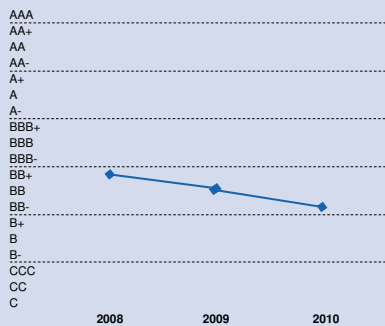


**Rating: BB-** (FSR - PI)\*

**Entwicklung**



**Kurzprofil**

Die Nordex SE entwickelt, produziert und vertreibt Windenergieanlagen, insbesondere Großanlagen im Megawatt-Bereich. Darüber hinaus hat sich der Konzern als Dienstleister in der Planung von Windparksystemen positioniert. Die Nordex-Gruppe beschäftigt weltweit ca. 2.600 Mitarbeiter und generierte 2010 Umsatzerlöse in Höhe von € 972,0 Mio.

**Stärken:**

- sehr gute Kapitalstruktur
- hohe liquide Mittel durch die Vorfinanzierung geplanter Investitionen
- gute internationale Präsenz

**Schwächen:**

- hohe Struktur- und Finanzierungskosten
- teilweise Abhängigkeit von noch wenig gefestigten oder volatilen Märkten

**Ertragskraft und Rentabilität:**

schwach

**Kapitalstruktur und Verschuldung:**

Kapitalstruktur sehr gut, Verschuldungskennzahlen unbefriedigend

**Finanzielle Flexibilität:**

gut

Analyse:	Euler Hermes Rating Gasstraße 18, Haus 2 22761 Hamburg
Datum	26.08.2011
Analyst:	Silke Naused Senior Analystin
Kontakt:	+49 40 88 34 - 640 silke.naused@eulerhermes-rating.com

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

**Ergebniseinbruch infolge weiter gestiegener Struktur- und Finanzierungskosten führt zu Ratingherabstufung auf BB-** (FSR-PI)\*

**Aktuelle Entwicklung**

Die negative Umsatzentwicklung im Geschäftsjahr 2010 (€ 972,0 Mrd.; 2009: € 1.182,8 Mrd.) ist auf die rückläufige Geschäftsentwicklung in allen drei Regionen (Europa, Amerika, Asien) zurückzuführen. Durch den mit dem Ausbau der Kapazitäten verbundenen Personalaufbau sowie der Investitionen in Standorte haben sich die Strukturkosten 2010 und 2011 weiter deutlich erhöht. Das Betriebsergebnis konnte 2010 durch geringere Währungsverluste zwar gehalten werden (EBIT € 40,1 Mrd.; EBIT-Marge 4,0 %), ging im ersten Halbjahr 2011 aber trotz Umsatzsteigerungen deutlich auf € 1,6 Mio. zurück (EBIT-Marge: 0,4 %). Die Ertragskraft ist damit als unbefriedigend zu bewerten. Vor dem Hintergrund der stark gestiegenen Finanzverbindlichkeiten und damit auch der Zinsaufwendungen konnten die Zinsen nicht mehr durch das operative Ergebnis gedeckt werden, sodass insgesamt ein negatives Konzernergebnis von € 4,1 Mio. ausgewiesen wird. Positiv hervorzuheben sind die sehr gute Eigenkapitalbasis (1. Hj. 2011: 34,5 %) sowie die hohe Liquidität (€ 184 Mio.), die allerdings auch auf eine Kapitalerhöhung im März 2011 mit einem Mittelzufluss von € 56 Mio. sowie die Begebung einer Anleihe in Höhe von € 150 Mio. im April 2011 zurückzuführen sind. Mit der Anleihe sollen teilweise bestehende Verbindlichkeiten zurückgezahlt und unter anderem auch die Forschung und Entwicklung künftiger Anlagengenerationen finanziert werden.

**Ausblick**

- **Chancen** bieten sich durch die zukünftig weiter steigende Nachfrage im Bereich erneuerbarer Energien. Die durch die Finanzkrise bedingten Finanzierungsengpässe bei Windparkanlagen sind überwunden.
- **Risiken** bestehen im steigenden Preisdruck, der durch den verstärkten internationalen Wettbewerb infolge des Kapazitätsaufbaus bzw. von Überkapazitäten verursacht wird und daraus resultierende veränderte Zahlungsmodalitäten sowie im Amerika-Geschäft.
- Nordex plant, im Bereich Personal und bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kurzfristig € 50 Mio. einzusparen, auch um dem Preisdruck entgegenzuwirken. Wir halten dies für ambitioniert.
- Vor dem Hintergrund der Risiken, der relativ geringen Unternehmensgröße, der gestiegenen Finanzierungskosten sowie der teilweisen Abhängigkeit von noch wenig gefestigten oder volatilen Märkten gehen wir davon aus, dass die Ertragskraft trotz der derzeit positiven Auftragsentwicklung weiter unter Druck steht.

**Finanzkennzahlen**

Finanzkennzahlen	2008	2009	2010
EBITDA-Marge (%)	6,6	5,1	6,2
Gesamtkapitalrentabilität. (%)	8,9	5,6	4,7
ROCE (%)	22,7	13,9	13,1
Cashflow-ROI (%)	10,2	7,5	6,9
Eigenkapitalquote (%)	35,8	37,5	33,2
Verschuldungsgrad (%)	0,0	0,0	2,0
Gesamtverb./ EBITDA	6,3	8,3	9,6
Nettofinanzverb./ EBITDA	0,0	0,0	0,1
EBIT-Zinsdeckung	12,0	5,0	4,0
EBITDA-Zinsdeckung	15,0	7,3	6,3

## Ertragskraft und Rentabilität

- Der Konzernumsatz der Nordex SE ging im vergangenen Geschäftsjahr um 17,8 % auf € 972 Mio. zurück. Betroffen hiervon waren alle Regionen (Europa, Amerika und Asien), wobei der größte Umsatzeinbruch in Amerika mit 26,7 % (Europa -17,4%, Asien -8,8 %) zu verzeichnen war. Die gelieferte Leistung ging mit 909,2 MW ebenfalls gegenüber dem Vorjahr zurück (-14,2 %). Mit 89 % der 2010 gelieferten Windturbinen hatte der europäische Markt für Nordex erneut die mit Abstand größte Bedeutung. 5 % der Anlagen wurden nach Amerika geliefert. Etwa 6 % der ausgelieferten Windenergieanlagen wurden in China errichtet. Die Bedeutung des wichtigen deutschen Marktes ist für Nordex SE nach wie vor von untergeordneter Bedeutung. Der Marktanteil liegt hier bei gut 4 %.
- Im ersten Halbjahr 2011 konnte der Konzernumsatz gegenüber dem Vorjahreszeitraum aufgrund des stark gestiegenen Geschäftsvolumens in Amerika (+140 %) um rund 15 % gesteigert werden. Aufgrund des Wachstums im Amerika-Geschäft hat sich dessen Umsatzanteil von 12 % auf 25 % erhöht (Europa 72 %, Asien unverändert 3 %).

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung	2008		2009		2010		Veränderung zum VJ (%)		1. Hj. 2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Umsatzerlöse	1.135.689	95,4	1.182.780	103,4	972.044	96,4	4,1	-17,8	403.276	91,1
Gesamtleistung	1.189.916	100,0	1.144.156	100,0	1.007.894	100,0	-3,8	-11,9	442.672	100,0
Rohrertrag	250.768	21,1	260.411	22,8	259.716	25,8	3,8	-0,3	124.002	28,0
sonstige betriebliche Erträge	18.080	1,5	24.157	2,1	24.438	2,4	33,6	1,2	7.963	1,8
Personalaufwand	81.712	6,9	105.810	9,2	119.399	11,8	29,5	12,8	66.588	15,0
sonst. betriebliche Aufwendungen	108.256	9,1	120.818	10,6	102.138	10,1	11,6	-15,5	51.139	11,6
EBITDA	78.880	6,6	57.940	5,1	62.617	6,2	-26,5	8,1	14.238	3,2
Abschreibungen	15.923	1,3	17.986	1,6	22.530	2,2	13,0	25,3	12.679	2,9
EBIT	62.957	5,3	39.954	3,5	40.087	4,0	-36,5	0,3	1.559	0,4
Finanzergebnis	1.020	0,1	-5.165	-0,5	-7.312	-0,7	-606,4	41,6	-7.386	-1,7
(davon Zinsaufwand)	5.260	0,4	7.943	0,7	10.005	1,0	51,0	26,0	8.157	1,8
Ergebnis d. gew. Geschäftstätigkeit	63.977	5,4	34.789	3,0	32.775	3,3	4,1	-5,8	-5.827	-1,3
Ergebnis vor Steuern	63.977	5,4	34.789	3,0	32.775	3,3	-3,8	-5,8	-5.827	-1,3
Konzernergebnis	49.530	4,2	24.158	2,1	21.178	2,1	3,8	-12,3	-4.053	-0,9

- Trotz des allgemeinen Wettbewerbs- und Preisdrucks bei Windenergieanlagen hat sich die Rohertragsmarge 2010 verbessert. Hintergrund sind günstigere Beschaffungspreise im 1. Halbjahr, aber auch die Tatsache, dass im Geschäftsjahr in Vorjahren abgeschlossene Verträge mit noch guten Konditionen realisiert wurden. Die Strukturkosten sind nochmals überproportional angestiegen. In Erwartung eines stark anwachsenden Geschäftsvolumens hat Nordex im umfangreichen Ausmaß Personal aufgebaut und zur Bedienung des Amerika-Geschäfts eine Fertigungsstätte in den USA in Betrieb genommen. Vor allem aufgrund von gegenüber dem Vorjahr deutlich verringerter Währungsverluste (€ 2,2 Mio. gegenüber € 16,4 Mio.) und geringerer Ertragsausfälle (€ -8,9 Mio.) sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückgegangen.
- Die EBIT-Marge konnte 2010 somit trotz der gestiegenen Strukturkosten von 3,5 % auf 4,0 % erhöht werden. Die in den vergangenen drei Geschäftsjahren erzielten Ergebnismargen sind als verbesserungswürdig zu werten und zeigen die Notwendigkeit, durch Wachstum Skaleneffekte sowie durch stärker industrialisierte Prozesse Kostensenkungspotenziale zu realisieren.
- Durch die nochmals deutlich gestiegene Ausweitung der Finanzverschuldung schwächte sich das Finanzergebnis im vergangenen Geschäftsjahr von € -5,2 Mio. auf € -7,3 Mio. ab. Die Zinsdeckungsrelationen reduzierten sich somit auf 4,0 (EBIT) bzw. 6,3 (EBITDA), bewegten sich jedoch noch auf einem guten Niveau.
- Im ersten Halbjahr konnte der Rohertrag gegenüber dem Vorjahreszeitraum deutlich von € 107,9 Mio. auf € 124 Mio. gesteigert werden, die Rohertragsmarge bewegt sich in etwa auf Vorjahresniveau (28,0 % gegenüber 28,5 %). Aufgrund des erneuten Anstiegs der Strukturkosten hat sich das EBIT allerdings deutlich abgeschwächt. Der Anstieg des Zinsaufwands führt somit zu einem negativen Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit. Insgesamt haben sich die Ertragskraft und Rentabilität somit stark verschlechtert. Der Auftragseingang (€ 522,4 Mio.) hat sich im ersten Halbjahr hingegen deutlich um 59 % erhöht. Der Bestand fest finanziert Aufträge betrug zum 30.06.2011 € 580,6 Mio.

## Kapitalstruktur und Verschuldung

- Bei der Ermittlung der Strukturbilanz wurden aktivierte Entwicklungsaufwendungen vollständig (2008: € 22,4 Mio.; 2009: € 34,6 Mio.; 2010: € 48,6 Mio.; Q1/2011: € 56,7 Mio.) und Firmenwerte zu 20 % (2008-2010: € 2,0 Mio., Q1/2011: € 2,3 Mio.) bereinigt. Aktivishe und passivishe latente Steuern wurden saldiert. Aktivishe Restbeträge (2008: € 22,8 Mio.; 2009: € 22,9 Mio.; 2010: € 20,3 Mio., Q1/2011: € 23,7 Mio.) wurden vom Eigenkapital abgezogen.

Strukturbilanz	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2010		Veränderung zum VJ (%)		30.06.2011	
	T€	%	T€	%	T€	%	2009	2010	T€	%
Bilanzsumme	774.080	100,0	769.324	100,0	903.462	100,0	-0,6	17,4	976.952	100,0
Langfristige Vermögenswerte	104.537	13,5	117.905	15,3	159.488	17,7	12,8	35,3	161.094	16,5
<i>(davon Sachanlagevermögen)</i>	<i>78.846</i>	<i>10,2</i>	<i>97.474</i>	<i>12,7</i>	<i>132.126</i>	<i>14,6</i>	<i>23,6</i>	<i>35,5</i>	<i>132.405</i>	<i>13,6</i>
Kurzfristige Vermögenswerte	669.543	86,5	651.419	84,7	743.974	82,3	-2,7	14,2	815.858	83,5
<i>(davon liquide Mittel)</i>	<i>111.711</i>	<i>14,4</i>	<i>159.886</i>	<i>20,8</i>	<i>141.050</i>	<i>15,6</i>	<i>43,1</i>	<i>-11,8</i>	<i>184.161</i>	<i>18,9</i>
Eigenkapital	277.279	35,8	288.360	37,5	299.927	33,2	4,0	4,0	337.439	34,5
Langfristige Verbindlichkeiten	33.886	4,4	93.770	12,2	126.785	14,0	176,7	35,2	222.715	22,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	462.915	59,8	387.194	50,3	476.750	52,8	-16,4	23,1	416.798	42,7
<i>(Finanzverbindlichkeiten)</i>	<i>28.467</i>	<i>3,7</i>	<i>109.181</i>	<i>14,2</i>	<i>147.272</i>	<i>16,3</i>	<i>283,5</i>	<i>34,9</i>	<i>282.664</i>	<i>28,9</i>

- Bei einer deutlich gestiegenen analytischen Bilanzsumme hat sich die Vermögensstruktur im vergangenen Geschäftsjahr zugunsten der langfristigen Vermögensgegenstände verschoben, was durch den investitionsbedingten Anstieg der Grundstücke und Bauten sowie der technischen Anlagen und Maschinen zurückzuführen ist. Bei den kurzfristigen Vermögensgegenständen stiegen die Vorräte (€ + 31,6 Mio.) sowie insbesondere die künftigen Forderungen aus Fertigungsaufträgen (€ +115,8 Mio.) an. Dies ist auf deutlich reduzierte erhaltene Anzahlungen (€ -132,5 Mio.) zurückzuführen. Die liquiden Mittel gingen hingegen um € 18,8 Mio. zurück. Das wirtschaftliche Eigenkapital stieg im vergangenen Jahr auf € 299,9 Mio. (EK-Quote: 33,2 %) an. Die Kapitalstruktur ist im gesamten Analysezeitraum weiterhin als sehr gut zu bewerten.
- Im ersten Halbjahr 2011 wurde eine Kapitalerhöhung durchgeführt, die zu einem Anstieg des Eigenkapitals um € 56,1 Mio. geführt hat. Weitere Liquidität wurde durch die Begebung einer Anleihe in Höhe von € 150 Mio. generiert. Dies hat zu der deutlichen Erhöhung der Finanzverbindlichkeiten beigetragen und zu einer Verschlechterung der Verschuldungskennzahlen geführt.

## Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow in T€	2008	2009	2010	1. Hj. 2011
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	-59.476	9.580	20.349	-122.432
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-70.521	-46.473	-58.753	-23.763
Free Cashflow	-129.997	-36.893	-38.404	-146.195
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	14.679	84.586	16.343	192.186

- Bedingt durch die relativ geringe Veränderung der Mittelbindung im Working Capital konnte 2010 im Zusammenhang mit dem erwirtschafteten Konzernergebnis ein positiver Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit generiert werden. Durch die gestiegene Investitionstätigkeit ist der Free Cashflow weiterhin negativ. Die Ausweitung der Finanzverschuldung hat zu einem positiven Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit in Höhe von € 16,3 Mio. geführt. Im ersten Halbjahr 2011 war der operative Cashflow aufgrund der stark gestiegenen Kapitalbindung im Working Capital mit € 122,4 Mio. deutlich negativ. Die Kapitalerhöhung und die Begebung der Anleihe haben zu einer hinreichenden Mittelgenerierung zu deren Finanzierung geführt.
- Die Nordex SE verfügte per 30.06.2011 über liquide Mittel in Höhe von € 184,2 Mio. Angaben zu den aktuell in Anspruch genommenen Kreditlinien liegen uns nicht vor.

## Ratingnotationen

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

## Disclaimer

Das vorliegende Rating wurde auf Basis der EHRG-Ratingmethodik vom August 2010 erstellt, die unter [www.eulerhermes-rating.com](http://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.