



EULER HERMES  
Rating



wpd AG

Externer Kommentar zum Rating

21. Dezember 2009

# Das Unternehmen

wpd wurde 1997 durch die Herren Dr. Gernot Blanke (Jg. 1962) und Dr. Klaus Meier (Jg. 1964) gegründet und 2000 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Die Gründungsgesellschafter halten jeweils 50 % der Anteile an der wpd AG. Vorstände sind Herr Dr. Gernot Blanke und Herr Dr. Hartmut Brösamle (Jg. 1965), der frühere Geschäftsführer der 2006 übernommenen EnerSys GmbH. Dr. Klaus Meier ist im Dezember 2009 aus dem Vorstand in den Aufsichtsrat gewechselt.

Seit dem Start der Aktivitäten 1997 hat die Unternehmensgruppe ihr Leistungsspektrum ständig weiterentwickelt. Neben der Gestaltung von Konzepten für Vorhaben im Bereich der regenerativen Energien kamen zunächst die Initiierung und Vermarktung dieser Konzepte sowie die Rolle als Zwischenfinanzierer und Garantiegeber hinzu. Durch den Kauf des deutschen Projektentwicklers EnerSys im Jahr 2006 hat sich die wpd-Gruppe im Bereich der Eigenentwicklung von Projekten weiter verstärkt. Ausgehend von den Inlandsaktivitäten hat die Gruppe in den vergangenen Jahren auch die Aktivitäten im Ausland stark ausgeweitet.

Die Kundenbasis hat sich vor dem Hintergrund der veränderten Marktbedingungen sukzessive von Privatpersonen hin zu institutionellen Investoren verschoben. Zur Erweiterung der Wertschöpfung gehört auch der Aufbau eines eigenen Betreibergeschäfts, das Ende 2008 einen Umfang von insgesamt 358 MW (inklusive der ungewichteten at-equity Beteiligungen) installierter Leistung aufweist.

Insgesamt hat sich wpd nunmehr als Windenergieunternehmen mit dem Schwerpunkt Projektentwicklung sowie Stromerzeugung positioniert. Mit dem Ausbau des Eigenbestands wird wpd seine Stellung als unabhängiger Stromerzeuger (Independent Power Producer, IPP) von Windstrom weiter ausbauen.

Neben den Onshore-Projekten verfolgt wpd auch mehrere Offshore-Aktivitäten, insbesondere in Deutschland und Skandinavien, die 2008 zu ersten Verkäufen geführt haben.

Andere erneuerbare Energien wie Photovoltaik und Biogas sollen auch zukünftig nur von untergeordneter Bedeutung sein.

Der wpd-Konzern hat seinen Hauptsitz in Bremen und beschäftigte zum 30. September 2009 inklusive Beteiligungen 256 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Im Geschäftsjahr 2008 wurden Umsatzerlöse in Höhe von € 64,4 Mio. erwirtschaftet. Insgesamt konnten seit der Gründung Windenergieprojekte mit einer Gesamtnennleistung von etwa 1.400 Megawatt realisiert werden.

Die wpd AG fungiert seit ihrer Gründung als Holding und hält jeweils 100 % der Anteile an den wesentlichen operativen Gesellschaften. Der Konzern wird dabei in die Bereiche Asset und Development aufgeteilt. Im Bereich Asset sind die betriebenen und in der Regel im Bestand verbleibenden Windparkgesellschaften gebündelt, wohingegen der Bereich Development die Projektentwicklungsaktivitäten umfasst.

Die operativen Auslandsaktivitäten werden durch Untergesellschaften der wpd development GmbH, die sie in verschiedenen – hauptsächlich europäischen – Ländern hält, wahrgenommen. Die inländische Projektentwicklung wird von der wpd think energy GmbH & Co. KG und deren Tochtergesellschaften ausgeübt. Die Aktivitäten im Bereich Offshore sind unter der wpd Offshore GmbH angesiedelt.

Die Mitglieder des Aufsichtsrats der wpd AG sind neben Dr. Klaus Meier Rainer Büssenschütt (Leiter Corporate Finance; Sparkasse Bremen) sowie Bernd Karstedt (Geschäftsführer-Gesellschafter; DS Diersch & Schröder GmbH & Co. KG). Dr. Klaus Meier ist Vorsitzender des Aufsichtsrats seit dem 14. Dezember 2009.

# Das Ergebnis

| Rating vom 21. Dezember 2009       |                     |
|------------------------------------|---------------------|
| Unternehmensrating *               | Zwölfmonatsprognose |
| A                                  | stabil              |
| * siehe Anlage 1: Ratingnotationen |                     |

Wir bewerten Bonität und Zukunftsfähigkeit der wpd AG zum gegenwärtigen Zeitpunkt mit A. Das Unternehmen wird damit im Vergleich zur Gesamtwirtschaft als stark überdurchschnittlich beurteilt.

der Verbesserung der Rahmenbedingungen sowie den Umsetzungen im Auslands- und Offshore-Bereich prognostizieren wir eine stabile Entwicklung des Ratingurteils in den nächsten zwölf Monaten.

Aufgrund der guten Marktposition, der in der Gruppe vorhandenen Erfahrung und Kompetenz sowohl auf Management- als auch auf operativer Ebene,

## Ausschlaggebende Faktoren

| Stärken  | Schwächen  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ hohe Cashflows aus dem Projektierungsgeschäft</li> <li>■ hohes Maß an Erfahrung und Kompetenz von Management und Mitarbeitern</li> <li>■ gute Marktstellung vor allem in Deutschland (On- und Offshore)</li> <li>■ guter Zugang zu Investoren</li> <li>■ Ertrags- und Liquiditätsreserven durch Eigenbestand</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ noch geringe Anzahl an realisierten ausländischen Projekten</li> <li>■ isoliert betrachtet hoher Verschuldungsgrad und geringe Zinsdeckungen</li> </ul>   |
| Chancen  | Risiken  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ zunehmende Erträge in Auslandsmärkten</li> <li>■ weitere Entwicklungschancen im Bereich Offshore</li> <li>■ Erschließung weiteren Ertragspotenzials durch Repowering</li> <li>■ mittelfristig Erträge aus der Direktstromvermarktung</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ begrenztes Standortpotenzial im Inland</li> <li>■ frühestens mittelfristig Verschlechterung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Onshore-Windkraft in Deutschland</li> <li>■ Sinken der Nachfrage sowie des Preisniveaus von Windenergieprojekten</li> </ul> |

# Urteilsbegründung

Die wpd-Gruppe konnte die positive Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre auch 2008 fortsetzen, was in erster Linie aus den nahezu verdoppelten Einspeiseerlösen von Windenergieanlagen, die im Segment „Asset“ anfallen, resultiert. Darüber hinaus konnten durch die Veräußerung von Windenergieprojekten hohe Erträge generiert werden. Trotz der Tatsache, dass die Margen und Renditen zurzeit noch stark durch die erhebliche Ausweitung des Eigenbestands verwässert werden, zeigt sich insbesondere periodenübergreifend die sehr gute Ertragskraft der Gruppe.

Das Eigenkapital erhöhte sich vor allem durch das gestiegene positive Jahresergebnis deutlich, wobei die Eigenkapitalquote aufgrund der Ausweitung des Eigenbestands nur geringfügig angestiegen ist. Unter Einbeziehung der nach unserer Einschätzung plausibel ermittelten stillen Reserven erhöht sich die Eigenkapitalquote deutlich. Bei einer zusätzlichen analytischen Saldierung der liquiden Mittel ergäbe sich für die wpd-Gruppe eine weitere Steigerung der Eigenkapitalquote. Vor dem Hintergrund der branchenbezogenen Charakteristika bzw. der Stabilität der Erträge und Cashflows im Geschäftsbereich „Asset“ beurteilen wir die Kapitalstruktur der wpd-Gruppe insgesamt als gut bis sehr gut.

Im vergangenen Geschäftsjahr konnten sämtliche Finanzkennzahlen zur Kapitalstruktur und Entschuldungsfähigkeit sowie die Zinsdeckungsrelationen teilweise sehr deutlich verbessert werden. Isoliert betrachtet sind die Kennzahlen teilweise zwar weiterhin verbesserungswürdig. Grundsätzlich sind die Kennzahlen aber periodenübergreifend zu interpretieren. Darüber hinaus ist zu würdigen, dass die umfangreich vorhandenen liquiden Mittel und die nach unserer Einschätzung plausibel ermittelten stillen Reserven im Eigenbestand in diesen Kennzahlen unberücksichtigt bleiben, und dass Rentabilität und Cashflow-Generierung steuerbar ist. Vor dem Hintergrund der branchenbezogenen Charakteristika bzw. der Stabilität der Erträge und Cashflows im Geschäftsbereich „Asset“ beurteilen wir die Kapitalstruktur der wpd-Gruppe insgesamt als gut bis sehr gut.

Das Innenfinanzierungspotenzial ist unter Berücksichtigung der langfristig festen Einspeisevergütungen und des Mittelzuflusses aus dem Verkauf von Windparkgesellschaften sehr gut. Die generierten Cashflows bilden die Grundlage für das erhebliche Wachstum, das jedoch durch die umfangreichen Investitionen zu einer fortgesetzten Zunahme der Finanzverschuldung führt.

Die zur Verfügung stehenden Kreditlinien bieten der Gruppe zurzeit eine gute finanzielle Flexibilität. Darüber hinaus könnte die finanzielle Flexibilität durch die Veräußerung von Beständen oder Projekten jederzeit erhöht werden.

Insgesamt verfolgt wpd eine stark auf Wachstum und den Ausbau des Eigenbestands ausgerichtete Strategie mit klarem Fokus auf dem Bereich Windenergie. Insofern hat sich die bereits in den vergangenen drei Jahren verfolgte Strategie weiter verfestigt. Wir halten die Strategie insgesamt für schlüssig und Erfolg versprechend. Die Offshore- und Auslandsprojekte reduzieren zudem die Abhängigkeit vom deutschen Onshore-Markt, auch wenn dieser derzeit weiterhin eine dominierende Stellung einnimmt. Der Ausbau des Eigenbestands reduziert die Abhängigkeit vom Projektgeschäft und bietet zukünftig weiteres projektierungsunabhängiges Ertrags- und Liquiditätspotenzial.

Die Windenergie profitiert von den weltweiten Bestrebungen, den Anteil der erneuerbaren Energien zu erhöhen. Im Dezember 2008 wurde eine neue EU-Richtlinie über erneuerbare Energien verabschiedet, die eine Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energien am EU-Energieverbrauch auf 20 % mit unterschiedlichen nationalen Vorgaben vorsieht und somit alle Mitgliedsländer verpflichtet, den Anteil erneuerbarer Energien zu steigern, wobei Windenergie in der Regel ein wesentlicher Bestandteil ist. Die Änderungen des deutschen EEG, die zum 01.01.2009 in Kraft getreten sind, sehen eine deutlich höhere Förderung von Strom aus Windenergie vor. Insofern haben sich die Rahmenbedingungen deutlich verbessert. Aufgrund des Regierungswechsels ist zunächst nicht mit einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen zu rechnen. Offshore und Repowering stehen gemäß Koalitionsvertrag im Fokus.

Die wpd AG verfügt über ein sehr erfahrenes und gut qualifiziertes Management und über geeignete Organisationsstrukturen, um die strategischen Zielsetzungen in den kommenden Jahren erfolgreich umzusetzen. Die Organisationsstruktur zeichnet sich durch eine flache Hierarchie aus und ermöglicht eine hohe Flexibilität. Durch den Ausbau der zweiten Führungsebene und der gezielten Weiterentwicklung der Organisation kann der Wechsel von Herrn Dr. Meier in den Aufsichtsrat nach unserer Einschätzung weitgehend kompensiert werden, führt jedoch zu einer deutlichen Mehrbelastung der beiden Vorstandsmitglieder.

# Durchführung

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 25. August 2009 durch die wpa AG erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 12. November 2009 statt. Am 08. Januar 2010 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen.

Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht, der sämtliche Informationen bis zu diesem Tag berücksichtigt, wurden durch das Ratingkomitee am 21. Dezember 2009 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 der Unternehmensgruppe und ihres Umfelds weiter überwacht. Seitens des gerateten Unternehmens 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

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 Haftung und Verpflichtung zur Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dem entsprechend 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 niemanden 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

Hamburg, 21. Dezember 2009

# Ratingnotationen

## AAA

AAA klassifizierten Unternehmen 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 solcher Unternehmen nicht beeinträchtigen.

## AA

AA klassifizierten Unternehmen wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Unternehmen 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 Unternehmen der Fall ist.

## A

A klassifizierten Unternehmen 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 klassifizierten Unternehmen wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zins- und Kapitalrückzahlungen erscheinen mittelfristig gesichert. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Unternehmen eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.

## BB

BB geratete Unternehmen besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass die finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise erfüllt werden.

## B

B klassifizierten Unternehmen fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen

Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass die finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise erfüllt werden.

## CCC

CCC geratete Unternehmen haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Diese Unternehmen können sich bereits in Zahlungsverzug befinden, oder aber der Kapitaldienst ist akut gefährdet. Um seinen finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist das Unternehmen auf die günstige Entwicklung der Rahmenbedingungen angewiesen.

## CC

CC geratete Unternehmen sind akut gefährdet und die Zukunftssicherheit des Unternehmens ist sehr gering. Entsprechende Unternehmen befinden sich oftmals schon in Zahlungsverzug oder werden durch andere Vertragsverletzungen schwer belastet.

## C

C geratete Unternehmen haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Unternehmen haben extrem schlechte Voraussetzungen, um sich am Markt behaupten zu können. Möglicherweise wurde ein Vergleich bereits beantragt, Zins- und Tilgungszahlungen können gegenwärtig jedoch noch erfolgen.

## D

D geratete Unternehmen sind insolvent. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert nur die Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens.

## 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.