



# Volkswind GmbH

Zusammenfassung  
des Ratingberichtes

30. Dezember 2011

# Unternehmen

Die Volkswind GmbH (Volkswind) wurde 1993 von Martin Daubner und Matthias Stommel gegründet, die seither das Unternehmen als geschäftsführende Gesellschafter leiten. Weiterer Geschäftsführer ist seit 2007 Herr Dr. Malte Huchzermeier. Im Jahr 2008 hat Volkswind einen Beirat gegründet, der aus Prof. Dr. Klaus Töpfer, Prof. Dr. Norbert Walter und Hermann Graf Hatzfeldt besteht.

Von Beginn an hat sich Volkswind als versorgerunabhängiger Erzeuger („Independent Renewable Power Producer“, IPP) von erneuerbaren Energien positioniert. Das Kerngeschäft erstreckt sich auf die Planung, Finanzierung, Projektierung und den Betrieb der errichteten Windenergieanlagen, wobei Volkswind ausschließlich im Onshore-Bereich tätig ist. Während des Betriebs, zum Teil bereits während der Projektierungsphase, wird situationsabhängig entschieden, Windenergieanlagen (WEA) gegebenenfalls zu verkaufen.

Insbesondere in den letzten Jahren ist der Projektierungsumfang bei tendenziell steigenden Projektgrößen erheblich ausgeweitet worden. Im Rahmen der Expansion wurden Tochtergesellschaften gegründet, an denen zum Teil externe Dritte beteiligt sind, die Grundstücke, Pachtverträge, Baugenehmigungen o. ä. in die Projekte eingebracht haben.

In den vergangenen Jahren haben insbesondere die Aktivitäten im Ausland weiter zugenommen, während Projekte in Deutschland in deutlich geringerem Umfang realisiert werden. So wurde im Jahr 2002 die erste Auslandsgesellschaft in Frankreich gegründet, die im Jahr 2005 den bis dahin größten Windpark in Frankreich mit 60 MW realisierte. Erste ausländische Windparks wurden 2006 und 2007 verkauft. 2012 werden voraussichtlich erste Windprojekte in Polen, Großbritannien und den USA fertig gestellt bzw. verkauft.

Mit einer installierten Leistung von derzeit etwa 600 MW und einem Eigenbetrieb von etwa 230 MW gehört Volkswind zu den größeren Entwicklern und führenden IPPs im Bereich Windenergie in Deutschland.

Begründet durch die Unternehmensgeschichte hat das Unternehmen im Inland zurzeit Standorte in Ganderkesee, Vienenburg (Niedersachsen) und Egeln (Sachsen-Anhalt). Ausländische Standorte befinden sich in Paris sowie in Tours, Limoges und Montpellier (Frankreich), Manchester (Großbritannien), Goleniow (Polen) und Portland (USA). Mit Ausnahme von Frankreich hält Volkswind an allen Gesellschaften 100 % der Anteile. Mit aktuell etwa 80 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern hat das Unternehmen seinen Personalbestand in den letzten Jahren deutlich ausgebaut.

Ratingobjekt ist der Volkswind-Konzern mit der Obergesellschaft Volkswind GmbH.

# Ratingergebnis

Rating vom 30. Dezember 2011	
<b>Unternehmensrating*</b>	<b>Zwölfmonatsprognose</b>
<b>A</b>	<b>stabil</b>
<i>* siehe Anlage 1: Ratingnotationen</i>	

Rating-Historie	12/2002	12/2003	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007	9/2009	01/2011
Notation/Outlook	A-/positiv	A-/stabil	A/stabil	A/stabil	A/stabil	A/stabil	A/stabil	A/stabil

**Wir bewerten Bonität und Zukunftsfähigkeit der Volkswind GmbH zum gegenwärtigen Zeitpunkt mit A. Das Unternehmen wird damit im Vergleich zur Gesamtwirtschaft als stark überdurchschnittlich beurteilt. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung der Ratingnotation.**

Die Umsatzerlöse aus der Stromeinspeisung sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen. Diese Erlöse weisen eine vergleichsweise hohe Stabilität auf. Die Erlöse aus dem Verkauf von Windkraftanlagen fallen unregelmäßig sowie in stark schwankenden Höhen an. Die Anlagenverkäufe werden in Abhängigkeit von der Nachfragesituation, des Liquiditätsbedarfs für Projektierungsvorleistungen neuer Windparks und unter dem Aspekt der Rentabilität gesteuert. Aus den Verkäufen werden hohe Erträge realisiert, sodass die Kostenstrukturen und die Ergebnismargen insgesamt starken Schwankungen unterliegen. Nachdem im Jahr 2008 aufgrund stark gesunkener Preise infolge der Finanzkrise auf Anlagenverkäufe verzichtet wurde, wurden 2009 hohe Erlöse generiert. Im Jahr 2010 konnten zwar gesunkene, aber weiterhin hohe Verkaufserlöse erzielt werden. Der in der Segmentbetrachtung noch defizitäre Eigenbetrieb der Windkraftanlagen ist durch Anlaufkosten bedingt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Finanzierung der Anlagen in der Regel auf zwölf Jahre ausgelegt ist, während die geplanten Nutzungsdauern sowie die garantierte Einspeisevergütung 20 Jahre betragen. Trotz der Tatsache, dass die Margen und Renditen zurzeit noch stark durch die Ausweitung des Eigenbestandes verwässert werden, zeigt sich insbesondere periodenübergreifend die sehr gute Ertragskraft der Gruppe.

Insbesondere der Ausbau des Eigenbestandes hat in den vergangenen Geschäftsjahren zu einem deutlichen Anstieg der (Finanz)Verschuldung geführt. Dieser Verschuldung stehen jedoch zum einen gestiegene stille Reserven gegenüber, die bei Bedarf über den Verkauf von Windparks kurzfristig realisiert werden können, zum anderen handelt es sich hier fast ausschließlich um Projektfinanzierungen, die in der Regel ohne Rückgriff auf die Volkswind GmbH abgeschlossen werden und zudem durch die relativ stabilen Cashflows des Betreibergeschäftes abgesichert sind. Die Projektentwicklung wird ausschließlich über den eigenen Cashflow finanziert. Vor dem Hintergrund dieser branchenbezogenen Charakteristika beurteilen wir die Kapitalstruktur der Volkswind Gruppe als sehr gut.

Volkswind verfügt über ein hohes Innenfinanzierungspotenzial, dessen Realisierung infolge des Projektgeschäfts und den in unterschiedlichem Ausmaß getätigten Anlagenverkäufen stark schwankt. In Verbindung mit dem hohen Bestand an liquiden Mitteln sowie langfristig garantierten Stromeinspeisevergütungen sehen wir die finanzielle Flexibilität als gut an.

Die Windenergie-Branche profitiert von den weltweiten Bestrebungen, den Anteil der erneuerbaren Energien an der Stromerzeugung zu erhöhen. Mit den Beschlüssen des Europäischen Rats vom Frühjahr 2007 und der Verabschiedung der Ende Juni 2009 in Kraft getretenen neuen EU-Richtlinie für erneuerbare Energien wurden festgelegt, dass der Anteil der erneuerbaren Energien am gesamten Energieverbrauch der Europäischen Union bis zum Jahr 2020 auf durchschnittlich 20 % mit unterschiedlichen nationalen Zielvorgaben ansteigen soll. Somit sind alle EU-Mitgliedsstaaten verpflichtet, den Anteil erneuerbarer Energien zu steigern, wobei Windenergie ein wesentlicher Bestandteil ist. Nach der Katastrophe in Fukushima hat sich die ener-

giepolitische Haltung der Bundesregierung mit dem beschlossenen Atomausstieg, aber auch in anderen Ländern zugunsten erneuerbarer Energien verschoben, sodass zukünftig mit verbesserten Bedingungen gerade auch für Windenergie zu rechnen ist.

Insgesamt gehen wir von einem langfristigen positiven Trend zur Steigerung des Anteils erneuerbarer Energien und besonders der Windenergie als einer wesentlichen Säule der weltweiten Stromerzeugung aus. Die Entwicklung in den einzelnen Ländern ist dabei neben Vergütungsregelungen insbesondere von den rechtlichen Regelungen sowie der Netzinfrastruktur abhängig, die die Umsetzungsmöglichkeiten wesentlich beeinflussen. In Deutschland ist aufgrund einer verbesserten Förderung von Offshore-Anlagen, aber zukünftig auch verbesserten Bedingungen hinsichtlich Flächenausschreibungen und Genehmigungen weiterhin mit einem kontinuierlichen Ausbau zu rechnen. Die konkrete Umsetzung wird auch davon abhängig sein, inwieweit die Finanzierung von Projekten im erforderlichen Maße sichergestellt werden kann.

Volkswind positioniert sich als Projektentwickler mit Fokus auf den Eigenbetrieb der projektierten Onshore-Windparks. Allerdings sollen weiterhin auch nennenswerte Erträge aus dem Verkauf von Windparks, aber auch aus Projektrechten, generiert werden. Offshore-Aktivitäten werden nach wie vor nicht angestrebt. Die weiterhin angestrebten hohen Fertigstellungszahlen sollen insbesondere durch den Ausbau des Geschäfts in ausgewählten Auslandsmärkten erfolgen. Langfristige Zielsetzung bleibt es, ein möglichst breit diversifiziertes Windparkportfolio aufzubauen. Bezogen auf den deutschen Markt will Volkswind aufgrund der zunehmenden Verknappung attraktiver Standorte vermehrt Waldstandorte entwickeln und erhöht hier gezielt die Ansprache von Waldbesitzern. Die Gewinnung weiterer Industriekunden für partnerschaftliche Windparkentwicklungen kann zudem weiteres Geschäftspotenzial erschließen. Zusammenfassend verfolgt die Volkswind Gruppe auf einer stabilen Ausgangsbasis eine angesichts der erreichten Marktposition sowie des Marktpotenzials schlüssige Strategie.

Volkswind verfügt über eine effiziente Organisation, die in den vergangenen Jahren an die durch das Wachstum bedingten Herausforderungen angepasst wurde. Die vorhandenen Instrumente zur Planung und Steuerung der einzelnen Projekte halten wir für angemessen und wirkungsvoll. Im Planungsverhalten zeigt sich eine im Vergleich zur Branche deutlich konservative Einschätzung von Chancen und Risiken, die das Unternehmen auch insgesamt prägt. Eine unterjährige Berichterstattung besteht auf Konzernebene derzeit nicht. Eine Konzernplanung existiert für interne Zwecke. Die weitere Verbesserung der Planungs- und Steuerungsinstrumente wird von Volkswind aktiv vorangetrieben. Ein für die Unternehmensgröße angemessenes Risikomanagementsystem besteht und wird fortlaufend optimiert.

Nach unserer Einschätzung bestehen folgende Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ hohes Ertrags- und Innenfinanzierungspotenzial</li> <li>■ stabile Cashflows aus Betreibergeschäft</li> <li>■ Effizienz, Effektivität und Flexibilität der Organisation</li> <li>■ erfahrenes Management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ verbleibende mittelstandstypische Personenabhängigkeiten</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Realisierung weiterer Projekte in Frankreich</li> <li>■ Wachstumspotenzial in weiteren Auslandsmärkten</li> <li>■ Erschließung neuer Kundengruppen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Änderung rechtlicher Rahmenbedingungen</li> <li>■ geschäftstypische Betreiberrisiken, insbesondere in den Auslandsmärkten</li> </ul>

# Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 21. November 2011 durch die Volkswind GmbH (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 7. Dezember 2011 statt. Am 23. Januar 2012 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. Dezember 2011 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](http://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.

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 Ratingberichts 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 Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Auftraggeberin hat der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH  
Gasstraße 18 Haus 2, 22761 Hamburg

Hamburg, 30. Dezember 2011

### **Analysten**

Silke Naused, Senior Analystin und Projektleiterin  
Gundel Bergknecht, Senior Analystin  
Matthias Peetz, Analyst

### **Ratingkomitee**

Karl Holger Möller, Senior Analyst  
Dörte Mählmann, Direktor

### **Wesentliche Informationsquellen**

- Konzernabschlüsse und Einzelabschlüsse 2008, 2009 und 2010
- Informationen aus der internen Berichterstattung
- Marktanalysen
- Unternehmenspräsentation
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management

### **Ratingmethode**

Emittentenrating, Ratinghandbuch Unternehmensrating der Euler Hermes Rating GmbH Version August 2010

## Anlage 1: Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
<b>AA</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.