

Creditreform Unternehmensrating

Ratingbericht 2012

AAA
AA+
AA
AA-
A+
A
A-
BBB+
BBB
BBB-
BB+
BB
BB-
B+
B
B-
CCC
CC
CCD

**Photon Energy Investments N.V.
(Konzern)**



Neuss, den 19. Dezember 2012

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	2
1 RATINGAUFTRAG, RATINGPROZESS UND RATINGMETHODE	3
2 ZUSAMMENFASSUNG.....	6
3 AKTUELLE GESCHÄFTSENTWICKLUNG	12
4 QUALITATIVE UNTERNEHMENSANALYSE	14
4.1 Unternehmensstruktur und Organisation	14
4.2 Management und Mitarbeiter	17
4.3 Strategiekonzepte.....	17
4.4 Produkte und Markt	18
4.5 Rechnungswesen und Controlling.....	22
4.6 Finanzmanagement.....	23
4.7 Risikomanagement.....	24
5 UNTERNEHMENSANALYSE AUF BASIS DER JAHRESABSCHLÜSSE	26
5.1 Methodik der Jahresabschlussanalyse	26
ANLAGE A: STRUKTURIERTE BILANZ / GEWINN- UND VERLUSTRECHUNG	27
ANLAGE B: DISCLAIMER.....	31
ANLAGE C: KONTAKTDATEN	31

Ratingauftrag, Ratingprozess und Ratingmethode

Ratingauftrag

Die Geschäftsführung der Photon Energy Investments N.V. (im Folgenden auch „PE Investments“ oder „Berichtsgesellschaft“) hat uns, Creditreform Rating AG (im Folgenden auch „wir“), mit der Erstellung dieses Unternehmensratings am 20. November 2012 schriftlich beauftragt.

Ratingprozess

Das vorliegende Creditreform Rating über die Photon Energy Investments N.V. (Konzern) basiert auf der Analyse quantitativer und qualitativer Beurteilungsfaktoren sowie auf der Einschätzung branchenrelevanter Einflussgrößen. Grundlage der quantitativen Analyse war der Bericht über die Prüfung der Special Purpose Financial Statements für die Emittentin für das Rumpfgeschäftsjahr vom 01.06.2012 bis 30.06.2012.

Wichtige Informationsquelle im Rahmen des Ratingprozesses war das Managementgespräch, welches am 16. Oktober 2012 in Prag (Tschechien) unter Teilnahme folgender Personen stattfand:

- Georg Hotar (Chief Executive Officer, Photon Energy N.V.)
- Clemens Wohlmuth (Chief Financial Officer, Photon Energy N.V.)
- Martin Morovics (Business Analyst, Photon Energy)
- Paul G. Putz (Paul Putz & Partner Management Consultants)

Im Rahmen des Gesprächs wurde ebenfalls der Konsolraum in den Räumlichkeiten der Prager Büros besichtigt.

Zusätzlich zum Managementgespräch fand eine Telefonkonferenz am 13. Dezember 2012 unter Teilnahme folgender Personen statt:

- Georg Hotar (Chief Executive Officer, Photon Energy N.V.)
- Clemens Wohlmuth (Chief Financial Officer, Photon Energy N.V.)
- Martin Morovics (Business Analyst, Photon Energy)
- L'uba Jaszová (Photon Energy)

Das Rating wurde im Auftrag der Creditreform Rating AG von Uwe Barchmann (Senior-Analyst) und Simon Vohwinkel (Analyst) durchgeführt.

Im Verlauf des Ratings wurden folgende Unterlagen zur Verfügung gestellt:

Eingereichte Unterlagen
Rechnungswesen und Controlling
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Consolidated Statement of Financial position (IFRS) as at June 2012 of Photon Energy Investments N.V. inkl. Independent auditor's report ▪ Consolidated Statement of comprehensive income (IFRS) for the period from 01.06.-31.12.2012 ▪ Revenues and Costs for Q3, 2012 ▪ Consolidated Financial Statements for the year ended 31 December 2011 of Photon Energy a.s. ▪ Consolidated Financial Statements for the year ended 31 December 2010 of Photon Energy a.s. ▪ Consolidated Financial Report of Photon Energy a.s. for the periods Q3, Q2, Q1 2012 und Q4 2011

- Monthly reports 2012 for Photon Energy a.s.
- Overview of trade receivables and trade payables of Photon Energy Investments N.V., 01.11.2012, 31.10.2012, 30.09.2012 and 30.06.2012
- Offene Postenliste der einzelnen Zweckgesellschaften

Finanzen

- Wertpapierprospekt, bei BaFin eingereichte Version v. 06.12.2012
- Bank and cash accounts 31.10.2012 und 30.09.2012
- Revenues vs. Loan repayments in Q4, 2012
- Overview of bank loans 31.10.2012, 30.09.2012 und 30.06.2012
- Bond Issue Cashflow Models, Version v. 18.12.2012
- Liquiditätsplanung
- Diverse Kreditverträge
- Letter of Intent Raiffeisen Leasing Real Estate
- Waiver Photon Energy Investments N.V., 30.06.2012
- Performancedaten des aktuellen PV-Anlagen Bestands bis 11.2012
- Planungsdaten der einzelnen PV-Anlagen

Weitere Unterlagen

- Handelsregisterauszüge
- Commercial register extract Photon Energy Investments N.V.
- Incorporation of a limited liability company Photon Energy Investments N.V., 01.06.2012
- Register of Shareholders Photon Energy Investments N.V., 01.06.2012
- Briefing Paper – Contemplated Bond Issue 2012 of Photon Energy Investments N.V.
- Corporate Structure of Photon Energy NV
- Corporate Structure Organisation, Legal entities, intercompany relations
- Agreement on the transfer of selected rights and obligations within the context of the restructuring of Photon Energy Group, 05/07/2012
- Diverse Framework Agreements bzgl. Photon Energy Investments N.V.
- Diverse Unternehmenspräsentationen, November 2012, 16.10.2012, Oktober 2012, August 2012
- Technische Gutachten der PV-Anlagen
- Übersicht der einzelnen PV-Anlagen („Overview actual entities“)
- Unternehmensbroschüre Photon Energy (deutsch)
- Kurzbeschreibung der wichtigsten Zielmärkte
- Insurance overview
- Legal Statement open disputes 3. Q. 2012 Photon Energy Group
- Korrespondenzen

Die vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen genügen den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlichten Ratingsystematik der Creditreform Rating AG.

Sämtliche aufgeführten Unterlagen wurden uns in Kopie zur Verfügung gestellt, Abweichungen hierzu sind explizit erwähnt. Wir weisen darauf hin, dass aufgrund des Umfangs der zur Verfügung gestellten Unterlagen zum Teil nur stichprobenartige Plausibilitätsprüfungen durchgeführt wurden.

Am 19. Dezember 2012 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem abschließenden Beschluss festgesetzt. Einschränkungen in Bezug auf die Ratingnote ergaben sich nicht. Die Ratingnote wurde dem Unternehmen am 19. Dezember 2012 kommuniziert. Der vorläufige Ratingbericht wurde dem Unternehmen am 08. und 10. Januar 2013 vorgelegt. Es ergab sich keine Änderung der festgelegten Ratingnote. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen in seiner finalen Fassung am 10. Januar 2013 übersandt.

Das Rating unterliegt ab dem erstmaligen Erstellungsdatum (siehe Deckblatt) einem einjährigen Monitoring. Innerhalb dieses Zeitraumes kann eine Aktualisierung des Ratings erfolgen. Nach Ablauf eines Jahres ist ein Folgerating erforderlich, um die Gültigkeit des Ratings aufrecht zu erhalten.

Ratingmethode

Die umfassende Beschreibung der Ratingmethodik der Creditreform Rating AG ist auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlicht.

Zusammenfassung

Unternehmen

Die Photon Energy Investments N.V. mit Sitz in Amsterdam bildet mit ihren Tochtergesellschaften einen Teilkonzern innerhalb der Photon Gruppe (Photon Energy N.V.). Gegründet wurde sie im Juni 2012 im Rahmen einer Umstrukturierung der gesamten Photon Gruppe. Sie fungiert rechtlich unabhängig als Holdinggesellschaft und hält Beteiligungen bzw. Optionen an Solaranlagen in Tschechien, der Slowakei und Italien. Umsätze bzw. Einnahmen werden durch den Betrieb von Solaranlagen generiert. Derzeit umfasst das Portfolio eine Kapazität i.H.v. 25,4 MWp in Tschechien und der Slowakei sowie 1,26 MWp in Italien.

Ratingergebnis

Auf Grundlage der Auswertung der zur Verfügung gestellten Unterlagen und der im Verlauf des Managementgesprächs gewonnenen Erkenntnisse wird die Photon Energy Investments N.V. für die Dauer eines Jahres mit folgendem Rating beurteilt:

BB-

gesamtwirtschaftliche Einordnung des Rating	branchenbezogene Einordnung des Rating	wirtschaftlicher Ausblick 12 Monate
durchschnittlich	durchschnittlich	stabil

Wir gehen davon aus, dass das Rating in den nächsten zwölf Monaten stabil bleiben wird. Bei nachhaltiger Veränderung wichtiger Beurteilungsparameter innerhalb des Gültigkeitszeitraums von einem Jahr kann das Rating angepasst werden. Auf der Ratingskala der Creditreform Rating AG stellt sich das Ergebnis wie folgt dar:

Ratingklasse	Rating	Beurteilung
AAA	AAA	Beste Bonität, geringstes Insolvenzrisiko
AA	AA+	Sehr gute Bonität, sehr geringes Insolvenzrisiko
	AA	
	AA-	
A	A+	Gute Bonität, geringes Insolvenzrisiko
	A	
	A-	
BBB	BBB+	Stark befriedigende Bonität, geringes bis mittleres Insolvenzrisiko
	BBB	
	BBB-	
BB	BB+	Befriedigende Bonität, mittleres Insolvenzrisiko
	BB	
	BB-	
B	B+	Ausreichende Bonität, höheres Insolvenzrisiko
	B	
	B-	
C	CCC	Kaum ausreichende Bonität, hohes bis sehr hohes Insolvenzrisiko
	CC	
	C	
D	D	Ungenügende Bonität, Insolvenz, Negativmerkmale

Definition und Bedeutung der Ratingklassen

Ausfallquoten

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C
1 Jahr	0,00%	0,01%	0,05%	0,35%	1,25%	5,00%	20,00%
3 Jahre	0,05%	0,12%	0,25%	1,00%	6,00%	15,00%	32,50%
5 Jahre	0,10%	0,30%	0,50%	2,00%	9,00%	20,00%	40,00%

Die Ausfallquoten geben die Ausfallwahrscheinlichkeit an, mit welcher eine Ratingklasse in einem definierten Zeitraum verbunden ist. Hiernach liegt die Ausfallwahrscheinlichkeit der zugeordneten Ratingklasse (BB-, BB, BB+) bei durchschnittlich 1,25% innerhalb eines Jahres. Bei einer stufengenauen Spezifizierung der Ausfallwahrscheinlichkeit ergibt sich für die Photon Energy Investments N.V. hinsichtlich des Ratings von **BB-** eine Ausfallwahrscheinlichkeit innerhalb eines Jahres von **2,00%**.

Ratinghistorie

Bei dem vorliegenden Rating handelt es sich um ein Erstrating.

Jahresabschlussanalyse

Special Purpose Consolidated Financial Statements Photon Energy Investments N.V. (IAS / IFRS)	Strukturbilanz
	2012
	Rumpfgeschäftsjahr 01.06. - 30.06.2012
Bereinigte Bilanzsumme	76.438 TEUR
Bereinigte Eigenkapitalquote	32,99%
Betriebsergebnis	305 TEUR
Jahresüberschuss	139 TEUR

Qualitative Analyse (SWOT)

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Berichtsgesellschaft verfügt über bestehendes, vollständig angeschlossenes und einspeisendes Portfolio von Solaranlagen in Tschechien, der Slowakei und Italien mit einem Kapazitätsumfang i.H.v. 26,68 MWp ▪ Konstante Liquiditätszuflüsse durch bestehendes Solaranlagen-Portfolio aufgrund langfristiger staatlicher Einspeisevergütung ▪ Erfahrenes Management ▪ Internationale Erfahrung ▪ Hinreichende Marktkenntnisse bei Eintritt in neue Märkte im Gesellschafterkreis und in der Geschäftsführung bereits vorhanden ▪ Erfahrung in schwierigen Märkten trägt zu umfassender Risikobetrachtung in neuen Märkten bei ▪ Keine unmittelbaren Projektierungsrisiken ▪ Ausschüttungssperre gegenüber Muttergesellschaft ▪ Umfassende Pipeline an PV-Projekten in Zielmärkten 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Trotz rechtlicher und wirtschaftlicher Eigenständigkeit der PE Investments gibt es Abhängigkeiten (inkl. möglicher Interessenkonflikte) zu Gesellschaften der Photon Gruppe ▪ Teilweise abhängig von staatlicher Förderung ▪ Nur eingeschränkt freie Verfügung über finanzielle Mittel der Tochtergesellschaften ▪ Aufgrund der kurzen Historie im Rahmen der Umstrukturierung konnte noch kein Nachweis nachhaltig positiver Ergebnisse der Berichtsgesellschaft erbracht werden
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wachsender Photovoltaikmarkt ▪ Bei Erreichen der Netzparität ergeben sich gerade im dezentralen Markt neue Potenziale ▪ Erleichterter Markteintritt in den USA/Kanada durch Joint-Venture Partner (Bisher jedoch nur Absichtserklärung unterschrieben) ▪ Geographisch diversifiziertes Portfolio durch Erschließung neuer Märkte und Generierung attraktiver Projekte ▪ Fallende Gestehungskosten für PV-Anlagen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Änderungen der politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen in Zielmärkten ▪ Verlängerung der Abschlagssteuer in Tschechien ▪ Unerwartete Verzögerungen von Projekten / Indirekte Errichtungsrisiken durch Ausreichung bzw. Anzahlungen an Schwestergesellschaften (Verzögerungen, Kostensteigerungen, Abbruch, etc.). ▪ Planungsprämissen u.a. abhängig von der Höhe der zu generierenden Management- und Development Fees ▪ Derzeitiger Covenantbruch bei drei PV-Anlagen aufgrund eingeführter Abschlagssteuer in Tschechien (Waiver-Vereinbarung ohne zusätzliche Auflagen existiert allerdings) ▪ 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

- Währungsrisiken
- Zinsänderungen
- Hoher Leverage, u.a. durch geplante Anleihe sowie Ausweitung des Portfolios und der damit verbundenen zweckgebundenen bankenseitigen Fremdfinanzierung
- Steuerliche Risiken / Betriebsprüfungen (Eventualrisiko)
- Auslandsrisiken
- Hoher Wettbewerb in der Solarbranche
- Künftige Konjunkturabschwächung und damit verbundene mögliche Markteinbußen
- Inflationsrisiken
- Ausfall wichtiger Systempartner / Auslaufende Gewährleistungsfristen / Durchsetzung von Regressansprüchen
- Ausfall/Wegfall von Schlüsselpersonen
- Branche noch nicht etabliert

Unternehmensprofil

Photon Energy Investments N.V.	
Creditreform ID	---
Handelsregister	Handelsregister der Handelskammer Amsterdam, Nr. 55423515
Gründung	01.06.2012, Aktiengesellschaft nach niederländischem Recht (naamloze Vennootschap)
Vorstand	- Georg Hotar - Michael Gärtner - Clemens Wohlmuth
Aufsichtsrat	Nicht existent
Unternehmensgegenstand	Finanzierung von Gesellschaften und anderen mit der PE Investments verbundenen Unternehmen; die Aufbringung von Kapital; Halten von Beteiligungen an PV-Anlagen.
Qualifikationen der Vorstände	Umfangreiches Fach- und Branchenwissen; ausgeprägte betriebs- und finanzwirtschaftliche Kompetenz
Nachfolge	Nicht geregelt, stellt zurzeit allerdings kein unmittelbares Risiko dar.
Anzahl der Mitarbeiter	Die Berichtsgesellschaft verfügt derzeit über keine eigenen Mitarbeiter. Die Photon Gruppe beschäftigt insgesamt rd. 70 Mitarbeiter.
Organisation	Schlanke Organisation. Zugriff auf Strukturen und Dienstleistungen der Photon Gruppe.
Unternehmensentwicklung	Die Berichtsgesellschaft wurde erst im Juni 2012 gegründet. Sie ist Teil des gesamten Photon Konzerns. Sonstige Dienstleistungen, wie Projektierung, Entwicklung, Errichtung und Betriebsführung von PV-Anlagen werden von anderen Konzerngesellschaften erbracht, die nicht mittelbar mit der Berichtsgesellschaft verbunden sind. Durch die Bündelung und den Betrieb von PV-Anlagen sollen in Zukunft konstante Cashflow generiert werden. Inwieweit Planungen erfüllt werden und die Strategie aufgeht bleibt aufgrund der kurzen Historie abzuwarten.
Branchenrisiken	Prinzipiell existiert ein erhöhtes Risiko in der Solarbranche. Konsolidierung der Branche und Marktaustritte sind derzeit vor allem im produzierenden Bereich zu beobachten. Der Betrieb von Solaranlagen ist prinzipiell mit geringeren Risiken verbunden. Erhöhte Risiken ergeben sich vor allem aus der Vorfinanzierung von Solarprojekten, auch wenn diese nicht von der Berichtsgesellschaft selbst getätigt werden; Photovoltaik ist insgesamt als Zukunftstechnologie mit weiterhin starken Wachstumschancen zu sehen.
Strategie	Ausweitung und geographische Diversifizierung des Portfolios an PV-Anlagen; als Zielmärkte stehen Australien, Kanada, USA, Rumänien und die Türkei im Fokus; Bereitstellung der Finanzierung für die Umsetzung von PV-Projekten über finanzielle Mittel aus einer Anleiheemission.
Rechnungswesen	Dienstleistung wird über Schwestergesellschaften erbracht; insgesamt gut ausgebaut.
Controlling	Dienstleistung wird über Schwestergesellschaften erbracht; Projektcontrolling gut ausgebaut; zeitnahe Bereitstellung entscheidungsrelevanter Informationen

	durch direkter Zugriff auf einzelne PV-Anlagen; in Zukunft ist ebenfalls externes quartalsweises Reporting der Berichtsgesellschaft geplant
Finanzmanagement	Dienstleistung wird über Schwestergesellschaft erbracht; Finanzierung über Anleiheemission geplant; Verbesserung des Working Capital Managements durch Generierung von Management und Development Fees; Innenfinanzierungskraft derzeit für aktuelles Portfolio weitestgehend sichergestellt
Risikomanagement	Dienstleistung wird von Konzernmutter übernommen; interne Prozesse sind klar strukturiert; umsichtiger Umgang mit Risiken Seitens des Vorstands.

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Die Photon Energy Investments N.V. ist im Rahmen der Umstrukturierung der seit 2008 bestehenden Photon Energy Gruppe im Juni 2012 gegründet worden. Ziel der Umstrukturierung ist die Schaffung einer transparenteren und investorenfreundlicheren Struktur, welche in einem stabilen Rechtssystem agiert. Zudem sollen die Risiken innerhalb des Konzerns anders verteilt werden. Die Änderung der unternehmerischen Struktur wurde unter anderem auch dadurch nötig, dass sich die Photon Energy Gruppe dem volatilen Marktumfeld der Solarbranche in den letzten Jahren nicht entziehen konnte. So war die Photon Energy Gruppe vor allem durch die rückwirkende Abschlagssteuer auf den produzierten Strom einer PV-Anlage betroffen, welche die tschechische Regierung für PV-Anlagen einführt, die 2009 bzw. 2010 in Betrieb genommen wurden. Dadurch musste die Photon Energy Gruppe im Rahmen der Bankenfinanzierung einen höheren als geplanten Eigenkapitalanteil stellen.

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 bereits vorzeitig zurückgeführt.

Die Emittentin hält derzeit direkte Beteiligungen und Optionen auf Anteile an diversen PV-Anlagen bzw. deren Zweckgesellschaften (inkl. Minderheitsbeteiligungen belaufen sich deren Wert laut Special Purpose Financial Statements zum 1. Halbjahr 2012 auf 90.128 Mio. EUR). Im Zuge der Bilanzerstellung zum 01.06. bzw. 30.06.2012 wurden die PV-Anlagen jeweils einer Neubewertung unterzogen. Der positive Betrag i.H.v. 18.914 TEUR wurde in die Neubewertungsrücklage eingestellt. Zum 30. Juni 2012 hat die PE Investments Umsatzerlöse i.H.v. 712 TEUR erzielt. Diese wurden durch den Stromverkauf der tschechischen (463 TEUR) und slowakischen (249 TEUR) Solaranlagen generiert. Die Umsätze fallen entsprechend niedrig aus, da sich der konsolidierte Halbjahresabschluss lediglich auf die Periode von einem Monat (01.06-30.06.) bezieht und die Zweckgesellschaften ebenfalls aufgrund ihres Akquisitionsdatums nicht für den gesamten Juni konsolidiert wurden. Im Ergebnis hat die PE Investments einen Jahresüberschuss nach Steuer zum 30.06.2012 i.H.v. 139 TEUR erwirtschaftet. Diese beinhaltet ebenfalls die tschechische Abschlagssteuer i.H.v. 120 TEUR.

Zum Geschäftsjahresende 2012 wird mit einem konsolidierten Umsatz i.H.v. rd. 6.390 TEUR und einem Jahresüberschuss nach Steuern i.H.v. 907 TEUR gerechnet.

Die jeweiligen Zweckgesellschaften, welche die einzelnen PV-Parks direkt halten, sind zu einem Großteil bankenfinanziert. Drei tschechische PV-Parks haben derzeit aufgrund der eingeführten Abschlagssteuer (26% auf die Einnahmen einer Solaranlage) die Financial Covenants zum 30.06.2012 gebrochen. Dies führt dazu, dass die PV-Anlagen eine deutlich geringere Rentabilität aufweisen. Mit der finanzierenden Bank wurde allerdings eine Waiver-Vereinbarung getroffen, so dass wir das Risiko einer kurzfristigen Fälligkeit als gering beurteilen. Sollte die Abschlagssteuer allerdings über das Ende des Jahres 2013 hinaus verlängert werden, besteht das Risiko langfristiger negativer Effekte auf die

Vermögens- und Finanzlage der Berichtsgesellschaft. Insgesamt kann das derzeitige Portfolio von PV-Anlagen in Tschechien und der Slowakei, trotz Abschlagssteuer, profitabel werden, wenn auch sämtliche Vermögensgegenstände an die finanzierenden Banken verpfändet sind. Dadurch ist ein Zugriff auf liquide Mittel nur unter der Erfüllung von bestimmten Voraussetzungen möglich.

Im November 2012 wurde zudem die Finanzierung des Großteils des tschechischen Portfolios neu strukturiert. In diesem Zuge wurde das Gesamtdarlehen um 5.811 TEUR aufgestockt und die Laufzeit bis Januar 2021 verlängert.

Im Dezember 2012 hat die Berichtsgesellschaft zwei PV-Park Gesellschaften in Italien von einer Schwestergesellschaft mit einer Gesamtkapazität von 1,254 MWp erworben. Der Kaufpreis wurde u.a. durch das neu strukturierte Darlehen finanziert. 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.

Strategisch möchte die Photon Energy Investments N.V. ein geographisch diversifiziertes Bestandsportfolio an Solaranlagen aufbauen, mit dem konstante Cashflows generiert werden. Es liegt eine konkrete Projektpipeline mit potenziellen Investitionsobjekten vor. In Kanada, den USA und in Australien umfasst diese derzeit insgesamt rd. 71 MWp und enthält Projekte mit Kapazitäten zwischen 0,3 MWp und 17 MWp. Hauptsächlich handelt es sich um Bodenanlagen. Für Rumänien und die Türkei liegen diverse Projekte (Boden- als auch Dachanlagen) mit einer Gesamtkapazität i.H.v. rd. 56 MWp vor. Um den Einstieg in Kanada zu erleichtern, wurde mit der kanadischen Investment Bank Jacob Securities Holdings Inc. eine Absichtserklärung unterzeichnet, welche die Gründung eines Joint Ventures beinhaltet, um in Kanada Solarprojekte zu realisieren.

Um die geplante Entwicklung der PE Investments voranzutreiben und die Erweiterung des PV-Portfolios zu finanzieren, wird für Anfang 2013 die Emission einer Anleihe im deutschen Markt angestrebt. Das Volumen der Anleihe soll bis zu 40 Mio. EUR betragen und vorwiegend für den Erwerb, die Finanzierung und die Umsetzung von PV-Projekten in den oben genannten Regionen 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 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 derzeit schwierigen und volatilen Solarmarktumfeld zu. Dadurch, dass die Photon Gruppe nicht in der Produktion von Solarkomponenten tätig ist, profitiert sie von den derzeit fallenden Preisen am Markt. Wesentliche Risiken sehen wir vor allem in der Veränderung regulatorischer und politischer Rahmenbedingungen in den einzelnen Zielmärkten.

Qualitative Unternehmensanalyse

4

Insbesondere die qualitativen Unternehmensfaktoren bestimmen wesentlich den Zukunftserfolg und somit die Bestandssicherheit eines Unternehmens. Um die prospektive Entwicklung der Photon Energy Investments N.V. zu beurteilen, wurden die wesentlichen Faktoren in Form von checklistengestützten Interviews geprüft. Unternehmensführung und leitende Mitarbeiter wurden mit Hilfe von standardisierten und auf das Unternehmen zugeschnittenen Leitfäden befragt. Anschließend wurden die Ergebnisse vom Analysteam in eine ratingrelevante Einschätzung transformiert. Über ausgewählte Erkenntnisse und Ergebnisse der qualitativen Unternehmensanalyse wird im Folgenden berichtet.

Unternehmensstruktur und Organisation

4.1

Unternehmensstruktur

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 Solarbranche tätig. Die Berichtsgesellschaft wurde am 01. Juni 2012 mit einem voll eingezahlten Stammkapital i.H.v. 45.000 EUR gegründet (mittlerweile wurde dies auf 1,125 Mio. EUR erhöht) und agiert als rechtlich selbstständige Einheit im Konzern. Ein Ergebnisabführungsvertrag zu Gunsten der Muttergesellschaft existiert nicht. Durch die in den für die geplante Anleiheemission in den Anleihebedingungen festgeschriebenen Kündigungsrechten existiert zudem eine indirekte Ausschüttungssperre über deren gesamte Laufzeit (5 Jahre).

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 soll sie in Zukunft nur fertig entwickelte Projekte von einer Schwestergesellschaft kaufen und anschließend die Bauphase und Inbetriebnahme über die jeweilige Zweckgesellschaft finanzieren. Anschließend erfolgt nach Möglichkeit eine anteilige Fremdfinanzierung über eine Bank.

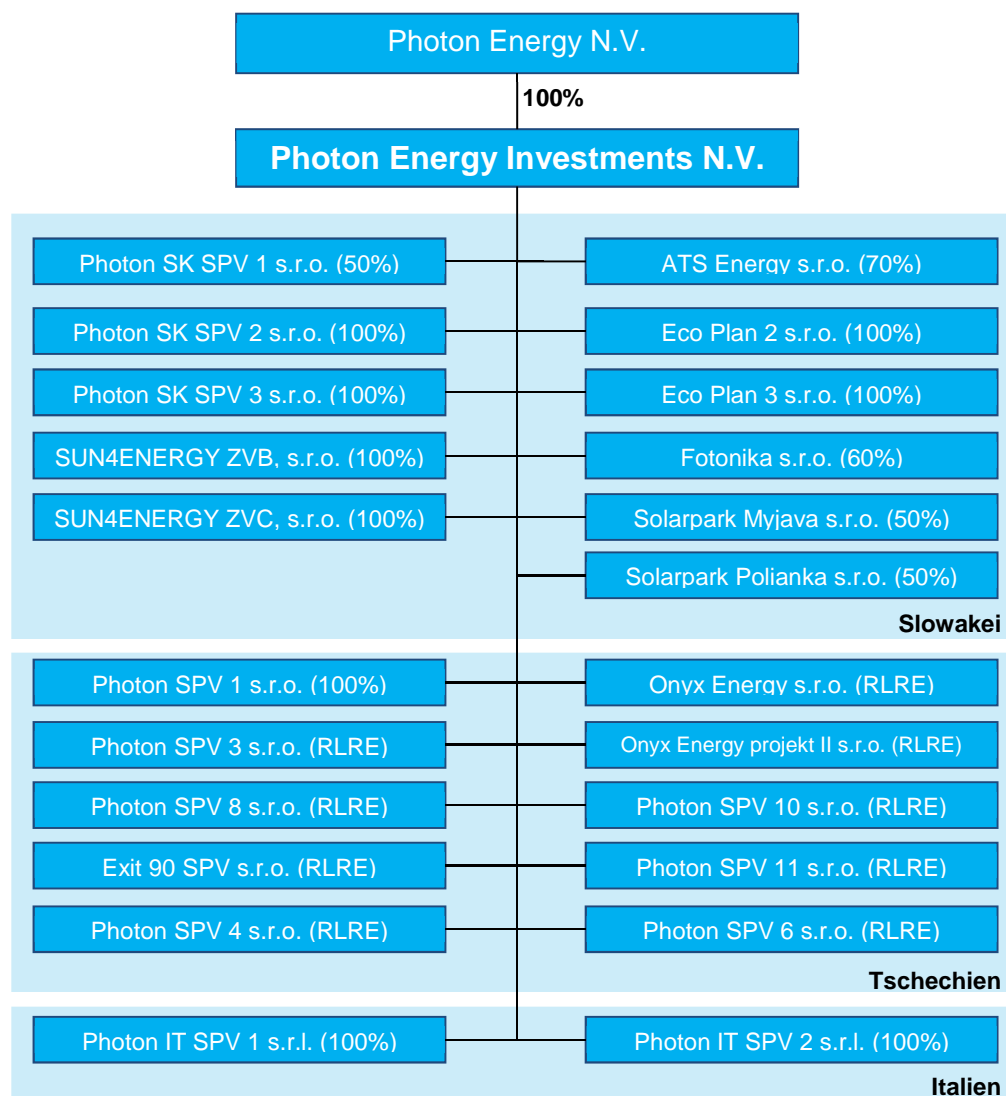
Aktionäre der Photon Energy N.V. sind deren Vorstände, Michael Gärtner (Anteilsbesitz i.H.v. 51,67%) und Georg Hotar (48,33%), welche auch gleichzeitig Vorstand der Photon Energy Investments N.V. sind.

Die Photon Energy Gruppe deckt prinzipiell den gesamten Lebenszyklus (Projektierung, Entwicklung, Bau, Finanzierung, Betriebsführung) einer Solaranlage ab, wobei sie über keine eigene Produktion o.ä. verfügt. Die jeweiligen Tätigkeiten entlang der Wertschöpfungskette sind in einzelnen Tochtergesellschaften gebündelt. Diese wiederum haben Enkelgesellschaften, welche u.a. länderspezifisch organisiert sind. Die länderspezifische Aufteilung soll in Zukunft wegfallen. Darüber hinaus ist eine Tochtergesellschaft, die Photon Energy a.s., an der NewConnect der Warschauer Börse in Polen notiert. An ihr hält die Photon Energy N.V. 72,29%; die restlichen Anteile befinden sich im Streubesitz. Durch die Umstrukturierung der gesamten Gruppe (siehe weiter unten) hat die Photon Energy a.s. an Bedeutung verloren, so dass in naher Zukunft in Polen eine Börsennotierung der Muttergesellschaft, Photon Energy N.V., inklusive eines damit verbundenen Tausches der Aktien geplant ist. An den Eigentumsverhältnissen soll sich nichts ändern, so dass wir daraus derzeit keine Risiken ableiten.

Die im ersten Halbjahr 2012 erfolgte Umstrukturierung der gesamten Photon Gruppe, hatte unter anderem zum Ziel, den Großteil der Solar-Bestandsanlagen unter einer Ge-

sellschaft, dem hier betrachteten Ratingobjekt, zu bündeln. Dafür wurden zunächst sämtliche tschechische und slowakische Zweckgesellschaften von den jeweiligen Besitzgesellschaften (u.a. auch die Photon Energy a.s.) an die Photon Energy Investments N.V. veräußert (inkl. Call-Optionen und Nachrangdarlehen). Sämtliche Forderungen (24,9 Mio. EUR), 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. In einem zweiten Schritt hat die Photon Energy N.V. den Großteil ihrer Forderungen (21,7 Mio. EUR) gegenüber der Berichtsgesellschaft an eben diese abgetreten und als Einlage in die Kapitalrücklage der Berichtsgesellschaft geleistet. Mit dem Kauf der beiden Italien-Projekte im Dezember 2012 wurde die Umstrukturierung weitestgehend abgeschlossen.

Die Photon Energy Investments N.V. ist an den jeweiligen PV-Anlagen über eine Zweckgesellschaft beteiligt. Folgendes Schaubild zeigt die derzeitige Beteiligungsstruktur



RLRE ~ Raiffeisen Real Estate Leasing s.r.o. (Prag) ist die jeweilige Gesellschafterin
Grafik in Anlehnung an das Wertpapierprospekt i.d.F.v. 06.12.2012, S. 41.

Rechtlicher Eigentümer der tschechischen Zweckgesellschaften ist, mit Ausnahme der Photon SPV 1 s.r.o, die finanzierende Bank. Allerdings hat die Berichtsgesellschaft eine

Kaufoption sobald der Kredit der jeweiligen Zweckgesellschaft zurückgeführt wurde. Damit ist auch die Photon Energy Investments N.V. der wirtschaftliche Eigentümer, weshalb sie auch die Anlagen im konsolidierten Konzernjahresabschluss bilanziert.

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.

Organisation

Ihren Sitz hat die Photon Energy Investments N.V. in Amsterdam in den Niederlanden. Der formelle Hauptsitz der 100%igen Muttergesellschaft (Photon Energy N.V.) befindet sich ebenfalls in Amsterdam. Der Großteil der Mitarbeiter und Büroräume befindet sich in Prag, Tschechien und Berlin, Deutschland. Darüber hinaus verfügt die Photon über Niederlassungen in Mailand, Bratislava und Sydney.

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 der Photon Gruppe 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 zur Photon Gruppe 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 zur Photon Gruppe 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 der Photon Gruppe nutzen. Dadurch werden ebenfalls Synergieeffekte erzielt. Diese würden geringer ausfallen bzw. wegfallen, sollte die Photon Energy Investments N.V. teilweise bzw. komplett aus der Photon Gruppe herausgelöst werden. Aufgrund der Verflechtungen des Vorstands und der Aktionäre, welche ebenfalls Gründer der Photon Gruppe sind, halten wir den Eintritt diesen Falls derzeit allerdings für sehr unwahrscheinlich.

Management und Mitarbeiter

4.2

Der Vorstand der Photon Energy Investment N.V. besteht zurzeit aus drei Mitgliedern, welche alle alleinvertretungsberechtigt sind. Neben dem Vorstandsvorsitzenden (CEO) Georg Hotar gehören Michael Gartner und Clemens Wohlmuth dem Vorstand an. Georg Hotar und Michael Gartner bilden ebenfalls den Vorstand der Konzernmutter, der Photon Energy N.V., welche 100% an der Berichtsgesellschaft hält. Dadurch, dass sie 100% der Aktien, aufgeteilt in 48,33% bzw. 51,67%, an der Photon Energy N.V. persönlich halten, sind sie auch mittelbare Eigentümer der Berichtsgesellschaft.

Georg Hotar und Michael Gartner sind als Gründungsmitglieder der Photon Gruppe ebenfalls Geschäftsführer von diversen anderen Gesellschaften innerhalb der Photon Gruppe.

Insgesamt verfügen die Mitglieder des Vorstandes über umfangreiches Fach- und Branchenwissen, langjährige Berufserfahrung und einen ausgeprägten betriebswirtschaftlichen Hintergrund. Insgesamt halten wir damit die Führungsebene für geeignet, die geplante positive Entwicklung der Berichtsgesellschaft, auch in einem volatilen Marktumfeld, voranzutreiben.

Ein Aufsichtsrat der Berichtsgesellschaft als auch der Muttergesellschaft existiert nicht.

Die Photon Energy Investments N.V. beschäftigt keine eigenen Mitarbeiter. Sämtliche Dienstleistungen sowohl im administrativen als auch im operativen Bereich werden über Mitarbeiter der jeweils zuständigen Schwestergesellschaften erbracht. Insgesamt beschäftigt die Photon Gruppe derzeit rd. 70 Mitarbeiter.

Strategiekonzepte

4.3

Nach der erfolgten Umstrukturierung der gesamten Photon Gruppe 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 Wachstum der Berichtsgesellschaft soll über die Emission einer Anleihe (geplant im Februar 2012) mit einem Volumen bis zu 40 Mio. EUR finanziert werden. Nach der bereits getätigten Akquisition zweier italienischer Solaranlagen stehen nun Solaranlagen-Projekte in Kanada, den USA, Australien, Rumänien und der Türkei im Fokus. Entscheidungskriterium, in welche Projekte investiert wird, ist die Profitabilität der einzelnen Parks. Bei gleicher Profitabilität soll der australische Markt bevorzugt werden. Durch das bestehende Netzwerk von Herrn Gärtner erhofft man sich Marktvorteile in Australien generieren zu können. Dies ist aus unserer Sicht nachvollziehbar. Neue Projekte in Tschechien, der Slowakei und Italien sollen in naher Zukunft aufgrund der Verschlechterung der gesetzlichen Rahmenbedingungen zunächst nicht weiter verfolgt werden. Der Erwerb von PV-Projekten bzw. fertig gestellten Anlagen ist ebenfalls in weiteren Ländern, wie Litauen oder Polen möglich. Sollten avisierte Mittel aus Projektrealisierungen vorzeitig zurückfließen, welches geplant ist, werden diese reinvestiert. Solange die Möglichkeit be-

steht 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 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.

Mittelfristig (bis 2018) soll ein Eigenportfolio an PV-Anlagen von weltweit rd. 143 MWp aufgebaut werden. Die Mittel aus der geplanten Anleihe werden als Anschubfinanzierung in Form von Eigenkapital den jeweiligen Zweckgesellschaften zur Verfügung gestellt. Über sog. Management und Development Fees soll ein Teil des eingebrachten Eigenkapitals schon frühzeitig wieder an die Emittentin zurückfließen und so das Working Capital Management verbessern. Ob dieses in der geplanten Höhe umgesetzt werden kann, bleibt aus unserer Sicht abzuwarten. Direkte Projektierungsrisiken können im Wesentlichen ausgeschlossen werden, da die PE Investments nur fertig entwickelte Projekte von ihrer Schwestergesellschaft, der Photon Energy Projects B.V. erwirbt. Indirekte Errichtungsrisiken für die PE Investments bestehen allerdings weiterhin, sofern z.B. die Baukosten für die damit beauftragte Schwestergesellschaft höher ausfallen als geplant. Dies hätte zur Folge, dass z.B. die geplanten Management und Development Fees nicht in geplanter Höhe realisiert werden können.

Um den Markteinstieg in den USA und Kanada, vor allem in Bezug auf die Projektfinanzierung zu erleichtern, wurde mit der Investment Bank Jacob Securities Holdings Inc. ein Memorandum of Understanding über die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens geschlossen, an dem die Berichtsgesellschaft zunächst zu 85% beteiligt ist. Die Finanzierung soll ebenfalls über Mittel aus der Anleihe erfolgen. Eine spätere Notierung an der Toronto Stock Exchange ist ebenfalls denkbar.

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 der Photon Energy Gruppe und der Internationalität des Managements halten wir die Strategie für umsetzbar.

Produkte und Markt

4.4

Produkte

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, welche von 23 Zweckgesellschaften gehalten werden. Die PE-Investments hält an 10 tschechi-

schen Gesellschaften größtenteils 100% Beteiligungen (12 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. Im Zeitraum von Anfang 2010 bis zum 30. November 2012 lag die Performance 6,90% über Plan. Ebenfalls gehören 11 slowakische PV-Anlagen 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. Seit deren Anschluss lag die Performance bis zum 30. November 2012 9,55% über der ursprünglichen Planung. Ende des Jahres 2012 wurden zudem zwei italienische PV-Aufdachanlagen von einer Schwestergesellschaft mit einer Gesamtkapazität von rd. 1,254 MWp erworben, welchen ebenfalls bereits am Netz angeschlossen sind.

Als Teilkonzern übernimmt die Photon Energy Investments N.V. in Zukunft ebenfalls den Kauf von fertig entwickelten Projekten und fungiert anschließend als Bauherrin bei dessen Errichtung. Da die Errichtung bereits in einer von der Photon Energy Investments N.V. gegründeten Zweckgesellschaft stattfindet, geht die jeweilige PV-Anlage nach Fertigstellung automatisch in deren Bestand über.

In den übrigen Schwestergesellschaften des Gesamtkonzerns werden weitere Dienstleistungen entlang des Lebenszyklus einer Photovoltaik-Anlage erbracht. Dies sind im Einzelnen:

- Projektentwicklung
- Projektfinanzierung und Versicherung
- Beschaffung und Vertrieb
- Technische Planung und Errichtung
- Technische Betriebsführung

Über eine eigene Produktion für Komponenten einer Photovoltaikanlage verfügt die Photon Gruppe nicht. Die Photon Gruppe arbeitet herstellerunabhängig und bezieht ihre Komponenten projektspezifisch hauptsächlich von asiatischen Anbietern. In-House Qualitätsprüfungen finden quartalsweise statt. Abnahmeverpflichtungen und Rahmenverträge existieren nicht. Projektiert und gebaut werden sowohl Freiflächenanlagen als auch PV-Anlagen auf Dachflächen. Die konkrete Durchführung wird über die Tochtergesellschaften der Photon Energy N.V. sowie Sub-Unternehmer abgewickelt.

In Zukunft möchte man sich zunehmend auf Projekte konzentrieren, welche unabhängig von einer staatlichen Einspeisevergütung rentabel sind. Erfolgsversprechende Branchen sieht der Vorstand im Bergbau (dezentrale Produktion von Solarstrom als Ersatz für Dieselaggregate), der Zementindustrie, Touristik, dem Retail-Bereich und Flughäfen.

Markt

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 Marktes für Photovoltaik-Anlagen führen, der damit unabhängiger von staatlicher 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 den USA, Kanada und 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 (vgl. Kap. 4.3, Strategiekonzepte), 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 kanadische Solarmarkt ist vor allem durch den starken Auf- und Ausbau von PV-Anlagen in der Provinz Ontario in der Vergangenheit stark gewachsen. Über ein FIT-Einspeise-programm wurden rd. 85% der in 2011 installierten Kapazitäten in Ontario errichtet. Trotz Kürzung der Einspeisevergütung ist die Regierung an einem Ausbau der Solarenergie, auch in anderen Provinzen, interessiert.

Die USA gehört derzeit zu einem der am schnellsten wachsenden Märkte. Dominierend sind hier Power Purchase Agreements, welche vor allem für große Freiflächenanlagen abgeschlossen werden. Der Zubau von Solarenergie konzentriert sich vornehmlich auf einige wenige Staaten. 2011 machten sieben Staaten (u.a. Kalifornien, New Jersey, Arizona) 80% der neu installierten Kapazitäten aus. Nach den ersten 9 Monaten in 2012 wurden laut Solar Energy Industries Association bereits fast 2 GWp installiert, welches den Vorjahreswert für 12 Monate von rd. 1,8 GWp schon übertrifft. Für 2012 wird insgesamt ein Zuwachs von rd. 3,2 GWp erwartet.

In Europa sind als primäre Zielmärkte die Türkei und Rumänien benannt. Beide zeichnen sich ebenfalls durch eine hohe Sonneneinstrahlung aus und haben das Potential für star-

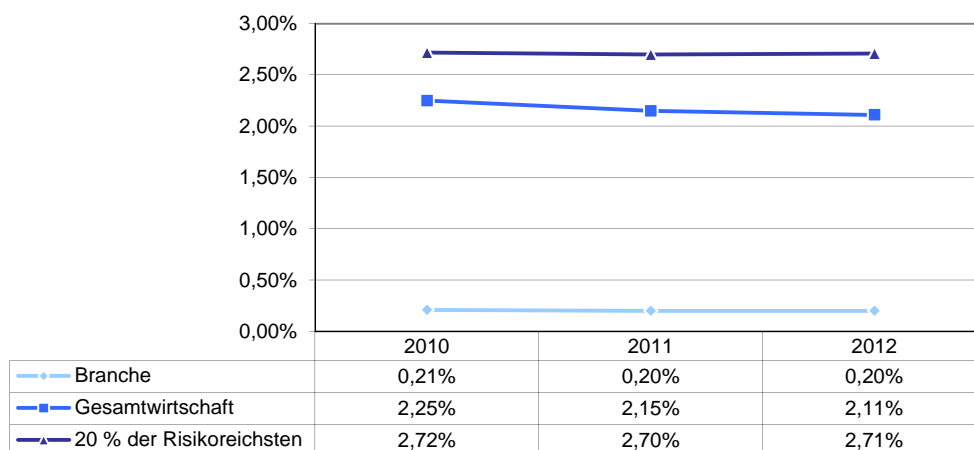
kes Wachstum im Bereich der Solarenergie. Die Förderung erfolgt teilweise über Einspeisetarife (Türkei) oder sogenannte grüne Zertifikate (Rumänien). Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern weisen sie allerdings im Hinblick auf politische, rechtliche und infrastrukturelle Rahmenbedingungen ein höheres Risikoprofil auf, da sie sich erst in den Anfängen der solaren Stromversorgung befinden.

Aufgrund des starken Kapazitätszubaues an Solarmodulen, den teils starken Förderkürzungen in der Solarindustrie und dem zunehmenden Konkurrenzdruck, vor allem aus dem asiatischen Raum, wurden in 2012 erste Insolvenzen in der Branche vermeldet, sowohl hersteller- als auch projektorerseitig. Mit einer weiteren Konsolidierung des weltweiten Solarmarkts wird gerechnet.

Die Berichtsgesellschaft ist maßgeblich der Branche **Erneuerbare Energien** zuzuordnen. Die derzeitige Geschäftstätigkeit bei konsolidierter Betrachtung der Photon Energy Investments N.V. bezieht sich auf die Stromproduktion durch Solarkraftwerke. Nach der Klassifikation der Wirtschaftszweige des statistischen Bundesamtes (WZ 2008) handelt es sich dabei um die Klasse:

- 35113 Elektrizitätserzeugung ohne Fremdbezug zur Verteilung

Die folgende Abbildung auf Seite 22 gibt das Insolvenzgeschehen in der Branche „Elektrizitätserzeugung ohne Fremdbezug zur Verteilung“ im Vergleich zur Gesamtwirtschaft wider. Als Vergleichsgröße ist der Grenzwert der 20% risikoreichsten Branchen aufgeführt; d. h., dass im Jahr 2012 (hochgerechnet auf das ganze Jahr 2012) 20% aller Branchen eine Insolvenzanfälligkeit von mehr als 2,71% aufweisen. Die Insolvenzquote des relevanten Wirtschaftszweiges liegt über die letzten Jahre sehr stabil bei rd. 0,2% und damit deutlich unter dem Niveau der Gesamtwirtschaft.



Zeitliche Entwicklung der Insolvenzen (Elektrizitätserzeugung ohne Fremdbezug zur Verteilung)

Basierend auf den Auswertungen der Insolvenzquotenentwicklung ist damit für die Photon Energy Investments N.V. ein geringes Insolvenzrisiko zu konstatieren. 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.

Rechnungswesen und Controlling

4.5

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 wird der Konzernjahresabschluss regulär (Ende des Geschäftsjahres) angefertigt. Ebenfalls soll dann ein Konzernjahresabschluss für die gesamte Photon Gruppe, mit der Photon Energy N.V. als Konzernmutter, erstellt werden.

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. Der Planungshorizont geht bis zum Geschäftsjahresende 2017 und enthält ebenfalls die geplante Anleiheemission. Die Planungen sind detailliert und soweit möglich fundamental abgeleitet. Aufgrund des volatilen und mit regulatorischen Risiken behafteten PV-Marktes leiten wir jedoch eine generelle Unsicherheit hinsichtlich der Erreichung der Planungen ab. Ebenfalls halten wir die Umsatz- und Ergebnisziele für ambitioniert. Deren Realisierung wird ebenfalls von der Höhe der geplanten Anleihe bzw. sonstigen zukünftigen Finanzierungsmöglichkeiten abhängen. Unterjährige Forecasts werden auf konsolidierter Basis erstellt.

Für das Management findet ein monatliches Reporting der einzelnen Gesellschaften statt. 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. ist in Zukunft ein externes quartalsweises Reporting mit konsolidierten Informationen zur aktuellen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage geplant. Darüber hinaus soll monatsweise eine Reporting hinsichtlich der technischen Performance der Anlagen erfolgen. Betrachtet man das jetzige Investor Relations Reporting

der derzeit börsennotierten Schwestergesellschaft, der Photon Energy a.s., ist von einem detaillierten und professionalisierten Reporting auszugehen.

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

Finanzmanagement

4.6

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 ihr gesamtes Portfolio 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 Höhe der Finanzverbindlichkeiten gegenüber Banken im konsolidierten Halbjahresabschluss beläuft sich zum 30.06.2012 insgesamt auf 46,069 Mio. EUR (rd. 64,6% der bereinigten Bilanzsumme). Davon betrafen rd. 31,230 Mio. EUR die Finanzierung des tschechischen PV-Portfolios und rd. 14,839 Mio. EUR das slowakische PV-Portfolio. 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 01.01.2021 verlängert. In diesem Zuge, wurde das Darlehen ebenfalls auf insgesamt rd. 36,8 Mio. EUR aufgestockt. Zum 01.01.2021 verbleibt dann 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 erst-rangige 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. 14,839 Mio. EUR für die slowakischen PV-Parks, bestehen weitere, nicht in der Bilanz aufgeführte Darlehen i.H.v. 8,219 Mio. EUR, 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 (vgl. Kap. 4.4, Markt) wurden 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. Derzeit leiten wir daher daraus

keine akuten Risiken ab. Sollte die Abschlagssteuer über das Jahr 2013 hinaus verlängert werden, bleibt die Reaktion der Banken abzuwarten.

Im Rahmen der Übertragung der Gesellschaftsanteile bzw. der Call-/Put-Optionen an die Berichtsgesellschaft wurde ebenfalls ein Gesellschafterdarlehen von der Photon Energy N.V. ausgegeben, welches zum 30.06.2012 i.H.v. 3,307 Mio. EUR valutierte. Dieses wurde im zweiten Halbjahr 2012 in voller Höhe zurückgezahlt.

Das nach der Systematik der Creditreform Rating AG bereinigte Eigenkapital betrug zum 30.06.2012 in Summe 25,219 Mio. EUR (EK-Quote i.H.v. rd. 33%). Davon betrug das gezeichnete Kapital 45 TEUR. Die Kapitalrücklage belief sich auf 21,713 Mio. EUR, welche aus der Abtretung von Forderungen bzgl. der PV-Parks in Tschechien und der Slowakei zu Gunsten der Berichtsgesellschaft resultierte. Im November 2012 wurde das gezeichnete Kapital per Umwandlung eines Teils der Kapitalrücklage auf 1,125 Mio. EUR erhöht.

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 die liquiden 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 geplanten Anleihe, nicht möglich.

Kontokorrentlinien o.ä. kurzfristige Finanzierungsmöglichkeiten stehen der Berichtsgesellschaft derzeit nicht zur Verfügung. Ob und inwieweit finanzielle Mittel, z.B. in Form von Darlehen, Seitens der Konzernmutter zur Verfügung gestellt werden können, lässt sich aus unserer Sicht derzeit nicht beurteilen. Außerbilanzielle Verpflichtungen gegenüber Schwestergesellschaften der Photon Gruppe oder sonstigen Gesellschaften existieren Angabe gemäß nicht. Um die geplante Geschäftsausweitung realisieren zu können, wird die Emission einer Anleihe Anfang 2013 angestrebt. Die eingesammelten Mittel sollen zum Teil als Eigenkapital für die Anstoßfinanzierung neuer Photovoltaik Projekte dienen. Die Finanzierung und Aufrechterhaltung des bestehenden PV-Parks ist nicht abhängig vom Erfolg der neuen Finanzierung.

Risikomanagement

4.7

Das Risikomanagement der Photon Energy Investments N.V. wird mittelbar über das Risikomanagement der Photon Gruppe gesteuert. Maßnahmen zur Risikoidentifikation, -analyse, -bewertung 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 Gruppe. 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. Damit können bspw. unerwartet ge-

stiege Baukosten zu einer geringeren Rendite führen, so dass die PE Investments indirekt 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
- Verlängerung der Abschlagssteuer in Tschechien über 2013 hinaus
- Planungsprämissen u.a. abhängig von der Höhe der zu generierenden Management- und Development Fees
- Derzeitiger Covenantbruch bei drei PV-Anlagen aufgrund eingeführter Abschlagssteuer in Tschechien (Waiver-Vereinbarung ohne zusätzliche Auflagen existiert allerdings)
- 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
- Währungsrisiken
- Zinsänderungsrisiken
- Hoher Leverage, u.a. durch geplante Anleihe sowie Ausweitung des Portfolios und der damit verbundenen zweckgebundenen bankenseitigen Fremdfinanzierung
- Auslandsrisiken
- Hoher Wettbewerb in der Solarbranche
- Künftige Konjunkturabschwächung und damit verbundene mögliche Markteinbußen
- Inflationsrisiken
- Ausfall wichtiger Systempartner / Auslaufende Gewährleistungsfristen / Durchsetzung von Regressansprüchen
- Ausfall/Wegfall von Schlüsselpersonen
- Branche noch nicht etabliert

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 Rechtsstreitigkeiten. Ebenfalls existieren keine wesentlichen Rechtsstreitigkeiten von Tochter- und Schwestergesellschaften, welche sich negativ auf die Geschäftsentwicklung der Photon Energy Investments N.V. auswirken könnten.

Unternehmensanalyse auf Basis der Jahresabschlüsse

5

Methodik der Jahresabschlussanalyse

5.1

Die Jahresabschlussanalyse erfolgte auf der Grundlage der von der Photon Energy Investments N.V. zur Verfügung Special Purpose Consolidated Financial Statements zum 30. Juni 2012.

Im Rahmen der Jahresabschlussanalyse wurde der konsolidierte Rumpfgeschäftsjahresabschluss der Photon Energy Investments N.V. in die in Anlage A dargestellten Strukturdaten umgewandelt.

Die Anlage A enthält die für bilanzanalytische Zwecke strukturierte Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Photon Energy Investments N.V. Wir weisen darauf hin, dass in Anlage A aufgrund der automatisierten Verarbeitung geringfügige Rundungsdifferenzen auftreten können.

Wesentliche Besonderheiten im Zuge der strukturierten Aufbereitung der Jahresabschlussinformationen

Aufgrund des lediglich vorliegenden konsolidierten Jahresabschlusses für das Rumpfgeschäftsjahr vom 01. bis 30. Juni 2012 ist die Berechnung wesentlicher Kennzahlen der Jahresabschlussanalyse nicht sinnvoll bzw. wenig aussagekräftig. Demzufolge wird im Weiteren auf die Darstellung der Kennzahlen verzichtet.

Die Gewinn- und Verlustrechnung ist gemäß IAS/IFRS nach dem Umsatzkostenverfahren aufgestellt.

Die Neubewertungsrücklage (18,914 Mio. EUR) wurde von uns nicht im Eigenkapital berücksichtigt, sondern in den „Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)/US-GAAP-Positionen (AV)“ umgegliedert.

Rechtlicher Eigentümer von neun tschechischen Gesellschaften, welche Solarparks halten ist die finanzierende Bank. Da der Berichtsgesellschaft der ökonomische Erfolg als auch die wirtschaftlichen Risiken zuzurechnen sind und diese ebenfalls eine Call-Option nach Erfüllung bestimmter Kriterien besitzt, verfügt sie gemäß IAS 27 über das wirtschaftliche Eigentum. Daher erfolgt die Bilanzierung auf der Aktivseite und Grundstücke und Bauten.

Aktive latente Steuern wurden vom Eigenkapital abgezogen, passive latente Steuern wurden dem Eigenkapital zugerechnet. Der aktivierter Geschäfts- oder Firmenwert wurde vom Eigenkapital abgezogen.

Anlage A: Strukturierte Bilanz / Gewinn- und Verlustrechnung

Anlage A

strukturierte Aktiva per 30.06.	01.06.-30.06.2012 TEUR
Konzessionen, Schutzrechte, Lizenzen	
Anzahlungen auf immaterielles Vermögen	
sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	
bereinigtes immaterielles Vermögen	
Grundstücke, Bauten	87.673,00
Maschinen, technische Anlagen	
Betriebs- und Geschäftsausstattung, Anlagen	
Anzahlungen und Anlagen im Bau	
sonstige Sachanlagen	
Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)-/US-GAAP-Positionen (AV)	-18.914,00
Sachanlagevermögen	68.759,00
Anteile an verbundenen Unternehmen	
Ausleihungen an verbundene und assoziierte Unternehmen sowie an Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht	
Beteiligungen	2.455,00
Wertpapiere des Anlagevermögens	
sonstige Ausleihungen und Finanzanlagen	
Finanzanlagen	2.455,00
Summe Anlagevermögen	71.214,00
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	
fertige und unfertige Erzeugnisse und Handelswaren	
geleistete Anzahlungen	
sonstige Vorräte	
Vorräte	
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen RLZ bis 1 Jahr	1.694,00
Forderungen gegen verbundene und assoziierte Unternehmen sowie gegen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ bis 1 Jahr	
sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände RLZ bis 1 Jahr	111,00
Wertpapiere des Umlaufvermögens	
davon sonstige Wertpapiere des Umlaufvermögens	
flüssige Mittel	3.332,00
aktive Rechnungsabgrenzung (ohne Disagio)	87,00
monetäres (kurzfristiges) Umlaufvermögen	5.224,00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen RLZ über 1 Jahr	
Forderungen gegen verbundene und assoziierte Unternehmen sowie gegen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ über 1 Jahr	
sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände RLZ über 1 Jahr	
mittelfristiges Umlaufvermögen	
Summe Umlaufvermögen	5.224,00
bereinigte Bilanzsumme Aktiva	76.438,00

Photon Energy Investments N.V. (Konzern)

strukturierte Passiva	01.06.-30.06.2012 TEUR
Nennkapital, Kapitalkonto I	45,00
+ Kapitalkonto II	
- ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital	
+ Kapitalrücklage	21.713,00
+ Gewinnrücklagen / Rücklagen bei Personengesellschaften	-1.098,00
- Aufwendungen für Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebes und für die Eigenkapitalbeschaffung	
- aktivierter Geschäfts- oder Firmenwert	
- selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände	
- Ausleihungen an / Forderungen gegen Gesellschafter	
- sonstige Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)/US-GAAP-Positionen (EK)	
- Disagio	
- aktivische latente Steuern	
+ passivische latente Steuern	4.457,00
+ Zuschüsse (inkl. 2/3 Baukostenzuschüsse)	
+ Aufwandsrückstellungen	
+ 1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil	
+ Ausgleichsposten zur Konzernbilanz	
+ Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter mit EK-Charakter (Rangrücktritt)	
+ Genussrechtskapital	
+ Minderheitsanteile am Eigenkapital	102,00
+ sonstiges Eigenkapital	
+ Gewinnvortrag / - Verlustvortrag	
+ Jahresüberschuss / - Jahresfehlbetrag	
+ Bilanzgewinn / - Bilanzverlust	
bereinigtes Eigenkapital	25.219,00
Anleihen RLZ über 5 Jahre	
Pensionsrückstellungen und ähnliche längerfristige Rückstellungen	
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten RLZ über 5 Jahre	17.290,00
Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter ohne Rangrücktritt	
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen RLZ über 5 Jahre	
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ über 5 Jahre	
steuerpflichtige Zuschüsse (inkl. 1/3 Baukostenzuschüsse)	
sonstige Verbindlichkeiten und Steuerverbindlichkeiten RLZ über 5 Jahre	
langfristiges Fremdkapital	17.290,00

Photon Energy Investments N.V. (Konzern)

strukturierte Passiva	01.06.-30.06.2012 TEUR
1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil	
Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter RLZ 1 bis 5 Jahre	
Anleihen RLZ 1 bis 5 Jahre	
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten RLZ 1 bis 5 Jahre	26.091,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen RLZ 1 bis 5 Jahre	
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ 1 bis 5 Jahre	
erhaltene Anzahlungen RLZ 1 bis 5 Jahre	
Wechselverbindlichkeiten RLZ 1 bis 5 Jahre	
sonstige Verbindlichkeiten und Steuerverbindlichkeiten RLZ 1 bis 5 Jahre	3.307,00
mittelfristiges Fremdkapital	29.398,00
Steuerrückstellungen und sonstige Rückstellungen	
Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter RLZ bis 1 Jahr	
Anleihen RLZ bis 1 Jahr	
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten RLZ bis 1 Jahr	2.688,00
erhaltene Anzahlungen RLZ bis 1 Jahr	
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen RLZ bis 1 Jahr	621,00
Wechselverbindlichkeiten RLZ bis 1 Jahr	
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ bis 1 Jahr	
auszuschüttender Betrag	
sonstige Verbindlichkeiten inkl. Steuerverbindlichkeiten RLZ bis 1 Jahr	1.033,00
passive Rechnungsabgrenzung	189,00
kurzfristiges Fremdkapital	4.531,00
Summe Fremdkapital	51.219,00
bereinigte Bilanzsumme Passiva	76.438,00

Photon Energy Investments N.V. (Konzern)

strukturierte GuV	01.06.-30.06.2012 TEUR
Umsatzerlöse	712,00
Herstellungskosten	181,00
Bruttoergebnis vom Umsatz	531,00
Vertriebskosten	
Forschungs- & Entwicklungskosten	
allgemeine Verwaltungskosten (<i>inkl. Levy Tax</i>)	121,00
sonstige betriebliche Erträge	1,00
davon sonstige nicht operative Erträge	
davon betriebsfremd	
davon Zuschreibungen	
davon periodenfremd	
Abschreibungen inkl. Firmenabschreibung	
sonstige betriebliche Aufwendungen	106,00
davon sonstige nicht operative Aufwendungen	
davon Einstellung in SoPo	
davon periodenfremd	
davon betriebsfremd	
Betriebsergebnis	305,00
Erträge / Aufwendungen aus Beteiligungen	23,00
Erträge aus anderen Wertpapieren	
sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	35,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	202,00
Finanzergebnis	-144,00
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	166,00
außerordentliche Erträge	
außerordentliche Aufwendungen	
außerordentliches Ergebnis	
Gesamtergebnis	161,00
Steuern vom Einkommen und Ertrag	22,00
sonstige Steuern	
Jahresüberschuss / -fehlbetrag (vor Verwendung)	139,00
Ergebnisanteil Minderheiten (Gewinn-/Verlustabführung)	
Jahresüberschuss / -fehlbetrag (nach Verwendung)	139,00

nachrichtliche Positionen UKV	TEUR
Materialaufwand	
für Roh-, Hilfs-, Betriebsstoffe und Handelswaren	
für bezogene Leistungen	
Personalaufwand	
für Löhne und Gehälter	
für soziale Abgaben, Altersvorsorge und Unterstützung	
Abschreibungen	150,00

Photon Energy Investments N.V. (Konzern)

Anlage B: Disclaimer

Anlage B

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 Gesamtausgabe 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

Anlage C: Kontaktdaten

Anlage C

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
 Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl

HR Neuss B 10522

Photon Energy Investments N.V.
 Barbara Strozilaan 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