

Ratingbegründung

Rating vom 30. Juli 2013	
Unternehmensrating:	BB-
Ausblick:	stabil
Ratingobjekt:	
Die RENA GmbH bietet Produktionsmaschinen für die nasschemische Oberflächenbehandlung und Anlagen zur Wasser- und Chemieaufbereitung an. Zu den Abnehmern gehören Industrieunternehmen verschiedener Branchen sowie private und öffentliche Wasserversorger. Im Jahr 2012 erwirtschaftete RENA mit ca. 2.428 Mitarbeitern einen Konzernumsatz von € 386,5 Mio.	
Stärken:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ hohe technologische Kompetenz ■ führende Marktposition in Teilbereichen ■ flexible Fertigungsstrukturen 	
Schwächen:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ hohe Liquiditätsbindung durch Projekte im Wasserbereich ■ Personenabhängigkeiten ■ schwache Auftragsentwicklung im Bereich Photovoltaik 	
Chancen:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ weltweit hohes Marktpotenzial für Wasserinfrastrukturprojekte ■ Zunahme der Aufträge aus der Photovoltaikbranche ■ neue technologische Entwicklungen, z. B. Energiespeicher ■ Integration der Gruppe und Nutzung von Synergien ■ Weiterentwicklung der Preispolitik und des Projektmanagements 	
Risiken:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ Projektrisiken im Wasserbereich ■ Verzögerung von Mittelzuflüssen ■ zunehmender Wettbewerb ■ politische Risiken 	

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

Die wachsende Bedeutung des Projektgeschäftes in der RENA Gruppe führt aus unserer Sicht zu einer zunehmenden Mittelbindung sowie erhöhten Kalkulations- und anderen Projektrisiken. Aufgrund der gegenwärtig schwachen Auslastung kann das in den Vorjahren ertragsstarke Geschäft mit Produktionsmaschinen für die nasschemische Oberflächenbehandlung den Mittelbedarf im Anlagenbau nicht kompensieren. Die finanzielle Flexibilität der RENA Gruppe hat sich u. a. durch Mittelabflüsse im Zusammenhang mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe sowie die zunehmende Mittelbindung durch Anlagenbauprojekte abgeschwächt. Durch die eingeschränkte finanzielle Flexibilität bestehen unseres Erachtens gegenwärtig Herausforderungen für die RENA Gruppe. Wir erwarten jedoch, dass RENA die finanzielle Flexibilität durch die aktuelle Anleiheemission und andere Finanzierungsmaßnahmen innerhalb der nächsten Monate verbessern kann. Diese Gründe sind ausschlaggebend für die Herabsetzung des Ratings von BB auf BB-.

Als Stärken der RENA Gruppe sehen wir die hohe technologische Kompetenz, die in Teilbereichen führenden Marktpositionen, flexiblen Fertigungsstrukturen sowie die eigene internationale Vertriebs- und Serviceorganisation an. Weltweit führende Marktpositionen bestehen in Bezug auf Anlagen und Prozesse für einzelne Segmente der Solarzellenfertigung und die Membrantechnologie zur Wasseraufbereitung. Schwächen bestehen u. a. durch Personenabhängigkeiten sowie Kapazitätsengpässen bei erfahrenen Projektleitern.

Chancen bestehen unseres Erachtens mittel- bis langfristig durch das hohe Marktpotenzial für Wasserinfrastrukturprojekte, den Anstieg der Aufträge im Photovoltaikbereich und neue technologische Entwicklungen mit hohem Marktpotenzial, wie Energiespeicher. Darüber hinaus sehen wir das langfristige Wachstum in den Märkten für Recycling (Wasser, Chemie) und regenerative Energien (Photovoltaik, Bioenergie), die Integration und organisatorische Neuausrichtung der Gruppe, die Weiterentwicklung der Vertriebs- und Preispolitik sowie der Projektmanagementprozesse positiv. Risiken sehen wir u. a. in verzögerten Kundenzahlungen, zunehmendem Wettbewerb und politischen Risiken.

Finanzkennzahlen	2010	2011	2012
EBITDA-Marge	10,9	17,3	14,2
Return on Capital employed (ROCE)	71,8	86,8	14,0
Eigenkapitalquote	9,0	19,2	20,1
Verschuldungsgrad	27,9	0,0	54,0
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	8,5	4,5	9,7
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	0,3	0,0	2,9
EBIT-Zinsdeckung	9,2	10,9	3,0
EBITDA-Zinsdeckung	11,1	11,9	4,1

Rating-Historie	19.11.2010	10.11.2011	01.08.2012	30.07.2013	
Notation/Ausblick	BB+/stabil	BB+/stabil	BB/stabil	BB-/stabil	

Unternehmen

Durch die Übernahme der STULZ H+E Gruppe im Juli 2012 hat sich das Tätigkeitsspektrum der RENA GmbH grundlegend verändert. Neben den bisher angebotenen Produktionsmaschinen für die nasschemische Oberflächenbehandlung, mit denen RENA eine in Teilbereichen weltweit führende Marktposition erreicht hat, bietet das Unternehmen durch die STULZ H+E Gruppe Anlagen und Technologien zur Wasser- und Chemieaufbereitung an. In den mit der STULZ H+E Gruppe übernommenen Tätigkeitsfeldern verfügt die Gruppe in Deutschland und der Schweiz über führende Marktpositionen sowie weltweit führende Technologien (z. B. Membrantechnologie zur Abwasserreinigung, Kombinationen aus Abwasserreinigung-, Schlammbehandlungs- und Biogasanlage mit positiver Energiebilanz). Im Jahr 2012 erwirtschaftete RENA mit durchschnittlich 2.428 Mitarbeitern eine Gesamtleistung von € 386,5 Mio. und ein bereinigtes EBITDA von € 43,4 Mio.

RENA unterscheidet in der neuen Unternehmensstruktur die an den Zielmärkten orientierten Geschäftsfelder **Wasseraufbereitung**, **Erneuerbare Energien** sowie **Health & Sonstiges**. Das Geschäftsfeld Wasseraufbereitung umfaßt die Bereiche Wasser Versorgung, Wasser Recycling, Chemie Recycling und Schlammbehandlung. Das Geschäftsfeld Erneuerbare Energien ist in die Bereiche Solar, Energiespeicher, Bio Energie und „Waste to Energy“ untergliedert. Im Geschäftsfeld Health & Sonstige sind die Bereiche Medizintechnik, Pharma, Lebensmittel und Sonstige zusammengefasst. Zum 31. Dezember 2012 entfielen 58 % des Auftragsbestandes auf das Geschäftsfeld Wasseraufbereitung, 28 % auf Erneuerbare Energien und 14 % auf Health & Sonstige. Im Geschäftsfeld Wasseraufbereitung entfielen 53 % der Umsatzerlöse auf Deutschland, 22 % auf das übrige Europa und 25 % auf das außereuropäische Ausland. Im Geschäftsfeld Erneuerbare Energien entfielen 52 % der Umsatzerlöse auf China, 19 % auf Deutschland, 5 % auf Europa und 24 % auf das außereuropäische Ausland. Im Geschäftsfeld Health & Sonstige entfielen 54 % der Umsatzerlöse auf Deutschland, 28 % auf das außereuropäische Ausland, 13 % auf das übrige Europa und 5 % auf China.

Als Kernkompetenzen sieht RENA den Maschinen- und Anlagenbau, die Entwicklung nasschemischer Prozesse für die Oberflächenbehandlung von Solarzellen, Halbleitern, Leiterplatten und medizintechnischen Produkten sowie die Aufbereitung und das Recycling von Flüssigkeiten mit Technologien für die Wasser- und Abwasseraufbereitung, Schlammbehandlung, Biogas-Herstellung sowie Prozesse von Pharma- und Lebensmittelunternehmen.

Ergänzend zu den Produktionsmaschinen, Anlagen, Prozessen und Technologien bietet RENA über sein internationales Vertriebs- und Servicenetz mit Standorten in Europa, USA und Asien (Shanghai/China, Taiwan, Südkorea, Singapur, Philippinen) Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Planung, Inbetriebnahme, Wartung, Instandhaltung, Modernisierung sowie der Versorgung mit Ersatzteilen und Verbrauchsgütern an.

RENA wurde 1993 von Herrn Dipl.-Ing. Jürgen Gutekunst (Jg. 1961) gegründet, der bis zum 30. Juni 2012 über die Gutekunst Holding S.à.r.l. (Luxemburg) 100 % der Gesellschaftsanteile an der RENA GmbH hielt. Mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe im Juli 2012 ist ein neuer Gesamtkonzern entstanden, deren Gesellschaftsanteile zu 85 % durch die Gutekunst Holding S.à.r.l. (Luxemburg) und zu 15 % durch die Beteiligungsgesellschaft der Familie Stulz (SIGMA BS), gehalten werden. Die Anteile an der STULZ H+E GmbH werden zu 93,07 % von der RENA GmbH und zu 6,93 % vom Management gehalten. Neben Herrn Gutekunst sind Herr Dipl.-Wi.-Ing. Volker Westermann (Jg. 1955), Herr Dipl.-Kfm. Stefan Baustert (seit Mai 2011; Jg. 1956) sowie Herr Bernhard Stulz (seit Juli 2012; Jg. 1958) Geschäftsführer der RENA GmbH.

Ratingobjekt ist als Muttergesellschaft des Konzerns die RENA GmbH.

Ertragskraft und Rentabilität

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

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung	2010		2011		2012*		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2011	2012
Umsatzerlöse	214.877	83,4	317.796	80,8	386.455	126,7	47,9	21,6
Gesamtleistung	257.724	100,0	393.295	100,0	305.021	100,0	52,6	-22,4
Materialaufwand	150.207	58,3	207.524	52,8	141.463	46,4	38,2	-31,8
Rohhertrag	107.517	41,7	185.771	47,2	163.558	53,6	72,8	-12,0
Sonstige betriebliche Erträge	1.914	0,7	3.401	0,9	6.744	2,2	77,7	98,3
Personalaufwand	44.443	17,2	57.963	14,7	78.789	25,8	30,4	35,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36.782	14,3	63.106	16,0	48.155	15,8	71,6	-23,7
EBITDA	28.206	10,9	68.103	17,3	43.358	14,2	141,4	-36,3
Abschreibungen	4.795	1,9	5.528	1,4	11.201	3,7	15,3	102,6
EBIT	23.411	9,1	62.575	15,9	32.157	10,5	167,3	-48,6
Finanzergebnis	-2.189	-0,8	-5.119	-1,3	-10.207	-3,3	133,9	99,4
<i>davon Zinsaufwand</i>	2.540	1,0	5.728	1,5	10.677	3,5	125,5	86,4
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	21.222	8,2	57.456	14,6	21.950	7,2	170,7	-61,8
Ergebnis vor Steuern (EBT)	21.438	8,3	64.295	16,3	24.430	8,0	199,9	-62,0
Konzernjahresüberschuss	17.202	6,7	49.879	12,7	17.381	5,7	190,0	-65,2

* Enthält das Rumpfgeschäftsjahr der STULZ H+E Gruppe 1.7.-31.12.2012

Vor der Übernahme der STULZ H+E Gruppe per 1. Juli 2012 hing die Geschäftsentwicklung der RENA GmbH im Wesentlichen von den Investitionen der Hersteller von Solarzellen (Umsatzanteil 2011: 89,1 %; 2010: 87,5 %) ab. Die vor dem Hintergrund der staatlichen Förderung hohe Nachfrage nach Solaranlagen und der internationale Ausbau der Produktionskapazitäten, vor allem in Asien, führten bei RENA im **Geschäftsjahr 2010** zu einem drastischen Anstieg der Auftragseingänge auf € 574 Mio. Durch den starken Anlagenausbau in der Branche entstanden in den vergangenen Jahren hohe Überkapazitäten. Darüber hinaus wurde die staatliche Förderung für die Errichtung von Photovoltaikanlagen reduziert. Der entstehende Angebotsüberhang führte zu einem starken Rückgang des Preisniveaus für Solarmodule und zu einer Konsolidierung unter den Unternehmen in der Photovoltaikbranche. Im **Geschäftsjahr 2011** gingen die Auftragseingänge bei RENA daher auf € 198 Mio. und der Auftragsbestand per 31. Dezember 2011 auf € 151,1 Mio. (Vorjahr: € 402 Mio.) zurück. Hierbei wurden Aufträge in Höhe von € 77 Mio. storniert. Als Reaktion auf die stark rückläufigen Auftragseingänge verminderte RENA die Beschäftigung von Zeitarbeitskräften und führte im September 2011 Kurzarbeit ein. Darüber hinaus lastete das Unternehmen Fertigungskapazitäten durch Lohnfertigung für einen Anlagenhersteller aus, der durch Aufträge aus der Automobilindustrie über eine sehr hohe Auslastung verfügt. Durch die Übernahme der STULZ H+E Gruppe im **Geschäftsjahr 2012** schaffte RENA die Voraussetzungen für eine bessere Kapazitätsauslastung und eine deutlich geringere Abhängigkeit von der Photovoltaikindustrie. Gemessen am Auftragsbestand per 31. Dezember 2012 in Höhe von € 438 Mio. entfiel auf das ehemalige Kerngeschäft Solar ein Anteil von 15 % (€ 65,7 Mio.).

Ungeachtet der Erstkonsolidierung von STULZ H+E zum 1. Juli 2012 verminderte sich die **Gesamtleistung** der RENA Gruppe um 22,4 % auf € 305 Mio. Hierbei verlief die operative Entwicklung in den beiden Teilkonzernen höchst unterschiedlich. Im **Teilkonzern RENA** führten anhaltend hohe Überkapazitäten, staatliche Subventionskürzungen und zunehmender Preisdruck zu einem sehr geringen Neugeschäft. Die zunehmende Umsatzrealisierung aus dem Bestandsgeschäft resultierte deshalb in einer rückläufigen Gesamtleistung (-64,1 % auf € 141 Mio.). Demgegenüber berichtete der **Teilkonzern STULZ** für das konsolidierte Rumpfgeschäftsjahr (1.7. bis 31.12.2012) eine stabile Gesamtleistung von € 164 Mio. (Vorjahreszeitraum: € 164,1 Mio.).

Die **Rohermargen** verbesserte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf Konzernebene um 640 Basispunkte auf 53,6 % und lag damit deutlich über den Erwartungen. Haupttreiber dieser Entwicklung war eine höhere Rohermarge im **Teilkonzern RENA** (71,3 % vs. 47,2 %). Fehlendes Neugeschäft, überproportionale Umsatzrealisierungen aus altem Auftragsbestand, geringere Materialaufwendungen sowie Vorzieheffekte auf Kundenseite wirkten sich hier positiv aus. Die Rohermarge im **Teilkonzern STULZ** erreichte im Rumpfgeschäftsjahr mit 38 % ebenfalls bessere Werte (Vorjahreszeitraum: 36,3 %). Durch den deutlichen Rückgang der Gesamtleistung auf Konzernebene sanken die Roherträge um 12 % auf € 163,6 Mio. Hiervon entfallen auf den Teilkonzern STULZ ca. € 62 Mio. und auf den Teilkonzern RENA ca. € 100 Mio. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutet das für den Teilkonzern RENA einen Rückgang absoluter Roherträge in Höhe von ca. € 85 Mio. Im Gesamtkonzern erhöhten sich die **Personalaufwendungen** vor allem durch die Erstkonsolidierung der STULZ Gruppe um 35,9 %. Gegenläufig wirkte der anhaltende Personalabbau im Teilkonzern RENA. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** verringerten sich trotz der Erstkonsolidierung der STULZ Gruppe um € 14,8 Mio. Hintergrund waren das geringere Geschäftsvolumen im Teilkonzern RENA sowie niedrigere Strukturaufwendungen.

Fehlende Roherträge im **Teilkonzern RENA** verursachten den deutlichen Rückgang im **EBITDA** auf Gesamtkonzernerebene (-36,3 %). Auch die erstmals konsolidierten Gewinnbeiträge der STULZ H+E Gruppe (EBITDA im Rumpfgeschäftsjahr: € 13,8 Mio.) konnten das niedrigere EBITDA im Teilkonzern RENA (unbereinigt € -42,9 Mio. gegenüber Vorjahr) nicht kompensieren. Die **EBITDA-Marge** verschlechterte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf Gesamtkonzernerebene um 290 Basispunkte auf 14,2 %, insbesondere durch fehlende Roherträge im Teilkonzern RENA und akquisitionsbedingte Verwässerungseffekte. Die **Abschreibungen** verdoppelten sich hauptsächlich konsolidierungsbedingt, sodass sich das **EBIT** mit -48,6 % etwas stärker verminderte als das EBITDA (EBIT-Marge: 10,5 %). Durch den Erwerb und die Konsolidierung der STULZ Gruppe erhöhten sich die **Zinsaufwendungen** von € 5,7 Mio. auf € 10,7 Mio. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit und der Konzernjahresüberschuss beliefen sich auf € 22 Mio. bzw. € 17,4 Mio.

Im Geschäftsjahr 2011 konnte RENA ausgezeichnete Margen und Renditen realisieren und das Ertragspotenzial unseres Erachtens damit vollständig ausschöpfen. Fehlende Roherträge sowie konsolidierungsbedingte Verwässerungseffekte führten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 zu einem Rückgang der EBITDA-Marge. Die Verschlechterung der Kapitalrenditen resultierte einerseits aus der Konsolidierung des Rumpfgeschäftsjahres und andererseits aus einer strukturell bedingten höheren Kapitalintensität der STULZ Gruppe, welche sich im laufenden Geschäftsjahr 2013 unseres Erachtens noch belastender auswirken dürfte. Die im Jahr 2012 erzielten Margen und Renditen bewerten wir insgesamt als befriedigend, sind aber aufgrund der erwähnten Sondereffekte nur eingeschränkt zu beurteilen.

Im laufenden Geschäftsjahr 2013 erwirtschaftete die RENA Gruppe bis zum 31. März 2013 eine Gesamtleistung von € 98,3 Mio. gegenüber € 31,6 Mio. im Vorjahresquartal. Durch die Erstkonsolidierung der STULZ Gruppe zum 1. Juli 2012 ist der Jahresvergleich nicht aussagefähig. Per 31. März 2013 wurde ein EBITDA von € 2,7 Mio. und ein EBIT von € -1,3 Mio. erzielt (Vorjahreszeitraum: € 1,8 Mio.). Die Auftragseingänge in Höhe € 55,9 Mio. im Teilkonzern RENA erholten sich etwas von den Tiefständen des Vorjahres (per 31. Mai 2012: € 29,4 Mio.). Unter Berücksichtigung der Auftragseingänge im Teilkonzern STULZ erreichten die Auftragseingänge im Gesamtkonzern per 31. Mai 2013 insgesamt € 165,1 Mio.

Fehlendes Neugeschäft und sinkende Roherträge führten im Geschäftsjahr 2012 zu deutlichen Rückgängen bei Gesamtleistung und EBITDA. Diese Entwicklung konnte nicht durch die Erstkonsolidierung der STULZ Gruppe kompensiert werden. Bei der Bewertung der Margen und Renditen sind die akquisitionsbedingten Veränderungen im Geschäftsmodell zu berücksichtigen. Der Verminderung der Abhängigkeit von der Photovoltaikbranche und deren Schwankungen stehen unseres Erachtens die zunehmende Kapitalintensität und höhere Projektrisiken gegenüber.

Kapitalstruktur und Verschuldung

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

Zur Finanzierung der Übernahme von 42,4 % der Anteile an der RENA GmbH wurde der Gutekunst Holding S.à.r.l. ein Verkäuferdarlehen in Höhe von € 20 Mio. zur Verfügung gestellt. Dieses wurde Anfang 2011 umgeschuldet und auf € 30 Mio. erhöht. Nach Tilgung von € 15 Mio. zuzüglich Zinsen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 besteht das Darlehen zurzeit noch in Höhe von € 15 Mio. Da die Zins- und Tilgungsaufwendungen durch Ausschüttungen der RENA GmbH zu erbringen sind, bestehen außerhalb des betrachteten Konzerns weitere indirekte Finanzverbindlichkeiten, die von uns im Rahmen der Analyse ergänzend berücksichtigt werden.

Strukturbilanz	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012*		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2011	2012
Aktiva	262.726	100,0	376.129	100,0	525.832	100,0	43,2	39,5
Langfristige Vermögenswerte	49.561	18,9	57.636	15,3	164.965	31,4	16,6	182,1
<i>davon Immaterielle Vermögenswerte</i>	11.487	4,4	11.184	3,0	78.488	14,9	0,0	601,8
Kurzfristige Vermögenswerte	213.165	81,1	318.493	84,7	360.867	68,6	49,4	13,3
<i>davon Vorräte</i>	115.927	44,1	189.105	50,3	115.250	21,9	63,1	-39,1
<i>davon liquide Mittel</i>	48.357	18,4	97.685	26,0	51.890	9,9	102,0	-46,9
Passiva	262.726	100,0	376.129	100,0	525.832	100,0	43,2	39,5
Eigenkapital	23.521	9,0	72.094	19,2	105.673	20,1	206,5	46,6
<i>davon Genusssrechtskapital</i>	2.463	0,9	1.238	0,3	0	0,0	-49,7	-100,0
Langfristige Verbindlichkeiten	52.397	19,9	66.384	17,6	119.408	22,3	26,9	77,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	186.808	71,1	237.651	63,2	300.751	56,1	27,2	26,6
<i>(Finanzverbindlichkeiten)</i>	58.044	22,1	72.088	19,2	175.797	34,4	24,2	143,9

Die Bilanzsumme der RENA GmbH stieg im betrachteten Analysezeitraum erheblich an. Die wesentlichen Faktoren hinter dieser Entwicklung waren das höhere Geschäftsvolumen im **Geschäftsjahr 2011** sowie die Akquisition der STULZ Gruppe im **Geschäftsjahr 2012**. Am 1. Juli 2012 erwarb die RENA GmbH insgesamt 93,1 % der stimmberechtigten Anteile der STULZ Gruppe. Der beizulegende Wert aus dieser Transaktion summierte sich auf insgesamt € 101,1 Mio. und lag zum Erwerbszeitpunkt ca. € 72,4 Mio. über dem Buchwert des Nettovermögens. Im Rahmen der Kaufpreisallokation wurde ein **Geschäfts- und Firmenwert** von € 43,4 Mio. identifiziert sowie Zuschreibungen im Bereich immaterieller Vermögensgegenstände in Höhe von € 35,3 Mio. getätigt. Weitere Geschäfts- und Firmenwerte gehen auf die Übernahme der Höllmüller-Gruppe im Jahr 2007 zurück. Aus Vorsichtsgründen haben wir die Geschäfts- und Firmenwerte im Geschäftsjahr 2012 um 20 % (€ -10,7 Mio.) gemindert und das bilanzielle Eigenkapital entsprechend gekürzt. Das Sachanlagevermögen erhöhte sich akquisitionsbedingt und durch aufgedeckte stille Reserven (€ 8,6 Mio.). Durch den Erwerb und die Konsolidierung der STULZ Gruppe erhöhte sich der Anteil **langfristiger Vermögenswerte** an der Bilanzsumme von 15,5 % auf 32,7 %.

Aufgrund der kapitalintensiveren Geschäftsaktivitäten der STULZ Gruppe haben die **kurzfristigen Vermögenswerte** den größten Anteil an der Bilanzsumme. Der Anstieg dieser Position ging im Geschäftsjahr 2012 auf die Übernahme der STULZ Gruppe zurück. Der Abbau im Vorratsvermögen (ca. € -81,7 Mio.) im Teilkonzern RENA wirkten diesem Konsolidierungseffekt temporär entgegen. Auf Konzernebene standen den Vorräten (2012: € 115,3 Mio.; 2011: € 189,1 Mio.; 2010: € 115,9 Mio.) passiv ausgewiesene erhaltene Anzahlungen (2012: € 85,3 Mio.; 2011: € 196,9 Mio.; 2010: € 117,9 Mio.) gegenüber. Die hohe **Kapitalbindung** durch lange Projekt-

und Forderungslaufzeiten sowie hohe Vorratsbestände stellt aus unserer Sicht ein überdurchschnittliches Risiko dar. Per 31. Dezember 2012 erreichten überfällige und noch nicht wertberichtigte Forderungen ein Volumen von insgesamt € 37,1 Mio. Der überwiegende Teil dieser offenen Zahlungseingänge (€ 30 Mio.) betraf ein Projekt im Senegal sowie einen Auftrag in Bulgarien. Der Rückgang **liquider Mittel** um € 45,8 Mio. auf € 51,9 per 31. Dezember 2012 resultierte im Wesentlichen aus einer Abspaltung an eine 100%ige Tochter der Gutekunst Holding S.à.r.l. sowie aus der Rückführung von Mezzanine-Kapital und Finanzverbindlichkeiten.

Aufgrund einer **Kapitalerhöhung** gegen Sacheinlage in Höhe von € 50 Mio. stieg das wirtschaftliche Eigenkapital im vergangenen Geschäftsjahr überproportional zur Bilanzsumme auf € 105,7 Mio. Hierbei wurden Darlehen an Gesellschafter sowie sonstige nahestehende Personen in Höhe von € 17 Mio. (Vorjahr: € 5,8 Mio.) analytisch in Abzug gebracht. Darüber hinaus verminderte eine Abspaltung an eine 100%ige Tochter der Gutekunst Holding S.à.r.l. in Höhe von € 18,3 Mio. das bilanzielle Eigenkapital. Insgesamt verbesserte sich die **Eigenkapitalquote** trotz einer konsolidierungsbedingt stark erhöhten Bilanzsumme auf 20,1 % (Vorjahr: 19,2 %).

Der Anstieg der Verbindlichkeiten resultierte im Wesentlichen aus der Zunahme von **Finanzverbindlichkeiten** um € 103,7 Mio. auf € 175,8 Mio. per 31. Dezember 2012. Die Finanzverbindlichkeiten nahmen vor allem durch den Erwerb und die Konsolidierung der STULZ Gruppe zu. Zur Finanzierung der Übernahme hatte der Teilkonzern RENA unter anderem ein Verkäuferdarlehen der Landeskreditbank Baden-Württemberg in Anspruch genommen, dessen Restwert sich zum 31. Dezember 2012 auf insgesamt € 26,2 Mio. belief. Zusätzlich gewährte die Landeskreditbank Baden-Württemberg dem Teilkonzern STULZ ein Darlehen in Höhe von € 6,5 Mio. mit Fälligkeit 31. Dezember 2012 zum Erwerb eigener Anteile von der Landeskreditbank. In einer weiteren Vereinbarung wurden die per 31. Dezember 2012 fälligen Restbeträge (Teilkonzern RENA: € 5 Mio., Teilkonzern STULZ: € 6,5 Mio.) gestundet und sind nunmehr in monatlichen Raten bis 31. Oktober 2013 zu tilgen. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich konsolidierungsbedingt um € 43,2 Mio. auf € 51,4 Mio.

Bei zusätzlicher Berücksichtigung der in der Gutekunst Holding S.à.r.l. per 31. Dezember 2012 bestehenden Verbindlichkeit von € 15 Mio. beträgt die Eigenkapitalquote 19,5 % und der Verschuldungsgrad 56,8 %. Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad der RENA Gruppe erreichen damit insgesamt ein befriedigendes Niveau. Durch den Erwerb und die Konsolidierung der STULZ Gruppe verschlechterten sich das Entschuldungspotenzial und die Zinsdeckungsrelationen auf befriedigende Werte. Aus unserer Sicht dürften sich diese Kennzahlen im laufenden Geschäftsjahr weiter abschwächen, vor allem durch eine geringere Ertragskraft und steigende Zinsbelastungen. Im Rahmen einer Szenario-Betrachtung wurden die Bilanzwerte der Geschäfts- und Firmenwerte in unterschiedlicher Höhe bereinigt. In Abhängigkeit von der Anpassungshöhe (0 %, -20 %, -50 %) variiert die Eigenkapitalquote von 17,6 % bis 21,7 % und der Verschuldungsgrad von 51,6 % bis 58 %. Selbst in einem extremen Bereinigungs-szenario von -100 % erreichen Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad noch schwach befriedigende Werte von 13 % und 66,3 %.

Im ersten Quartal 2013 verminderten sich liquide Mittel und Festgeldanlagen um € 30 Mio. auf € 21,8 Mio., hauptsächlich durch Mittelabflüsse aus betrieblicher Tätigkeit im Teilkonzern STULZ (€ -26,4 Mio.) und im Teilkonzern RENA (€ -1,8 Mio.). Aufgrund des negativen Quartalsergebnisses verringerte sich das bereinigte Eigenkapital um € -6,6 Mio. auf € 99,1 Mio. sowie die bereinigte Eigenkapitalquote um 50 Basispunkte auf 19,6 %.

Durch den Erwerb und die Konsolidierung der STULZ Gruppe verdoppelte sich im Analysezeitraum die Bilanzsumme und verdreifachten die Finanzverbindlichkeiten. Vor diesem Hintergrund verschlechterten sich Kapitalstruktur, Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen auf noch befriedigende Werte. Diese Kennzahlen dürften sich im laufenden Geschäftsjahr vor allem durch eine geringere Ertragskraft und steigende Zinsaufwendungen weiter abschwächen. Eigenkapitalausstattung und Eigenkapitalquote verbesserten sich im Geschäftsjahr 2012 aufgrund der akquisitionsbedingten Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow (T€)	2010	2011	2012*
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	43.792	61.234	2.308
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-16.978	-59.535	-913
Free Cashflow (Summe)	26.814	1.699	1.395
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	16.589	-519	-6.074

*enthält das Rumpfgeschäftsjahr der STULZ H+E Gruppe vom 1.7. bis 31.12.2012

Im abgelaufenen Geschäftsjahr führten fehlende Roherträge im Teilkonzern RENA zu Mittelabflüssen aus der operativen Geschäftstätigkeit. Gleichzeitig verzeichnete der Teilkonzern STULZ H+E im erstmals konsolidierten Rumpfgeschäftsjahr (1.7.-31.12.2012) einen operativen Cashflow von € 15,2 Mio., sodass sich auf Konzernebene insgesamt ein operativer Mittelzufluss von € 2,3 Mio. ergab. Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit wurde in den Jahren 2010 und 2011 durch Investitionen in Finanzanlagen bestimmt (Kauf (2010) bzw. Verkauf (2011) von Aktien der Roth & Rau AG; 2011: Festgeldanlagen mit Laufzeiten von mehr als drei Monaten in Höhe von € 48,6 Mio.). Im vergangenen Geschäftsjahr wurden der akquisitionsbedingte Cashabfluss aus der Investitionstätigkeit (€ 25 Mio.) durch den Verkauf eines Tochterunternehmens und die Auflösung von Festgeldkonten finanziert. Deshalb erreichte der Free Cashflow in etwa das geringe Niveau des Vorjahres. Dem Mittelzufluss aus der Erhöhung des Anleihevolumens (€ 2,7 Mio.) und der Aufnahme von Darlehen (€ 31,5 Mio.) standen im Geschäftsjahr 2012 u. a. die Tilgung von Darlehen (€ 30,4 Mio.) und gezahlte Zinsen (€ 7,1 Mio.) gegenüber.

Im ersten Quartal 2013 betragen die Mittelabflüsse aus betrieblicher Tätigkeit insgesamt € -28,2 Mio. Hinter dieser negativen Entwicklung stand vor allem eine zunehmende Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen von STULZ H+E. Der operative Cashflow dieses Teilkonzerns erreichte € -26,4 Mio. Im Teilkonzern RENA betrug der operative Cashflow trotz reduzierter Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen € -1,8 Mio. Der operative Cashabfluss wurde durch eine höhere Ausnutzung von Kontokorrentlinien und liquide Mittel finanziert. Die hohe Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen der RENA Gruppe beurteilen wir im Hinblick auf die Belastung des operativen Cashflows und der Liquidität als negativ.

Die Außenfinanzierung der RENA Gruppe wird im Wesentlichen über die RENA GmbH und die STULZ H+E Gruppe dargestellt. Der RENA GmbH stehen Kontokorrentlinien in Höhe von T€ 525 zur Verfügung, die per 30. Juni 2013 nicht in Anspruch genommen wurden. Die bei drei Banken bestehenden Projektfinanzierungslinien (wahlweise für Avale einsetzbar) in Gesamthöhe von € 14,2 Mio. wurden in Höhe von € 3,3 Mio. beansprucht. Von wesentlicher Bedeutung für RENA sind die Avallinien, die für die RENA GmbH in einer Gesamthöhe von € 43 Mio. (Inanspruchnahme per 30. Juni 2013: € 14 Mio.) bestehen. Liquide Mittel der RENA GmbH verminderten auf ca. € 18,3 Mio. (31. Dezember 2012: € 51,9 Mio.). Der Abfluss liquider Mittel im Vergleich zum Geschäftsjahresende steht im Wesentlichen im Zusammenhang mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe, der Ablösung von Genusscheinkapital sowie einer negativen Cashflowentwicklung. STULZ kann auf Barlinien von € 47,9 Mio. zurückgreifen, welche per 30. Juni 2013 in Höhe von € 47,6 Mio. in Anspruch genommen wurden. Die **freien Barlinien** beliefen sich somit auf € 0,3 Mio. Darüber hinaus stehen der STULZ H+E Gruppe Avallinien von insgesamt € 147,4 Mio. zur Verfügung (Inanspruchnahme per 30.06.2013: € 134,3 Mio.).

Insgesamt verfügt die RENA Gruppe unserer Meinung nach gegenwärtig über eine eingeschränkte finanzielle Flexibilität. Um diese zu verbessern führt RENA gegenwärtig unter anderem eine Anleiheemission von bis zu € 40 Mio. (**Anleihe 2013**) durch. Die laufende Finanzierung von Nettoumlaufvermögen und Kapitaldienst erfordert unseres Erachtens ein Zeichnungsvolumen von mehr als € 15 Mio. Per 30. Juli 2013 hatten Investoren ein Volumen von mehr als € 17 Mio. gezeichnet. Im Rahmen der Liquiditätsplanung hat RENA ein Emissionsvolumen von ca. € 20 Mio. vorweggenommen. Unserer Einschätzung nach verbleiben selbst bei Erreichen dieses Emissionsvolumens Risiken, insofern die Liquiditätsplanung ab dem 4. Quartal 2013 u. a. wesentliche Zahlungseingänge aus überfälligen Forderungen (€ 30 Mio.) unterstellt. Sollten diese Forderungen nicht zahlungswirksam vereinnahmt werden können, sich erwartete Liquiditätszuflüsse verzögern oder zusätzliche Projektverschiebungen auftreten, könnte es unseres Erachtens zu Liquiditätseingängen kommen.

Die fehlenden Roherträge aus der Photovoltaikindustrie, dem ehemaligen Kerngeschäft von RENA, führten im Geschäftsjahr 2012 zu einem geringeren Innenfinanzierungspotenzial. Die geringere Cashflowge-

nerierung wurde durch die Konsolidierung des Rumpfgeschäftsjahres von STULZ überlagert. Aufgrund der konsolidierungsbedingten Veränderungen im Produktportfolio wird die Abhängigkeit von der Investitionstätigkeit der Photovoltaikindustrie abnehmen. Gleichzeitig wird die strukturell bedingt höhere Kapitalbindung im Teilkonzern STULZ unseres Erachtens dazu führen, dass das Nettoumlaufvermögen der RENA Gruppe zunehmen und das Innenfinanzierungspotenzial weiter belastet wird. Durch den Erwerb und die Konsolidierung der STULZ H+E Gruppe schwächte sich die finanzielle Flexibilität im Geschäftsjahr 2012 erheblich ab und entwickelte sich im laufenden Geschäftsjahr 2013 weiterhin negativ. Die laufende Finanzierung von Nettoumlaufvermögen und Kapitaldienst setzt unserer Einschätzung nach ein Emissionsvolumen von mindestens € 15 Mio. voraus. Für die finanzielle Flexibilität bestehen darüber hinaus Risiken aus den Planungsannahmen des Unternehmens, insbesondere aus geplanten Zahlungseingängen überfälliger Forderungen und möglichen Projektverzögerungen.

Marktumfeld: Wassertechnik und Energieerzeugung

Der Markt für Anlagen zur Wasseraufbereitung wird im Wesentlichen von den Investitionen in die Wasserinfrastruktur sowie der konjunkturellen Entwicklung der Abnehmerbranchen bestimmt. Der Bereich der Energieerzeugung wird stark durch das rechtliche Umfeld beeinflusst. Vor dem Hintergrund steigender Bevölkerungszahlen, des wachsenden Wohlstands, regional unterschiedlicher Wasserqualitäten, erhöhter regulatorischer Anforderungen und steigenden Kostendrucks gewinnen zunehmend energie- und ressourceneffiziente Anlagen zur Trink-, Prozess- und Abwasserbehandlung an Bedeutung. Industrielle Wassertechnik zur Prozess- und Abwasserbehandlung wird aufgrund wachsenden Wohlstands vermehrt in Schwellenländern nachgefragt. Wachstumschancen ergeben sich dort u. a. aufgrund einer erhöhten Nachfrage nach wasserintensiven Lebensmittelprodukten, z. B. Milch und Fleisch, vor allem in der Nahrungs- und Getränkemittelindustrie. Grenzüberschreitende Projekte in Kooperation mit multinationalen Konzernen können hier den Markteintritt erleichtern. Der Bereich der industriellen Wassertechnik ist aufgrund hoher Anforderungen in Bezug auf Anwendungserfahrung und technologischer Fertigungskompetenz durch eine moderate Wettbewerbsintensität gekennzeichnet.

In **Deutschland** ist das Marktwachstum für Neubau und Ausrüstung wasserwirtschaftlicher Anlagen aufgrund hoher Anschlussquoten (größer 95 %) weitgehend gesättigt und wird im Wesentlichen von den regulatorischen Rahmenbedingungen sowie Investitionen in die bestehende Infrastruktur bestimmt. In 2012 betrug das Investitionsvolumen in die Wasserwirtschaft € 6,3 Mrd. (Abwasserwirtschaft: € 4 Mrd.; öffentliche Wasserversorgung: € 2,3 Mrd.). Für 2013 und 2014 wird mit Investitionen von jährlich € 4,5 Mrd. (Abwasserwirtschaft) bzw. € 2,4 Mrd. (öffentliche Wasserversorgung) eine ähnliche Entwicklung erwartet (Deutsche Vereinigung für Wasserwirtschaft 2013, Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft 2013). Chancen bestehen darüber hinaus in der Einbindung kommunaler wasserwirtschaftlicher Anlagen in dezentrale Energiesysteme. Deutsche Hersteller von Komponenten und Systemen der Wasseraufbereitung, Abwasser- und Schlammbehandlung konnten in 2012 das weltweite Exportvolumen auf rund € 914 Mio. (VJ: € 813 Mio.) erhöhen. Wettbewerbsvorteile ergeben sich hierbei vor allem aus dem hohen technologischen und wirtschaftlichen Wirkungsgrad der Anlagen. In **Westeuropa** gehen wir aufgrund der vergleichbaren Infrastruktur von einer ähnlichen Entwicklung wie in Deutschland aus.

In **Osteuropa** besteht ein hoher Ersatzinvestitionsbedarf zum Ausbau und zur Effizienzsteigerung der bestehenden Wasserver- und Abwasserentsorgung sowie zur Angleichung an europäische Umweltstandards (europäische Wasserrahmenrichtlinie). In der Ukraine wird für 2013 und 2014 zur Erfüllung regulatorischer Anforderungen ein Investitionsvolumen von € 1,5 Mrd. zur Wasseroberflächenbehandlung bereitgestellt (Global Water Intelligence 2013). In Russland sollen bis 2020 angesichts einer veralteten Wasserinfrastruktur sowie der Fußball-WM 2018 rund € 17 Mrd. (Projekt „Reines Wasser“) in Wasserinfrastrukturprojekte investiert werden. Dabei sollen rund 55 % der bestehenden wasserwirtschaftlichen Systeme modernisiert werden (Russischer Verband der Wasser- und Abwasserwirtschaft 2013). In Bulgarien und Rumänien sind die Anschlussquoten mit ca. 45 bzw. 29 % noch sehr gering, dementsprechend ist hier der Investitionsbedarf sehr hoch (eurostat). Dabei sind Großprojekte im Bereich Wasserver- und -entsorgung geplant, die über EFRE-Finanzierungshilfen der EU (Operationelles Programm „Umwelt“ bis 2013) finanziert werden sollen. Risiken ergeben sich u. a. aus strengen Regulierungsvorgaben, dem Auslaufen von Förderprogrammen sowie Kostendruck seitens der Wasserversorger aufgrund häufig nicht kostendeckender Tarife.

Die **USA** weisen ebenfalls eine veraltete Infrastruktur in der Wasserver- und -entsorgung auf, sodass wir hier mittelfristig einen erhöhten Investitionsbedarf erwarten. Vor dem Hintergrund geringerer Wasserqualität und Privatisierungen der Wasserversorgung gewinnen zunehmend umwelttechnische sowie energie- und kosteneffiziente Anlagen an Bedeutung. Der Markteintritt wird jedoch derzeit durch hohe regulatorische und Kapitalanforderungen erschwert (WeiserMazars 2012).

In **Asien** gewinnen angesichts zunehmender Urbanisierung, des Bevölkerungswachstums sowie einer steigenden Überbeanspruchung und Verschmutzung der Wasservorkommen der Ausbau und die Modernisierung wasserwirtschaftlicher Anlagen an Bedeutung. Vor allem in ländlichen Regionen ist die Wasserver- und -entsorgung noch ineffizient (Leitungsverluste, Speicherkapazitäten). Die Anschlussquote liegt bei rund 40 %; für die kommenden Jahre wird daher ein Investitionsbedarf von insgesamt rund USD 130 Mrd. (Wasserversorgung: ca. USD 59 Mrd.; Abwasser: USD 71 Mrd.) erwartet (Asian Development Bank 2013). In China gehen wir u. a. aufgrund eines Förderprogramms zur Abwasseraufbereitung mit einem Fördervolumen von rund USD 850 Mrd. von einem hohen Marktpotenzial aus (Goldman Sachs 2013).

Die Region **Afrika/Nahost** ist vor allem durch Wasserknappheit, mangelnde Wasserqualität und trockene klimatische Bedingungen geprägt. In diesem Zusammenhang sind insbesondere Anlagen zur Wasseraufbereitung sowie Entsalzungsanlagen mit Einbindung in dezentrale Energiesysteme von Bedeutung. Vor allem für Unternehmen mit hoher Innovationskraft bieten sich Chancen, der zunehmenden Industrialisierung und dem veränderten Verbraucherverhalten (Strom- und Süßwasserbedarf) eine moderne, nachhaltige und effiziente Infrastruktur zu liefern. Das Trinkwasservolumen soll im Mittleren Osten durch Investitionspläne bis 2020 auf insgesamt rund 319 cbm ansteigen (Frost & Sullivan 2013). Großprojekte im Bereich Wasseraufbereitung und Entsalzung werden derzeit insbesondere in Südafrika (Projektvolumen: rund USD 60 Mrd.), Ägypten (Projektvolumen: USD 2 Mrd.), Algerien, Israel und den Vereinigten Arabischen Emiraten gefördert. Insbesondere Israel kann im Bereich Wasseraufbereitung eine hohe technologische Fertigungskompetenz aufweisen, sodass wir zukünftig von einem erhöhten Wettbewerb für deutsche Hersteller ausgehen (Goldman Sachs 2013).

Für Hersteller mit innovativen und effizienten Technologien sowie Konzepten zum nachhaltigen Wassermanagement erwarten wir insgesamt eine stabile bis positive Nachfragentwicklung. In diesem Zusammenhang werden auch zunehmend wasserwirtschaftliche Anlagen mit Einbindung in dezentrale Energiesysteme relevant. Risiken bestehen neben den regulatorischen Rahmenbedingungen durch verminderte Fördermaßnahmen, steigenden Kostendruck und erhöhten Wettbewerb.

Der Bereich Energieerzeugung über Biogas- und Kraft-Wärme-Kopplungsanlagen ist im Wesentlichen durch die Entwicklung der Förderbedingungen gekennzeichnet. Absenkungen der EEG-Förderbedingungen führten dabei in 2012 zu einer rückläufigen Entwicklung der Zubauzahlen in Deutschland (269 Biogasanlagen; VJ: 1.415). Teilweise konnte der Rückgang jedoch durch Anlagenerweiterungen und ein stabiles Exportvolumen kompensiert werden. 2013 soll sich der Zubau mit 285 Anlagen stabilisieren (Fachverband Biogas 2013). In anderen Regionen, z. B. Polen, besteht durch verbesserte Förderbedingungen ein hohes Marktpotenzial. Zudem besteht eine zunehmende Nachfrage nach kleinen, dezentral betriebenen Anlagen. Chancen ergeben sich zudem aus den Möglichkeiten der Einspeisung von Biomethan in das Erdgasnetz sowie aus der Direktvermarktung. Herausforderungen ergeben sich u. a. daraus, geeignete Projektfinanzierungspartner zu finden und die Anforderungen an langfristig rentable Biogasprojekte zu erfüllen.

Wir erwarten für die Hersteller von Anlagen zur Wasser- und Abwasseraufbereitung im Bereich kommunale Wasser- und Abwasserwirtschaft in entwickelten Regionen eine konstante Grundauslastung durch Modernisierungs- und Ersatzinvestitionen. In bevölkerungsreichen und wasserarmen Regionen bestehen unseres Erachtens hohe Wachstumspotenziale. Die Nachfrage industrieller Abnehmer unterliegt konjunkturellen Schwankungen, wird jedoch strukturell durch stiegende Umweltauflagen und unternehmensindividuellen Zielsetzungen zur Einsparung von Energie und Emissionen getrieben. Hierbei verfügen Anbieter von innovativen Anlagenkonzepten und Technologien über Wettbewerbsvorteile. Die Marktentwicklung bei Bioenergieanlagen ist nahezu ausschließlich von staatlichen Fördermaßnahmen abhängig. Während wir für Deutschland von einer stabilen bis rückläufigen Entwicklung im Zubau von großen Bioenergieanlagen ausgehen, bestehen in anderen Regionen Wachstumschancen.

Marktumfeld: Photovoltaikanlagen

Die Nachfrage nach nasschemischen Produktionsanlagen ist abhängig von der Nachfrageentwicklung bei Wafern, Zellen und (Dünnschicht-) Modulen für Photovoltaikanlagen. Wesentliche Einflussfaktoren bestehen hierbei neben dem politischen und regulatorischen Umfeld sowie staatlichen Fördermaßnahmen durch die Entwicklung der Modulpreise, der weltweit installierten Leistung sowie der am Markt vorhandenen Kapazitäten. Die derzeitige negative Preisentwicklung ist insbesondere auf die vorhandenen Überkapazitäten sowie die Absenkung der Förderung von photovoltaisch erzeugtem Strom zurückzuführen.

In 2012 führten in **Europa** verminderte Fördermaßnahmen sowie eine hohe Wettbewerbsintensität zu einem seit 2000 erstmaligem Rückgang der neu installierten Leistung um rund 26 % auf 16,7 GWp (VJ: 22,4 GWp). Insbesondere der **italienische Markt** verzeichnete infolge der Einführung von Zubaugrenzen sowie einer Anhebung von Gebührensätzen mit einer neu installierten Leistung von 3,4 GWp (VJ: 9,5 GWp) den stärksten Rückgang in der Zubaurate. In **Deutschland** kam es dahingegen aufgrund von Vorzieheffekten wegen der geplanten Senkung der EEG-Vergütung zu einem stabilen Zubau um 7,6 GWp (VJ: 7,5 GWp) auf eine Nennleistung von insgesamt

32,4 GWp. Damit wies Deutschland erneut die weltweit höchste Nennleistung auf. Deutschland und Italien hielten in 2012 mit rund 35 % den größten Anteil am globalen PV-Zubau. Module aus China wurden 2012 in Europa zu 20 % bis 40 % geringeren Marktpreisen angeboten, wodurch sich der Marktanteil chinesischer Hersteller in Europa auf insgesamt rund 80 % erhöhte. In 2013 gehen wir für Europa bzw. Deutschland infolge von Überkapazitäten, Projektstornierungen aufgrund des unbeständigen rechtlichen Umfelds (rückwirkende Anpassung der Förderbedingungen zur Begrenzung des PV-Zubaus) und der Einführung von Importzöllen bei einem PV-Zubau in Höhe von 11,6 GWp bzw. 5 GWp von einer geringeren Nachfrage nach Wafern, Zellen und Dünnschichtmodulen für PV-Anlagen aus. Dabei soll Europa als bislang bedeutendster Markt von den asiatischen Märkten abgelöst werden (European Industry Association Society 2013, Nord/LB, IHS 2013).

China, USA und Japan verzeichneten in 2012 aufgrund der Einführung fester Solarstromtarife (China), eines Preisrückgangs der PV-Systeme (USA, -27 %) sowie verbesserter Förderbedingungen einen Anstieg des PV-Zubaus von 5 GWp (VJ: 2,5 GWp), 3,3 GWp (VJ: 1,9 GWp) bzw. 2 GWp (VJ: 1,3 GWp) (Nord/LB 2013). Die erhöhte Nachfrage ist auch auf die zunehmende Wettbewerbs- und Marktfähigkeit der PV-Anlagen aufgrund der weltweit negativen Preisentwicklung zurückzuführen. In 2013 soll der chinesische Markt einen PV-Zubau von 6 GWp verzeichnen, womit das geplante Ausbauziel von rund 10 GWp aufgrund nicht gesicherter regulatorischer Rahmenbedingungen sowie von Netzanschlussproblemen verfehlt werden würde. In den USA soll 2013 trotz der Erhebung von Importzöllen die neu installierte Leistung auf 5,7 GWp ansteigen (European Industry Association 2013). In Japan wird für 2013 aufgrund attraktiver Einspeisevergütungen ein PV-Zubau von 5 GWp und vor dem Hintergrund hoher Systempreise der höchste Branchenumsatz erwartet (IHS 2013). Dabei sollen neue Wachstumsmärkte wie China oder Japan die rückläufige Entwicklung in Europa kompensieren und so zu einem PV-Zubau von weltweit rund 35 GWp (2012: 31,1 GWp) führen. Aufgrund des anhaltenden Modulpreisverfalls und eines aggressiven Wettbewerbs um Marktanteile soll der weltweite Branchenumsatz trotz der stabilen Entwicklung dennoch weiter zurückgehen (2012: -19 %).

Risiken ergeben sich insbesondere aus dem regulatorischen Umfeld, der hohen Wettbewerbsintensität, steigenden Rohstoffpreisen und einem hohen Preisdruck aufgrund der derzeit vorhandenen Überkapazitäten am Markt. Den Regelungen zur Absenkungen der Einspeisevergütung stehen jedoch sinkende Anlagen- und Modulpreise für Photovoltaikanlagen gegenüber, sodass für die Betreiber weiterhin Renditechancen bestehen und der photovoltaisch erzeugte Strom im Retailbereich zunehmend Grid Parity erreicht. Überkapazitäten sollen bis 2015 infolge preistreibender Tendenzen bei PV-Modulen (z. B. Importzölle) und anhaltender Marktkonsolidierungen abgebaut werden.

Mittel- bis langfristig erwarten wir aufgrund des zunehmend verbesserten Wirtschaftlichkeit von PV-Anlagen sowie des Abbaus von Überkapazitäten eine stabile Entwicklung der Nachfrage nach Wafern, Zellen und Dünnschichtmodulen für Photovoltaikanlagen. Dabei können insbesondere die Einführung technologischer Innovationen und effizienterer Fertigungsstrukturen sowie die Steigerung der Anlagenproduktivität und der Wirkungsgrade der Endprodukte für die Hersteller von Prozessanlagen entscheidende Wettbewerbsvorteile bieten. Zudem verfügen Produzenten mit einer großen Gesamtproduktionskapazität, einer starken Marktdurchdringung sowie einer integrierten Wertschöpfungskette (Wafer-, Zell- und Modulproduktion) über größere Kostensenkungspotenziale.

Zusammenfassend ist hinsichtlich der Entwicklung des Marktumfeldes für Hersteller von nasschemischen Prozessanlagen kurzfristig nur mit einem geringen Kapazitätsausbau der Wafer-, Zell- und Modulproduktion in der Photovoltaikbranche zu rechnen. Aufgrund der gegenwärtig bestehenden Überkapazitäten sowie verminderter Fördermaßnahmen sind die Investitionen in Prozessanlagen rückläufig. Mittel- bis langfristig erwarten wir aufgrund technologischer Veränderungen, der zunehmenden Wirtschaftlichkeit von PV-Anlagen sowie der wachsenden Nachfrage nach Solaranlagen einen Ausbau der Produktionskapazitäten. Dabei gewinnen die asiatischen Märkte weiter an Bedeutung. Technologische Innovationen, durch die die Anlagenproduktivität und der Wirkungsgrad der Endprodukte erhöht werden kann, sowie effiziente Fertigungsstrukturen bieten Wettbewerbsvorteile für die Hersteller von Prozessanlagen dar.

Strategische Ausrichtung

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
<ul style="list-style-type: none"> ■ Ausbau der Marktposition durch neue Technologien und Produkte in allen Geschäftsfeldern ■ Technologie- und Kostenführerschaft für Abwasser- und Schlammbehandlung ■ Technologieführerschaft für Photovoltaik und Energiespeicher ■ Ausbau des Service- und Zusatzgeschäftes 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erhöhung der Marktanteile in den definierten Zielmärkten Wasseraufbereitung, Erneuerbare Energien sowie Health & Sonstiges ■ Fokussierung auf ausgewählte Industriebranchen ■ Verstärkte Erschließung von Auslandsmärkten
Organisation	Finanzen
<ul style="list-style-type: none"> ■ Neuausrichtung der Gruppenstruktur durch organisatorische Zusammenführung zu einem Unternehmen ■ Nutzung der Gruppensynergien von RENA und STULZ ■ Nachhaltige Senkung der Herstellkosten durch Standardisierung von Produkten und Optimierung der Produktionsverfahren ■ internationaler Ausbau des Lieferantennetzes ■ Aufbau eigener Fertigungskapazitäten in China 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwirtschaftung einer Gesamtleistung von € 395,5 Mio. in 2013 und € 503,2 Mio. in € 2014 ■ Erzielung eines EBITDA von € 35,7 Mio. in 2013 und € 54,7 Mio. in 2014 ■ Steigerung der Eigenkapitalquote auf 21,8 % in 2013 und 24,2 % in 2014 ■ Verbesserung der finanziellen Flexibilität ■ Optimierung des Liquiditätsmanagements innerhalb der Gruppe

Mit der Übernahme der STULZ H+E Gruppe positioniert sich RENA als „Clean Tech“-Unternehmen mit den Geschäftsfeldern Wasseraufbereitung, Erneuerbare Energien sowie Health & Sonstige. RENA war bis Mitte 2012 auf die Entwicklung und Herstellung von Produktionsmaschinen für die nasschemische Oberflächenbehandlung mit weltweit führender Marktposition in der Photovoltaikindustrie und dem Hauptabsatzmarkt China fokussiert. Durch die Strukturkrise in der Photovoltaikbranche ist die Auslastung in diesem Bereich zurzeit sehr schwach. Mit der Übernahme von STULZ hat sich RENA durch neue Geschäftsfelder und regionale Märkte diversifiziert.

Das Geschäftsfeld Wasseraufbereitung hat nach Auftragsbestand und Umsatz zurzeit das höchste Gewicht. Das Ertragspotenzial des Geschäftsfeldes wird unseres Erachtens aufgrund von Optimierungspotenzialen in der Fertigung und im Projektmanagement zurzeit noch nicht voll genutzt. Darüber hinaus sind die Projekte im Bereich Wasseraufbereitung gegenwärtig durch eine hohe Mittelbindung, Kalkulations- und andere Projektrisiken gekennzeichnet. Das Geschäftsfeld verfügt vor dem Hintergrund des weltweiten Investitionsbedarfs nach unserer Auffassung über ein hohes Wachstumspotenzial. Wir erwarten, dass die Ertragskraft durch verschiedene eingeleitete Optimierungsmaßnahmen im Bereich des Vertriebs, der Fertigung und des Projektmanagements zukünftig verbessert und die Mittelbindung vermindert werden kann.

Im Geschäftsfeld Erneuerbare Energien wird die Ertragskraft im Bereich der Produktionsmaschinen für die nasschemische Oberflächenbehandlung gegenwärtig durch die geringe Auslastung der Kapazitäten belastet. Mittel- bis langfristig sehen wir aufgrund der starken Marktposition, führenden Technologien, dem modularen Baukasten für standardisierte, individualisierbare Produkte, dem Vertriebs- und Servicenetz in Asien sowie der guten Kundenbeziehungen wieder ein positives Ertragspotenzial. Das Geschäftsfeld Health & Sonstiges weist aus unserer Sicht aufgrund der führenden Technologien RENAs in diesem Bereich hohes Wachstums- und Ertragspotenzial auf. Hierbei sind zukünftig verschiedene Maßnahmen zur Verbesserung der Profitabilität und zum Ausbau der Marktposition in verschiedenen Branchen vorgesehen.

Durch neue Technologien und Produkte will RENA ihre Marktposition in allen Geschäftsfeldern zukünftig ausbauen. Durch die Erschließung neuer regionaler Märkte sollen darüber hinaus bestehende Technologien und Produkte stärker vermarktet werden. Hierbei soll z. B. die bestehende Vertriebs- und Serviceorganisation in Asien und die bestehenden Kundenbeziehungen verstärkt zur Vermarktung von Anlagen und Technologien aus dem Bereich Wasseraufbereitung genutzt werden. Durch die verstärkte Nutzung der kostengünstigen Produktionskapazi-

täten in Polen, die Standardisierung von Produkten sowie die Optimierung der Durchlaufzeiten sollen die Herstellkosten von Anlagen und die Mittelbindung nachhaltig gesenkt werden. Hierdurch kann sich unseres Erachtens die Wettbewerbsfähigkeit und finanzielle Flexibilität zukünftig verbessern. Weitere wichtige Maßnahmen betreffen die Verminderung der Mittelbindung sowie die Optimierung und Flexibilisierung der Liquidität innerhalb der Gruppe. Gegenwärtig verfügen die Gesellschaften des Teilkonzerns RENA und des Teilkonzerns STULZ H+E Gruppe über unabhängige Kreditlinien, so dass es auch bei ausreichender Gruppenliquidität in Teilen zu Engpässen kommen kann, die zurzeit durch die Verlagerung von Aufträgen umgangen werden müssen. Zukünftig strebt RENA ein Cashpooling und gemeinsame Linien an. RENA will den Mitarbeiterbestand durch den Aufbau von Fertigungen im Ausland stärker internationalisieren, um Kostenvorteile zu nutzen, sich gegenüber ausländischen Wettbewerbern abzusichern, flexibler produzieren zu können und höheres politisches Gewicht in den Absatzländern aufzubauen. Im ersten Halbjahr 2013 hat RENA Anteile an einer kleinen Produktionsstätte in China erworben. RENA strebt den weiteren Ausbau der Fertigungskapazitäten in China an.

Nach unserer Auffassung bestehen hohe noch ungenutzte Synergiepotenziale in der Gruppe. RENA will diese Synergien durch die weitere Entwicklung standardisierter Produkte, die Nutzung der weltweiten Vertriebs- und Servicestandorte, die verbesserte Auslastung von Entwicklungs-, Konstruktions- und Produktionskapazitäten, die Nutzung von gemeinsamen internen Dienstleistungen sowie die vollständige Flexibilisierung der gruppeninternen Liquidität nutzen.

Abwasserreinigung und Schlammbehandlung sind energieintensive Prozesse. Der Energieaufwand hat wesentlichen Anteil an den Betriebskosten von Wasseraufbereitungs- und Schlammbehandlungsanlagen. RENA bietet im Bereich Wasseraufbereitung die Kombination von Wasseraufbereitung, Schlammbehandlung und Biogasanlage als energieautarkes Wasseraufbereitungssystem mit positiver Energiebilanz an. Darüber hinaus bietet RENA im Geschäftsfeld Wasseraufbereitung Reinstwasseranlagen für die Halbleiter-, Solar- und Pharmaindustrie mit höchsten Reinheitsgraden, ressourcensparende Wasseraufbereitung für Kraftwerkskreisläufe, weltweit führende Membrantechnologie und langjährige Marktexpertise an. In Deutschland und der Schweiz verfügt RENA im Geschäftsfeld Wasseraufbereitung über eine führende Marktposition. Als strategische Ziele im Geschäftsfeld Wasseraufbereitung strebt RENA die Technologie- und Kostenführerschaft für Abwasser- und Schlammbehandlung an, die Marktführerschaft in Österreich sowie die sukzessive Erschließung weiterer Regionen durch Technologien.

Im Geschäftsfeld Erneuerbare Energien verfügt RENA über langjährige Erfahrung im Maschinen- und Sondermaschinenbau, umfangreiches Prozess-Know-how, eine weltweit führende Marktposition im Bereich nasschemischer Inline-Anlagen, ein weltweit enges Vertriebs- und Servicenetz sowie gute Kundenbeziehungen. Strategische Ziele in diesem Geschäftsfeld umfassen die Technologieführerschaft im Bereich Photovoltaik und die Beibehaltung eines weltweiten Marktanteils bei den Prozessen „Textur“ und „Junction Insolation“ von 50 % sowie die Technologieführerschaft im Bereich Energiespeicher. Mit der Entwicklung und industriellen Fertigung von Energiespeichern wird der Aufbau einer neuen Produktfamilie mit hohem Marktpotenzial angestrebt. RENA will durch industrielle Fertigungsprozesse wirtschaftlich attraktive chemische Großbatterien für die dezentrale Zwischenspeicherung von Strom entwickeln, produzieren und vermarkten. Abnehmergruppen wären Energieversorger, Netzbetreiber und Industrieunternehmen. Wir halten das Marktpotenzial für diese Energiespeicher für sehr hoch. Hinsichtlich der Erfahrung im Umgang mit den Risiken nasschemischer Substanzen und der Fähigkeit zur Standardisierung und industriellen Fertigung verfügt RENA unseres Erachtens über gute Voraussetzungen zur Entwicklung der Energiespeicher. Es bestehen zurzeit jedoch noch hohe Entwicklungs-, Innovations-, Vermarktungs- und Wettbewerbsrisiken. Der Zeitraum bis zur Marktreife wird vom Unternehmen mit drei Jahren angegeben.

Im Geschäftsfeld Health & Sonstige verfügt RENA über zehn Jahre Erfahrung in der Konstruktion, dem Bau und der Qualifizierung von validierbaren Sonderanlagen für die Medizintechnik, eine modulare Maschinenplattform („medSurface“) mit der kundenspezifische, nasschemische Prozesssequenzen für Zahnimplantate, Kanülen und Stents realisiert werden können. Als strategische Ziele im Geschäftsfeld Health & Sonstige will RENA die Marktführerschaft im Bereich nasschemischer Prozesse für die Medizintechnik halten, die Anteile im Bereich Lebensmittel und Pharma durch den Einsatz von Membrantechnologien („Microdyn Nadir“) erhöhen und sich verstärkt auf profitable Verpackungsanlagen in der Nahrungsmittelindustrie fokussieren. Als strategische Vorteile der RENA Gruppe sehen wir u. a. das Know-how in der Standardisierung hochtechnologischer Anlagen und die flexiblen Fertigungsstrukturen an. Hinsichtlich der Standardisierung entwickelt RENA bei ausreichendem Volumen Basismodule, die sich unterschiedlich kombinieren und individualisieren lassen. Hierdurch werden geringere Durchlaufzeiten und Herstellkosten sowie eine hohe Kalkulationssicherheit erreicht. Durch Verwendung von Standardkomponenten können diese Vorteile auch auf Teilabschnitte von Anlagenbauprojekten übertragen werden.

Darüber hinaus profitiert RENA von der internen Auslastung durch Anlagenkomponenten, die von STULZ früher extern vergeben wurden. Durch die Fertigung in Polen können zusätzliche Kostenvorteile erzielt werden. Hinsichtlich neuer Technologien und Kundenlösungen umfassen die strategischen Maßnahmen u. a. die Entwicklung innovativer Verfahren, Ausbau der eigenen Prozesskompetenz sowie das Angebot von modularen Standardanlagen für einzelne Prozessschritte mit der Option zur Individualisierung. Die Entwicklung integrierter Kundenlösungen erfordert hierbei die Vorausentwicklung durch RENA, um den Kunden fertige Anlagen- und Prozesslösungen anbieten zu können. Damit geht RENA auch Entwicklungsrisiken ein. Bei der Entwicklung von Prozessen arbeitet RENA u. a. mit der Universität Konstanz, dem Fraunhofer Institut für Solare Energiesysteme und dem Technologiezentrum TNO Eindhoven in den Niederlanden zusammen. Darüber hinaus werden neue Prozesse und Anlagen in enger Zusammenarbeit mit ausgewählten Kunden (Lead-User) entwickelt. Auch zukünftig will RENA den Ausbau seines Know-hows, der Forschungs- und Entwicklungs- sowie Produktions- und Servicekapazitäten durch selektive Akquisitionen vorantreiben.

Herausforderungen ergeben sich aus dem erwarteten sinkenden Preisniveau für Solarmodule und dem daraus abzuleitenden Preisdruck für Produktionsanlagen. Insgesamt ist eine Zunahme der Wettbewerbsintensität zu erwarten. Hierbei besteht für RENA auch das Risiko, dass Know-how und Technologievorsprünge verloren gehen, weil die Durchsetzbarkeit von Schutzrechten im wichtigen chinesischen Markt nicht vollständig gesichert ist. Neben dem Anlagenbau soll das Geschäft mit zusätzlichen Serviceleistungen, Ersatzteilen und Verbrauchsgütern, d. h. mit speziellen Prozesschemikalien, ausgebaut werden. Zurzeit wird der Großteil des Serviceumsatzes noch mit der im Anlagenpreis enthaltenen Inbetriebnahme erzielt. Durch zusätzliche längerfristige Wartungsverträge sowie Ersatzteile und Verbrauchsgüter könnte RENA einen stabilen Umsatzsockel aufbauen, der auch bei rückläufigem Anlagengeschäft zur Verfügung steht. Langfristig will RENA ihre Lieferantenstrukturen weiter ausbauen. Hierbei soll die Beschaffung in Osteuropa und Asien für den Gesamtkonzern verstärkt werden. Dabei besteht das Risiko, dass es zu Qualitätsproblemen und verzögerten Lieferungen kommt. Darüber hinaus wird sich die Komplexität der Logistikprozesse durch den höheren Beschaffungsanteil und das größere Lieferantennetz erhöhen.

Das Wachstum im Ausland soll über länderspezifische Vertriebsstrategien für die ausländischen Kernmärkte erzielt werden. Hierbei sollen die Tochtergesellschaften von STULZ zukünftig das gesamte Portfolio der Unternehmensgruppe vermarkten. Die Auslandsstrategie ist vor dem Hintergrund der bereits hohen Anschlussquoten in Deutschland plausibel. Demgegenüber bestehen jedoch erhöhte branchentypische Risiken aus der Erschließung von neuen Märkten und den hiermit verbundenen Rechtsunsicherheiten. Die Umsetzung der internationalen Vertriebsstrategie halten wir hinsichtlich der Komplexität und Breite des Leistungsspektrums sowie der Unterschiedlichkeit der Abnehmergruppen für herausfordernd.

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

Die vollständige Integration und organisatorische Neuausrichtung der RENA Gruppe mit der Zielsetzung Synergien zu nutzen sowie die Steuerungsfähigkeit und Flexibilität der Gruppe zu verbessern halten wir für positiv. Herausforderungen bestehen durch die Anpassung und Auslastung der Produktionskapazitäten im Hinblick auf die sehr schwache Auftragsentwicklung im Photovoltaikgeschäft. Hierbei haben sich die Produktionsstrukturen im Hinblick auf den Abbau von Beschäftigten, die Rückverlagerung fremdvergebener Aufträge und die Auslastung durch Lohnfertigung als in hohem Maße flexibel erwiesen. Risiken sehen wir in einem zunehmenden Konfliktpotenzial und dem möglichen Verlust von Fach- und Führungskräften im Rahmen der organisatorischen Neuausrichtung. Personenabhängigkeiten bestehen nach unserer Auffassung auf der Ebene der Geschäftsführung, im Entwicklungs- und Vertriebsbereich bei RENA. Durch die steigende Auftragsentwicklung bei Anlagenbauprojekten kommt es bei erfahrenen Projektleitern zu Engpässen. Diese können unseres Erachtens wesentlichen Einfluss auf den Erfolg eines Projektes nehmen. Durch hohe Auslastung der Projektleiterkapazitäten nehmen die Projektrisiken unseres Erachtens daher zu. RENA verfügt unseres Erachtens grundsätzlich über angemessene Planungs- und Steuerungsinstrumente sowie ein der Unternehmenskomplexität angemessenes Risikomanagementsystem. Einschränkungen bestehen durch die Übernahme der STULZ H+E Gruppe, bei der sich ein zentrales

Controlling mit Instrumenten zur systematischen Steuerung des Beteiligungsportfolios in Teilen noch im Aufbau befindet und bei der wir das Risikomanagement vor dem Hintergrund der gestiegenen Komplexität der Gruppe gegenwärtig für ausbaufähig halten. Vom Unternehmen geplante Maßnahmen im Bereich der Unternehmensplanung und –steuerung umfassen die Überarbeitung und Vereinheitlichung der Reportingtools sowie die kurz- bis mittelfristige Einführung von Cashpooling.

Durchführung des Ratings

Der vorliegende Bericht stellt eine verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 30. Juli 2013 dar. Maßgeblich für die Begründung der Ratingnotation ist der ausführliche Ratingbericht, der dem Unternehmen vorliegt und der von der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH nicht veröffentlicht wird.

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 06. Juni 2013 durch die RENA GmbH (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 8. Juli 2013 statt. Am 30. Juli 2013 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 30. Juli 2013 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Ratingurteil auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratingurteils auf den Internetseiten der Ratingagentur (www.eulerhermes-rating.com) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und seines Umfelds weiter überwacht. Seitens der gerateten Gesellschaft besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Ratingagentur führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnote, sodass die im Internet veröffentlichte Note jederzeit die aktuelle Ratingbeurteilung darstellt. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

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

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind. Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Auftraggeberin übernimmt keine Verpflichtung und Haftung zur Vervollständigung der Informationen. Die Verbreitung dieses Ratingberichtes in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, von der Auftraggeberin gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Auftraggeberin übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichtes in irgendeine Jurisdiktion. Schadensersatzansprüche gegen die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH sind ausgeschlossen, es sei denn, die gesetzlichen Vertreter oder Mitarbeiter der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH oder ihrer Erfüllungshelfen haben vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH

Hamburg, 30. Juli 2013

Analysten

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

Ratingkomitee

Kai Gerdes, Direktor
Gundel Bergknecht, Senior Rating Analystin

Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2010, 2011, 2012 der RENA GmbH und der STULZ H + E GmbH (2010, 2011)
- Managementsreports zur unterjährigen Geschäftsentwicklung bis Mai 2013
- Bericht der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH über das Rating der STULZ H + E GmbH vom Juli 2012
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen, insbesondere Bankenspiegel und Liquiditätsplanung
- Individuelle Analysen zum Photovoltaikmarkt von Allianz Climate Solutions GmbH (Analyst: Matthias Brandt)
- Unterlagen zur Strategie und Unternehmensplanung
- Gespräche mit dem Management

Ratingmethode

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

Anlage 1: Ratingnotationen

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