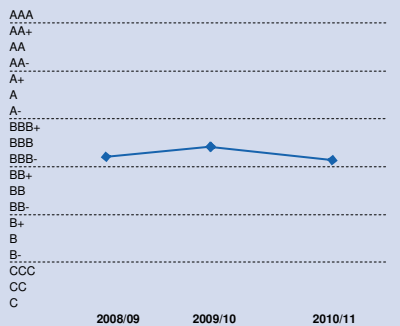


Rating: BBB₋(FSR - PI)***Entwicklung****Kurzprofil**

Die zum indischen Suzlon-Konzern gehörende REpower SE entwickelt, produziert und vertreibt Windenergieanlagen, im Megawatt-Bereich für Onshore- und Offshore-Standorte. Die REpower-Gruppe beschäftigt weltweit ca. 2.500 Mitarbeiter und generierte 2010 Umsatzerlöse in Höhe von € 1,22 Mrd.

Stärken:

- sehr gute Kapitalstruktur
- hohe liquide Mittel
- gute internationale Präsenz
- gutes Produktportfolio

Schwächen:

- noch verbesserungsfähige Einkaufs- und Produktionsstrukturen vor dem Hintergrund des erwarteten steigenden Wettbewerbs

Ertragskraft und Rentabilität:

befriedigend

Kapitalstruktur und Verschuldung:

sehr gut

Finanzielle Flexibilität:

sehr gut

Analyse:	Euler Hermes Rating GmbH Gasstraße 18, Haus 2 22761 Hamburg
Datum	27. Juli 2011
Analyst:	Silke Naused, Senior Rating Analystin

Kontakt: +49 40 88 34 - 6417
silke.naused@eulerhermes-rating.com

* Unbeauftragtes, indikatives Finanzstärkerating auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen; kein Vollrating

Sehr gute Kapitalstruktur und finanzielle Flexibilität führen trotz steigendem Wettbewerbsdruck zu Rating von BBB-**Aktuelle Entwicklung**

Der Rückgang der neu installierten Leistung in den Kernmärkten Europa und den USA aufgrund einer verzögerten Aufgabe der Investitionszurückhaltung sowie bestehenden Preisdrucks hat auch bei REpower zu einem Umsatzrückgang im Geschäftsjahr 2010/11 von 6,7 % auf € 1.216,1 Mio. geführt. Dieser ist ausschließlich auf die Rückgänge im Onshore-Geschäft (-17 %) zurückzuführen. Während sich die Rohertragsmarge verbessert hat, sind die Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen angestiegen und haben zu einer Reduzierung des Betriebsergebnisses um 24,4 % auf € 71,3 Mio. (EBIT-Marge: 5,6 %) geführt. Die Ertragskraft ist damit als befriedigend zu bewerten. Die Vergrößerung des Konsolidierungskreises aufgrund der Erhöhung des Anteils an bisherigen portugiesischen Beteiligungen hat im vergangenen Geschäftsjahr die Ergebnisentwicklung nicht wesentlich beeinflusst (Umsatz T€ 291, Verlust T€ 653). Positiv hervorzuheben sind die sehr gute Kapitalstruktur (Eigenkapitalquote: 38,7 %, Verschuldungsgrad: 0,0 %) sowie die hohe Liquidität, die vorrangig aus erhaltenen Anzahlungen resultiert.

Ausblick

- **Chancen** bieten sich durch das grundsätzlich positive Marktumfeld, das zukünftig infolge einer veränderten Energiepolitik weiterhin auch in den Kernmärkten Europa und Nordamerika Wachstumschancen eröffnet.
- **Risiken** für die künftige Entwicklung bestehen in erster Linie im steigenden Preisdruck, der durch den verstärkten internationalen Wettbewerb verursacht wird sowie daraus möglicherweise resultierende veränderte Zahlungsbedingungen.
- Kernmärkte sollen weiterhin Europa und die USA sein. Mit der Überprüfung der Einkaufsstrukturen ergibt sich die Chance, die Rentabilität zumindest zu stabilisieren. Durch die mögliche Ausweitung des Offshore-Bereichs steigt aber auch das Geschäftsrisiko. Hier verfügt REpower aber bereits über erste Erfahrungen und entsprechende Anlagen.
- Der Auftragseingang (1.252 MW) bewegte sich etwa auf dem Vorjahresniveau, der Auftragsbestand hat sich um 28 % auf 2.259 MW erhöht. Wir gehen daher davon aus, dass der Umsatz wieder gesteigert werden kann. Die Renditen werden sich kurzfristig u. E. aufgrund des Preisdrucks, der vermutlich erst später voll greifenden Kostensenkungsmaßnahmen sowie der Konsolidierung der bisher Verluste erwirtschaftenden portugiesischen Gesellschaften, nicht deutlich erhöhen.

Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2008/2009	2009/2010	2010/2011
EBITDA-Marge (%)	7,5	8,7	7,7
Gesamtkapitalrentabilität. (%)	8,9	9,4	5,8
ROCE (%)	18,8	19,8	13,7
Cashflow-ROI (%)	9,9	11,2	7,3
Eigenkapitalquote (%)	44,0	46,3	38,7
Verschuldungsgrad (%)	0,0	0,0	0,0
Gesamtverb./ EBITDA	5,7	4,8	8,4
Nettofinanzverb./ EBITDA	0,0	0,0	0,0
EBIT-Zinsdeckung	12,4	5,6	6,2
EBITDA-Zinsdeckung	14,7	6,9	8,6

Ertragskraft und Rentabilität

- Die sonstigen betrieblichen Erträge wurden 2009/10 um Investitionszulagen und Erträge aus Anlagenabgang (T€ 3.993) und 2010/11 um Erträge aus Erstkonsolidierung, aus einer gelösten Sicherungsbeziehung (Hedge Accounting), Investitionszulagen und Erträge aus dem Verkauf eines Windparks und von Vermögenswerten einer Gesellschaft (insgesamt T€ 14.759) bereinigt. 2009/10 wurden die Abschreibungen auf Finanzanlagen (T€ 2.890) von den Zinsaufwendungen in die Abschreibungen umgegliedert.
- Der Konzernumsatz der REpower Systems SE ging im vergangenen Geschäftsjahr aufgrund der schwierigen Marktentwicklung um 6,7 % auf € 1,22 Mrd. zurück. Während sich der Umsatz aus dem Verkauf von Windenergieanlagen um € 93 Mio. auf € 1,11 Mrd. verringerte, haben sich die Umsatzerlöse im Servicebereich um knapp € 11 Mio. erhöht. Der Umsatzrückgang ist auf den Bereich Onshore zurückzuführen (-17 %); die Umsätze mit Offshore-Anlagen haben sich hingegen um € 93 Mio. auf € 206,9 Mio. nahezu verdoppelt. Die gelieferte bzw. installierte Leistung ging leicht um 1,4 % auf 851 MW zurück (2009/10: 863 MW, 2008/09: 1.253 MW).

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung (fortgeführte Geschäftsbereiche)	2008/2009		2009/2010		2010/2011		Veränderung zum VJ (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009/10	2010/11
Umsatzerlöse	1.209.091	99,1	1.303.577	98,0	1.216.102	95,3	7,8	-6,7
Gesamtleistung	1.220.549	100,0	1.330.355	100,0	1.275.695	100,0	9,0	-4,1
Materialaufwand	981.294	80,4	1.000.725	75,2	949.973	74,5	2,0	-5,1
Rohertrag	239.255	19,6	329.630	24,8	325.722	25,5	37,8	-1,2
sonstige betriebliche Erträge	20.024	1,6	15.555	1,2	23.386	1,8	-22,3	50,3
Personalaufwand	80.671	6,6	102.962	7,7	118.351	9,3	27,6	14,9
sonstige betriebliche Aufwendungen	87.168	7,1	127.201	9,6	132.703	10,4	45,9	4,3
EBITDA	91.440	7,5	115.022	8,6	98.054	7,7	25,8	-14,8
Abschreibungen	14.541	1,2	20.699	1,6	26.789	2,1	42,3	29,4
EBIT	76.899	6,3	94.323	7,1	71.265	5,6	22,7	-24,4
Finanzergebnis	-347	0,0	-14.466	-1,1	-5.086	-0,4	4.068,9	-64,8
(davon Zinsaufwand)	6.219	0,5	16.713	1,3	11.451	0,9	168,7	-31,5
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	76.552	6,3	79.857	6,0	66.179	5,2	4,3	-17,1
Ergebnis vor Steuern	76.552	6,3	83.850	6,3	80.938	6,3	9,5	-3,5
Konzernergebnis	51.936	4,3	57.930	4,4	57.641	4,5	11,5	-0,5

- Bei einer verbesserten Rohertragsmarge sind die Strukturkosten überproportional angestiegen. Die Verbesserung der Materialaufwandsquote im Geschäftsjahr 2010/11 beruht bei gleichzeitig steigendem Preisdruck auf den bereits im vorangegangenen Geschäftsjahr begonnenen Nachverhandlungen von Einkaufsverträgen. Der Anstieg des Personalaufwands ist auf die gestiegene Anzahl von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern (+ 359 Personen) auch infolge der Erstkonsolidierung der portugiesischen Tochtergesellschaften (+ 141 Personen) zurückzuführen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich trotz Umsatzrückgang erhöht. Hintergrund dürfte auch die Erstkonsolidierung der portugiesischen Tochtergesellschaften sein. Die Abschreibungen haben sich aufgrund der Investitionen in ein Technologiezentrum und eine Produktionshalle erhöht.
- Das EBIT entwickelte sich 2010/11 rückläufig, auch die Marge ging von 7,1 % auf 5,6 % zurück. Die erzielten Ergebnismargen sind noch befriedigend, zeigen aber auch die zukünftige Notwendigkeit, in einem sich verschärfenden Wettbewerbsumfeld durch verbesserte Einkaufs- bzw. Produktionsbedingungen Kostensenkungspotenziale zu heben. Zu berücksichtigen ist auch, dass bei einer Konsolidierung der portugiesischen Unternehmen bereits zum 01.04.2010 bei einem Umsatz von € 18,9 Mio. ein Verlust in Höhe von € 8,4 Mio. eingeflossen wäre.
- Das Finanzergebnis ist im Betrachtungszeitraum stark schwankend und spiegelt im Wesentlichen die Inanspruchnahme von Avalen wider. Im Geschäftsjahr 2009/10 fielen Einmalaufwendungen in Höhe von € 5,9 Mio. in Zusammenhang mit dem Abschluss eines syndizierten Kreditvertrages an, die das Finanzergebnis zusätzlich belastet haben. Die Zinsdeckungsrelationen erhöhten sich 2010/11 somit auf 6,2 (EBIT) bzw. 8,6 (EBITDA) und bewegen sich wieder auf einem guten Niveau.
- Insgesamt ist die Ertragskraft von REpower als befriedigend einzustufen.

Kapitalstruktur und Verschuldung

- Bei der Ermittlung der Strukturbilanz wurden aktivische latente Steuern mit passiv latenten Steuern saldiert.

Strukturbilanz	31.03.2009		31.03.2010		31.03.2011		Veränderung zum VJ (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009/10	2010/11
Bilanzsumme	927.192	100,0	1.029.213	100,0	1.341.759	100,0	11,0	30,4
Langfristige Vermögenswerte	153.804	16,6	202.418	19,7	267.882	20,0	31,6	32,3
(davon Sachanlagevermögen)	110.718	11,9	145.692	14,2	174.951	13,0	31,6	20,1
Kurzfristige Vermögenswerte	773.388	83,4	826.794	80,3	1.073.877	80,0	6,9	29,9
(davon liquide Mittel)	101.239	10,9	215.856	21,0	320.448	23,9	113,2	48,5
Eigenkapital	408.341	44,0	475.972	46,2	518.854	38,7	16,6	9,0
Langfristige Verbindlichkeiten	39.915	4,3	72.548	7,0	97.714	7,3	81,8	34,7
Kurzfristige Verbindlichkeiten	478.936	51,7	480.693	46,7	718.948	53,6	0,4	49,6
(Finanzverbindlichkeiten)	42.374	4,6	72.693	7,1	100.673	7,5	71,6	38,5

- Die Bilanzsumme hat sich insbesondere im letzten Geschäftsjahr deutlich erhöht. Dies resultiert hauptsächlich aus der Erhöhung der kurzfristigen Vermögenswerte, insbesondere der Vorräte und liquiden Mittel. Letzte machen knapp 24 % der Bilanzsumme aus. Auf der Passivseite haben sich hingegen in erster Linie die Anzahlungen, über die das operative Geschäft finanziert wird, sowie die Lieferverbindlichkeiten erhöht. Die Erhöhung der Anzahlungen von € 197,3 Mio. auf € 315,6 Mio. ist überwiegend auf Anzahlungen für zukünftige Offshore-Projekte zurückzuführen. Darüber hinaus spiegeln sich in dem gestiegenen Sachanlagevermögen die Investitionen in neue Standorte wider.
- Das wirtschaftliche Eigenkapital stieg im vergangenen Jahr auf € 518,9 Mio. (EK-Quote: 38,7 %). Die Eigenkapitalquote hat sich durch die überproportional gestiegene Bilanzsumme gegenüber dem Vorjahr deutlich reduziert. Insgesamt ist die Kapitalstruktur auch vor dem Hintergrund der hohen liquiden Mittel und der nicht vorhandenen Nettofinanzverbindlichkeiten weiterhin als sehr gut zu bewerten. Wir gehen zum jetzigen Zeitpunkt davon aus, dass der angestrebte Squeeze-out der Minderheitenaktionäre von der die Anteile übernehmenden Hauptgesellschafterin finanziert wird und somit keine Auswirkungen auf die Verschuldung der REpower-Gruppe haben wird.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow in T€	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit*	-30.176	119.251	190.551
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-63.170	-34.067	-66.297
Free Cashflow	-93.346	85.184	124.254
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	11.226	31.745	-15.203

* aus fortgeführten Geschäftsbereichen

- Vor allem durch die im Vergleich zum Vorjahr stark gestiegenen Anzahlungen konnte der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit im vergangenen Geschäftsjahr deutlich auf € 190,6 Mio. erhöht werden. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit spiegelt im Wesentlichen den Erwerb der portugiesischen Gesellschaften, die Investitionen in weitere Standorte sowie die erhöhten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen wider. Trotz der im Vergleich zum Vorjahr gestiegenen Investitionstätigkeit ist der Free-Cashflow deutlich positiv. Der negative Cashflow aus Finanzierungstätigkeit resultiert fast ausschließlich aus der erstmalig im Betrachtungszeitraum erfolgten Ausschüttung.
- REpower verfügte per 31.03.2010 über liquide Mittel in Höhe von € 320,4 Mio. Angabegemäß hat der Konzern zum Bilanzstichtag die zur Verfügung stehenden Kreditlinien (Bar- und Avallinien) in Höhe von € 600 Mio. (€ 500 Mio. für Avale, € 100 Mio. als Kontokorrent) mit € 412,9 Mio. (Vorjahr € 296,5 Mio.) ausschließlich für Avale in Anspruch genommen und verfügt somit über eine sehr gute finanzielle Flexibilität.

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.

Disclaimer

Das vorliegende Rating wurde auf Basis der EHRG-Ratingmethodik vom August 2010 erstellt, die unter www.eulerhermes-rating.com abrufbar ist. Der Ratingbericht wurde auf Basis öffentlich verfügbarer Geschäftsberichte, Ad Hoc Meldungen und allgemeiner Marktinformationen erstellt. Euler Hermes Rating hält die Qualität der über das geratete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Das geratete Unternehmen oder mit ihm verbundene Dritte waren nicht in den Ratingprozess eingebunden und Euler Hermes Rating hatte keinen Zugang zu den Büchern oder zu anderen einschlägigen internen Dokumenten des gerateten Unternehmens oder eines mit ihm verbundenen Dritten. Das Rating wurde dem gerateten Unternehmen oder dem mit ihm verbundenen Dritten mitgeteilt und nach der Mitteilung vor seiner Veröffentlichung nicht geändert.

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. Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keine Verpflichtung und Haftung für die Vervollständigung der Informationen.

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