verfügbarkeit, Verschmutzung). Gezielte Förderpolitik führt in China beispielsweise zur stetigen Zunahme kommunaler und industrieller Abwasserreinigung. China ist hier vor Indien der zweitgrößte Abnehmer deutscher Wasser- und Abwassertechnik (VDMA). Die Länder im Nahen und Mittleren Osten leiden aufgrund geringer Jahresniederschläge und fehlender Süßwasserreserven an Wasserknappheit, verfügen aber über ausreichend finanzielle Mittel um notwendige Investitionen in der Wasseraufbereitung (Meerwasserentsalzung) und Abwasserentsorgung durchzuführen. Vor allem für Unternehmen mit hoher Innovationskraft bieten sich im Hinblick auf die extremen Klimabedingungen hervorragende Chancen, um der zunehmenden Industrialisierung und dem veränderten Verbraucherverhalten (Strom- und Süßwasserbedarf) eine moderne und effiziente Infrastruktur zu liefern.

Das Marktumfeld für industrielle Abwasserreinigungsanlagen wird von der konjunkturellen Entwicklung der Abnehmerbranchen beeinflusst. Insbesondere in den bereits hochtechnisch entwickelten Industrieländern wird die Investitionstätigkeit auch durch Effizienzüberlegungen (energetische Sanierung), Fördermittelanreize und Umweltauflagen getrieben. Hohes Wachstumspotenzial bietet sich aufgrund des Wirtschaftswachstums in Schwellen- und Entwicklungsländern. Gerade dort werden viele industrielle Abwässer noch unbehandelt in Oberflächengewässer eingeleitet. Die steigende Anzahl von Industriebetrieben, aber auch ineffiziente landwirtschaftliche Überdüngung, erhöhen hier die Abwasserbelastung. Zur Vermeidung von Sanktionen müssen die entsprechenden Unternehmen staatlich vorgegebene Grenzwerte einhalten, was im Ergebnis zu Investitionen in Technologien zur Ressourcenschonung (Stoffrückgewinnung) und Energieeffizienz (Kreislaufführung Prozesswasser) führen wird. Multinationale Konzerne verfolgen zudem selbst auferlegte Umweltauflagen im Rahmen eines „Code of Conduct“. Neben der hohen Wettbewerbsintensität im deutschen Markt werden die chinesische Wettbewerber auf dem Weltmarkt immer präsenter. Allein in 2010 hat China sein Ausfuhrvolumen von Wasser- und Abwassertechnik um 84% auf € 315 Mio. erhöht und ist damit, nach Deutschland und den USA, drittgrößter Exporteur. Der Vorsprung deutscher Exporteure liegt vor allem in der den deutschen Produkten zugesprochenen Langlebigkeit und dem hohen technologischen und wirtschaftlichen Wirkungsgrad (Energieeffizienz) begründet. Beides rechtfertigt höhere Anfangsinvestitionen und bietet auf technologisch reiferen Märkten Alleinstellungsmerkmale. Zukünftige Innovationspotenziale zielen nahezu ausschließlich auf ressourcenschonende und integrierte Verfahrenstechniken ab. In Bereichen wie Schlammendickung (Energieeffizienz), Phosphorrückgewinnung (Landwirtschaft), dezentrale Fernwartungstationen (Internet), dezentrale Abwasserreinigung durch Membran-Bioreaktoren und der Wiederverwendung von Prozess-/Abwasser („Reclaim Water“) bestehen Wachstumschancen. Zudem gewinnt auch die Energiegewinnung aus Abwasser und Klärschlamm (Biogas, mikrobielle Brennstoffzelle) an Bedeutung. Die Kombination dieser Technologien führt zur Entwicklung energieautarker (Ab-)Wasseraufbereitungen, welche Abwärme und Strom in einem Kreislaufsystem nutzen und Stoffe zur Wiederverwertung (Industrie/Landwirtschaft) gewinnen.

Im Geschäftsbereich Energieerzeugung beschäftigt sich die STULZ H+E Gruppe vor allem mit Biogas- und Kraft-Wärme-Kopplungsanlagen. In Erwartung veränderter EEG-Konditionen ab 2012, setzte in den Jahren 2010 (+ 921 Anlagen) und 2011 (+ 1.310 Anlagen) ein regelrechter Bauboom bei Biogasanlagen ein. Aufgrund der Veränderungen mit der EEG Novelle 2012 (Förderung von Kleinanlagen, verpflichtendes Wärmekonzept, Energie-mais-Deckel) gehen wir in Deutschland von einer Reduzierung der Zubauzahlen auf maximal 500 Anlagen für 2012 aus. Deutschland bleibt trotzdem der weltweit bedeutendste Markt für die Biogastechnologie (31.12.2011: 7.215 Anlagen, 2.904 MW). Aufgrund der Begünstigung von kleinen, vornehmlich mit Gülle betriebenen Biogasanlagen, wird branchenweit ein Absatzplus bei kleinen, dezentral betriebenen Biogasanlagen (75 kW – 250 kW) erwartet. Das Einspeisen von Biomethan in das Erdgasnetz bzw. die Möglichkeiten der Direktvermarktung lassen aber trotzdem zukünftig die Umsetzung technisch anspruchsvoller (biodiverser) Biogasprojekte zu. Außerhalb von Deutschland bietet sich nur bei entsprechenden Förderanreizen zusätzliches Potenzial. Polen (149 Anlagen, 87 MW) steht erst am Anfang und bietet aufgrund von verbesserter Rechtssicherheit (Zertifikate, Abnahmegarantie), EU-Klimazielen (Erneuerbare Heute: 5 % bis 2020: 15 %), nationalen Zielen (dezentrale Energieversorgung, Gaseinspeisung) und landwirtschaftlicher Nutzfläche (Agrarland Polen: 312.000 km<sup>2</sup>) gute Voraussetzungen für künftigen Zubau. Als branchenweit herausfordernd sehen wir es an geeignete Projektfinanzierungspartner zu finden, da die Anforderungen an ein langfristig rentables Biogasprojekt mit den jüngsten Gesetzesnovellen stets höher und komplexer geworden sind.

**Wir erwarten für die kommunale Wasser- und Abwasserwirtschaft in entwickelten Volkswirtschaften eine konstante Grundauslastung durch Modernisierungs- und Ersatzinvestitionen, wohingegen in bevölkerungsreichen, prosperierenden und wasserarmen Regionen Wachstumspotenziale bestehen. Hierbei verfügen innovative, deutsche Anbieter über Wettbewerbsvorteile. Die Nachfrage industrieller Abnehmer unterliegt konjunkturellen Schwankungen, wird jedoch strukturell durch die Verschärfung von Umweltauflagen und unternehmensindividuellen Zielsetzungen zur Einsparung von Energie und Emissionen getrieben. Vor dem Hintergrund stetig steigender Energiepreise bestehen Wettbewerbsvorteile für Hersteller mit innovativen, energieeffizienten Verfahrenslösungen. Die Marktentwicklung bei Bioenergieanlagen ist nahezu ausschließlich von staatlichen Fördermaßnahmen abhängig. Während wir für Deutschland von einer Marktsättigung bei großen Bioenergieanlagen ausgehen, bestehen in anderen Regionen Wachstumschancen.**

### Strategische Ausrichtung

| Geschäftsfeld   | Märkte/Kunden  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Stabilisierung der Geschäftsentwicklung durch Diversifikation der Geschäftsfelder</li> <li>■ Sicherung und Ausbau der weltweit führenden Position als Hersteller von Anlagen für nasschemische Prozesse</li> <li>■ Ausbau der Marktpositionierung als Komplettanbieter im Wasser- und Abwassersektor in Europa</li> <li>■ Ausbau des Geschäftes mit Bioenergieanlagen</li> <li>■ Ausbau des Service- und Zusatzgeschäftes</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Diversifikation der Absatzregionen, Verminderung der Abhängigkeit von Asien</li> <li>■ verstärktes Angebot integrierter Kundenlösungen aus Anlage und Prozess im Photovoltaikbereich</li> <li>■ Fokussierung auf ausgewählte Industriebranchen im Bereich Wasseraufbereitung</li> <li>■ Erschließung von Auslandsmärkten für STULZ Produkte und Dienstleistungen</li> </ul> |
| Organisation  | Finanzen   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ausbau des weltweiten Vertriebs- und Servicenetzes</li> <li>■ Weiterentwicklung der Produktionsstrukturen</li> <li>■ internationaler Ausbau des Lieferantennetzes</li> <li>■ Ausbau zentraler betriebswirtschaftlicher Funktionen</li> <li>■ Ausbau des gruppenweiten Planungs- und Steuerungsinstrumentariums</li> <li>■ Nutzung der Gruppensynergien von RENA und STULZ</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Steigerung der Gesamtleistung durch Wachstum im Teilkonzern STULZ</li> <li>■ Kurzfristig Kapazitäts- und Kostenanpassungen im Teilkonzern RENA</li> <li>■ Weiterer Ausbau der Eigenkapitalquote</li> </ul>  |

Mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe positioniert sich RENA als „Clean Tech“-Unternehmen mit den Geschäftsfeldern Erneuerbare Energien, Wasseraufbereitung/Abwasserreinigung sowie Wasser- und Chemierecycling. Durch die Übernahme von STULZ will RENA die Geschäftsfelder und Absatzregionen stärker diversifizieren, die Geschäftsentwicklung stabilisieren und Wachstumspotenziale nutzen. Im Jahr 2011 resultierten 89,1 % der Umsatzerlöse bei RENA aus der Photovoltaikbranche und 80 % der Umsatzerlöse aus den asiatischen Märkten. Durch die Übernahme von STULZ und den Rückgang der Aufträge aus dem Photovoltaikbereich soll der Anteil der Solarindustrie am Konzernumsatz auf 40 % und der Anteil der Region Asien ebenfalls auf 40 % zurückgehen. Die bislang bestehende Abhängigkeit von der Entwicklung der Photovoltaikbranche und der Region Asien wird sich insofern stark vermindern. Es wird eine bessere Diversifizierung und Stabilisierung der Erlöse ermöglicht. Die STULZ H+E Gruppe soll als eigenständige organisatorische Einheit der RENA GmbH weitergeführt werden.

RENA will ihre weltweit führende Position als Hersteller von Anlagen für nasschemische Prozesse mit Schwerpunkt in der Photovoltaikindustrie durch vielfältige strategische Maßnahmen sichern und ausbauen. Im Mittelpunkt der Maßnahmen stehen hierbei die Entwicklung neuer Technologien und Kundenlösungen sowie die Weiterentwicklung der Fertigungs-, Vertriebs- und Servicestrukturen. Hinsichtlich neuer Technologien und Kundenlösungen umfassen die strategischen Maßnahmen u. a. die Entwicklung innovativer Verfahren, durch die der Anteil nasschemischer Prozessschritte bei der Herstellung von Wafern und Solarzellen erhöht wird, die stärkere Differenzierung aufgrund des Ausbaus der eigenen Prozesskompetenz sowie das zunehmende Angebot von modularen Standardanlagen für einzelne Prozessschritte mit der Option zur Individualisierung. Die Entwicklung integrier-

ter Kundenlösungen erfordert hierbei die Vorausentwicklung durch RENA, um den Kunden fertige Anlagen- und Prozesslösungen anbieten zu können. Damit geht RENA auch Entwicklungsrisiken ein. Andererseits können Prozessinnovationen zu starken Differenzierungsvorteilen und Ertragschancen führen. Bei der Entwicklung von Prozessen arbeitet RENA u. a. mit der Universität Konstanz, dem Fraunhofer Institut für Solare Energiesysteme und dem Technologiezentrum TNO Eindhoven in den Niederlanden zusammen. Darüber hinaus werden neue Prozesse und Anlagen in enger Zusammenarbeit mit ausgewählten Kunden (Lead-User) entwickelt. Zum Ausbau des Anlagen- und Prozess-Know-hows sowie der Fertigungs- und Servicekapazitäten wurden in der Vergangenheit selektive Unternehmensakquisitionen (2006 ASTEC, 2007 Höllmüller) durchgeführt. Im Jahr 2010 hat RENA ein Joint Venture (RENASynova Laser Technologies S. A.; Anteil RENAs 50,1 %) mit der schweizerischen Synova S. A. zur Entwicklung eines Verfahrens, das die nasschemische Bearbeitung mit Lasertechnik (LCP) kombiniert, gegründet. Im Jahr 2011 hat RENA eine Minderheitsbeteiligung (45,1 %) an der SoLayTec B.V. erworben, die ein neues Verfahren zur Herstellung dünnschichtiger Substrate (Fast ALD Atomic Layer Deposition Technologie) entwickelt. Auch zukünftig will RENA den Ausbau seines Know-hows, der Forschungs- und Entwicklungs- sowie Produktions- und Servicekapazitäten durch selektive Akquisitionen vorantreiben.

Marktseitig bestehen, ungeachtet der gegenwärtig schwachen Auftragsentwicklung, langfristige Chancen durch den erwarteten weiteren Ausbau der Produktionskapazitäten für Wafer und Solarzellen. Herausforderungen ergeben sich aus dem erwarteten sinkenden Preisniveau für Solarmodule und dem daraus abzuleitenden Preisdruck für Produktionsanlagen. Entscheidend sind hierbei für die Betreiber die Cost of Ownership, die neben der Höhe der Investition auch durch die Betriebskosten, die Produktivität und die Zelleffizienz bestimmt werden. Insgesamt ist eine Zunahme der Wettbewerbsintensität zu erwarten. Hierbei besteht für RENA auch das Risiko, dass Know-how und Technologievorsprünge verloren gehen, weil die Durchsetzbarkeit von Schutzrechten im wichtigen chinesischen Markt nicht vollständig gesichert ist. Neben den langfristig erwarteten Investitionen in neue Anlagen zur Produktion von Wafern- und Solarzellen ergeben sich für RENA, vor dem Hintergrund des schnellen technologischen Wandels in der Solarindustrie, Chancen durch Ersatzinvestitionen und Upgrades. Als innovationsstarkes Unternehmen stellen die zunehmenden Anforderungen an Anlagen für die Wafer- und Solarzellenfertigung für RENA einen Vorteil dar, solange es gelingt, zukunftssträchtige Technologien zu identifizieren und in die eigenen Anlagen zu integrieren. Neben dem Schwerpunkt des Anlagenbaus für die Solarindustrie sollen auch weiterhin Sonderanlagen für nasschemische Prozesse in anderen Anwenderbranchen angeboten und neue Geschäftsfelder erschlossen werden. Zusätzliche Wachstumschancen werden hierbei u. a. im Bereich der Medizin- und Batterietechnik gesehen. Neben dem Anlagenbau soll das Geschäft mit zusätzlichen Serviceleistungen, Ersatzteilen und Verbrauchsgütern, d. h. mit speziellen Prozesschemikalien, ausgebaut werden. Zurzeit wird der Großteil des Serviceumsatzes noch mit der im Anlagenpreis enthaltenen Inbetriebnahme erzielt. Durch zusätzliche längerfristige Wartungsverträge sowie Ersatzteile und Verbrauchsgüter könnte RENA einen stabilen Umsatzsockel aufbauen, der auch bei rückläufigem Anlagengeschäft zur Verfügung steht.

In den vergangenen Jahren hat sich RENA vom Hersteller von Sonderanlagen für die Halbleiterindustrie zunehmend zum Hersteller von Standardanlagen für die Solarbranche entwickelt. Hierdurch haben sich auch die Produktionsstrukturen zunehmend verändert. Im Rückblick auf den Auftragseinbruch des Jahres 2009 und den starken Anstieg in 2010 hat die RENA Gruppe gezeigt, dass sie über flexible Fertigungsstrukturen verfügt. Die Produktionsprozesse und -kapazitäten werden laufend weiterentwickelt und den Anforderungen des Umfelds angepasst. Standardisierung und Modularisierung von Anlagen haben an Bedeutung gewonnen. Arbeitsschritte wurden stärker zerlegt und vereinfacht. Qualifikationsanforderungen, Durchlaufzeiten und Montagestunden konnten reduziert werden. Die Prozesse lassen sich hierdurch u. a. leichter auf Produktionsstätten in Osteuropa oder Asien übertragen. Um die Flexibilität auf hohem Niveau zu halten, wurde ein höherer Anteil von Teilen und Leistungen von Lieferanten bezogen. Im Hinblick auf die gegenwärtige Auftragsentwicklung sollen diese Leistungen vorübergehend wieder zunehmend in das Unternehmen verlagert werden, um das Stammpersonal auszulasten. Langfristig will RENA ihre Lieferantenstrukturen weiter ausbauen. Hierbei soll die Beschaffung in Osteuropa und Asien für den Gesamtkonzern verstärkt werden. Dabei besteht das Risiko, dass es zu Qualitätsproblemen und verzögerten Lieferungen kommt. Darüber hinaus wird sich die Komplexität der Logistikprozesse durch den höheren Beschaffungsanteil und das größere Lieferantennetz erhöhen.

In der Übertragung des von RENA in den vergangenen Jahren hinsichtlich der Standardisierung von Anlagen und der Optimierung der Produktionsprozesse erworbenen Know-hows auf STULZ besteht ein wichtiges Synergiepotenzial, das in den kommenden Jahren genutzt werden soll. Weitere Synergien bestehen durch die gemeinsame Nutzung der starken Vertriebs- und Serviceorganisation in Asien, wo STULZ bisher nicht vertreten ist, die verbesserte Auslastung der Produktionskapazitäten, insbesondere bei der Herstellung von Kunststoff-Baugruppen und



Vormontage in Polen sowie den konzernweiten Aufbau einer weltweiten Einkaufsorganisation. Das Management beziffert die Ertrags- und Kostensynergien auf € 25 – 35 Mio. p. a.

Die STULZ H+E Gruppe will ihre führende Marktpositionierung als Komplettanbieter im Wasser- und Abwassermarkt in Deutschland in den nächsten Jahren ausbauen vor allem aber im Ausland wachsen. Im Geschäftsbereich *Wasser- und Prozesstechnik kommunal* bündelt die STULZ H+E Gruppe das kommunale Wasser- und Abwassergeschäft. Da der deutsche Markt für Neuinstallationen weitgehend gesättigt ist, soll in diesem Bereich Wachstum durch den Ausbau des Service- und Auslandsgeschäftes sowie innovative Anlagenkonzepte unter Nutzung des umfassenden Spektrums an Schlüsseltechnologien erzielt werden. Die Unternehmensgruppe verfügt über verschiedene innovative Technologien zur Optimierung der Energieeffizienz von Kläranlagen, die modular einsetzbar sind und in dem Konzept einer „energieautarken Kläranlage“ zusammengefasst werden können. Durch die zunehmende Größe der Anlagen nehmen Komplexität und Risiken der Projekte zu. Im Geschäftsbereich *Wasser- und Prozesstechnik Industrie* werden Prozess- und Reinstwasseraufbereitungsanlagen sowie Abwasser- und Recyclinganlagen hergestellt. Neben branchenunabhängig einsetzbaren Standardanlagen konzentriert sich die Unternehmensgruppe auf industrielle Schwerpunktmärkte (Petrochemie, Lebensmittel, Pharma), in denen sämtliche Bereiche des industriellen Wasserkreislaufes einschließlich des Servicegeschäftes abgedeckt werden sollen. Nach dem Zusammenschluss mit RENA sollen nun auch umfassende Problemlösungen für die Solarindustrie entwickelt werden.

Im Geschäftsbereich Energie- und Recyclingsysteme bietet die Unternehmensgruppe effiziente Energieerzeugungsanlagen, schlüsselfertige Abwasserreinigungs- und Bioenergieanlagen sowie Eindickungs-, Entwässerungs- und Trocknungsanlagen. Neben den klassischen Energieträgern werden zunehmend erneuerbare Rohstoffe und Abfälle (z. B. Klärschlamm) als Brennstoff eingesetzt. Das Unternehmen will zukünftig als Generalunternehmer Bioenergieanlagen für industrielle, kommunale oder landwirtschaftliche Zwecke unter Einbindung verschiedener Stoffströme (Abwasser, Wasser, Substrate, Gärreste, Klärschlämme) errichten, sich mit Minderheitsanteilen beteiligen und das Service- und Wartungsgeschäft übernehmen. Der Betrieb der Anlage soll durch die jeweiligen Substratlieferanten erfolgen. Aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität und knapper Substrate auf dem deutschen Markt werden Wachstumschancen in Polen und Ungarn gesehen. Der Einstieg in Auslandsmärkte bietet Wachstumschancen, denen jedoch entsprechende branchentypische Marktentwicklungs- und Großprojektrisiken gegenüberstehen. Im Geschäftsbereich *Produkte und Dienstleistungen* werden verfahrenstechnische Schlüsseltechnologien gebündelt. Nachdem in den letzten Jahren ein umfassendes Spektrum an innovativen Technologien aufgebaut wurde, sollen die Anlagen zukünftig zunehmend standardisiert werden. Das Wachstum im Ausland soll über länderspezifische Vertriebsstrategien für die ausländischen Kernmärkte erzielt werden. Hierbei sollen die Tochtergesellschaften von STULZ zukünftig das gesamte Portfolio der Unternehmensgruppe vermarkten. Die Auslandsstrategie ist vor dem Hintergrund der bereits hohen Anschlussquoten in Deutschland plausibel. Demgegenüber bestehen jedoch erhöhte branchentypische Risiken aus der Erschließung von neuen Märkten und den hiermit verbundenen Rechtsunsicherheiten. Gegenwärtig erscheint die STULZ H+E Gruppe nur in geringem Maße organisatorisch integriert. Die Umsetzung der internationalen Vertriebsstrategie halten wir hinsichtlich der Komplexität und Breite des Leistungsspektrums sowie der Unterschiedlichkeit der Abnehmergruppen für herausfordernd.

Risiken bestehen im Hinblick auf die Geschäftsfelder der STULZ H+E Gruppe aufgrund der Abwicklung internationaler Großprojekte und Änderungen in den Förderbedingungen im Bereich Erneuerbarer Energien aus Biomasse. Bezüglich des Geschäftsfeldes Photovoltaik bestehen für RENA Risiken durch konjunkturelle Schwankungen, der Abhängigkeit der Nachfrage von politischen Einflüssen, der staatlichen Förderung von Solarenergie, der chinesischen Investitionspolitik, mittelfristig zunehmender Wettbewerb u. a. durch chinesische Anbieter und auch die starke Konzentration unter den Kunden kann die Verhandlungsposition von RENA zukünftig schwächen. Darüber hinaus kann die Ertragsentwicklung von RENA durch Rohstoffpreis- und Währungsschwankungen beeinflusst werden. Die Kundenaufträge werden gegenwärtig zwar noch nahezu ausschließlich in Euro fakturiert, infolge des Ausbaus der Produktion in Polen und die geplante zunehmende Beschaffung im Ausland können sich aber zunehmend Währungsrisiken ergeben.

RENA verfügt hinsichtlich Ihrer Organisation insgesamt über angemessene Voraussetzungen zur Umsetzung der Strategie und Planung. Planungs- und Steuerungsinstrumente sowie Risikomanagementsysteme halten wir bei RENA grundsätzlich für angemessen. Herausforderungen bestehen durch die Auslastung und Anpassung der Produktionskapazitäten im Hinblick auf die sehr schwache Auftragsentwicklung im Photovoltaikgeschäft. Personenabhängigkeiten bestehen nach unserer Auffassung auf der Ebene der Geschäftsführung von RENA und STULZ sowie im Entwicklungs- und Vertriebsbereich bei RENA. Bei der STULZ H+E Gruppe bestehen unseres



Erachtens Verbesserungspotenziale hinsichtlich des Integrationsgrades der Organisation sowie der zentralen betriebswirtschaftlichen Funktionen. Ein zentrales Controlling mit Instrumenten zur systematischen Steuerung des Beteiligungsportfolios befindet sich bei STULZ in Teilen noch im Aufbau und das Risikomanagement halten wir vor dem Hintergrund der gestiegenen Komplexität für ausbaufähig.

# Durchführung des Ratings

Der vorliegende Bericht stellt eine verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 1. August 2012 dar. Maßgeblich für die Begründung der Ratingnotation ist der ausführliche Ratingbericht, der dem Unternehmen vorliegt und der von der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH nicht veröffentlicht wird.

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 27. Juni 2012 durch die RENA GmbH (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 3. Juli 2012 statt. Am 1. August 2012 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 1. August 2012 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Ratingurteil auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratingurteils 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 Ratingbeurteilung 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. Die Geschäftsleitung der Auftraggeberin hat der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

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 Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion. Schadensersatzansprüche gegen die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH sind ausgeschlossen, es sei denn, die gesetzlichen Vertreter oder Mitarbeiter der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH oder ihrer Erfüllungshelfen haben vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH

Hamburg, 1. August 2012

**Analysten**

Holger Ludewig, Senior Rating Analyst und Projektleiter  
Torsten Schellscheidt, Senior Rating Analyst

**Ratingkomitee**

Kai Gerdes, Direktor  
Gundel Bergknecht, Senior Rating Analystin

**Wesentliche Informationsquellen**

- Konzernabschlüsse 2009, 2010, 2011 der RENA GmbH und der STULZ H + E GmbH
- Managementsreports zur unterjährigen Geschäftsentwicklung bis Mai 2012
- Bericht der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH über das Rating der STULZ H + E GmbH vom Juli 2012
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen, insbesondere Bankenspiegel und Liquiditätsplanung
- Individuelle Analysen zum Photovoltaikmarkt von Allianz Climate Solutions GmbH (Analyst: Matthias Brandt)
- Unterlagen zur Strategie und Unternehmensplanung
- Gespräche mit dem Management

**Ratingmethode**

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

## Anlage 1: 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. "Güteklasse". 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 (+)<br/>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.   |