Creditreform Rating Agentur

Creditreform Rating-Summary zum Unternehmensrating

Informationstableau

Photon Energy Investments N.V. (Konzern)		Rating: **BB-**	PD 1-jährig: **2,00%**
		Erstellt am:	16.01.2014
		Gültig bis max.:	15.01.2015
Vorstand:	Georg Hotar Michael Gärtner Clemens Wohlmuth	Mitarbeiter:	Rd. 70 innerhalb des gesamten Photon Energy Konzerns
		Umsatz[1]:	5.798 TEUR
(Haupt-)Branche:	Elektrizitätserzeugung aus Erneuerbaren Energien		

Hinweis:
Zu dieser Rating-Summary wurde der Photon Energy Investments N.V. ein umfassender Ratingbericht inkl. Zertifikat ausgehändigt. Dieser enthält umfassende Informationen zum Rating des Unternehmens. Bei Unstimmigkeiten ist der Ratingbericht maßgeblich. Eine Veröffentlichung der Inhalte des Berichts von Seiten der Creditreform Rating AG ist ausgeschlossen.

Zusammenfassung

Die Photon Energy Investments N.V. mit Sitz in Amsterdam bildet mit ihren Tochtergesellschaften einen Teilkonzern innerhalb des Photon Energy Konzerns (Photon Energy N.V.). Gegründet wurde sie im Juni 2012 im Rahmen einer Umstrukturierung des gesamten Photon Energy Konzerns. Sie fungiert rechtlich unabhängig als Holdinggesellschaft und hält Beteiligungen bzw. Optionen an Solaranlagen in Tschechien, der Slowakei, Italien und Australien. Im Rumpfgeschäftsjahr 2012 erzielte die Berichtsgesellschaft Umsätze durch den Betrieb von Solaranlagen i.H.v. 5,80 Mio. EUR. Derzeit umfasst das Portfolio eine Kapazität i.H.v. 25,4 MWp in Tschechien und der Slowakei, 1,26 MWp in Italien und 0,14 MWp in Australien.

Photon Energy Investments N.V.	Strukturbilanz[1]
	2012 **Rumpfgeschäftsjahr 01.06. - 31.12.2012**
Bereinigte Bilanzsumme	82.597 TEUR
Bereinigte Eigenkapitalquote	31,50%
Betriebsergebnis	1.182 TEUR
Jahresüberschuss	-314 TEUR

Damit wird der Photon Energy Investments N.V. (Konzern) eine befriedigende Bonität attestiert, die im Vergleich zur Gesamtwirtschaft einer durchschnittlichen Beurteilung entspricht.

Strukturinformationen

Die Photon Energy Investments N.V. mit Sitz in Amsterdam (Niederlande) ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der am 10. Dezember 2010 gegründeten Photon Energy N.V. und ist in der Produktion von Elektroenergie aus Solaranlagen tätig. Die Berichtsgesellschaft wurde am 1. Juni 2012 gegründet und besitzt ein Stammkapital von 1,125 Mio. EUR. Sie agiert als rechtlich selbstständige Einheit im Konzern. Ein Ergebnisabführungsvertrag zu Gunsten der Muttergesellschaft existiert nicht. Durch die in den Anleihebedingungen für die aktuelle Anleiheemission festgeschriebenen Kündigungsrechte existiert eine indirekte Ausschüttungssperre über deren gesamte Laufzeit (5 Jahre).

[1] Basierend auf den Special Purpose Consolidated Financial Statements for the period from 01 June till 31 December 2012, strukturiert nach der Systematik der Creditreform Rating AG.

Der wesentliche Gegenstand der Berichtsgesellschaft ist die Finanzierung von Gesellschaften und anderen mit der PE Investments verbundenen Unternehmen sowie die Aufbringung von Kapital (inkl. Anleiheemissionen). Dabei kauft sie nur fertig entwickelte Projekte von einer Schwestergesellschaft und finanziert anschließend die Bauphase und deren Inbetriebnahme über eine jeweilige Zweckgesellschaft. Anschließend erfolgt nach Möglichkeit eine anteilige Fremdfinanzierung über eine Bank.

Die Muttergesellschaft Photon Energy N.V. ist seit Juni 2013 an der Börse NewConnect in Warschau (Polen) notiert. Vorstände sind Michael Gärtner und Georg Hotar, welche ebenfalls dem Vorstand der Photon Energy Investments N.V. angehören. Die Aktionärsstruktur setzt sich wie folgt zusammen (30.9.13): Solar Age Investments B.V. (56,53%), Solar Future Cooperatief U.A. (17,18%), Solar Power to the People Cooperatief U.A. (16,07%) und Streubesitz (10,22%), wobei die Gesellschaften den beiden Vorständen zuzuordnen sind.

Die Struktur der Berichtsgesellschaft ist klar und übersichtlich gegliedert. Durch die Bündelung der bereits stromproduzierenden Solaranlagen und das ausschließliche Halten dieser, soll das Risiko der Berichtsgesellschaft im Vergleich zum Gesamtkonzern reduziert werden. Dies betrachten wir prinzipiell ebenso. Allerdings ist die Photon Energy Investments N.V. indirekt Konzernrisiken, wie z.B. aus der Projektierung und dem Bau von PV-Anlagen ausgesetzt, da die Berichtsgesellschaft diese über die Einstellung von Eigenkapital in oder der Ausgabe von Gesellschafterdarlehen an eine dafür gegründete Zweckgesellschaft finanziert. Da die Photon Energy Investments N.V. im Wesentlichen als Finanz-Holdinggesellschaft für ihre Zweckgesellschaften agiert, werden hauptsächlich Einnahmen durch die Zinsen von ausgereichten Gesellschafterdarlehen und Einnahmen aus Gewinnausschüttungen erzielt. Die Aufbauorganisation der Berichtsgesellschaft ist klar gegliedert. Jeder PV-Park wird von einer separaten Zweckgesellschaft gehalten, an der die Photon Energy Investments N.V. mindestens mehrheitlich beteiligt ist. Als Teilkonzern der Photon Energy N.V. ist dieser derzeit eng mit weiteren Gesellschaften dieser verbunden.

Da die Berichtsgesellschaft kein direktes operatives Geschäft betreibt, verfügt sie auch über keine Mitarbeiter. Sämtliche administrative (Rechnungswesen, Controlling, Treasury, IT, Recht, Investor Relations und Personalmanagement) und operative Dienstleistungen (Projektanalyse und –Akquisition, Projektfinanzierung und Umsetzung (Bau)) werden derzeit über Schwestergesellschaften bezogen, welche zum Photon Energy Konzern gehören. Die Verrechnung erfolgt über Management Fees bzw. zu Marktpreisen nach tatsächlichem Aufwand. Kerngeschäft der Berichtsgesellschaft ist die Kraftwerksakquisition und der Bau, sowie das Asset Management der einzelnen Anlagen. Beim Bau fungiert sie als Bauherrin; eine Schwestergesellschaft (Photon Energy Engineering B.V.) agiert als Generalunternehmer. Das Asset Management wird ebenfalls über eine nicht direkt mit der PE Investments verbundenen Gesellschaft (Photon Energy Operations N.V.) erbracht.

Trotz der gesellschaftsrechtlichen Abhängigkeit zum Photon Energy Konzern ist die Berichtsgesellschaft prinzipiell wirtschaftlich unabhängig. Alle extern genutzten Dienstleistungen könnten auch theoretisch über sonstige dritte Unternehmen erbracht werden. Mit einem solchen Wechsel verbundene Kosten würden allerdings sowohl in monetärer als auch zeitlicher Hinsicht anfallen. Zudem kann die Berichtsgesellschaft derzeit das Know-How des Photon Energy Konzerns nutzen. Dadurch werden ebenfalls Synergieeffekte erzielt. Diese würden geringer ausfallen bzw. wegfallen, sollte die Photon Energy Investments N.V. teilweise bzw. komplett aus dem Photon Energy Konzern herausgelöst werden.

Produkte, Markt

Die Photon Energy Investments N.V. agiert als Stromproduzent im Bereich der Solarenergie. Sie betreibt über ihre Tochtergesellschaften Photovoltaik-Anlagen, welche aus der Erzeugung und dem anschließenden Verkauf des produzierten Stroms Umsätze generieren. Die dabei erzielten Stromverkaufspreise sind durch länderspezifische Einspeisevergütungen über einen bestimmten Zeitraum festgeschrieben.

Das derzeitige Portfolio der PE Investments umfasst insgesamt 25 Solar-Anlagen. Die PE-Investments konsolidiert 10 tschechische Gesellschaften (11 PV-Anlagen). Die Gesamtkapazität beläuft sich auf 14,996 MWp. Die Anlagen sind seit Dezember 2009 bzw. Dezember 2010 am Netz angeschlossen und der produzierte Strom wird nach staatlich fixierten Einspeisetarifen für 20 Jahre vergütet. Die ersten 11 Monate des Jahres 2013 lagen aufgrund der schlechten Wetterbedingungen leicht unter Plan. Zwischen Januar und November 2013 wurden 14.246.342 kWh Strom produziert, was ein er Performance von -4,7% gegenüber dem Plan iHv. 14.949.482 kWh entspricht.

Ebenfalls gehören 11 slowakische PV-Anlagen, angeschlossen im Dezember 2010 bzw. Juni 2011, mit einer Kapazität von 10,429 MWp zum Bestand der PE-Investments, welche zu je mindestens 50% von ihr gehalten werden. Diese wurden 2010 bzw. 2011 ans Netz angeschlossen und werden für 15 Jahre per Einspeisetarif vergütet. In den ersten elf Monaten 2013 lag deren Performance insgesamt um 1,9% unter dem Plan. Anstatt 10.443.274 geplanten kWh wurden 10.245.139 kWh Strom produziert. Die beiden italienischen Aufdachanlagen (Netzanschluss im November 2011 bzw. Juni 2012) mit einer Gesamtkapazität von rd. 1,254 MWp, lagen zum 30. November 2013 3,5% über Plan. (1.416.558 kWh zu geplanten 1.368.934 kWh. Die australische Anlage lag 11,9% über Plan, macht aus Portfoliosicht allerdings nur einen Bruchteil aus (0,144 MWp). Das gesamte Portfolio produzierte in den ersten 11 Monaten 26.027.844 kWh Strom und lag damit 3,1% unter den Planwerten. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum (01.01.2012 bis 30.11.2012) war der Wert 7,4% tiefer.

In den übrigen Schwestergesellschaften des Gesamtkonzerns werden weitere Dienstleistungen entlang des Lebenszyklus einer Photovoltaik-Anlage erbracht. Dies sind Projektentwicklung, Projektfinanzierung und Versicherung, Beschaffung und Vertrieb, technische Planung und Errichtung und die technische Betriebsführung. Eine eigene Produktion für PV-Komponenten existiert nicht.

Die Markterwartungen sind langfristig insbesondere hinsichtlich der erwarteten Wachstumsraten für die weltweit installierte Photovoltaikkapazität gut. Der herstellerseitig entstandene Kostendruck fördert technologische Innovationen und Kosteneffizienz, um mittel- bis langfristig die Netzparität (Grid Parity) zu konventioneller Energieerzeugung zu erreichen. Hierdurch entstehende wettbewerbsfähige Preise für Komponenten können zu einem zusätzlichen Wachstumsschub des weltweiten Marktes für Photovoltaik-Anlagen führen, der damit unabhängiger von einer jeweiligen staatlichen Förderung würde. Basierend auf aktuellen Studien wird bis 2015 bzw. 2016 weltweit von zweistelligen Wachstumsraten der jährlich neu installierten PV-Leistung ausgegangen. Länder- und kontinentspezifisch ergeben sich allerdings stark unterschiedliche Wachstumsraten. Für Europa, dem derzeit mit Abstand größten PV-Markt der Welt, wird eine durchschnittlich negative Wachstumsrate von rd. 3% bis 2015 prognostiziert, wohingegen in Nordamerika (USA und Kanada) sowie Asien starke zweistellige Wachstumsraten verzeichnet werden sollen. Studien gehen davon aus, dass gerade außerhalb Europas die PV-Märkte in Zukunft stark expandieren. Dennoch wird die jährlich neu installierte PV-Leistung in Europa auf einem hohen Niveau bleiben. Die Wachstumsperspektiven außerhalb Europas, vor allem in Australien, möchte die Photon Energy Investments N.V. ebenfalls nutzen, um ihre eigenes Geschäft weiter auszubauen.

Der Markt für Solarenergie hat sich in den letzten Jahren durch einzelstaatliche Förderprogramme dynamisch und teils stark unterschiedlich entwickelt. In Deutschland sind die Einspeisevergütungen für Strom aus Solarstromkraftwerken (FIT, feed-in-tarif) im Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) geregelt. In anderen europäischen Ländern wie Italien, Tschechien und der Slowakei existieren ähnliche FIT Programme, bei denen der Strom zu festen Einspeisetarifen vergütet wird. In anderen Ländern, wie z.B. den USA, dominieren Stromlieferverträge (PPA, Power Purchase Agreements). Förderprogramme sind überwiegend derart strukturiert, dass die Förderung in Abhängigkeit von der zeitlichen Inbetriebnahme der Solaranlage abnimmt. Förderungen wurden teilweise durch Dekret (z.B. Spanien) oder rückwirkende Besteuerung (z.B. Tschechien) stark eingeschränkt, wodurch die Attraktivität und Nachfrage für Solarprojekte stark gesunken ist. Ebenso wurden in vielen europäischen Ländern die Einspeisetarife aufgrund der hohen Neuinstallationen von PV-Anlagen in der jüngsten Vergangenheit gekürzt. Die konkreten Folgen für die jeweiligen Standorte für PV-Anlagen bleiben abzuwarten, deuten aber auf ein deutlich schwieriger werdendes Marktumfeld bis zum Erreichen der Netzparität hin. Durch den starken (und noch nicht abgeschlossenen) Preisverfall für Solarmodule und weitere Komponenten erlebten auch die FIT-Märkte eine deutlich erhöhte Nachfrage nach Solarstromkraftwerken.

Die Photon Energy Investments N.V. möchte sich in Zukunft vor allem auf Wachstumsmärkte außerhalb Europas fokussieren. Priorität hat hierbei der australische Markt, welcher durch eine hohe Sonneneinstrahlung gekennzeichnet ist. Trotz langfristig guter Aussichten, gilt der Markt als komplex u.a. da jeder Bundesstaat die Einspeisevergütung eigenverantwortlich regelt. Potenziale ergeben sich in Zukunft vor allem beim Einsatz von PV-Anlagen als Ersatz für Dieselaggregate, in Gegenden, in denen kein Stromnetz vorhanden ist. Der australische Markt war bisher im Wesentlichen durch Kleinanlagen auf Privatdächern geprägt. Größere Anlagen im Gewerbe- oder Freiflächenbereich dagegen sind kaum errichtet worden. Die Berichtsgesellschaft sieht in die-

sem Zusammenhang deutliche Marktvorteile einerseits durch ihre Erfahrung mit größeren Anlagen und andererseits durch ihre Marktkenntnis. Trotz Kürzung der Einspeisevergütung ist die Regierung an einem Ausbau der Solanergie, insbesondere über grüne Zertifikate, interessiert.

Aufgrund des starken Kapazitätszubaus an Solarmodulen, den teils starken Förderkürzungen in der Solarindustrie und dem zunehmenden Konkurrenzdruck, vor allem aus dem asiatischen Raum, wurden im Jahr 2013 weitere Insolvenzen in der Branche vermeldet, sowohl hersteller- als auch projektiererseitig. Mit einer weiteren Konsolidierung des weltweiten Solarmarkts wird gerechnet. Den gesamten PV-Markt betrachten wir momentan als einen wachsenden, aber sich noch in der Entwicklung befindlichen Markt. Die Photon Energy Investments N.V. versucht, an den stark wachsenden Märkten durch den Betrieb von PV-Anlagen zu partizipieren. Aufgrund der aktuellen und prognostizierten Marktentwicklungen erachten wir die geplante Marktpositionierung und Diversifizierungsstrategie als sinnvoll. Dennoch muss die PE Investments im Kontext der gesamten Solarbranche betrachtet werden. Diese sehen wir aufgrund der jüngsten Entwicklungen einem erhöhten Risiko ausgesetzt und schätzen Geschäftstätigkeiten in dieser derzeit als schwierig ein. Zu differenzieren ist hier allerdings zwischen den jeweiligen Stufen der Wertschöpfungskette. Das Kerngeschäft der PE Investments, der Betrieb von bzw. die Stromproduktion aus PV-Anlagen, ist im Vergleich zur Herstellung der Komponenten, Projektierung und Errichtung jedoch geringeren Risiken ausgesetzt. Dies ist ebenfalls in der Ratingeinschätzung berücksichtigt.

Strategie

Nach der erfolgten Umstrukturierung des gesamten Photon Energy Konzerns und damit verbundenen Neugründung der Photon Energy Investments N.V. soll diese ein geographisch diversifiziertes Bestandsportfolio an Solaranlagen aufbauen, mit dem konstante Cashflows generiert werden. Die Berichtsgesellschaft soll dabei zunächst die Finanzierung für die Umsetzung fertig entwickelter Photovoltaikprojekte zur Verfügung stellen. Anschließend nimmt sie die PV-Anlagen, durch eine mehrheitliche Beteiligung an diesen, in ihren Bestand auf. Nach dem Netzanschluss der PV-Anlage soll eine teilweise Fremdfinanzierung über eine Bank erfolgen; i.d.R. bis zu 80% Fremdkapital.

Das weitere Wachstum der Berichtsgesellschaft soll über die Nachplatzierung der emittierten Anleihe mit einem Volumen bis zu 10 Mio. EUR finanziert werden. Nach der bereits getätigten Akquisition zweier italienischer Solaranlagen stehen nun Solaranlagen-Projekte in Australien im Fokus. Durch das bestehende nationale Netzwerk des Vorstandes, Herrn Gärtner, und die nachgewiesene Erfahrung bei größeren Projekten sieht das Management Marktvorteile in Australien. Dies ist aus unserer Sicht nachvollziehbar. Neue Projekte in Tschechien, der Slowakei und Italien sollen in naher Zukunft aufgrund der Verschlechterung der gesetzlichen Rahmenbedingungen nicht weiter verfolgt werden. Solange die Möglichkeit besteht, staatliche Förderungen für die PV-Anlagen zu beziehen, soll dies auch genutzt werden. Ziel ist es allerdings langfristig PV-Anlagen unabhängig von einer festen Einspeisevergütung zu betreiben. Daher wird versucht, PV-Anlagen in Regionen wie z.B. Australien zu realisieren, in denen diese ohne eine Förderung rentabel betrieben werden können, entweder durch direkte Einspeisung in das Stromnetz aufgrund von Netzparität oder durch den Abschluss sog. Purchase Power Agreements (PPA) mit den jeweiligen stromabnehmenden Unternehmen. Besonders fokussiert werden soll sich auf die Bereiche Bergbau, Zementindustrie, Food-Chain und Flughäfen.

Die Strategie der Photon Energy Investments N.V. ist nachvollziehbar und plausibel. Ob das Wachstum in dem geplanten Tempo und der angestrebten Größenordnung umgesetzt werden kann, hängt maßgeblich von der Verfügbarkeit finanzieller Mittel ab. Inwieweit und in welche Höhe diese durch die Anleiheemission generiert werden können, kann aus unserer Sicht nicht beurteilt werden. Aufgrund des insgesamt volatilen Solarmarktes (Preise für Komponenten, gesetzliche Rahmenbedingungen) halten wir die geographische Diversifizierung für sinnvoll, wenn auch damit spezifische und zum Teil unbeeinflussbare Länderrisiken verbunden sind. Aufgrund der bereits seit Gründung internationalen Tätigkeit des Photon Energy Konzerns und der Internationalität des Managements halten wir die Strategie für umsetzbar. Insbesondere durch die komplementären saisonalen Verläufe der Cashflows im Solarbereich auf der Nord- und der Südhalbkogel ergeben sich entsprechend positive Effekte.

Rechnungswesen/Controlling

Das Rechnungswesen und das Controlling werden von Schwestergesellschaften der Photon Energy Investments erbracht. Verantwortlich hierfür sind die Photon Energy Corporate Services DE GmbH und die Photon Energy Corporate Services CZ s.r.o. Die Rechnungslegung auf Konzernebene erfolgt nach den Regelungen gemäß IAS/IFRS. Zum Zwecke der geplanten Anleiheemission wurde zum 30. Juni 2012 erstmals ein konsolidierter Konzernjahresabschluss für das Rumpfgeschäftsjahr vom 01. bis 30. Juni 2012 aufgestellt (sog. Special Purpose Consolidated Financial Statements). Dieser hat aufgrund der Abbildung von nur einem Monat eine eingeschränkte Aussagefähigkeit. Seitens des Prüfers ist es zu keinen Beanstandungen und/oder Einschränkungen gekommen. Zum 31.12.2012 wurde der Konzernjahresabschluss regulär (Ende des Geschäftsjahres) angefertigt.

Die Strategie getriebenen Planungen der PE Investments N.V. erfolgen Excel-basiert und sind hinsichtlich Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Cashflow-Rechnung weitestgehend abgestimmt. Inputgrößen der Planung sind u.a. die detaillierten Ergebnisplanungen der einzelnen Gesellschaften, welche die Solaranlagen halten. Den Planungsdaten zukünftiger Solaranlagen werden technische und regulatorische Annahmen unterlegt. Für das Management findet ein monatliches Reporting der einzelnen Gesellschaften statt, das zum Teil veröffentlicht wird. Inhalt sind neben Profitabilitätskennziffern der einzelnen SPV's ebenfalls Performance-Kennzahlen der einzelnen PV-Anlagen. Durch die technische Betriebsführung der einzelnen Solaranlagen hat das Management der PE Investments jederzeit einen Überblick über die aktuelle Performance der Anlagen. Für die Betriebsführung und die Wartung der Anlagen ist das aktuelle System gut ausgebaut, so dass unerwartete Störungen und damit evtl. verbundene Leistungsausfälle schnell erkannt werden können. Das Projektcontrolling der jeweiligen Solaranlagen halten wir für gut ausgebaut.

Auf Ebene der PE Investments N.V. existiert ein externes quartalsweises Reporting mit konsolidierten Informationen zur aktuellen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie ein monatliches Reporting, dass über die Berichtspflichten hinausgeht.

Insgesamt sehen wir das Rechnungswesen und Controlling, welches über die Schwestergesellschaften erbracht wird, vor allem vor dem Hintergrund der Größe der gesamten Photon Energy Konzerns, als gut ausgebaut an.

Finanzen

Das Finanzmanagement der Berichtsgesellschaft wird per Dienstleistungsvertrag durch die Photon Energy Corporate Services CZ s.r.o. erbracht, welche als Cost Center fungiert. Die jeweiligen Projektfinanzierungen organisiert die Photon Energy Finance Europe GmbH. Die Berichtsgesellschaft finanziert derzeit den slowakischen und den tschechischen Teil ihres Portfolios von PV-Anlagen im Wesentlichen langfristig und länderspezifisch über zwei Banken. Mit diesen wurden jeweils Rahmenverträge abgeschlossen, durch die in der Vergangenheit der Abschluss neuer projektspezifischer Finanzierungen vereinfacht wurde. Mit Gründung der Berichtsgesellschaft wurden sämtliche Finanzierungen bzw. Finanzierungsverträge auf diese übertragen. Die Finanzierung für den italienischen Teil des Portfolios wurde mit den im Jahr 2013 eingeworbenen Anleihemitteln abgelöst.

Die Höhe der Finanzverbindlichkeiten gegenüber Banken im konsolidierten Jahresabschluss beläuft sich zum 31.12.2012 insgesamt auf 51,29 Mio. EUR (rd. 62,1% der bereinigten Bilanzsumme). Die Darlehen sind prinzipiell über die geplante Laufzeit der PV-Anlagen (Gewährungszeitraum der Einspeisevergütung) zu tilgen. Die Finanzierung des tschechischen Portfolios, welche ursprünglich (mit einer Ausnahme) bis Anfang 2016 datiert war, wurde im November 2012 bis zum 05.01.2021 verlängert. In diesem Zuge, wurde das Darlehen ebenfalls auf insgesamt rd. 36,8 Mio. EUR aufgestockt (Stand 30.11.2013: rd. 32,69 Mio. EUR). Zum 05.01.2021 verbleibt bei planmäßiger Tilgung noch eine Restvaluta i.H.v. 14,9 Mio. EUR. Aufgrund der rechtlichen Ausgestaltung, ist die PE Investments nicht der rechtliche sondern nur der wirtschaftliche Eigentümer der PV-Anlagen. Allerdings hat die PE Investments nach Rückzahlung der Darlehen die Möglichkeit die PV-Park Gesellschaften per Call-Option für je rd. 9 TEUR zu erwerben. Die slowakischen Darlehen sind bis 2023

bzw. 2024 zu tilgen. Die Kredite haben typische erstrangige Besicherungen. Darüber hinaus haften die meisten tschechischen Zweckgesellschaften wechselseitig für Verbindlichkeiten von anderen tschechischen Gesellschaften. Die Muttergesellschaft der PE Investments, die Photon Energy N.V., hat zudem eine Garantie in Form von Darlehen für die jeweiligen tschechischen PV-Parks gegeben.

Neben den Darlehen i.H.v. 14,326 Mio. EUR zum 31.12.2012 (Stand 30.11.2013: 13,11 Mio. EUR) für die slowakischen PV-Parks, bestehen derzeit weitere, nicht in der Bilanz aufgeführte Darlehen i.H.v. 7,652 Mio. EUR (30.11.2013), welche ebenfalls projektspezifisch sind. Diese beziehen sich auf die nicht voll konsolidierten PV-Park Gesellschaften (Photon SK SPV 1 s.r.o., Fotonika s.r.o., Solarpark Myjava s.r.o. und Solarpark Polianka s.r.o.). Dessen Rückzahlung wird ebenfalls über die jeweilige Zweckgesellschaft sichergestellt.

Durch die von der tschechischen Regierung eingeführte Abschlagssteuer wurden ursprünglich bei drei Projektfinanzierungen die im Kreditvertrag u.a. vereinbarte Financial Covenant „Debt Service Cover Ratio“ gebrochen. Da der Bruch einzig auf die Steuer zurückzuführen ist und nicht auf bspw. eine unter Plan liegende Performance der Anlagen, wurden Seitens der Bank keine Maßnahmen ergriffen, welches nochmals in einer Waiver Vereinbarung vom 30.06.2012 bestätigt wurde. Auf Grund der staatlicherseits verlängerten und gleichzeitig von 26% auf 10% gesenkten Abschlagssteuer ab dem Jahr 2014 sieht das Management durch die dadurch eintretende positivere zukünftige Ertragslage bessere Refinanzierungsmöglichkeiten bei den bestehenden Banken, die durch Neuverhandlungen im Jahr 2014 realisiert werden sollen.

Das nach der Systematik der Creditreform Rating AG bereinigte Eigenkapital betrug zum 31.12.2012 in Summe 26,02 Mio. EUR (EK-Quote i.H.v. rd. 31,5%). Davon betrug das gezeichnete Kapital 1,13 Mio. EUR. Die Kapitalrücklage belief sich auf 20,63 Mio. EUR, welche aus der Abtretung von Forderungen bzgl. der PV-Parks in Tschechien und der Slowakei zu Gunsten der Berichtsgesellschaft resultierte.

Die Berichtsgesellschaft hat am 12.03.2013 am Open Market der Börse Frankfurt/M. eine Anleihe von bis zu 40 Mio. EUR mit einem vierteljährlich zahlbarem Kupon von 8% p.a. und einer fünfjährigen Laufzeit begeben. Folgende Covenants (in Form von Kündigungsrechten) sind damit verbunden:

- Pari passu - Gleichrang gegenwärtiger und künftiger unbesicherter Forderungen
- Keine Gewinnausschüttungen an die 100% Muttergesellschaft während der Laufzeit
- Eigenkapitalquote von mindestens 25%
- Negativverpflichtung
- Change of Control-Klausel
- Cross Default
- Kein Cash Pooling mit Mutter-und Schwestergesellschaft

Die finanzielle Ausstattung der Berichtsgesellschaft ist derzeit prinzipiell abhängig von der Erwirtschaftung finanzieller Überschüsse der einzelnen PV-Anlagen. Bei konsolidierter Betrachtung verfügt die Photon Energy Investment N.V. derzeit über eine ausreichende Liquidität. U.a. aufgrund der jeweiligen Bankenfinanzierung kann die Berichtsgesellschaft jedoch nicht frei und jederzeit über sämtliche liquide Mittel der einzelnen Zweckgesellschaften verfügen, da deren Auszahlung an Auflagen Seitens der Banken gebunden ist. Ergebnisabführungsverträge mit den jeweiligen Zweckgesellschaften existieren nicht. Ausschüttungen Seitens der Berichtsgesellschaft an die Muttergesellschaft sind aufgrund der Anleihebedingungen der aktuellen Anleihe, nicht möglich. Die Liquiditätsplanung wird über die Kapitalflussrechnung im Rahmen des Forecasts 2014 auf vierteljährlicher Basis abgebildet. Eine separate Liquiditätsplanung existiert nicht.

Kontokorrentlinien o.ä. kurzfristige Finanzierungsmöglichkeiten stehen der Berichtsgesellschaft derzeit nicht zur Verfügung. Dass finanzielle Mittel, z.B. in Form von Darlehen, Seitens der Konzernmutter zur Verfügung gestellt werden können, ist aus unserer Sicht derzeit nicht ersichtlich. Außerbilanzielle Verpflichtungen gegenüber Schwestergesellschaften aus dem Photon Energy Konzern oder sonstigen Gesellschaften existieren Angabe gemäß nicht. Um die geplante Geschäftsausweitung realisieren zu können, wird die Nachplatzierung der aktuellen Anleihe Anfang 2014 angestrebt. Die eingesammelten Mittel sollen als Eigenkapital für die An-

stoßfinanzierung neuer Photovoltaik Projekte dienen. Die Finanzierung und Aufrechterhaltung des bestehenden PV-Parks ist nicht abhängig vom Erfolg der neuen Finanzierung.

Die Muttergesellschaft der Berichtsgesellschaft hat deren Anteile im Rahmen einer Finanzierung mit privaten Kapitalgebern, die bis zum 30.04.2014 befristet ist, verpfändet. Im Falle des Scheiterns der Refinanzierung (6 Mio. EUR) dieser Finanzierungsvereinbarung könnte es zu einem Kontrollwechsel bei der Berichtsgesellschaft kommen, welche den Anleihegläubigern Kündigungsrechte einräumt. Im Falle der Ausübung des Kündigungsrechts wären, Stand heute, rd. 4,2 Mio. EUR ausstehende Anleihen zur Rückzahlung fällig. In welcher Höhe die konzernweite Liquidität, welche derzeit zur Bedienung der Anleihe ausreichend wäre, zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung stände, ist nicht genau spezifizierbar. In unserem Ratingurteil gehen wir daher explizit von einer erfolgreichen Refinanzierung des Darlehens auf Ebene der Photon Energy N.V. aus.

Risiken

Das Risikomanagement der Photon Energy Investments N.V. wird mittelbar über das Risikomanagement des Photon Energy Konzerns gesteuert. Maßnahmen zur Risikoidentifikation, -analyse, -bepreisung und anschließender Vermeidung bzw. Verminderung werden von den jeweiligen in den Geschäftsprozess eingebundenen Schwestergesellschaften ergriffen. Die zentrale Risikoverantwortung liegt beim Vorstand. Eine klare Definition und schriftliche Fixierung von Prozessen sowie die Nutzung von Key Performance Kennzahlen soll ebenfalls zu einem umschauenden Risikomanagement beitragen.

Die PE Investments N.V. ist Projektierungs- und Errichtungsrisiken nicht unmittelbar ausgesetzt. Insgesamt verbleiben diese Risiken jedoch in der gesamten Photon Energy Konzern. Prinzipiell kauft die PE Investments N.V. fertig entwickelte Projekte. Die Errichtung wird von einer Schwestergesellschaft übernommen. Die Finanzierung der Errichtung erfolgt über Gesellschafterdarlehen und/oder Eigenkapital. Risiken aus unerwartet gestiegenen Baukosten können größtenteils über EPC-Verträge mit der ausführenden Schwestergesellschaft abgedeckt werden, so dass die PE Investments N.V. kaum Errichtungsrisiken ausgesetzt ist.

Des Weiteren leiten wir folgende externe und interne Risiken für Photon Energy Investments N.V. ab:

- Änderungen der politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen in Zielmärkten
- Einhaltung von Kredit-Covenants (LTV) über die Laufzeit (Bruch kann u.a. zu Ausschüttungssperre von SPV an Emittentin führen)
- Bankenfinanzierung derzeit auf zwei Banken konzentriert (Cross Default)
- Geringere Leistungsfähigkeit der PV-Anlagen durch geringere Sonneneinstrahlung und/oder durch Unter-Plan Performance der PV-Anlagen
- Fehlinvestitionen
- Währungsrisiken
- Zinsänderungsrisiken
- Hoher Leverage, u.a. durch Ausweitung des Portfolios und der damit verbundenen zweckgebundenen bankenseitigen Fremdfinanzierung
- Auslandsrisiken
- Wettbewerb auf Investorenseite um lukrative Solarprojekte
- Künftige Konjunkturabschwächung und damit verbundene mögliche Markteinbußen
- Inflationsrisiken
- Ausfall wichtiger Systempartner / Auslaufende Gewährleistungsfristen / Durchsetzung von Regressansprüchen
- Ausfall/Wegfall von Schlüsselpersonen
- Branche noch nicht etabliert
- Versicherungsrisiken
- Risiken aus Konzernverbund (speziell finanzierungsseitig)
- Steuerliche Risiken / Steuerrechtsänderungen / Betriebsprüfungen

Eine Betriebsprüfung wurde für die Berichtsgesellschaft noch nicht durchgeführt. Mögliche Risiken aus Steuernachzahlungen können daher nicht ausgeschlossen werden, sind aber derzeit unbegründet. Die Berichtsgesellschaft unterliegt derzeit keinen wesentlichen Rechtsstreitigkeiten. Ebenfalls existieren keine wesentlichen Rechtsstreitigkeiten von Tochter- und Schwestergesellschaften, welche sich negativ auf die Geschäftsentwicklung der Photon Energy Investments N.V. auswirken könnten.

Die Muttergesellschaft der Berichtsgesellschaft hat deren Anteile im Rahmen einer Finanzierung mit privaten Kapitalgebern, die bis zum 30.04.2014 befristet ist, verpfändet. Im Falle des Scheiterns der Refinanzierung dieser Finanzierungsvereinbarung könnte es zu einem Kontrollwechsel bei der Berichtsgesellschaft kommen, welche den Anleihegläubigern Kündigungsrechte einräumt.

Aktuelle Entwicklung

Die Photon Energy Investments N.V. ist im Rahmen der Umstrukturierung der seit 2008 bestehenden Photon Energy im Juni 2012 gegründet worden. Ziel der Umstrukturierung war die Schaffung einer transparenteren und investorenfreundlicheren Struktur, welche in einem stabilen Rechtssystem agiert. Zudem sollen die Risiken innerhalb des Konzerns anders verteilt werden.

Im Rahmen der Umstrukturierung wurde das gesamte tschechische (Kaufpreis 19.942 TEUR inkl. Optionen) und slowakische (Kaufpreis 4.988 TEUR) PV-Park Portfolio von den ursprünglichen Besitzgesellschaften an die Photon Energy Investments N.V. für insgesamt 24.930 TEUR verkauft. Sämtliche Forderungen die zunächst zwischen den jeweiligen Besitzgesellschaften und der Photon Energy Investments N.V. bestanden, wurden in einem ersten Schritt an die Photon Energy N.V. abgetreten. Diese wiederum hat den Großteil ihrer Forderung (21.713 TEUR) an die PE Investments abgetreten und bei ihr als Kapitalrücklage eingestellt. Die restlichen 3.217 TEUR, welche einen Schuldschein für Call und Put Optionen zu Gunsten der tschechischen Zweckgesellschaften beinhaltet, verbleiben als Verbindlichkeiten in der Bilanz der PE Investment gegenüber der Photon Energy N.V. Dieses Darlehen wurde im Dezember 2012 vorzeitig zurückgeführt.

Im Dezember 2012 hat die Berichtsgesellschaft zwei PV-Park Gesellschaften in Italien von einer Schwestergesellschaft mit einer Gesamtkapazität von 1,254 MWp erworben. Damit umfasst das derzeitige Portfolio der Photon Energy Investments N.V. insgesamt 25 Solar-Anlagen in Tschechien, der Slowakei und Italien mit einer Gesamtkapazität von 26,679 MWp, welche von 23 Zweckgesellschaften gehalten werden. Der Wert der direkten Beteiligungen und Optionen auf Anteile an diversen PV-Anlagen bzw. deren Zweckgesellschaften (inkl. Minderheitsbeteiligungen) belief sich gem. Quartalsbericht zum 30. September 2013 auf 82,144 Mio. EUR. Die Verringerung gegenüber dem Vorjahreswert (88,471 Mio. EUR zum 30.09.2012) resultiert neben der regulären Abschreibung vor allem aus der außerplanmäßigen Abschreibung der tschechischen PV-Anlagen i.H.v. 4,517 Mio. EUR aufgrund der Verlängerung der tschechischen Solarsteuer.

Im Rumpfgeschäftsjahr 2012 erzielte die Berichtsgesellschaft einen konsolidierten Umsatz i.H.v. rd. 5.798 TEUR und einem Jahresfehlbetrag nach Steuern i.H.v. 314 TEUR, die hinter den ursprünglichen Planungen (Umsatz 6.390 TEUR, Jahresüberschuss 907 TEUR) zurückblieben.

Zum 30. September 2013 hat die PE Investments ausgehend von einer im Jahresvergleich unterdurchschnittlichen Sonneneinstrahlung Umsatzerlöse i.H.v. 9.401 TEUR erzielt. Im Ergebnis hat die PE Investments einen Jahresüberschuss nach Steuer zum 30.09.2013 i.H.v. 425 TEUR erwirtschaftet. Im 4. Quartal wurde darüber hinaus eine erste Anlage in Australien in Betrieb genommen, die ab dem Jahr 2014 zusätzliche Umsatzbeiträge generieren soll. Auf Grund der Reduzierung der Abschlagssteuer in Tschechien zum 01.01.2014 von 26% auf 10%, was für die Berichtsgesellschaft einen positiven jährlichen Effekt von etwa 1,2 Mio. EUR mit sich bringt, kann das derzeitige Portfolio von PV-Anlagen u.E. trotz Abschlagssteuer

nachhaltig profitabel betrieben werden.

Konsolidiert in T€	1.6.-31.12.2012 Ist[2]	1.1.-30.9.2013 Ist[3]
Umsatz	5.798	9.401
Bruttoergebnis vom Umsatz[4]	4.175	6.540
EBITDA	3.656	6.345
EBIT	1.182	2.283
EBT	-193	515
EAT	-314	425

Die jeweiligen Zweckgesellschaften, welche die einzelnen PV-Parks direkt halten, sind mit Ausnahme der italienischen und australischen Solarparks bankenfinanziert. Auf Grund der staatlicherseits verlängerten und gleichzeitig von 26% auf 10% gesenkten Abschlagssteuer ab dem Jahr 2014 sieht das Management durch die dadurch eintretende positivere zukünftige Ertragslage bessere Refinanzierungsmöglichkeiten bei den bestehenden Banken, die durch Neuverhandlungen im Jahr 2014 realisiert werden sollen. Darüberhinaus bieten die Performancedaten der slowakischen Parks sowie die aktuell mit Anleihemitteln erworbenen italienischen Parks weiteres Refinanzierungspotential.

Die Berichtsgesellschaft verfügte konzernweit zum 31.12.2013 insgesamt über liquide Mittel i.H.v. 5,72 Mio. EUR, Da der Großteil der Vermögensgegenstände an die finanzierenden Banken verpfändet sind, ist ein Zugriff auf liquide Mittel teilweise nur unter der Erfüllung von bestimmten Voraussetzungen möglich. Um die geplante Entwicklung der PE Investments voranzutreiben und die Erweiterung des PV-Portfolios zu finanzieren, hat die Berichtsgesellschaft am 12.03.2013 am Open Market der Börse Frankfurt/M. eine Anleihe von bis zu 40 Mio. EUR mit einem vierteljährlich zahlbarem Kupon von 8% p.a. und einer fünfjährigen Laufzeit begeben, wovon zum Zeitpunkt der Analyse 4,2 Mio. EUR platziert waren. Im Rahmen der Nachplatzierung der Anleihe soll das Volumen aufgestockt werden und vorwiegend für den Erwerb, die Finanzierung und die Umsetzung von PV-Projekten in Australien genutzt werden.

Insgesamt bleibt Abzuwarten, in wie weit die PE Investments die eingeschlagene Strategie erfolgreich umsetzen kann. Aufgrund des zeitlich erst kurzen Bestehens der Gesellschaft gibt es weiterhin noch keine nachhaltig belastbaren Geschäftszahlen. Insgesamt trauen wir dem Management der Berichtsgesellschaft aufgrund dessen Know-How und den Erfahrungen mit schwierigen Marktsituationen die Umsetzung der Strategie in dem derzeitig schwierigen und volatilen Solarmarktumfeld zu. Die Ratingnote der Photon Energy Investments N.V. (Konzern) (PEINV) konnte bestätigt werden. Dadurch, dass der Photon Energy Konzern nicht in der Produktion von Solarkomponenten tätig ist, profitiert er von den derzeit fallenden Preisen am Markt. Risiken sehen wir weiterhin in der Veränderung regulatorischer und politischer Rahmenbedingungen in einzelnen Zielmärkten. Die Reduktion der tschechischen Solarsteuer wird sich dennoch ab 2014 positiv auf das PV-Anlagen Portfolio auswirken. Der Ausweis nachhaltig positiver Ergebnisse der PEINV bleibt abzuwarten, wenngleich sich ein positiver Trend in der Unternehmensentwicklung abzeichnet. Das ursprünglich angestrebte Unternehmenswachstum konnte in 2013 aufgrund des unter Plan gezeichneten Anleihevolumens nicht bestätigt werden. Unter anderem aufgrund der Verschlechterung rechtlicher Rahmenbedingungen wurde die Unternehmensstrategie angepasst. Zukünftiger Zielmarkt ist vorerst ausschließlich Australien.

Zusätzliche Risiken könnten sich in naher Zukunft aus dem gesamten Konzernverbund (Photon Energy N.V.) ergeben. Insbesondere durch das zu refinanzierende Darlehen auf Holdingebene (6 Mio. EUR) und dem damit einhergehenden Risiko, dass die Anleihe auf Ebene der PEINV fällig gestellt werden kann. Wir gehen in unserem Ratingurteil daher explizit von der erfolgreichen Refinanzierung des Darlehens aus.

[2] Geprüft.
[3] Ungeprüft.
[4] Die tschechische Solarsteuer ist bereits abgezogen. Für die Jahre 2012 und 2013 fällt diese i.H.v. 26% vom Umsatz an, ab dem Jahr 2014 verringert sich die Steuer auf 10%, bezogen auf den Umsatz.

Disclaimer

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

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

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

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

Creditreform Rating AG

Kontakte

Creditreform Rating AG
Hellersbergstraße 11
D-41460 Neuss

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

Vorstand: Dr. Michael Munsch
Aufsichtsratvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl
HR Neuss B 10522

Photon Energy Investments N.V.
Barbara Strozzilaan 201
NL-Amsterdam 1083 HN

Telefon +31 624 699 329
E-Mail info.investments@photonenergy.com
www.photonenergyinvestments.com

Vorstand: Michael Gärtner, Georg Hotar,
Clemens Wohlmuth

Handelsregister Amsterdam Nr. 55423515