

Zertifikat

AAA

AA+

AA

AA-

A+

A

A-

BBB+

BBB

BBB-

BB+

BB

BB-

B+

B

B-

CCC

CC

C

D



Windreich AG
(Konzern)

Ratingergebnis

BBB+

Windreich AG
Esslinger Str. 11-15, 72649 Wolfschlugen
HRB 732585, Amtsgericht Stuttgart

Das Rating von BBB+ repräsentiert eine stark befriedigende Bonität.

Das Rating bildet im Ergebnis die Analysen der Konzernjahresabschlüsse, der Geschäftsplanung, der aktuellen betriebs- und finanzwirtschaftlichen Unterlagen sowie weiterer relevanter Informationen, der Wirtschaftsdatenbank von Creditreform sowie die Ergebnisse der Analystengespräche mit dem Management ab.

Das Rating unterliegt bis zum 1. Mai 2013 unserer Beobachtung und wird ggf. angepasst.

Neuss, 10. Mai 2012


Dr. Michael Munsch
Vorstand

Creditreform Rating AG

Creditreform Unternehmensrating

Ratingbericht 2012

**Windreich AG
(Konzern)**

AAA
AA+
AA
AA-
A+
A
A-
BBB+
BBB
BBB-
BB+
BB
BB-
B+
B
B-
CCC
CCCD



Neuss, den 2.5.2012

Inhaltsverzeichnis

<u>INHALTSVERZEICHNIS</u>	<u>2</u>
<u>RATINGAUFTRAG, RATINGPROZESS UND RATINGMETHODE</u>	<u>3</u>
<u>ZUSAMMENFASSUNG</u>	<u>6</u>
<u>AKTUELLE GESCHÄFTSENTWICKLUNG</u>	<u>10</u>
<u>QUALITATIVE UNTERNEHMENSANALYSE</u>	<u>12</u>
Unternehmensstruktur und Organisation	12
Management und Mitarbeiter	14
Strategiekonzepte.....	15
Produkte und Markt	16
Rechnungswesen und Controlling.....	24
Finanzmanagement.....	25
Risikomanagement.....	28
<u>UNTERNEHMENSANALYSE AUF BASIS DER JAHRESABSCHLÜSSE.....</u>	<u>31</u>
Methodik der Jahresabschlussanalyse	31
Analysebereich: Vermögen	32
Analysebereich: Kapital	34
Analysebereich: Finanzkraft	34
Analysebereich: Rentabilität	36
<u>ANLAGE A: STRUKTURIERTE BILANZ / GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG.....</u>	<u>38</u>
<u>ANLAGE B: KAPITALFLUSSRECHNUNG</u>	<u>42</u>
<u>ANLAGE C: KENNZAHLENÜBERSICHT</u>	<u>43</u>
<u>ANLAGE D: DEFINITION DER KENNZAHLEN</u>	<u>44</u>
<u>ANLAGE E: DISCLAIMER</u>	<u>46</u>
<u>ANLAGE F: KONTAKTDATEN</u>	<u>46</u>

Ratingauftrag, Ratingprozess und Ratingmethode

Ratingauftrag

Der Vorstand der Windreich AG (im Folgenden auch Windreich oder Berichtsgesellschaft genannt) hat uns mit der Erstellung dieses Unternehmensratings am 2.9.2010 beauftragt.

Ratingprozess

Das vorliegende Creditreform Rating über die Windreich AG (Konzern) basiert auf der Analyse quantitativer und qualitativer Beurteilungsfaktoren sowie auf der Einschätzung branchenrelevanter Einflussgrößen.

Gegenstand des Ratings 2011 war die Windreich AG (Konzern). Grundlage der quantitativen Analyse waren die Berichte über die Prüfung des Konzernjahresabschlusses der Windreich AG (Konzern) zum 31.12.2010 und 31.12.2009 (erstmalig) sowie die Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses der Windreich AG.

Wichtige Informationsquelle im Rahmen des Ratingprozesses waren die Managementgespräche, welche am 29. Februar und 15. März 2012 in der Verwaltung der Windreich AG in Wolfschlugen unter maßgeblicher Teilnahme folgender Personen stattfand:

- Willi Balz, Dipl.-Wirt.-Ing. (FH), Vorsitzender des Vorstands der Windreich AG, Gesellschafter
- Dr. Walter Döring (stellvertretender Vorstandsvorsitzender der Windreich AG)
- Matthias Hassels (ehemaliges Mitglied des Vorstands der Windreich AG)
- Heiko Roß (Mitglied des Vorstands der Windreich AG)
- Ralph Jacoby (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender)
- Kuno Bahnmaier (Controlling)
- Thomas Zenk (Leiter Projekt- und Unternehmensfinanzierung)
- Bernd Raue (Steuerberater)

Das vorliegende Rating wurde im Auftrag der Creditreform Rating Agentur durch Sascha Pomorin (Senior-Analyst, Neuss) und Simon Vohwinkel (Analyst, Neuss) durchgeführt.

Im Rahmen der Gespräche wurde ein Teil der betrieblichen Einrichtungen in Wolfschlugen besichtigt. Im Verlauf des Ratings wurden für Analysezwecke folgende Unterlagen zur Verfügung gestellt:

Eingereichte Unterlagen

Rechnungswesen und Controlling

- Unterlagen zum vorläufigen Konzernjahresabschluss (HGB) 2011 für die Windreich AG
- Verkürzter Konzernzwischenabschluss (HGB) zum 30.6.2011 der Windreich AG
- Prüfungsbericht über den Jahresabschluss (HGB) zum 31.12.2010 für die Windreich AG (Konzern)
- Prüfungsbericht über den Jahresabschluss (HGB) zum 31.12.2010 für die Windreich AG
- Vorläufiger Lagebericht 2011
- Betriebswirtschaftliche Auswertungen für das 1. Quartal 2012
- Mittelfristplanung
- Offene-Posten Listen

Finanzen

- Bankenspiegel
- Verbindlichkeitenübersichten
- Darlehensübersichten
- Kreditverträge
- Darlehens- und Forfaitierungsvereinbarung im Entwurf
- Emissionsprospekte
- Informationen zu beabsichtigten Finanzierungen und Dokumentation der Finanzierungsprozesse der Windreich AG
- Liquiditätsplanungen
- Finanzmodelle für Offshore-Projektgesellschaften
- Credit Research
- Vorläufige Ergebnisse subjektive und indikative Bewertung der Windreich Gruppe
- Stellungnahme zum Unternehmenswert der Windreich Gruppe zum Bewertungsstichtag 1.4.2012
- Sicherheitenübersicht Willi Balz

Weitere Unterlagen

- Konzernorganigramm nebst Gesellschaftsliste
- Mitarbeiterorganigramm
- Gesellschaftsvertrag
- Handelsregisterauszüge
- Niederschriften der Hauptversammlungen und Aufsichtsratssitzungen
- Unternehmenspräsentation
- Dokumentationen über strategische Partnerschaften
- Offshore-Ranking
- Potenzielle Projektliste Onshore
- Ausführliche Projektorder (MEG I und Global Tech I)
- Dokumentationen zu Rechtsstreitigkeiten nebst anwaltlicher Stellungnahme
- Versicherungsübersicht
- Kaufverträge, Kaufvertragsentwürfe und Kaufangebote
- Aufträge zur Betriebsführung Onshore
- Auszug aus dem Gutachten der windresearch "Marktanteile und -strukturen in der deutschen Offshore-Windenergie, Version 08.04.2011
- Pressemitteilungen
- Korrespondenzen

Es wurde ein umfangreicher Datenraum für unsere Analysezwecke zur Verfügung gestellt. Auszugsweise werden hier nur die wesentlich relevanten Unterlagen dargestellt, auf eine vollständige Auflistung wird auf Grund des Umfangs verzichtet.

Neben den aufgeführten Unterlagen wurden im Laufe der vorangegangenen Ratings Unterlagen bereitgestellt, die nach Managementauskünften unverändert Gültigkeit haben und in unserer Analyse berücksichtigt wurden.

Die vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen genügen den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlichten Ratingsystematik der Creditreform Rating AG.

Sämtliche aufgeführten Unterlagen wurden uns in Kopie zur Verfügung gestellt, Abweichungen hierzu sind explizit erwähnt. Wir weisen darauf hin, dass aufgrund des Umfangs

der zur Verfügung gestellten Unterlagen zum Teil nur stichprobenartige Plausibilitätsprüfungen durchgeführt wurden.

Am 2. Mai 2012 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem abschließenden Beschluss festgesetzt. Einschränkungen oder besondere Hinweise in Bezug auf die Ratingnote ergaben sich nicht.

Das Ratingergebnis wurde dem Ratingadvisor am 2. Mai 2012 kommuniziert. Es ergab sich eine Änderung der festgelegten Ratingnote am 10. Mai 2012. Der vorläufige Ratingbericht wurde dem Ratingadvisor am 24. und 29. Mai 2012 sowie am 4. Juni 2012 vorgelegt. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen in seiner finalen Fassung am 5. Juni 2012 übersandt.

Das Rating unterliegt ab dem Erstellungsdatum (siehe Deckblatt) einem einjährigen Monitoring. Innerhalb dieses Zeitraumes kann eine Aktualisierung des Ratings erfolgen. Nach Ablauf eines Jahres ist ein Folgerating erforderlich, um die Gültigkeit des Ratings aufrecht zu erhalten.

Ratingmethode

Die umfassende Beschreibung der Ratingmethodik der Creditreform Rating AG ist auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlicht.

Zusammenfassung

Unternehmen

Die Windreich AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit besonderem Fokus auf Windkraft und Entwickler von Windkraftprojekten. Die Windreich AG erzielte im Geschäftsjahr 2010 mit ca. 50 Mitarbeitern eine Konzern-Gesamtleistung i.H.v. rd. 120,9 Mio. EUR (Vj. rd. 91,9 Mio. EUR) und einen Konzernjahresüberschuss i.H.v. rd. 2,3 Mio. EUR (Vj. rd. 14,4 Mio. EUR).

Ratingergebnis

Auf Grundlage der Auswertung der zur Verfügung gestellten Unterlagen und der im Verlauf der Managementgespräche gewonnenen Erkenntnisse wird die Windreich AG (Konzern), für die Dauer eines Jahres mit folgendem Rating beurteilt:

BBB+

gesamtwirtschaftliche Einordnung des Rating	branchenbezogene Einordnung des Rating	wirtschaftlicher Ausblick 12 Monate
überdurchschnittlich	überdurchschnittlich	stabil bis positiv

Wir gehen davon aus, dass das Rating in den nächsten zwölf Monaten stabil bleiben wird. Bei nachhaltiger Veränderung wichtiger Beurteilungsparameter innerhalb des Gültigkeitszeitraums von einem Jahr kann das Rating angepasst werden. Auf der Ratingskala der Creditreform Rating AG stellt sich das Ergebnis wie folgt dar:

Ratingklasse	Rating	Beurteilung
AAA	AAA	Beste Bonität, geringstes Insolvenzrisiko
AA	AA+	Sehr gute Bonität, sehr geringes Insolvenzrisiko
	AA	
	AA-	
A	A+	Gute Bonität, geringes Insolvenzrisiko
	A	
	A-	
BBB	BBB+	Stark befriedigende Bonität, geringes bis mittleres Insolvenzrisiko
	BBB	
	BBB-	
BB	BB+	Befriedigende Bonität, mittleres Insolvenzrisiko
	BB	
	BB-	
B	B+	Ausreichende Bonität, höheres Insolvenzrisiko
	B	
	B-	
C	CCC	Kaum ausreichende Bonität, hohes bis sehr hohes Insolvenzrisiko
	CC	
	C	
D	D	Ungenügende Bonität, Insolvenz, Negativmerkmale

Definition und Bedeutung der Ratingklassen

Ausfallquoten

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C
1 Jahr	0,00%	0,01%	0,05%	0,35%	1,25%	5,00%	20,00%
3 Jahre	0,05%	0,12%	0,25%	1,00%	6,00%	15,00%	32,50%
5 Jahre	0,10%	0,30%	0,50%	2,00%	9,00%	20,00%	40,00%

Die Ausfallquoten geben die Ausfallwahrscheinlichkeit an, mit welcher eine Ratingklasse in einem definierten Zeitraum verbunden ist. Hiernach liegt die Ausfallwahrscheinlichkeit der zugeordneten Ratingklasse (BBB-, BBB, BBB+) bei durchschnittlich 0,35% innerhalb eines Jahres. Bei einer stufengenauen Spezifizierung der Ausfallwahrscheinlichkeit ergibt sich für die Windreich AG (Konzern) hinsichtlich des Ratings von **BBB+** eine Ausfallwahrscheinlichkeit innerhalb eines Jahres von **0,20%**.

Ratinghistorie

Die Ratinghistorie der Windreich AG (Konzern) stellt sich folgendermaßen dar:

Datum	10/2009	02/2010	5/2011	5/2012	5/2012
Ergebnis	BBB-	BBB	BBB+	BBB	BBB+

Jahresabschlussanalyse

Beurteilung der Bilanzbonität 2010 Windreich AG (Konzern)	
Gute Bilanzbonität	
Bei der Beurteilung der Bilanzbonität werden die Faktoren Vermögensstruktur, Innenfinanzierung, Außenfinanzierung und Ertragslage beurteilt. Auf der Basis des Konzernjahresabschlusses 2010 wird die insgesamt gute Bilanzbonität der Windreich AG (Konzern) bestätigt.	

Windreich AG Konzernjahresabschluss per 31.12. (HGB)	Strukturbilanz (Konzern) ¹	
	2010 IST	2009 IST
Bilanzsumme	361,0 Mio. EUR	336,2 Mio. EUR
Eigenkapitalquote	25,5%	24,8%
Gesamtleistung	120,9 Mio. EUR	91,9 Mio. EUR
Jahresüberschuss	3,4 Mio. EUR	14,4 Mio. EUR
Gesamtkapitalrentabilität	3,7%	6,3%
Umsatzrentabilität	9,4%	12,3%

Positive Aspekte	Negative Aspekte
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adäquate Eigenkapitalquote ▪ Umsatzrentabilität ▪ Deckungsgrad des Anlagevermögens ▪ Langfristige Fremdkapitalquote ▪ Personalaufwandsquote ▪ Cost Income Ratio ▪ Net Working Capital ▪ Quote flüssiger Mittel 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kundenziel ▪ Kurzfristige Kapitalbindung ▪ Interest Coverage ▪ Kapitalumschlag

¹ Vgl. Anlage A, B und C.

Qualitative Analyse (SWOT)

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Branchenerfahrenes Management ▪ Große Offshore-Projektpipeline ▪ Fähigkeit zur Abwicklung schwieriger und komplexer Projekte ▪ Zugriff auf Offshore-Technologie mit starken Vorteilen ▪ Erstes Offshore-Referenzprojekt (Global Tech I) in technischer und ökonomischer Hinsicht erfolgreich veräußert ▪ Zwei BSH-genehmigte OWPs mit unbedingter Netzanbindungszusage in der Entwicklung ▪ Gesetzlich geregelte hohe Einspeisevergütung bedingt gute Kalkulierbarkeit der Projekte in der Anfangsphase ▪ Große Erfahrung im Aufbau von Onshore-Windparks (Track Record) ▪ Bürgschaften des Gesellschafters 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geringe Kapitalbasis für die geplante Realisierung der Offshore-Projekte / Finanzierung von kapitalintensiven Offshore-Projekten nicht gesichert / Abhängigkeit von Finanzierungspartnern ▪ Kein Offshore-Windpark unter Mithilfe der Windreich-Gruppe erfolgreich in der deutschen Nordsee errichtet (Track-Record) ▪ Abhängigkeit von Schlüsselperson ▪ Subventionsbedürftige Branche; Abhängigkeit von politischen Entscheidungen (insbesondere EEG)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Politisches Bekenntnis zur Windenergie; die Offshore-Windenergie ist dabei wesentlicher Bestandteil / Wachstumspotenzial durch Projektpipeline im Offshore-Bereich vorhanden / Nutzung von Erfahrungswerten aus dem Referenzprojekt Global Tech I ▪ Etablierung der Offshore-Windindustrie kann insbesondere investorenseitiges Vertrauen stärken ▪ „Windkraft-Union“ bietet Potenzial für eine marktbeherrschende Stellung im EPC-Management von Offshore-Windparks ▪ Generierung attraktiver Onshore-Standorte im Wettbewerbsumfeld ▪ Selbst entwickeltes Helikopternavigationssystem mit Alleinstellungsmerkmal bei Nacht- und Schlechtwetterflügen bietet Vorteile bei Wartungs- und Rettungsflügen auf hoher See ▪ Schlüsselfertige Errichtung von Offshore-Windparks ein potenzielles Geschäftsfeld ▪ Erhalt staatlicher Bürgschaften in der Entwicklungsphase kann Finanzierungsrisiken senken 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sicherung der Projektfinanzierungen für sehr kapitalintensive Offshore-Windparks / steigender Kapitalbedarf ▪ Offshore-Windenergieindustrie befindet sich im Aufbau / unvorhersehbare Risiken ▪ Steigende Rohstoffpreise ▪ Sicherstellung von auch längerfristigen Brücken-/Zwischenfinanzierungen bzw. der Liquidität ▪ Veräußerungsverzögerungen / Verzögerungen bei der Kapitalakquise ▪ Sonstige finanzielle Verpflichtungen aus Projektverträgen (Eventualrisiko) ▪ Darlehensausreichungen ▪ Risiken des Projektgeschäftes (Verzögerungen / Budgeteinhaltung / Projektabbruch) ▪ Etablierung des EPC-Management-Konzepts ▪ Personenbezogene Risiken ▪ Erlöschen von Baugenehmigungen / Einhaltung von Auflagen (Eventualrisiko) ▪ Organisatorische Anpassungen im Zuge des geplanten, starken Wachstums ▪ Gesetzliche Änderungen (u.a. EEG)

Unternehmensprofil

Windreich AG (Konzern)	
Creditreform ID (Konzern-Holding)	7330620677
Handelsregister (Konzern-Holding)	HRB 225154, AG Stuttgart
Gründung	2000
Gesellschafter	Willi Balz, Dipl.-Wirt.-Ing. (FH), 100%
Unternehmensgegenstand (Konzern-Holding)	Beteiligungsgesellschaft
Vorstand	Willi Balz, Dipl.-Wirt.-Ing. (FH), (Vorsitzender) Dr. Walter Döring (stv. Vorsitzender) Heiko Roß
Aufsichtsrat	Dr. Axel Müller (Vorsitzender) Ralph Jacoby (stv. Vorsitzender) August von Joest
Qualifikationen der Geschäftsführung	Umfangreiches Fachwissen und Branchenerfahrung vorhanden
Nachfolge	In operativer Hinsicht geregelt
Anzahl der Mitarbeiter	Aktuell ca. 100 in der Gruppe
Organisation	Schlanke, zweckentsprechende Organisationsstruktur; wachstumsbedingt existieren hohe strukturelle und organisatorische Anforderungen
Unternehmensentwicklung	Profitable Entwicklung der Geschäftstätigkeit; expansive Unternehmensentwicklung; sehr starkes Umsatz- und Ergebniswachstum -insbesondere im Segment Offshore-Windenergie- geplant
Branchenrisiken	Verringert im Vergleich zur Gesamtwirtschaft
Strategie	Ausgerichtet auf die Onshore- und Offshore-Windenergie; sehr starkes Wachstum im Segment Offshore-Windenergie geplant; nachvollziehbar und plausibel, sehr ambitioniert
Rechnungswesen	Tägliche Verfügbarkeit wesentlicher Finanzdaten im Unternehmen; relativ zeitnahe Bereitstellung von Daten
Controlling	Auf Gruppenebene ausbaufähig
Finanzmanagement	hoher externer Finanzbedarf zur Realisierung der Wachstumsstrategie; auf Projekte ausgerichtet
Risikomanagement	Ausrichtung des standardisierten Risikomanagements auf Konzernebene beabsichtigt; Einzelrisiken werden systematisch identifiziert und gesteuert.

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Basierend auf der vorläufigen Gewinn- und Verlustrechnung erzielte der Windreich-Konzern im Geschäftsjahr 2011 bei strukturierter Betrachtung eine Gesamtleistung von rd. 121,2 Mio. EUR (Vj. rd. 120,9 Mio. EUR, vgl. Anlage A) nach HGB. Unter Berücksichtigung der sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von rd. 40,1 Mio. EUR (Vj. rd. 29,3 Mio. EUR) verbesserte sich die Betriebsleistung auf rd. 161,3 Mio. EUR (Vj. rd. 105,2 Mio. EUR). Nach unseren Berechnungen beträgt das vorläufige EBITDA rd. 24,7 Mio. EUR (Vj. 24,4 Mio. EUR) und das vorläufige EBIT rd. 21,5 Mio. EUR (Vj. rd. 21,2 Mio. EUR). Der vorläufige Konzernjahresüberschuss wird mit rd. 11,0 Mio. EUR (Vj. rd. 2,25 Mio. EUR, vgl. Anlage A) nach HGB beziffert. Nach IRFS soll dieser rd. 65 Mio. EUR betragen. Die für das Jahr 2011 ursprünglich geplanten Umsatzerlöse in Höhe von rd. 750 Mio. EUR und der geplante Konzernjahresüberschuss in Höhe von rd. 152 Mio. EUR wurden sehr deutlich verfehlt. Gleichzeitig wurde die geplante Nettoverschuldung zum Bilanzstichtag 31.12.2011 deutlich verfehlt. Insgesamt ist bei dieser Betrachtung die sehr starke Verfehlung von geplanten Zinsdeckungs- und Entschuldungskennzahlen im Geschäftsjahr 2011 zu konstatieren.

Im Abgleich mit den ursprünglichen Planungen liegt die Ursache faktisch in den ausgebliebenen Umsatzerlösen aus dem Offshore-Bereich. Hier wurde die geplante Veräußerung von Anteilen an Offshore-Windparks in der deutschen Nordsee nicht realisiert. Auch konnten geplante Umsatzerlöse aus der schlüsselfertigen Errichtung von Offshore-Windparks nicht realisiert werden. Die Anteile an sehr aussichtsreichen Offshore-Windparks befinden sich nach wie vor im vollständigen Besitz des Windreich-Konzerns und werden fortlaufend weiterentwickelt. Das Potenzial hieraus ist -gemessen an den zuletzt realisierten Veräußerungserlösen für restliche Anteile am Offshore-Windpark Global Tech I- sehr groß. Die Voraussetzungen zur Erzielung deutlich positiver Ergebnisbeiträge aus der Veräußerung von Anteilen an Offshore-Windparks sind beim Windreich-Konzern nach unserer Meinung unverändert positiv. Mit fortschreitender Projektentwicklung nimmt der Projekterfolg bei isolierter Betrachtung zu. Strategisch wird daher die möglichst längste Haltedauer von größtmöglichen Anteilen an jedem in der konkreten Entwicklung befindlichem Offshore-Windpark angestrebt. Dies ist plausibel. Differierende Kaufpreisvorstellungen können jedoch Projekterfolge und somit die gute Wettbewerbsstellung des Windreich-Konzerns in diesem jungen Marktsegment und somit Folgeprojekte gefährden. In Kombination mit starkem Finanzierungs-/Vorfinanzierungsbedarf von bis zu 1,8 Mrd. EUR für ein einzelnes Offshore-Projekt mit einer Durchlaufzeit von bis zu 12 Jahren kann dies nach unserer Meinung durchaus eine gefährliche Mischung für ein mittelständisches Unternehmen darstellen. Dies insbesondere wenn es nicht gelingt, die notwendigen Eigenkapital-Sponsoren für ein Projekt zeitnah zu gewinnen und hierdurch weitere Zwischenfinanzierungen erforderlich sind. Hilfreich für den Windreich-Konzern ist dabei der bereits im Jahr 2009 zum Großteil realisierte Erfolg im Offshore-Segment durch die Veräußerung von Anteilen am Offshore-Windpark Global Tech I. Aktuell finden auskunftsgemäß sehr konkrete Verhandlungen mit Investoren statt und es wurde demnach eine für Käufer und Verkäufer geeignete Kalkulationsbasis eruiert.

Grundsätzlich sind die projektspezifischen Planungen des Windreich-Konzerns im Onshore- und insbesondere im Offshore-Bereich auf Grund der Positionierung der Bundesregierung zur Windenergie bzw. insbesondere der Offshore-Windenergie und der Projekt-Pipeline in diesem Segment nach unserer Meinung plausibel. Die auf Konzernebene geplanten Ergebnisbeiträge können im Zuge von Verhandlungen mit Investoren nach unserer Meinung geringer ausfallen. Auch die längere Halteperiode von Anteilen wirkt zunächst negativ auf das Konzernergebnis sowie auf die Bilanzstrukturen. Die Konzentration auf das reine EPC-Management (anstatt schlüsselfertige Errichtung) von Offshore-

Windparks resultiert planerisch in deutlich geringeren Umsatzerlösen aus diesem Geschäftsbereich. Verschiebungen in der Abwicklung könnten die Ergebnisse deutlich niedriger ausfallen lassen und den entsprechenden Einfluss auf die geplante Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Windreich-Konzerns haben. Auf der anderen Seite steigt mit zunehmender Projektentwicklung der Wert eines Offshore-Projekts und wirkt somit positiv auf die Kaufpreisverhandlungen.

Auf Grund der sehr langen Durchlaufzeiten bei Offshore-Windkraftprojekten, die über mehrere Jahre dauern können, belasten Entwicklungskosten überproportional lange die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage. Dem stehen in der Regel erst im sehr fortgeschrittenen Stadium der Projektentwicklung entsprechende Veräußerungserlöse gegenüber. Wir gehen von der Realisierung bzw. Veräußerung der Mehrheitsanteile an mindestens einem Offshore-Windpark (MEG I) in 2012 aus. Insofern dies nicht realisiert werden kann, sind bei rein periodenorientierter Betrachtung positive Ergebnisbeiträge in 2012 nach unserer Meinung nicht realistisch. Dies hätte erneut negative Auswirkungen auf Zinsdeckungs- und Entschuldungskennzahlen des Windreich-Konzerns. Die Fähigkeit zur Bedienung von Zins- und Tilgungsleistungen würde sich bei rein periodenorientierter Betrachtungsweise nach unserer Meinung weiter verschlechtern. Das Management geht jedoch nicht von weiteren Veräußerungsverzögerungen über das Jahr 2012 hinaus aus und bekräftigt die geplanten Offshore-Veräußerungen wie geplant zu realisieren.

Nach Managementangaben war bislang davon auszugehen, dass ein strategischer Investor (zugleich Key Sponsor) zwingend Voraussetzung für die Partizipation am KfW-Offshore-Programm und somit zur Sicherstellung des financial close insgesamt ist. Die oben beschriebenen Planungen bauen insbesondere hierauf auf. Basierend auf den aktuellsten uns vorliegenden Informationen könnte insbesondere dieses Erfordernis künftig nicht mehr bestehen. Somit könnte die eigenkapitalseitige Finanzierung auch ausschließlich mit Finanzinvestoren und auf Basis des guten Vertragswerks mit namhaften Industriekonzernen realisiert werden. Die Windreich AG verfügt auskunftsgemäß über sehr gute Verbindungen zu Finanzinvestoren im In- und Ausland. Die Wahrscheinlichkeit zur zügigen Realisierung des financial close für einen Offshore-Windpark ohne strategischen Investor ist nach Managementangaben ungleich höher. In Anbetracht der Entwicklungen beim Projekt MEG I ist dies plausibel. Sofern sich ein derartiger Standard in der Finanzierung von Offshore-Windparks etabliert, hat dies nach Managementangaben stark positiven Einfluss auf sämtliche Offshore-Projekte der Windreich AG. Da sich hierdurch die Finanzierungsfähigkeit eines jeden Offshore-Projekts für die Windreich AG deutlich vereinfachen würde, könnte die Projektpipeline schneller als zuletzt angenommen realisiert werden. Zudem könnte die Windreich AG Key-Sponsor der einzelnen Projekte bleiben und die Projektrechte bis zur Veräußerung noch vollständig vereinnahmen. In Kombination mit der längeren Haltedauer, die dann bis zu einem Jahr des vollständigen Betriebs reichen könnten, ergeben sich auskunftsgemäß deutlich bessere Verwertungsmöglichkeiten bzw. Kaufpreispotenziale für die Projekte. Diese stellen sich deutlich besser dar als bisher in den Planungen angenommen (s.o.). Dies ist nach unserer Meinung plausibel. Die Etablierung eines möglichen Finanzierungsstandards bleibt nach unserer Meinung noch abzuwarten. Bereits kurzfristig kann dies mit dem Projekt MEG I bestätigt werden und entsprechend positive Effekte für Folgeprojekte auslösen.

Qualitative Unternehmensanalyse

4

Insbesondere die qualitativen Unternehmensfaktoren bestimmen wesentlich den Zukunftserfolg und somit die Bestandssicherheit eines Unternehmens. Um die prospektive Entwicklung der Windreich AG (Konzern) zu beurteilen, wurden die wesentlichen Faktoren in Form von checklistengestützten Interviews geprüft. Unternehmensführung und leitende Mitarbeiter wurden mit Hilfe von standardisierten und auf das Unternehmen zugeschnittenen Leitfäden befragt. Anschließend wurden die Ergebnisse vom Analystenteam in eine ratingrelevante Einschätzung transformiert. Über ausgewählte Erkenntnisse und Ergebnisse der qualitativen Unternehmensanalyse wird im Folgenden berichtet.

Unternehmensstruktur und Organisation

4.1

Unternehmensstruktur

Die Windreich AG ist eine inhabergeführte, mittelständische Unternehmensgruppe mit besonderem Fokus auf Windkraft sowie Entwicklung und Veräußerung von Windkraftprojekten. Alleiniger Gesellschafter der Windreich AG ist Dipl.-Wirt.-Ing. (FH) Willi Balz.

Wichtige Beteiligungen bestehen an Projekt- und Betriebsgesellschaften für Offshore- und Onshore-Windparks. Im Folgenden werden auszugsweise tabellarisch wichtige Beteiligungen in den Segmenten Offshore- und Onshore-Windenergie wiedergegeben.

Unternehmen Segment Windkraft Onshore	Beteiligungshöhe % (Stand 31.12.2011)
FC Windenergy GmbH	100%
NATENCO Windkraftanlagen GmbH	100%
SüdwestWind – Neue Energien GmbH	45%
Fuhrländer AG	ca. 10%
Weitere Beteiligungen	

Unternehmen Segment Windkraft Offshore	Beteiligungshöhe % (Stand 31.12.2011)
Nordsee Offshore MEG I GmbH	66,6% ²
British Wind Energy GmbH	100%
Austerngrund GmbH	100%
Global Tech I Offshore Wind GmbH	ca. 0,5%
WKU-Windkraft Union AG	100%
WKU Service GmbH	100%
weitere ca. 22 Offshore-Projektgesellschaften (noch ohne Genehmigungen, Anteile teils mittelbar von Tochtergesellschaften gehalten; wirtschaftliches Eigentum teils nicht vollständig übergegangen)	jeweils 100%

² Die restlichen Anteile (rd. 33,3%) hält die Tochtergesellschaft FC Windenergy GmbH.

In den Gesellschaften FC Windenergy GmbH und NATENCO Windkraftanlagen GmbH werden die Projektierung, die Vermarktung und der Betrieb von Onshore-Windenergieanlagen bzw. Onshore-Windparks gebündelt. Die SüdwestWind – Neue Energien GmbH führt u.a. Due Diligence Prozesse durch. Die Windreich AG ist mit ca. 10% an der Fuhrländer AG (Hersteller von Windkraftanlagen) beteiligt. Im verschärften internationalen Herstellerwettbewerb sieht das Management nach einer zuletzt schwierigen Phase wieder gute Chancen durch den Einstieg des größten Kunden bei der Fuhrländer AG. Die bilanziellen Wertansätze werden in unveränderter Höhe für werthaltig erachtet.

In den Gesellschaften WKU-Windkraft Union AG und WKU-Service GmbH werden die Projektierung bzw. das EPC-Management und der Betrieb von Offshore-Windenergieanlagen bzw. Offshore-Windparks gebündelt. In den Gesellschaften Nordsee Offshore MEG I GmbH (MEG Offshore I), British Wind Energy GmbH (Deutsche Bucht) und Austerngrund GmbH (Austerngrund) werden konkrete Offshore-Windparks vor der deutschen Nordseeküste abgebildet. Hierzu zählt auch die Global Tech I Offshore Wind GmbH (Global Tech I), deren Anteile bei konsolidierter Betrachtung nahezu vollständig veräußert wurden. Für diese Gesellschaften liegen Baugenehmigungen sowie zum Großteil unbedingte Netzanbindungszusagen vor. An derart ca. 22 weiteren Offshore-Projektgesellschaften hält der Windreich-Konzern die Gesellschaftsanteile.

Organisation

Die Aufbauorganisation des Windreich-Konzerns ist durch die standortübergreifende Projektierung sowie den Betrieb von Windkraftanlagen geprägt. Die „Produktionsstandorte“ verteilen sich bei überschlüssiger Betrachtung maßgeblich auf Deutschland sowie teils auf ausländische Märkte. Übergreifend werden wichtige Bereiche wie Finanzen & Controlling, Einkauf, Personal, IT, PR & IR sowie Recht zentral von der Muttergesellschaft Windreich AG in Wolfschlugen für die gesamte Unternehmensgruppe erbracht. Die Zentralisierung wesentlicher Bereiche am Standort Wolfschlugen erlaubt die zeitnahe Abstimmung von Entscheidungen. Begünstigt wird dies durch flache Hierarchien und insgesamt eine schlanke Organisation. Insgesamt ist die Aufbauorganisation als zweckentsprechend einzuordnen.

Im Zuge des weiterhin sehr stark geplanten Wachstums -insbesondere im Segment Offshore-Windenergie- sind permanent organisatorische Anpassungen erforderlich, um über diese (Weiter-) Entwicklung auch künftig die Wirksamkeit der Risikoüberwachungs-, Rechnungslegungs-, Controlling- und Managementstrukturen zu gewährleisten. Auch die personellen und finanziellen Strukturen bedürfen wachstumsbedingt der stetigen Anpassung. Insgesamt bestehen durch die geplante sehr starke Geschäftsausweitung permanent hohe Anforderungen an die zentralen Unternehmenseinheiten sowie an das Prozessmanagement.

Management und Mitarbeiter

Management

Der Vorstand der Berichtsgesellschaft setzt sich zusammen aus den Vorstandsmitgliedern Willi Balz, Dipl.-Wirt.-Ing. (FH) (CEO), Dr. Walter Döring (stv. Vorsitzender) und Heiko Roß (Vorstand Technik). Herr Matthias Hassels ist aus dem Unternehmen ausgeschieden (ehemals Vorstand Finanzen). Für eine gewisse Übergangszeit übernimmt Herr Balz die Verantwortung für diesen Bereich. Herr Balz ist Gründer und Alleinaktionär der Windreich AG. Herr Balz gilt als exzellenter Kenner der Windkraftbranche und hat diese von den Anfängen an begleitet. Neben der langjährigen praktischen Erfahrung, die Herr Balz aus dem Aufbau, dem Betrieb und der Vermarktung von Onshore-Windparks erworben hat, ist er Aufsichtsratsmitglied der Fuhrländer AG (Windkraftanlagenhersteller).

Das Führungsteam der Windreich AG wurde im 2012 mit Anil Srivastava verstärkt (bisher CEO, Areva Erneuerbare Energien). Er verantwortet seit Anfang April den Ausbau der internationalen Vertriebsaktivitäten. Bei der Nordsee Offshore MEG I GmbH sind Herr Tim Kittelhake und Herr Anil Srivastava in die Geschäftsführung eingetreten. Herr Kittelhake war zuvor Geschäftsführer bei der Global Tech I Offshore Wind GmbH.

Das Führungsteam verfügt insgesamt über umfangreiches Fach- und Branchenwissen sowie betriebswirtschaftliche Kompetenz. Im Segment Onshore-Windenergie ist ein langjähriger Track-Record vorhanden. Die Windreich Gruppe bindet in umfassender Form renommierte externe Berater ein.

Der Aufsichtsrat der Windreich AG setzt sich aus folgenden Personen zusammen:

- Dr. Axel Müller (Aufsichtsratsvorsitzender, Geschäftsführer der Transporter Industry International GmbH)
- Ralph Jacoby (Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender)
- August von Joest

Sinnvolle Vertretungsregelungen für die Führungsebenen sind in operativer Hinsicht installiert. Dennoch identifizieren wir sowohl gesellschafterseitig als auch operativ eine gewisse Abhängigkeit von Herrn Balz. Auch wenn die Windreich AG in den vergangenen Jahren mit Fachleuten für den kaufmännischen, technischen und rechtlichen Bereich kompetent ausgebaut wurde, sehen wir weiterhin starke personenbezogene Risiken, die jedoch kaum zu vermeiden sind. Insbesondere das unternehmerische Handeln und das Kontaktnetzwerk sowie die Finanzierungsfunktion von Herrn Balz wären unseres Erachtens im Falle eines längerfristigen Ausfalls nur schwer ersetzbar.

Nachfolgeregelungen sind erst im Aufbau begriffen. Wir halten auf Grund dessen eine sinnvolle Regelung der Nachfolge oder einen Mechanismus, der im Bedarfsfall für eine Nachfolge sorgen würde, für angeraten. Wir halten das Management für geeignet, die positiv geplante Entwicklung der Berichtsgesellschaft zu bewirken.

Mitarbeiter

Im Windreich-Konzern werden ca. 100 Mitarbeiter beschäftigt. Im Zuge des geplanten starken Wachstums im Segment Offshore-Windenergie besteht künftig Personalbedarf. Personelle Engpässe und Integrationsschwierigkeiten können zu Verzögerungen bei den Wachstumsplänen führen. Bei Bedarf werden externe Kapazitäten hinzugezogen.

Strategiekonzepte

Die Strategie des Windreich-Konzerns ist auf die Windkraftbranche ausgerichtet. Diese umfasst Onshore- und Offshore-Aktivitäten. Onshore-Aktivitäten zielen auf das In- und Ausland ab, im noch jungen Segment Offshore-Windenergie liegt der strategische Fokus auf dem Inland, und hier insbesondere auf die ausgewiesenen Windvorranggebiete in der deutschen Nordsee sowie in der deutschen Ostsee. Die Unternehmensgruppe ist nach eigenen Angaben bereits der wichtigste Entwickler von Offshore-Windparks in der deutschen Nordsee. Die Strategie des Unternehmens ist im Wesentlichen darauf ausgerichtet, diese Position auszubauen und weitere Dienstleistungen in diesem Segment zu etablieren. Basis hierfür ist die gesicherte, starke Projektpipeline im Segment Offshore. Hierdurch ist Planungssicherheit gegeben.

Bei der Errichtung von Offshore-Windparks ist die Etablierung einer strategischen Allianz mit „Premium“-Projektpartnern (z.B. Hochtief, Areva, Alstom, Siemens, etc.) geplant, um mit der Tochtergesellschaft WKU-Windkraft Union AG als EPC-Manager gemeinsam die schlüsselfertige (und künftig standardisierte) Errichtung von Offshore-Windparks anzubieten. Die Generalunternehmertätigkeit wird dabei für die aktuellen Projekte parallel verfolgt. Die Umsetzung hängt insbesondere von der Risikopräferenz des Investors ab. Für die Offshore-Windparks MEG I, Deutsche Bucht und Austerngrund soll die WKU-Windkraft Union AG mindestens als EPC-Manager fungieren. In der angestrebten Konstellation soll die Marktführerschaft in der deutschen Nordsee erreicht werden. Das Leistungsangebot soll auch gegenüber Dritten am Markt platziert werden. In Bezug auf die gesamte Projektpipeline im Offshore-Segment ist die Etablierung des Geschäftsbereichs „schlüsselfertige Errichtung“ längerfristig geplant.

Strategisch ist auch die Platzierung einer eigenen Strommarke zur Vermarktung von 100% grünem Strom angedacht. Basis hierfür ist die stark wachsende Stromproduktion aus den Offshore-Windparks. Da die ersten Offshore-Windparks erst ab 2013 in der deutschen Bucht errichtet sind, stellt dieser strategische Ansatz auf den mittelfristigen Bereich ab. Langfristiges Ziel ist die Erzielung überdurchschnittlicher Absatzpreise für diesen „Öko-Strom“.

Vor dem Hintergrund der klaren Positionierung der Bundesregierung zur Windkraft im Allgemeinen und insbesondere Offshore-Windkraft im Speziellen (vgl. Markt), halten wir die Strategie des Windreich-Konzerns für sehr aussichtsreich. Die gesicherte Offshore-Projektpipeline untermauert dabei das künftige Potenzial des Windreich-Konzerns. Im Wettbewerbsumfeld hat der Windreich-Konzern mit der Platzierung des Referenzprojekts Global Tech I bereits bestätigt, dass ein solches Projekt im Wettbewerb in technischer und ökonomischer Sicht platziert werden kann. Vor diesem Hintergrund halten wir die strategische Ausrichtung des Windreich-Konzerns für plausibel und folgerichtig. Die Umsetzung der Strategie erfordert im Bereich von Offshore-Windparks starke Kapitalpartner. Mit fortschreitender Projektentwicklung wird der Wert der Projekte bzw. eines Offshore-Windparks gesteigert. Strategisch versucht der Windreich-Konzern daher Anteile an einem Windpark möglichst lange zu halten. Mit Sicht auf den Projekterfolg ist dies plausibel, jedoch bestehen mit fortschreitendem Realisierungsgrad hohe Anforderungen an die Finanzabteilung (vgl. Finanzmanagement) und das Finanztiming. Die strategische Ausrichtung stellt daher die gesamte mittelständisch geprägte Gesamtorganisation des Windreich-Konzerns nach unserer Meinung vor hohe Herausforderungen.

Produkte und Markt

Produkte

Kernkompetenz der Windreich Gruppe ist die Entwicklung und Vermarktung von Windkraftprojekten an Land und auf See sowie die Betriebsführung von (Onshore-)Windparks. Insbesondere im Segment „Onshore“ weist die Windreich Gruppe einen entsprechenden Track Record auf. Dies schließt die Errichtung von Onshore-Windparks mit ein. Erfahrungswerte im Segment „Offshore“ werden sukzessiv gesammelt. Dies ist maßgeblich auf die noch junge Branche Offshore-Windkraft zurückzuführen. Der erste von Windreich initiierte Offshore-Windpark Global Tech I geht aktuell in diesem Jahr in die Errichtungsphase und soll in 2013 vollständig fertig gestellt werden.

Markt

Die Europäische Kommission hat verbindliche Klimaziele für alle Mitgliedsländer der Europäischen Union festgelegt. Bis zum Jahr 2020 soll der Ausstoß klimaschädlicher Treibhause (CO₂-Emission) ebenso wie der Energieverbrauch um 20% reduziert werden. Dies soll insbesondere über die deutliche Steigerung des Anteils der erneuerbaren Energien am Energieverbrauch auf 20% realisiert werden (gemessen am Zeitraum von 1990 bis 2020). In Abhängigkeit von der Umsetzung auf nationaler Ebene sind dadurch erhebliche Potenziale für das Wachstum von erneuerbaren Energien gegeben. Basierend auf dem Energiekonzept der Bundesregierung sollen die Treibhausgasemissionen bis 2020 um 40% und bis 2050 um mindestens 80% reduziert werden (jeweils gegenüber 1990).³ Bis 2020 soll der Anteil der erneuerbaren Energien am Bruttoendenergieverbrauch 18% betragen, der Anteil der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch soll 35% betragen.⁴ In Deutschland hat sich der Anteil der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch von 6,4% im Jahr 2000 auf rd. 16,8% in 2010 erhöht.⁵

Die Europäische Kommission erwartet bis 2020 ein Anteil der Erneuerbaren Energien an der Stromproduktion von ca. 34%, auf den gesamten Strom in der EU entfallen demnach bis 2020 schätzungsweise rd. 12% auf die Windkraft.⁶ Hierauf basierend leitet die European Wind Energy Association (EWEA) bis Ende 2020 einen Ausbau der installierten Offshore-Windenergie von rd. 40.000 MW ab (Ende 2010 waren weniger als 3.000 MW installiert).⁷ Das enorme Marktpotenzial für die Offshore-Windenergie in Europa wird hieraus deutlich.

Auf nationaler Ebene hat sich die deutsche Bundesregierung vor allem unter Klimagesichtspunkten nachhaltig zum Ausbau der Offshore-Windenergie bekannt und als langfristige Zielsetzung 25.000 MW im Jahr 2030 ausgegeben.⁸ Hierdurch könnte ca. 15%

³ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) und Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Energiekonzept für eine umweltschonende, zuverlässige und bezahlbare Energieversorgung, 28. September 2010, S. 5.

⁴ Ebenda.

⁵ Vgl. Bundesregierung, Erfahrungsbericht 2011 zum Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG-Erfahrungsbericht) gemäß § 65 EEG, vorzulegen dem deutschen Bundestag durch die Bundesregierung, 28.3.2012, S. 3.

⁶ Vgl. Europäische Kommission, Fahrplan für Erneuerbare Energien, KOM(2006) 848 endgültig, S. 12.

⁷ Vgl. The European Wind Energy Association (EWEA), Wind in our Sails, The coming of Europe's offshore wind energy industry, November 2011, p. 17.

⁸ Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Strategie der Bundesregierung zur Windenergienutzung auf See im Rahmen der Nachhaltigkeitsstrategie der Bundesregierung, Januar 2002, S. 2 und S. 7.

des nationalen Strombedarfs gedeckt werden.⁹ Dies erfordert Investitionen in Höhe von ca. 75 Mrd. EUR.¹⁰ Auch darüber hinaus soll die Windenergie (On- und Offshore) mit einem Anteil von 50% eine entscheidende Rolle an der Stromerzeugung bis 2050 einnehmen. Basierend auf den Szenarien bis 2050 ist ein Ausbau der gesamten Windkapazitäten (On- und Offshore) auf 85.000 MW (Stand Oktober 2010: 25.000 MW) erforderlich.¹¹ Bis 2050 soll die Offshore-Windenergie ca. 35-40% der inländischen Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien ausmachen und stellt somit die wichtige Säule der Stromversorgung dar.¹² Für die Offshore-Windenergie leiten wir hieraus langfristig ein erhebliches Marktpotenzial ab.

Die weltweite Windindustrie verzeichnet eine sehr starke Wachstumsdynamik. Die langfristigen Szenarien des Global Wind Energy Council (GWEC) für die gesamte weltweit installierte Windenergiekapazität stellen sich in den kommenden Jahrzehnten positiv dar.¹³ Der Markt Offshore-Windenergie befindet sich im Aufbau. In Deutschland (EU) beträgt die in 2011 installierte Offshore-Windenergieleistung gerade einmal 195 MW (3.294 MW), jedoch sind starke Zuwachsraten zu erkennen.¹⁴ Insgesamt deckt die Windenergie Ende 2011, die wiederum fast ausschließlich auf Onshore-Windenergieanlagen zurückzuführen, 7,6% des gesamten deutschen Stromverbrauchs im Jahr 2011.¹⁵ Um den notwendigen Ausbau der Offshore-Windenergie zu beschleunigen und Sicherheit für Investoren auf Grund der sehr hohen Investitionssummen herbeizufügen, wurden entsprechende gesetzliche Anreize zur Förderung der Offshore-Stromerzeugung kodifiziert. Maßgeblich hierfür ist das Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien (Erneuerbare-Energien-Gesetz, EEG). Im Kern werden hier staatlich garantierte Einspeisevergütungen für den produzierten Strom aus Offshore-Windenergieanlagen festgelegt. Basierend auf der aktuellsten Fassung (EEG Novelle 2012) gelten somit in Abhängigkeit von der Küstenentfernung (mindestens 12 Seemeilen) und der Wassertiefe (mindestens 20 Meter) für den aktuellsten in der Entwicklung befindlichen OWP „MEG I Offshore“ faktisch folgende Vergütungssätze:

- **Grundmodell** (wenn erst nach dem 31.12.2017 die jeweilige Windenergieanlage, WEA, in Betrieb genommen werden): 15 ct / kWh für 12 Jahre, danach 3,5 ct / kWh.
- **Stauchungsmodell** (wenn bis 31.12.2017 die jeweilige Windenergieanlage, WEA, in Betrieb genommen werden): 19 ct / kWh für 8 Jahre, danach 15 ct / kWh für weitere rd. 3 Jahre, anschließend 3,5 ct / kWh (die Option muss gegenüber dem Netzbetreiber vor Inbetriebnahme der WEA geltend gemacht werden, sonst gilt das Grundmodell).

⁹ Ebenda.

¹⁰ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) und Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Energiekonzept für eine umweltschonende, zuverlässige und bezahlbare Energieversorgung, 28. September 2010, S. 8.

¹¹ Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Energiekonzept 2050 - Meilensteine und Bewertungen, Oktober 2010.

¹² Vgl. Bundesregierung, Erfahrungsbericht 2011 zum Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG-Erfahrungsbericht) gemäß § 65 EEG, vorzulegen dem deutschen Bundestag durch die Bundesregierung, Stand Juni 2011, S. 6.

¹³ Vgl. Global Wind Energy Council (GWEC), Global Wind Energy Outlook 2010, Oktober 2010.

¹⁴ Vgl. The European Wind Energy Association (EWEA), Wind in our Sails, The coming of Europe's offshore wind energy industry, November 2011, p. 16.

¹⁵ Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Erneuerbare Energien 2011, vorläufige Angaben, Stand 08. März 2012, S. 7.

Basierend auf dem EEG müssen Netzbetreiber den Anlagebetreibern nur den tatsächlich abgenommenen Strom vergüten. Im Zuge der Technologieetablierung ist langfristig nach unserer Meinung nicht mehr von staatlichen Anreizen in Form des EEG bzw. entsprechenden derzeit geltenden Vergütungsstrukturen für Offshore-Windparks auszugehen. Vielmehr dürfte der Bundesregierung frühzeitig an der Reduzierung der Gestehungskosten für Offshore-Windenergie und an der Schaffung wettbewerbsfähiger Strukturen gelegen sein,¹⁶ woraus ein entsprechender Technologie- und Preisdruck resultiert, der auf lange Sicht keine Subventionierung der Branche erfordert. Dies sollte dazu führen, dass die EEG-Vergütungen schrittweise reduziert werden, um die Anpassung an marktübliche Preise herbeizuführen. Die Degression könnte bis zu 7% ab 2018 betragen.¹⁷ Hierdurch besteht der Druck auf die Marktteilnehmer, die Wettbewerbsfähigkeit von Offshore-Windenergieanlagen auch bei sinkender Vergütung aufrecht zu erhalten. Je eher der Strom aus Offshore-Windenergie zu marktüblichen bzw. wettbewerbsfähigen Preisen produziert werden kann, desto eher kann auch -unabhängig von staatlicher Förderung- der Abschluss individueller, langfristiger Stromlieferverträge (Power Purchase Agreements) erfolgen. Da sich der Markt für Offshore-Windenergie in Deutschland derzeit noch im Aufbau befindet, ist nach unserer Meinung kurz- bis mittelfristig nicht mit den oben beschriebenen Anpassungen zu rechnen. Für die OWP „MEG I Offshore“ und „Deutsche Bucht“ gehen wir auf Grund des Projektfortschritts von der Generierung der staatlich garantierten Einspeisevergütungen auf Basis der EEG Novelle 2012 aus.

Betreiber von Offshore-WEA haben gemäß Grundgesetz einen garantierten Vertrauensschutz hinsichtlich der Zahlung der EEG-Vergütung. Bei zeitgerechter Inbetriebnahme einer Offshore-WEA sollten Betreiber auf Basis des Vertrauensschutzes innerhalb dieses Zeitraums insbesondere nicht von Degressionen betroffen sein. Jedoch könnten später erkannte Gesetzeslücken geschlossen werden, woraus ggf. verringerte Einspeisevergütungen resultieren und somit faktisch kein Vertrauensschutz mehr besteht. Auch das im EEG nachträglich verankerte Einspeisemanagement verschlechtert die Position des Anlagebetreibers. So kann der Netzbetreiber die Einspeisung drosseln, allerdings ist er zur Entschädigungszahlung an den Betreiber verpflichtet. In Bezug auf die entgangenen Einnahmen beträgt die Entschädigungsleistung 95%, diese ist jedoch beschränkt auf 1% der Jahreseinnahmen. Darüber hinaus sind dem Betreiber 100% zu entschädigen (EEG Novelle 2012, § 12 Härtefallregelung). Auch können Übergangsfristen vom Gesetzgeber festgelegt werden, innerhalb dessen eine zeitgerechte Umsetzung erschwert wird bzw. die Umsetzung auch nicht mehr möglich sein kann. Für die beiden aktuellen Offshore-Projekte besteht auf Grund des geplanten Fertigstellungszeitraums nach unserer Meinung kein Risiko hieraus.

Zur Beschleunigung der Branchenentwicklung bzw. des Ausbaus von Offshore-Windparks wurde -basierend auf dem 10-Punkte-Sofortprogramm der Bundesregierung¹⁸ - in 2011 das staatliche Förderprogramm der KfW (Sonderprogramm „Offshore-Windenergie“) in Höhe von 5 Milliarden EUR für die ersten 10 Windparks auf den Weg gebracht. Diese Anschubhilfe soll der extrem kapitalintensiven Branche auf Grund der technischen Vorbehalte von Investoren zum Durchbruch verhelfen. Insbesondere weniger kapitalstarke Marktteilnehmer sollen nach dem Willen der Bundesregierung hiervon

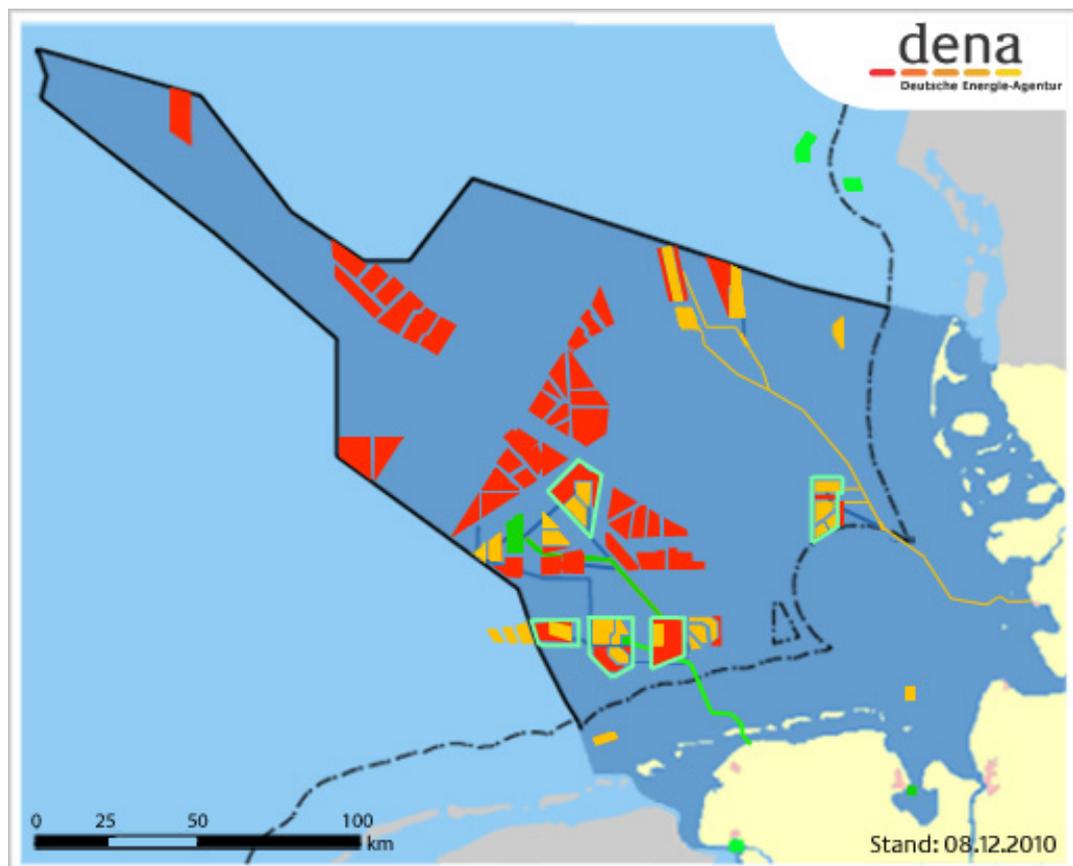
¹⁶ Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Langfristszenarien und Strategien für den Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland bei Berücksichtigung der Entwicklung in Europa und global „Leitstudie 2010“, Dezember 2010, S. 24 und 164.

¹⁷ Vgl. Bundesregierung, Erfahrungsbericht 2011 zum Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG-Erfahrungsbericht) gemäß § 65 EEG, vorzulegen dem deutschen Bundestag durch die Bundesregierung, Stand Juni 2011, S. 18.

¹⁸ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) und Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU), Bericht der Bundesregierung über die Umsetzung des 10-Punkte-Sofortprogramms zum Energiekonzept, 28.3.2012.

profitieren (Oligopolfrage). Ein weiteres Referenzprojekt des Initiators Windreich, die Global Tech I (s.u.), hat als eines der ersten Offshore Projekte in Deutschland Mittel aus diesem Förderprogramm erhalten. Die Berichtsgesellschaft geht mindestens auch für die beiden aktuellsten Projekte planerisch von der Generierung von Fördermitteln in Höhe von jeweils bis zu 500 Mio. EUR aus (vgl. Finanzmanagement).

Am 26.09.2009 trat die Verordnung über die Raumordnung in der deutschen ausschließlichen Wirtschaftszone (AWZ Nordsee-ROV) in der Nordsee in Kraft.¹⁹ Hiernach werden Vorranggebiete für die maritime Nutzung von Windenergie ausgewiesen, was eine höhere Planungssicherheit für die Projektentwicklung impliziert. Die deutsche AWZ ist das Meeresgebiet seewärts der 12-Seemeilen (12-SM)-Zone und reicht bis maximal zur 200-Seemeilen-Grenze. In der folgenden Grafik sind mit Stand vom 8.12.2010 über die Flächenmarkierungen die laufenden „online“ (grün), die genehmigten (gelb) und die im Genehmigungsverfahren befindlichen (rot) Offshore-Windparks mit Ihrer Lage in der deutschen Nordsee dargestellt.²⁰ Über die Flächenumrandungen sind insbesondere Windvorranggebiete (grün) sowie der jeweilige Status in Bezug auf wichtige Energiekabel ersichtlich (Energiekabel in Betrieb grün, Energiekabel genehmigt gelb, Energiekabel geplant blau). Zudem ist die 12 Seemeilen-Zone (---) und die Festlandsockelgrenze /AWZ (—) gekennzeichnet.



Derzeit befinden sich in der deutschen AWZ (Nordsee) zwei Windparks in Betrieb (grüne Flächen). Innerhalb der AWZ sind dies BARD Offshore I und alpha ventus (Testfeld). Das Projekt MEG I befindet sich in direkter Nachbarschaft zu alpha ventus. Gemeinsam mit

¹⁹ Vgl. Rechtsverordnung des Bundesministeriums für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) über die Raumordnung in der deutschen ausschließlichen Wirtschaftszone (AWZ) in der Nordsee (Bundesgesetzblatt BGBl. I S. 3107).

²⁰ Quelle: <http://www.offshore-wind.de/page/index.php?id=2620>.

den Projekten Deutsche Bucht und Global Tech I liegen diese in ausgewiesenen Windvorranggebieten (vgl. auch Abb. S. 21). Darüber hinaus sind diverse Offshore-Windparks vom zuständigen Bundesamt für Seeschifffahrt und Hydrographie (BSH) genehmigt. Darüber hinaus befinden sich mindestens 50 weitere Windparks allein in der deutschen AWZ (Nordsee) im Genehmigungsverfahren. Die OWPs Global Tech I, MEG I und Deutsche Bucht zählen zu den zehn aussichtsreichsten Offshore-Windparks in der deutschen Nordsee (Quelle: wind:research).

Top Ten der Offshore Windparks in Deutschland (Ranking)

Rang	Name OWP	Projektentwickler	Leistung (in MW)	Punkte
1	Global Tech I	Windreich AG	400	412,55
2	Borkum West II (Phase 1)	N.prior	200	373,53
3	Dan Tysk	Geo mbH	288	365,41
4	MEG Offshore 1	Windreich AG	400	358,41
5	Baltic 2 (ehem. Kriegers Flak)	EnBW	288	357,85
6	Nordsee Ost	RWE	288	347,17
7	Nordergründe	Energiekontor AG	90	333,55
8	Offshore Windpark „Deutsche Bucht“	Windreich AG	210	331,23
9	Veja Mate	BARD	400	319,29
10	Amrumbank West	e.on	400	318,81

Im Offshore-Ranking bezüglich der Projekte mit Netzanschluss in der Nordsee sind diese drei Projekte des Initiators Windreich vertreten (Quelle: wind:research).

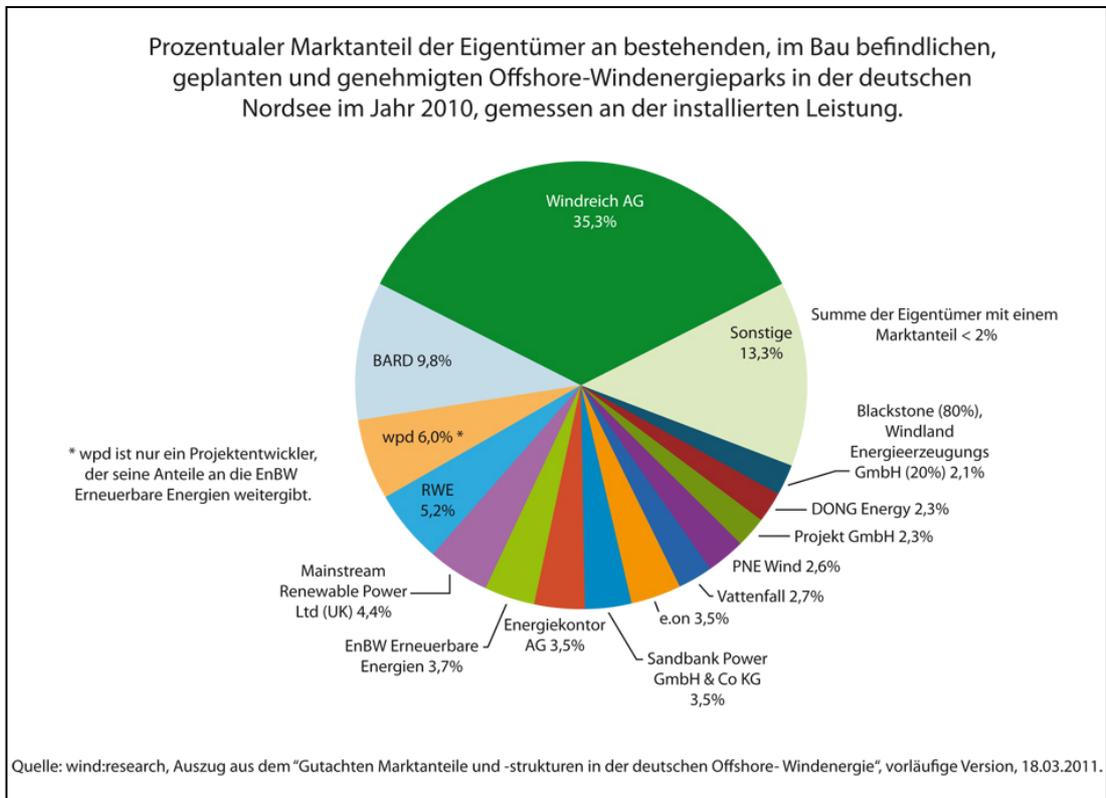
Offshore - Ranking

(Stand Januar 2012, nur Nordsee, Projekte mit Netzanschluss)

Ranking	Windpark (Nordsee, Deutschland)	MW	Anschlussleitung von TenneT bereits vergeben
Bereits in Betrieb			
	alpha ventus	60	X (in Betrieb)
In Realisierungsphase, geplant			
1	BARD Offshore 1 (teilweise in Betrieb)	400	X (teilweise in Betrieb)
2	Global Tech I	400	X
3	MEG Offshore 1	400	X
4	Amrumbank West	400	X
5	Borkum West II (Phase 1)	200	X
6	Dan Tysk	288	X
7	Nordsee Ost	288	X
8	Offshore-Windpark „Deutsche Bucht“	210	X
9	Veja Mate	400	X
10	Nordergründe	90	X

Projekte der Windreich AG

Der Marktanteil des Windreich-Konzerns in der Offshore-Windenergie wird mit über 35% beziffert (vgl. folgende Abbildung, Quelle: Homepage Windreich AG).



Die Projekt-Pipeline des Windreich-Konzerns in der deutschen Nordsee ist der folgenden Abbildung illustrativ zu entnehmen (Quelle: Homepage Windreich AG). Darüber hinaus hat die Windreich AG auch Zugriff auf Projekte in der deutschen Ostsee.



Große und im Projektgeschäft -wie im Energiegeschäft- sehr erfahrene Konzerne (Hochtief, Areva, Alstom, Siemens etc.) haben die Erneuerbaren Energien als strategisches Geschäftsfeld für sich entdeckt. Wird Strom produziert, besteht eine gesetzliche Abnahmeverpflichtung mit festgelegten Einspeisevergütungen. Die Unternehmen der Branche erhalten damit eine besondere Förderung und Planungssicherheit, die auf den Willen des Gesetzgebers zurückzuführen ist, künftig die Quote des aus erneuerbaren Energien erzeugten Stromes deutlich zu steigern. Generell kann in diesem staatlich regulierten Markt für die Zukunft eine Änderung der staatlichen Strategie und der gesetzlichen Basis nicht ausgeschlossen werden. Hinweise darauf, dass dies insbesondere kurzfristig geschehen könnte und mit negativen Auswirkungen auf die Branche verbunden ist, sind für uns nicht ersichtlich. Zusätzlich gehen wir davon aus, dass für genehmigte Projekte ein gewisser Vertrauensschutz bestehen würde. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, die gesetzlich festliegenden Termine sowie Genehmigungsaufgaben zu beachten und einzuhalten, die wiederum Grundlage für die jeweiligen Vergütungen sind.

Um die politischen Zielsetzungen in Bezug auf den Aufbau von Offshore-Windenergie zu erreichen, ist die Schaffung entsprechender Rahmenbedingungen durch die Bundesregierung erforderlich. Wichtige Themen zur Erfüllung der regierungsseitigen Vorgaben werden nach unserer Meinung zielgerichtet verfolgt. Hierzu zählen z.B. Netzanschlüsse und -infrastruktur, Häfen, Logistik, Bürgschaften, Stromspeicher etc. Da es sich um den Aufbau einer neuen Industrie handelt, laufen auch auf dieser Ebene die Prozesse nicht immer reibungslos. Wir gehen davon aus, dass es der Regierung grundsätzlich gelingen wird, die erforderlichen Rahmenbedingungen zu schaffen, um den Auf- und Ausbau der Offshore-Windindustrie zu realisieren. Verzögerungen mit Wirkung auf die gesamte Branche sind jedoch auch hier nicht auszuschließen. In Bezug auf die Verzögerungen bei der Bereitstellung von Netzanschlüssen in der deutschen Nordsee wird aktuell der Vorschlag vertreten, die hierdurch den Windpark-Investoren entstandenen Schäden zu ersetzen. Dies gilt auch für die entstandenen Schäden durch Abregelungen durch den Netzbetreiber im Probebetrieb, die bis zu über einem halben Jahr dauern können.²¹

Wir halten den Markt für Offshore-Windenergie für extrem aussichtsreich. Wettbewerb besteht zwar, jedoch nicht im typischen Sinne. Ist eine Meeresfläche für ein Projekt gesichert, steht auch dem Aufbau eines Windparks, bzw. eines Windkraftwerks formell nichts entgegen. Ein wettbewerbsfähiges Offshore-Windkraftprojekt muss aus ökonomischer Sicht insbesondere auch die Renditeerwartungen (IRR) des Investors erfüllen und Technologiesicherheit mit sich bringen. Insbesondere basierend auf dem derzeit gültigen EEG sind dafür insgesamt entsprechende Anreize bzw. Voraussetzungen geschaffen worden.

Branchenrisiken der Wettbewerbsbranche

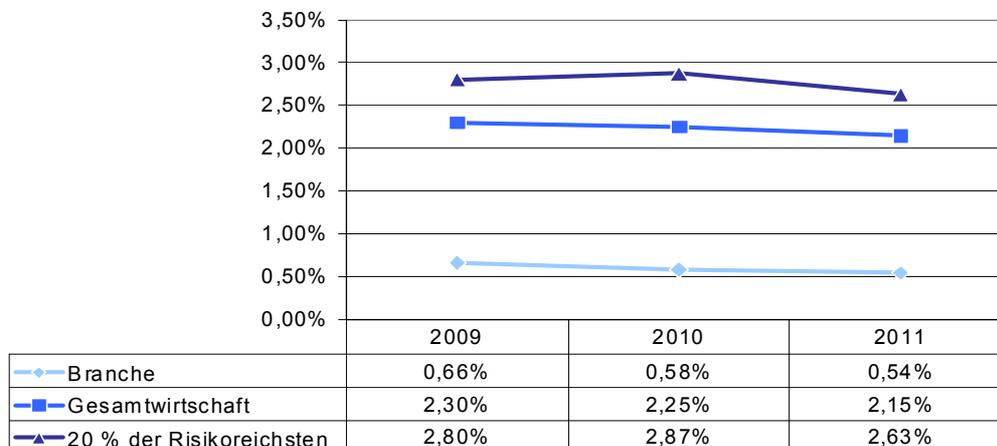
Der Windreich-Konzern ist maßgeblich in der Branche Erneuerbare Energien tätig. Nach der Klassifikation der Wirtschaftszweige des statistischen Bundesamtes (WZ 2008) identifizieren wir für die Windreich AG die Branchen

- 70101 Managementtätigkeit von Holdinggesellschaften
- 35113 Elektrizitätserzeugung ohne Fremdbezug zur Verteilung

Die folgende Abbildung gibt das Insolvenzgeschehen in der Branche „[Managementtätigkeiten von Holdinggesellschaften \(WZ 70101\)](#)“ im Vergleich zur Gesamtwirtschaft wieder.

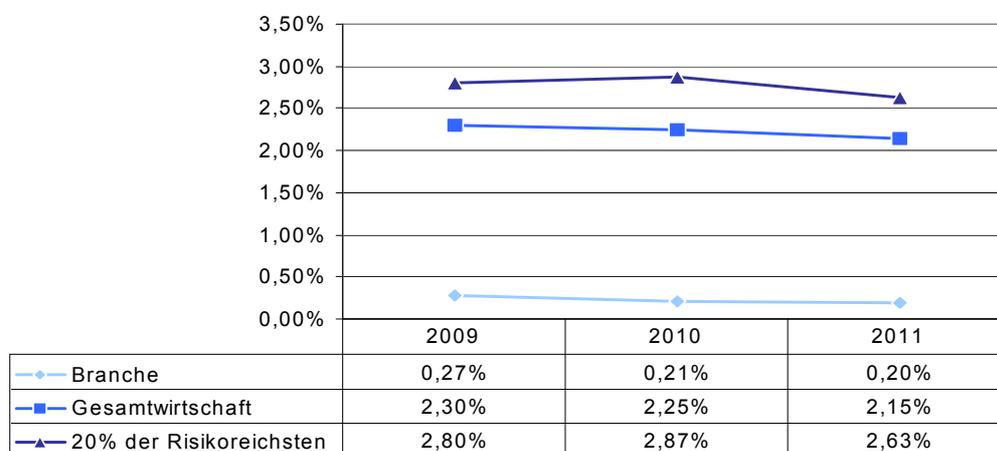
²¹ Vgl. Stiftung Offshore-Windenergie, Lösungsvorschläge für die Netzanbindung von Offshore-Windparks der AG Beschleunigung Offshore-Netzanbindung, Berlin, März 2012.

Als Vergleichsgröße ist der Grenzwert der 20% risikoreichsten Branchen aufgeführt; d. h., dass im Jahr 2011 20% aller Branchen eine Insolvenzanfälligkeit von mehr als 2,63% aufweisen. Die Insolvenzquoten der betrachteten liegen in den Jahren 2009 bis 2011 sehr deutlich unter den Vergleichswerten der Gesamtwirtschaft und der 20% risikoreichsten Branchen.



**Zeitliche Entwicklung der Insolvenzen
(Managementtätigkeiten von Holdinggesellschaften)**

Die Insolvenzquoten in der Branche „Elektrizitätserzeugung ohne Fremdbezug zur verteilung (WZ 35113)“ liegen im Betrachtungszeitraum von 2009 bis 2011 ebenfalls sehr deutlich unter den Vergleichswerten der Gesamtwirtschaft und der 20% risikoreichsten Branchen.



**Zeitliche Entwicklung der Insolvenzen
(Elektrizitätserzeugung ohne Fremdbezug zur Verteilung)**

Basierend auf den Auswertungen der Insolvenzquotenenwicklung der für den Windreich-Konzern maßgeblichen Branchen ist für die Berichtsgesellschaft insgesamt ein deutlich verringertes Branchenrisiko festzustellen. Neben dem Insolvenzgeschehen der Tätigkeitsbranchen des Windreich-Konzerns wurden weitere Brancheninformationen sowie die bilanzbezogenen Kennzahlenstrukturen der Wettbewerbsbranche (vgl. Anlage C: Kennzahlenübersicht) analysiert und in die Beurteilung der Branche mit einbezogen. Auch die Unternehmensgröße und Marktanteile des Windreich-Konzerns sowie die erwartete Entwicklung der Windenergieindustrie haben positiven Einfluss auf die Positionie-

zung im Markt- und Wettbewerbsumfeld. Auch werden die Rahmenbedingungen und Möglichkeiten zur Realisierung der Offshore-Projekt-Pipeline berücksichtigt. Die Gesamtbetrachtung lässt auf ein verringertes Branchenrisiko für den Windreich-Konzern im Vergleich zur Gesamtwirtschaft schließen.

Rechnungswesen und Controlling

4.5

Rechnungswesen und Controlling sowie die Konzernbuchführung sind in Wolfschlugen zentralisiert. Die Rechnungslegung soll auf Konzernebene künftig nach den Regelungen gemäß IAS/IFRS erfolgen. Der Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses 2011 (HGB) für die Windreich AG stand für Analysezwecke nicht zur Verfügung. Die vorläufigen Jahresabschlussinformationen für das Geschäftsjahr 2011 wurden im Rahmen unserer Analyse berücksichtigt (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung).

Insbesondere auf Basis der stillen Reserven stellt sich die Vermögens- und Finanzlage des Windreichs-Konzerns nach Managementangaben deutlich besser dar. Die stillen Reserven gründen maßgeblich auf den Projektrechten für Offshore-Windparks bzw. auf den entsprechenden Veräußerungspreisen. Diese sind jedoch stark vom jeweiligen Projektentwicklungsgrad abhängig. De facto sind aktuell zwei Projekte, MEG I und Deutsche Bucht, sowohl mit einer BSH-Genehmigung als auch mit einer unbedingten Netzanbindungszusage versehen. Ein Großteil der in die Bewertung einbezogenen Projektgesellschaften befindet sich noch im Planungs- bzw. in einem sehr frühen Entwicklungsstadium.

Die Projektplanungsaktivitäten halten wir für gut ausgebaut. Es werden im Rahmen der Projektgesellschaften diverse Planungsszenarien erstellt. Vermögens-, Finanz- und Ertragsplanungen sind auf existent und werden sowohl nach Geschäftsbereichen sowie für rechtliche Einheiten erstellt. Konsolidierte Planungswerte sind vorhanden. Die Planungen für den Windreich Konzern sind insbesondere durch Tätigkeiten in der Offshore-Windenergie geprägt. Liquiditäts- bzw. Cashflowplanungen sind im Excel-basierten Financial Model ebenfalls dargestellt. Die Planungen stellen vornehmlich auf die Realisierung mindestens eines Offshore-Projekts pro Jahr und die vollständige Veräußerung der Anteile an dem jeweiligen Park ab. Auf Grund der aufgezeigten strategischen Ausrichtung bzw. der beabsichtigten Halteperioden sind nach unserer Meinung die Planungen an die tatsächlich verfolgte Ausrichtung anzupassen. Dies führt im Kern zu deutlich geringeren, jedoch nach unserer Meinung immer noch positiven Jahresergebnissen für den Windreich-Konzern. Dies allerdings nur, solange Projektgesellschaften -wie MEG I- auf Grund der Veräußerungsabsicht nicht in den Konsolidierungskreis einbezogen werden. Andernfalls kann die periodenübergreifende Entwicklungstätigkeit eines Offshore-Projekts die Gewinn- und Verlustrechnung des Windreich-Konzerns im Mehrjahresverlauf stark belasten.

Das Planungsinstrumentarium ist unseres Erachtens insgesamt gut ausgestaltet. Anpassungen an die tatsächliche strategische Ausrichtung und somit eine realistischere Sichtweise sind nach unserer Meinung anzuraten, um Abstimmungsproblematiken in finanzieller Hinsicht zu reduzieren und somit insgesamt die Steuerungsfähigkeit des Gesamtkonzerns zu verbessern.

Finanzmanagement

4.6

Basierend auf dem vorläufigen HGB-Konzernabschluss zum 31.12.2011 wird das bereinigte Konzerneigenkapital der Windreich AG nach unseren Berechnungen ca. 78 Mio. EUR (Vj. rd. 91 Mio. EUR, vgl. Anlage A) betragen. Die Reduzierung resultiert vornehmlich auf gestiegenen Forderungen gegenüber Gesellschaftern (rd. 66,1 Mio. EUR) und gestiegenen aktiven latenten Steuern (ca. 10,6 Mio. EUR). Diese werden bei unserer Ermittlung des bereinigten Eigenkapitals abgezogen. Auf Grund des zugleich stark gestiegenen Fremdkapitals berechnen wir auf Basis der vorläufigen Konzernbilanz zum 31.12.2011 eine bereinigte Eigenkapitalquote von ca. 19% (Vj. rd. 25%, vgl. Anlage C) ab. Das Management leitet insbesondere aus der gesicherten Offshore-Projektpipeline erhebliche stille Reserven ab (vgl. Rechnungswesen und Controlling).

Das gesamte Fremdkapital des Windreich-Konzerns beträgt auf Basis des vorläufigen HGB-Konzernabschlusses zum 31.12.2011 nach unserer Berechnung/Strukturierung (vgl. Anlage A) ca. 421 Mio. EUR (Vj. ca. 270 Mio. EUR). Dies setzt sich zusammen aus unbesicherten Anleihen (saldiert mit Eigenbestand ca. 110 Mio. EUR), Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten (ca. 114 Mio. EUR), Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (ca. 22,4 Mio. EUR) und Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen (ca. 3,3 Mio. EUR). Zudem betragen die sonstigen Verbindlichkeiten summiert ca. 161 Mio. EUR und setzen sich insbesondere zusammen aus verschiedenen Darlehen eines strategischen Kapitalpartners (ca. 66,5 Mio. EUR) und weiterer Financiers (ca. 22 Mio. EUR), Anleihezinsen (ca. 5 Mio. EUR), dem Restkaufpreis für einen Offshore-Windpark (ca. 20 Mio. EUR) und diversen Verbindlichkeiten aus Onshore-Windparks (ca. 42 Mio. EUR). Das Fremdkapital wird durch kurz- bis mittelfristige Restlaufzeiten dominiert.

Zum 31.12.2011 wurden Anteile an Onshore- und Offshore-Windparks vornehmlich an Gesellschaften außerhalb des Konsolidierungskreises der Windreich AG veräußert. Diese Gesellschaften sind faktisch Herrn Balz zuzurechnen. Die Veräußerung an Dritte soll im Verlauf des Jahres 2012 durchgeführt werden. Hierzu lagen uns bereits zum Teil Verträge bzw. Vertragsentwürfe vor. Vor diesem Hintergrund hat der Windreich Konzern im Geschäftsjahr 2011 aus den Veräußerungen insgesamt ein positives Jahresergebnis erzielt (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung). Finanzmittelzuflüsse konnten hieraus jedoch zum 31.12.2011 nicht realisiert werden. Vor diesem Hintergrund weist die vorläufige Konzernbilanz hohe Forderungen gegen die beschriebenen Gesellschaften auf, die auf der Passivseite des Windreich-Konzerns entsprechend finanziert sind. Der vorläufige Cashflow des Windreich-Konzerns aus laufender Geschäftstätigkeit ist vor diesem Hintergrund deutlich negativ (ca. -38,3 Mio. EUR). Der ebenfalls deutlich negative Cashflow aus der Investitionstätigkeit (ca. -63,0 Mio. EUR) resultiert vornehmlich aus Investitionen in das Finanzanlagevermögen bzw. in die Projektgesellschaften. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit ist mit ca. 68,9 Mio. EUR deutlich positiv. Insgesamt hat sich der Finanzmittelbestand zum 31.12.2011 auf rd. 11,4 Mio. EUR reduziert. Dieser stand nach Managementangaben vornehmlich nicht zur freien Verfügung bzw. dient als Besicherung im Rahmen der Geschäftstätigkeit.

Auf Basis der uns vorliegenden Verträge und Vertragsentwürfe gehen wir von der erfolgreichen Veräußerung der Anteile an On- und Offshore-Gesellschaften über die nicht konsolidierten Gesellschaften an Dritte und somit der Begleichung von Forderungen des Windreich-Konzerns aus. Über den teils sehr zeitnah erwarteten Mittelzufluss wird nach Managementangaben ein Teil der insbesondere projektspezifischen Verbindlichkeiten vorerst abgebaut. Bis dahin sind teils Zwischenfinanzierungen auf die Kaufverträge erforderlich, um Liquiditätsengpässe im Konzern zu vermeiden. Kontokorrentkredite sind vor diesem Hintergrund im April/Mai 2012 nahezu vollständig ausgelastet. Basierend auf den

uns zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen konnte der Windreich-Konzern diese Liquiditätslücken schließen. Unabhängig von der verzögerten Veräußerung der Anteile sieht das Management die Ursache insbesondere in den starken Vorfinanzierungserfordernissen für die beiden derzeit konkret verfolgten bzw. in der Entwicklung befindlichen Offshore-Windparks, insbesondere des Offshore-Windparks MEG I. Der Windreich Konzern hat auf Basis der vorläufigen Bilanz zum 31.12.2011 Forderungen gegenüber der nicht konsolidierten Nordsee Offshore MEG I GmbH von ca. 71,6 Mio. EUR. Die Anteile an diesem Unternehmen werden mit rd. 31 Mio. EUR im Finanzanlagevermögen ausgewiesen.

Basierend auf der strategischen Ausrichtung wird der Windreich-Konzern auch künftig starken Finanzierungsbedarf für die Offshore-Projekte haben. Das Referenzprojekt der Windreich AG, die Global Tech I, konnte im vergangenen Jahr erfolgreich die Gesamtfinanzierung (financial close) sicherstellen. Unter Einbeziehung von Key-Sponsoren beträgt das gesamte zur Verfügung stehende Kapital inkl. einer Cost-Overrun-Facility ca. 1,8 Mrd. EUR. Die Fremdkapitalbereitstellung von über 1 Mrd. EUR erfolgt unter anderem über das KfW-Sonderprogramm (vgl. Markt). Da die Projektgröße, die Projektpartner sowie die verwandte Technik weitestgehend vergleichbar bzw. identisch sind, wird ein ähnlicher Finanzbedarf bis zur vollständigen Errichtung des Windparks MEG I erforderlich sein. Aktuell werden diverse Gespräche mit potenziellen nationalen und internationalen Investoren geführt. Voraussetzung für den Erfolg eines derartigen Projekts ist insbesondere ein strategischer Investor bzw. Key Sponsor, um faktisch das financial close zu realisieren. Da für die Windreich AG insbesondere ein strategischer Key Sponsor auf Grund der Projekt-Pipeline interessant ist, hat sich die Akquise für das derzeit am weitesten fortgeschrittene Projekt MEG I um mehr als ein Jahr verzögert. Herr Balz geht nunmehr davon aus, dass die auskunftsgemäß weit fortgeschrittenen Gespräche mit dem Key Sponsor für das Projekt MEG I im Sommer 2012 vertraglich gesichert werden. Auf dieser Basis erwartet Herr Balz folglich zeitnah in 2012 den financial close für das Projekt MEG I. Auf Grund der aktuellsten Entwicklungen könnte die Finanzierung alternativ auch ohne Key Sponsor bzw. strategischen Investor realisiert werden (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung). In diesem Zusammenhang müsste die Windreich AG allerdings weitere Anteile (ca. 100 Mio. EUR) finanzieren, die jedoch über den erwarteten, deutlich überproportionalen Veräußerungserlös gedeckt und somit auskunftsgemäß finanzierbar sind. Dies erscheint plausibel, die konkrete Umsetzung der Finanzierung bleibt abzuwarten. Ein Misslingen in 2012 würde nach unserer Meinung strukturelle Gründe haben und das Ratingergebnis künftig tendenziell negativ beeinflussen.

Der weitere Vorfinanzierungsbedarf für die Weiterentwicklung der beiden konkreten Offshore-Projekte betrifft insbesondere die strategischen Projektpartner. Zur Sicherstellung werden derzeit konkrete Gespräche in Bezug auf die Bereitstellung eines dreistelligen Millionenbetrags geführt. Auch weitere Zwischenfinanzierungen werden verhandelt. Herr Balz geht bis zum Spätsommer von der Bereitstellung des projektspezifisch erforderlichen Kapitals aus. Über diese Finanzmittelzuflüsse soll auch ein Teil der Passivseite reorganisiert werden. Insgesamt halten wir die geplante finanzielle Ausrichtung für plausibel. Die Liquiditätsplanung zeigt im weiteren Verlauf des Jahres eine deutliche Entspannung. Bei weiteren Verzögerungen in der Projektveräußerung kann dies jedoch auch nur eine punktuelle Entspannung sein.

Entsprechend einer Sicherheitenübersicht hat Herr Willi Balz dem Windreich Konzern Sicherheiten in Höhe von summiert rd. 182 Mio. EUR für die Besicherung von Bankkrediten zur Verfügung gestellt. Die Sicherheiten umfassen diverse Bürgschaften, Depot- und Guthabenverpfändungen, Grundschulden und die Sicherungsübereignung von histori-

schen Rennwagen. Zudem hat Herr Willi Balz Ansprüche aus Lebensversicherungen an Finanzierungspartner der Windreich AG abgetreten.

Die sonstigen finanziellen Verpflichtungen betreffen auf konsolidierter Ebene insbesondere Gesellschaftsanteile an diversen Offshore-Projektgesellschaften (ein Teil der Offshore-Pipeline), die ihre Geschäftstätigkeit noch nicht aufgenommen haben. Da das wirtschaftliche Eigentum dieser Gesellschaften noch nicht auf den Windreich Konzern übergegangen ist, werden die Kaufvertragsverpflichtungen in Höhe von ca. 60 Mio. EUR zum 31.12.2011 hieraus nicht bilanziert. Da es sich hierbei um einen Teil der gesamten Offshore-Projektpipeline handelt und die Markt- und Produktvoraussetzungen nach unserer Meinung positiv sind, leiten wir hieraus kein Risiko ab. Auch sollte sich nach unserem Kenntnistand die Summe der beschriebenen Kaufpreisverpflichtungen zum 31.12.2012 reduzieren. Grund ist der Kauf eines der Offshore-Windparks sowie etwaiger auskunftsgemäß durchgeführter Aufrechnungen im Geschäftsjahr 2011. Risiken aus sonstigen finanziellen Verpflichtungen betreffen auf konsolidierter Ebene auch eine mögliche Teilnahme an der Kapitalerhöhung der Global Tech I Offshore Wind GmbH. Die Verpflichtung würde gemäß Prüfbericht zum 31.12.2010 rd. 14,3 Mio. EUR betragen. Basierend auf den vorliegenden Informationen zu diesem Sachverhalt leiten das Management sowie der Wirtschaftsprüfer aktuell kein Risiko ab. Dies ist nach unserer Meinung plausibel.

Auf nicht konsolidierter Basis bestehen weitere sonstige finanzielle Verpflichtungen. Insbesondere die Tochtergesellschaft Nordsee Offshore MEG I GmbH hat aus Projektverträgen (Areva, Alstom, etc.) sonstige finanzielle Verpflichtungen von ca. 1 Mrd. EUR innerhalb der kommenden fünf Jahre. Die Projektverträge stehen jedoch insbesondere unter dem Vorbehalt des financial close für das Projekt MEG I. Auch auf Grund der Erfahrungen des Managements mit dem Referenzprojekt Global Tech I bzw. der erfolgreichen Veräußerung an Key Sponsoren gehen wir beim Projekt MEG I grundsätzlich von einem investorentauglichen technischen und ökonomischen (IRR-Betrachtung) Gesamtpaket aus. Auch besteht nach Managementangaben für die zentralen strategischen Projektpartner grundsätzlich ein Interesse an der Offshore-Pipeline des Windreich-Konzerns und somit an interessanten Folgeprojekten, so dass bei diesen strategischen Projektpartnern zumindest teilweise eine gewisse Flexibilität hinsichtlich vereinbarter Zahlungsziele seitens Herrn Balz abgeleitet wird. Dies ist nach unserer Meinung bis zu einem gewissen Grad plausibel. Insgesamt leiten wir daher zum Analysezeitpunkt keine bestandsgefährdenden Risiken ab. Diese bestünden insbesondere bei Projektabbruch bzw. nicht Erreichen des financial close für das Projekt. Wir gehen jedoch von der erfolgreichen Realisierung, insbesondere des Projekts MEG I zum Analysezeitpunkt aus und leiten daher lediglich ein Eventualrisiko ab.

Wir gehen bei unserer Beurteilung davon aus, dass es dem Windreich-Konzern gelingt, die insbesondere projektspezifisch erforderlichen Kapitalien bis zu einem gewissen Entwicklungsgrad zu generieren. Die alleinige Umsetzung eines Offshore-Projekts ist allein auf Grund der Eigenkapitalerfordernisse von bis ca. 700-800 Mio. EUR zur Erlangung eines financial close nicht realistisch. Die Akquise eines strategisch geeigneten Key-Sponsors für das Projekt MEG I halten wir auf Basis der vorliegenden Informationen für plausibel und realistisch. Sofern insbesondere die KfW die Finanzierung von Offshore-Windparks ausschließlich mit „reinen“ Finanzinvestoren bzw. ohne einen strategischen Investor gestattet, kann die Gesamtfinanzierung für ein Projekt nach Managementangaben deutlich schneller realisiert werden (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung). Dies insbesondere auf Grund der vielfältigen Kontakte zu Finanzinvestoren und der Finanzierungsbereitschaft von international agierenden Banken. Nach unserer Meinung sollte es dem Windreich-Konzern gelingen, die beabsichtigten Finanzierungen für die Weiterentwick-

lung der beiden konkreten Offshore-Projekte zu realisieren und auch erforderliche Zwischenfinanzierungen zu generieren.

Risikomanagement

4.7

Das Risikomanagement des Windreich-Konzerns ist standort- und funktionsübergreifend organisiert. Es zeigt die zentralen Elemente der Risikoidentifizierung, -quantifizierung und -bewertung sowie der Überwachung von Risiken. Die Risikomanagementsysteme sollen künftig sukzessiv auf sämtliche Konzerngesellschaften ausgeweitet werden. Das Risikomanagement erfolgt unter Einbeziehung externer Experten. Das Risikomanagement als eigenständiger Managementansatz ist nicht existent, es ist in die betrieblichen Abläufe integriert. Dies halten wir insbesondere vor dem Hintergrund der Unternehmensgröße und -strukturen für vertretbar.

Für die WKU-Windkraft Union AG, welche künftig zunächst das Management in Bezug auf die schlüsselfertige Errichtung von Offshore-Windparks in der Windreich Gruppe durchführt (EPC-Management), wurde im Zuge der Organisationsgestaltung ein integriertes Risikomanagementsystem entwickelt und teilweise bereits implementiert. Hierdurch soll die übergeordnete und einheitliche Steuerung bei hoher Transparenz ermöglicht werden. Dies auch bei paralleler Durchführung mehrerer Offshore-Projekte. Das Risikomanagement orientiert sich an den internationalen Standards ISO 31000:2009 und ONR 49000:2010ff. Das Risikomanagement ist systematisch organisiert und u.a. im WKU-Organisationshandbuch dokumentiert. Auf Grund der künftigen Bedeutung der Offshore-Windenergie für die Windreich Gruppe wurde dieses Risikomanagementsystem zunächst initial in der WKU-Windkraft Union AG festgelegt. Dieses Risikomanagementsystem soll in der Grundform sukzessiv auf die weiteren Gesellschaften des Windreich-Konzerns übertragen werden. Insgesamt ist so die Schaffung konzernweit möglichst einheitlicher Risikomanagementsysteme beabsichtigt. Hierdurch soll auch bei der geplanten Wachstumsstrategie die Funktionsfähigkeit des Risikomanagements gewährleistet sein. Die stetige, rollierende Überwachung des Risikomanagements und erforderliche Anpassungen sind hierfür jedoch Voraussetzung.

Geeignete Versicherungen dienen zur Deckung elementarer Risiken. D&O-Versicherungen sind auch vorhanden. Die Versicherungen werden überwacht und bei Bedarf angepasst. Einzelrisiken werden unseres Erachtens umsichtig und mit der nötigen Sorgfalt gesteuert. Auf Projektebene werden renommierte externe Berater und Versicherungsmakler eingebunden. Auf der Basis eines entsprechenden Versicherungskonzepts inkl. einer Windausfallversicherung konnte für das Referenzprojekt im Bereich Offshore, die Global Tech I, die Fremdfinanzierung von über 1 Mrd. EUR gesichert werden (vgl. Finanzmanagement).

Der Windreich-Konzern ist verschiedenen internen und externen Risiken ausgesetzt, die im Folgenden stichpunktartig dargestellt werden.

- Sicherung der Projektfinanzierungen für sehr kapitalintensive Offshore-Windparks / steigender Kapitalbedarf
- Offshore-Windenergieindustrie befindet sich im Aufbau / dies birgt unvorhersehbare Risiken

- Steigende Rohstoffpreise belasten IRR-Kalkulationen und können Investoren-Akquise erschweren
- Sicherstellung von auch längerfristigen Brücken-/Zwischenfinanzierungen bzw. der Liquidität
- Veräußerungsverzögerungen / Verzögerungen bei der Kapitalakquise
- Sonstige finanzielle Verpflichtungen aus Projektverträgen (Eventualrisiko)
- Darlehensausreichungen
- Risiken des Projektgeschäftes (Verzögerungen / Budgeteinhaltung / Projektabbruch)
- Etablierung des EPC-Management-Konzepts
- Personenbezogene Risiken
- Erlöschen von Baugenehmigungen / Einhaltung von Auflagen (Eventualrisiko)
- Organisatorische Anpassungen im Zuge des geplanten, starken Wachstums
- Gesetzliche Änderungen (u.a. EEG)

Auch wenn das Management der Windreich AG mit Fachleuten für den kaufmännischen und technischen Bereich kompetent ausgebaut wurde, sehen wir weiterhin personenbezogene Risiken, die jedoch kaum zu vermeiden sind. Insbesondere das unternehmerische Handeln und das Kontaktnetzwerk von Herrn Balz wären unseres Erachtens im Falle eines längerfristigen Ausfalls nur eingeschränkt ersetzbar. Eine Nachfolgeregelung ist nach Angaben von Herrn Balz über die Herren Kittelhake, Roß und Srivastava in operativer Hinsicht vorhanden.

Generell sind die typischen Risiken aus dem Projektgeschäft sowie Risiken einer Beteiligungsgesellschaft gegeben. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass z.B. die Verzögerung von Projekten oder von Anteilsverkäufen sowie Neubewertungen von gehaltenen Anteilen oder auch Nachzahlungen, die sich aus Verkäufen von Anteilen ergeben, negative Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Windreich Gruppe haben. Bei Projektabbruch ist auch der Verlust erbrachter Leistungen denkbar. Zum Analysezeitpunkt gehen wir insbesondere hinsichtlich der in der Entwicklung befindlichen Projekte MEG I und Deutsche Bucht nicht von einem Projektabbruch aus.

Das Geschäftsmodell halten wir im Wettbewerb grundsätzlich für finanzierungstauglich. Es ist davon auszugehen, dass auf Grund der strategisch verfolgten möglichst langen Halteperiode von in der Entwicklung befindlichen Windparks die Vorfinanzierungs-/Zwischenfinanzierungserfordernisse bzw. der erforderliche Kapitalbedarf weiter zunimmt. Dies stellt den Windreich-Konzern als mittelständisches Unternehmen vor große Herausforderungen. So wird die Abstimmung von Finanzmittelflüssen bzw. das Finanztiming im engen Kontakt mit den Finanzierungspartnern immer wichtiger, um ausgehend von der rentabilitätsorientierten Gesamtunternehmenssteuerung insbesondere auch die Handlungsfähigkeit in liquider Hinsicht zu sichern.

Haftungsrisiken aus Kaufverträgen sind existent. Dies betrifft insbesondere mögliche Nachzahlungen im Zusammenhang mit künftigen Winderträgen sowie den endgültigen Baukosten für den Offshore Windpark Global Tech I (Anpassungsparameter). Die Kaufverträge bezüglich der Anteile an den Offshore-Projektgesellschaften (insb. Global Tech I) sehen unter verschiedenen Bedingungen Bonus-/Malus-Regelungen bezüglich der Kaufpreise vor, wenn die Baukosten der Windparks von vertraglich festgelegten Summen abweichen und/oder die tatsächlichen Winderträge abweichen. Die Anpassungen können je Vertrag bis zu 50 Mio. EUR pro Anpassungsparameter betragen und so in

der Zukunft zu entsprechenden Mittelzuflüssen oder Mittelabflüssen bei der Windreich AG führen. Basierend auf den aktuellsten Informationen entfällt zum Großteil die Malus-Regelung bzw. eine negative Kaufpreisanpassung bei einem Windpark. Faktisch partizipiert Windreich somit künftig ausschließlich an einer Bonus-Regelung für diesen Anpassungsparameter. Im Ergebnis stellt dies somit ausschließlich eine Chance für die Windreich AG dar. Auf Grund der deutlich positiveren Winderträge bei Global Tech I im ersten vollen Betriebsjahr 2011 (ca. 15% über Plan) bzw. des Übertreffens der vereinbarten Volllaststunden leitet das Management auch hinsichtlich des Anpassungsparameters „Windertrag“ kein wesentliches Risiko ab. Das Haftungsrisiko aus den relevanten Kaufverträgen betrifft de facto nur noch den Anpassungsparameter „Windertrag“ und ist somit bei saldierter Betrachtung nach unserer Meinung deutlich verringert. Bei Fortschreibung der Produktionsergebnisse von alpha ventus aus dem Jahr 2011 und analoger Übertragung auf das Projekt Global Tech I überwiegen nach unserer Meinung die Chancen aus diesem Anpassungsparameter, die im best case bis zu 50 Mio. EUR betragen können. Aus Vorsichtsgründen werden keine Liquiditätszuflüsse aus der Bonusregelung für den „Windertrag“ geplant.

Großvolumige Darlehensausreichungen (insb. Gesellschafterdarlehen) reduzieren aus Konzernsicht die Kapitalbasis für die eigentliche operative Tätigkeit. Der Gesellschafter Willi Balz hat dem Windreich-Konzern jedoch faktisch auch Sicherheiten von ca. 182 Mio. gestellt (vgl. Finanzmanagement), was bei saldierter Betrachtung nach unserer Meinung positiv wirkt. Die Planungen für den Windreich-Konzern sehen in 2012 den vollständigen Abbau der Forderungen gegenüber dem Gesellschafter vor. Vor dem Hintergrund des enormen Kapitalbedarfs für die Realisierung der Offshore-Pipeline ist dies nach unserer Meinung auch erforderlich.

Die Gesellschaften des Windreich-Konzerns sind als Kläger und als Beklagter Rechtsstreitigkeiten ausgesetzt. Risiken daraus sind auf Basis der uns hierzu vorliegenden Informationen bei saldierter Betrachtung auf Konzernebene nach unserer Meinung nach existent. Nach unserer Meinung sind jedoch hieraus keine bestandsgefährdenden Risiken abzuleiten. Die Windreich AG bindet renommierte externe Partner in die Vertragsgestaltungen bei Offshore-Windparks bzw. in entsprechende Projekt- und sonstige Verträge mit ein.

Nach Managementeinschätzung ergeben sich aus Betriebsprüfungen keine wesentlichen Steuerbelastungen bzw. sind keine wesentlich negativen Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Windreich-Konzerns zu erwarten.

Unternehmensanalyse auf Basis der Jahresabschlüsse

5

Methodik der Jahresabschlussanalyse

5.1

Die Jahresabschlussanalyse erfolgte auf der Grundlage der von der Windreich AG zur Verfügung gestellten, testierten Berichte über die Prüfung der Konzernjahresabschlüsse der Jahre 2009 und 2010. Der Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses 2011 lag zum Analysezeitpunkt noch nicht vor.

Im Rahmen der Jahresabschlussanalyse wurden die Jahresabschlüsse der Windreich AG (Konzern) in die in Anlage A dargestellten Strukturdaten umgewandelt. Die daraus gewonnenen Bilanzkennzahlen wurden analysiert. Dabei wurden die Vermögens- und Kapitalstruktur, die Finanz- und Renditekraft sowie die Liquidität des Unternehmens beurteilt.

Die nachfolgend dargestellten Grafiken zu ausgewählten Kennzahlen beziehen sich auf die Finanzdaten der Windreich AG (Konzern). Die Anlagen A und B enthalten die für bilanzanalytische Zwecke strukturierte Bilanz bzw. Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Kapitalflussrechnung der Windreich AG (Konzern). In der Anlage C sind die Kennzahlen der Windreich AG (Konzern) wiedergegeben. Für Vergleiche mit der Gesamtwirtschaft siehe Anlage C: Kennzahlenübersicht.

Um die (statistische) Vergleichbarkeit von Jahresabschlüssen zu ermöglichen, werden die Jahresabschlussinformationen strukturiert und rechnungslegungsübergreifend aufbereitet. Um eine Vergleichbarkeit der Unternehmensdaten mit der Branche bzw. Gesamtwirtschaft zu unterstützen, wurden in den folgenden spezifischen Analysen entsprechende Vergleichswerte aufgeführt. Die Definitionen der abgeleiteten Kennzahlen sind in der Anlage D enthalten. Wir weisen darauf hin, dass in den Anlagen A bis C aufgrund der automatisierten Verarbeitung geringfügige Rundungsdifferenzen auftreten können.

Wesentliche Besonderheiten im Zuge der strukturierten Aufbereitung der Jahresabschlussinformationen

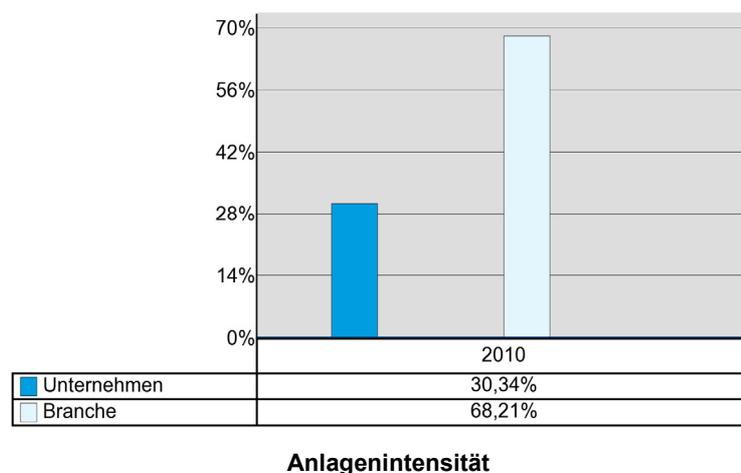
Der Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses 2011 lag zum Analysezeitpunkt nicht vor. Dieser befindet sich in der Erstellungsphase. Der vorläufige Konzernabschluss für das Jahr 2011 stand für Analysezwecke zur Verfügung (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung).

Aktive latente Steuern werden vom Eigenkapital abgezogen. Ausleihungen an / Forderungen gegen Gesellschafter werden vom Eigenkapital abgezogen. Nicht operative Erträge werden im Rahmen der Cashflow-Betrachtungen vernachlässigt.

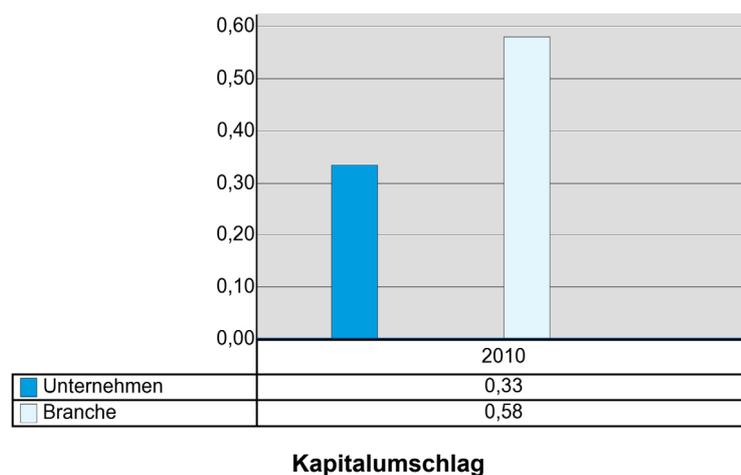
Analysebereich: Vermögen

Im Bereich der Vermögensstrukturanalyse werden im Folgenden die Kennzahlen Anlagenintensität, Kapitalumschlag und der Deckungsgrad des Anlagevermögens dargestellt.

Die Kennzahl Anlagenintensität wird als Indikator für die Flexibilität des Unternehmens hinsichtlich der Anpassung an Beschäftigungsschwankungen herangezogen. Eine geringe Anlagenintensität erleichtert es dem Unternehmen, auf Veränderungen im Absatzbereich zu reagieren. Hinsichtlich der Kostenstruktur können sich Vorteile ergeben, wenn eine niedrige Anlagenintensität den Fixkostenanteil reduziert.

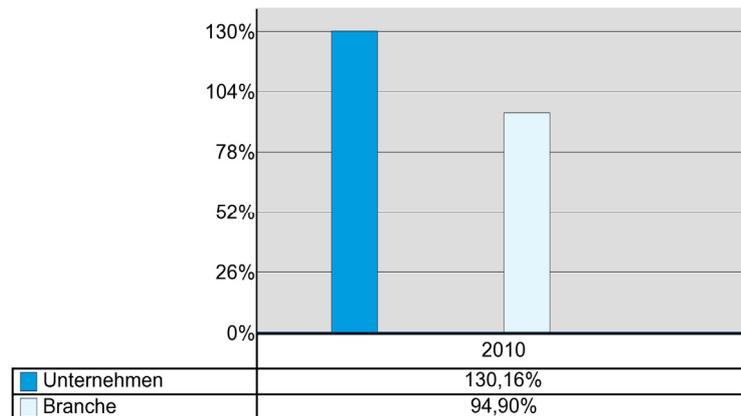


Zum Bilanzstichtag 31.12.2010 hat sich das Anlagevermögen des Windreich-Konzerns gegenüber dem Vorjahr (rd. 247,0 Mio. EUR) deutlich auf rd. 109,6 Mio. EUR reduziert. Dies ist maßgeblich auf Reduzierungen des immateriellen Vermögens sowie des Sach- und Finanzanlagevermögens zurückzuführen. Gleichzeitig erhöhte sich die Bilanzsumme von rd. 336,0 Mio. EUR auf rd. 361 Mio. EUR vergleichsweise moderat. Insgesamt hat sich die Anlagenintensität des Windreich-Konzerns in 2010 deutlich verringert und beträgt demnach rd. 30,4% (Vj. rd. 73,5%, vgl Anlage C).



Die Kennzahl Kapitalumschlag wird als Indikator für die Umsetzung des im Unternehmen gebundenen Gesamtkapitals herangezogen. Je höher der Kapitalumschlag desto höher ist bei einer gegebenen Gewinnspanne die Rentabilität. Ein hoher Kapitalumschlag deutet auf eine gute Kapazitätsausnutzung hin, die über den Umsatzprozess zu Liquiditätszuflüssen führt.

Der Kapitalumschlag der Windreich AG (Konzern) ist in den beiden letzten Jahren sehr gering (vgl. Anlage C). Im Vergleich zur Referenzbranche ist der Kapitalumschlag des Windreich-Konzerns deutlich verringert.



Deckungsgrad Anlagevermögen

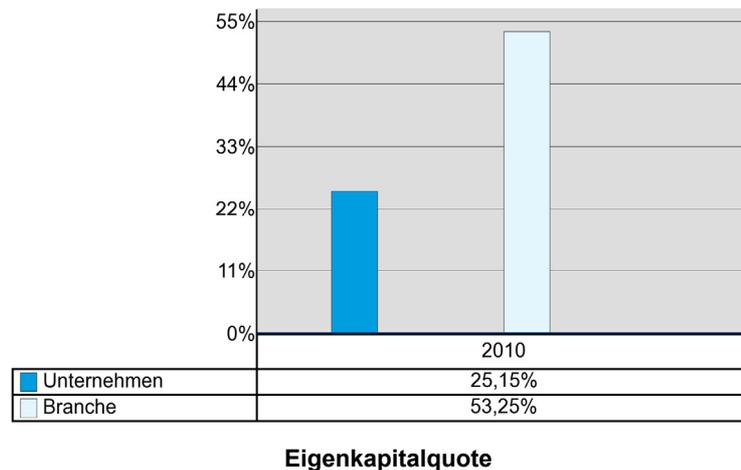
Die Kennzahl Deckungsgrad des Anlagevermögens wird als Indikator für die Solidität der Finanzierung des Anlagevermögens herangezogen. Eine hohe Abdeckung des Anlagevermögens mit langfristigem Kapital steht für eine solide Finanzierung des Anlagevermögens. Werte um 100% gelten als durchschnittlich, da auch Teile des Umlaufvermögens (Bodensatz) längerfristig finanziert werden sollten.

Der Deckungsgrad des Anlagevermögens des Windreich-Konzerns konnte in 2010 nahezu verdoppelt werden. Da sich das bereinigte Eigenkapital des Windreich-Konzerns absolut zum Bilanzstichtag 31.12.2010 erhöhte, ist insbesondere das deutlich geringere Anlagevermögen ursächlich für den Rückgang dieser Kennzahl. Der Deckungsgrad des Anlagevermögens liegt somit in 2010 sehr deutlich über dem Branchenvergleichswert.

Analysebereich: Kapital

5.3

Im Bereich der Kapitalstrukturanalyse wird die Kennzahl Eigenkapitalquote dargestellt.



Die Kennzahl Eigenkapitalquote wird als Indikator für die Solidität der Finanzierung des Gesamtunternehmens angesehen. Grundsätzlich gilt, dass ein Unternehmen umso solider finanziert ist, je höher der Eigenkapitalanteil ist. Ein hoher Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital verbessert die Haftungsbasis des Unternehmens und gewährleistet eine weitgehende Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern.

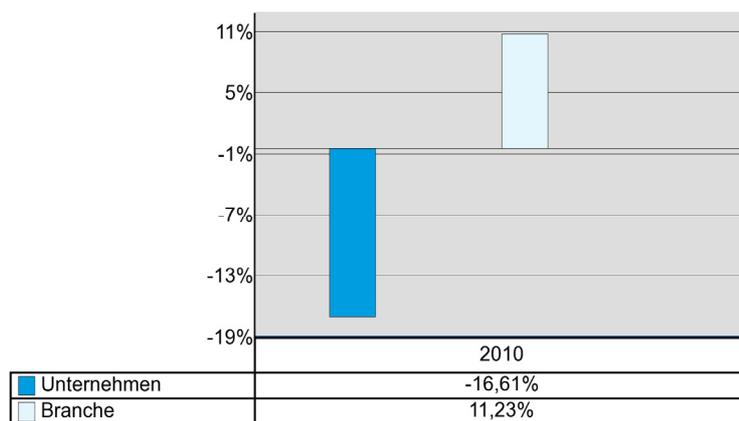
Zum 31.12.2010 konnte das Eigenkapital absolut um rd. 7,5 Mio. EUR auf rd. 90,8 Mio. EUR gesteigert werden. Die Eigenkapitalquote des Windreich-Konzerns hat sich im Geschäftsjahr 2010 nahezu stabil entwickelt und lag mit überschlägig rd. 25,2% auf dem Vorjahresniveau (rd. 24,8%, vgl. Anlage C). Die Eigenkapitalquote liegt nahezu auf dem Gesamtwirtschaftsniveau (rd. 27,2%, vgl. Anlage C), jedoch unter dem Branchenniveau (rd. 53,3%). Basierend auf den Planungen für den Windreich-Konzern soll die Eigenkapitalquote auch in den Planjahren ca. 25% betragen (vgl. Aktuelle Geschäftsentwicklung, S. 10).

Analysebereich: Finanzkraft

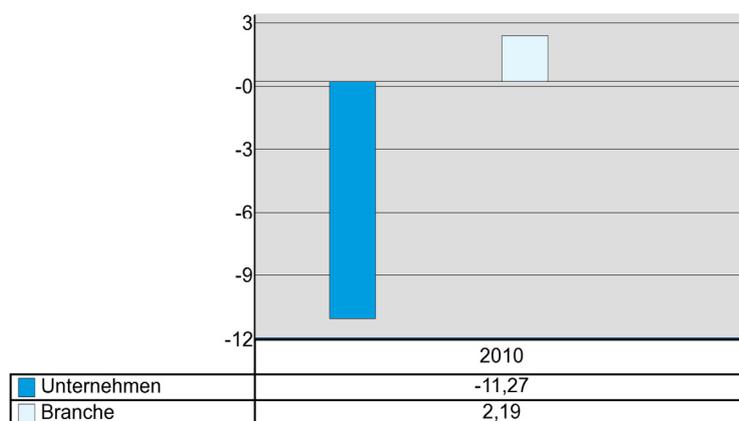
5.4

Im Bereich der Finanzkraftanalyse werden im Folgenden die Kennzahlen Cashflow-Quote sowie die dynamische Entschuldungsdauer dargestellt.

Der Cashflow wird als Indikator für das Innenfinanzierungspotenzial des Unternehmens betrachtet. Zur Relativierung des absoluten Betrages wird die Gesamtleistung herangezogen. Je höher die Cashflow-Quote ist, desto größer sind die finanziellen Mittel, die dem Unternehmen aus der Leistungserstellung zur Verfügung stehen. Der Cashflow kann bereits innerhalb der Abrechnungsperiode teilweise oder vollständig für investive Zwecke oder zur Schuldentilgung verwendet worden sein.


Cashflow zur Gesamtleistung

Der Cashflow zur Gesamtleistung ist negativ. Ursächlich hierfür ist im Rahmen der strukturierten Aufbereitung der Jahresabschlussinformationen insbesondere die Bereinigung des operativen Cashflows um nicht operative Erträge (vgl. Methodik der Jahresabschlussanalyse, S. 31). Letztere belaufen sich im Jahr 2010 auf rd. 27,3 Mio. EUR (Vj. rd. 20,7 Mio. EUR). Insofern keine Bereinigung um nicht operative Erträge durchgeführt worden wäre, stellt sich die Kennzahl deutlich positiver dar.


Dynamische Entschuldungsdauer

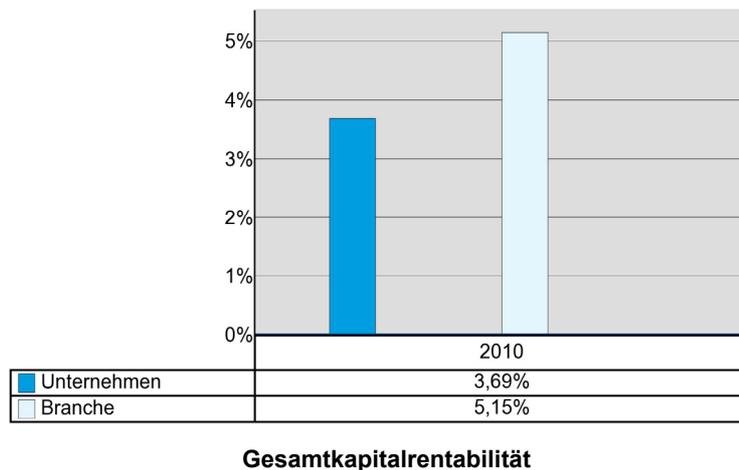
Die Kennzahl „Dynamische Entschuldungsdauer“ wird als Indikator für die Schuldentilgungskraft eines Unternehmens herangezogen. Sie gibt die (hypothetische) Rückzahlungsdauer des berichtigten Fremdkapitals in Jahren, den sogenannten Entschuldungszeitraum, an. Je geringer diese Kennzahl ist, desto größer ist der Finanzierungsspielraum eines Unternehmens. Darüber hinaus wird die Kennzahl als Maß für die Möglichkeiten weiterer Fremdkapitalfinanzierung angesehen.

Da der operative Cashflow auf Grund der Bereinigung um nicht operative Erträge in 2010 negativ ist (vgl. hierzu auch Kennzahl Cashflow zur Gesamtleistung), ist auch die hier betrachtete Kennzahl „Dynamische Entschuldungsdauer“ negativ. Insofern keine Bereinigung um nicht operative Erträge durchgeführt worden wäre, stellt sich die Kennzahl deutlich positiver dar.

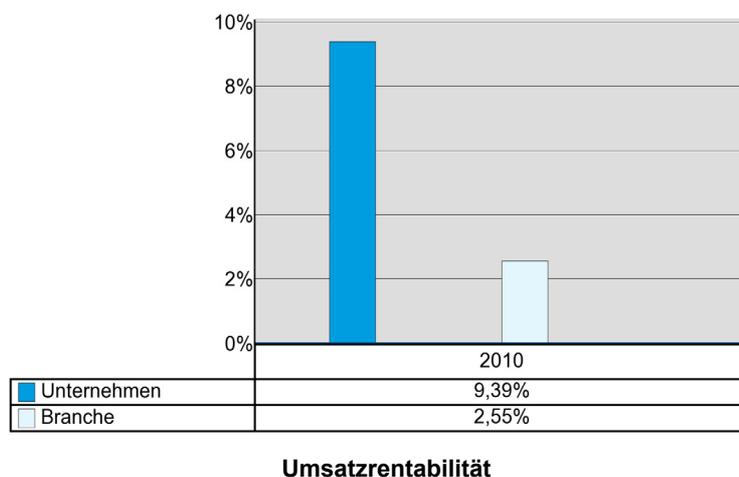
Analysebereich: Rentabilität

5.5

Im Bereich der Rentabilitätsanalyse werden im Folgenden die Kennzahlen Gesamtkapitalrentabilität und Umsatzrentabilität dargestellt. Aus dem Bereich der Aufwandsstrukturkennzahlen werden die Personalaufwandsquote und die Materialaufwandsquote ergänzt.



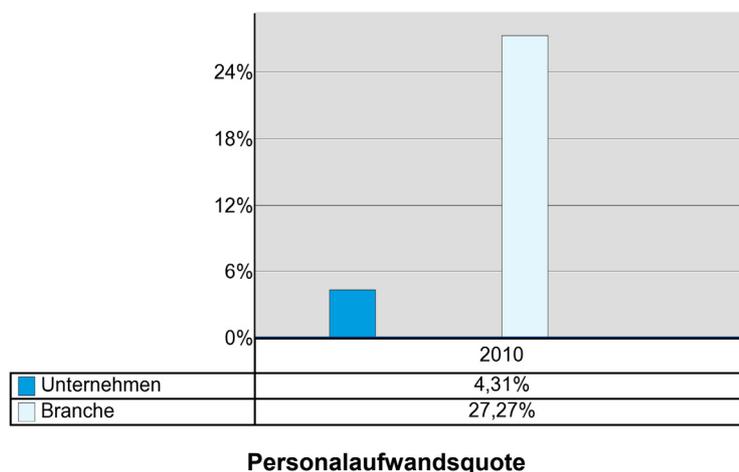
Die Gesamtkapitalrentabilität wird als Indikator für die Verzinsung des im Unternehmen eingesetzten Gesamtkapitals herangezogen. Sie steht für die Fähigkeit und Effizienz des Unternehmens, mit dem zur Verfügung stehenden Vermögen nachhaltig Gewinne zu erzielen. Die Gesamtkapitalrentabilität des Windreich-Konzerns hat sich von rd. 6,3% im Jahr 2009 auf rd. 3,7% im Jahr 2010 reduziert. In 2010 liegt die Gesamtkapitalrentabilität unter dem Branchenvergleichswert in Höhe von rd. 5,2% sowie unter dem Vergleichswert der Gesamtwirtschaft in Höhe von rd. 6,7%. Ursache hierfür ist der reduzierte Saldo aus dem jährlichen Jahresüberschuss plus Zinsaufwendungen. Dies wirkt negativ auf die analysierte Kennzahl. Zudem hat die stetig steigende Bilanzsumme negative Auswirkung auf die Gesamtkapitalrentabilität.



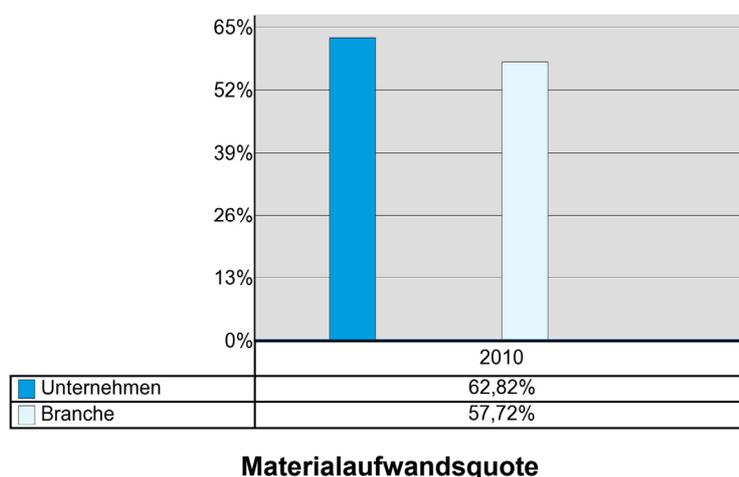
Die Kennzahl Umsatzrentabilität wird als Indikator für die Überschusserzielung aus Umsätzen betrachtet. In der hier definierten Form fließen lediglich die betrieblich realisierten Überschüsse in die Berechnung ein. Ein hoher Wert steht für gute Erfolgspotenziale der betrieblichen Tätigkeit. Die Umsatzrentabilität des Windreich-Konzerns hat sich im Jahr 2010 auf rd. 9,4% (Vj. rd. 12,3%) reduziert. Grund hierfür ist einerseits der geringere Saldo (ca. -0,6 Mio. EUR in 2010) aus Betriebsergebnis minus Zinsaufwendungen sowie andererseits gestiegene Umsatzerlöse (+31,4% auf rd. 120,8 Mio. EUR in 2010). Die Umsatzrentabilität liegt im Mehrjahresvergleich über den Referenzwerten der Branche sowie der Gesamtwirtschaft (vgl. Anlage C).

Die Personal- und Materialaufwandsquote repräsentieren in der Regel die größten betrieblichen Kostenfaktoren. Aus dem Vergleich mit den Branchenwerten lassen sich Erkenntnisse über die Kostenstruktur des Unternehmens im Zeitablauf ableiten und ggf. noch nutzbare Rationalisierungspotenziale des Unternehmens erkennen.

Die Personalaufwandsquote des Windreich-Konzerns liegt in den Jahren 2009 und 2010 jeweils deutlich unter den Referenzwerten der Branche und der Gesamtwirtschaft (vgl. Anlage C).



Die Personalaufwandsquote des Windreich-Konzerns liegt in den Jahren 2009 und 2010 jeweils über den Referenzwerten der Branche und der Gesamtwirtschaft (vgl. Anlage C).



Anlage A: Strukturierte Bilanz / Gewinn- und Verlustrechnung

Anlage A

strukturierte Aktiva per 31.12.	2009 TEUR	2010 TEUR
Konzessionen, Schutzrechte, Lizenzen	50.068,99	4.252,98
Anzahlungen auf immaterielles Vermögen		
sonstige immaterielle Vermögensgegenstände		
bereinigtes immaterielles Vermögen	50.068,99	4.252,98
Grundstücke, Bauten	0,00	41,00
Maschinen, technische Anlagen	37.021,95	29.711,77
Betriebs- und Geschäftsausstattung, Anlagen	8.882,09	5.014,64
Anzahlungen und Anlagen im Bau	5.014,17	0,00
sonstige Sachanlagen		
Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)/US-GAAP-Positionen (AV)		
Sachanlagevermögen	50.918,21	34.767,40
Anteile an verbundenen Unternehmen	4.044,20	31.428,81
Ausleihungen an verbundene und assoziierte Unternehmen sowie an Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht		
Beteiligungen	96.051,12	1.147,12
Wertpapiere des Anlagevermögens	45.608,39	25.850,06
sonstige Ausleihungen und Finanzanlagen	327,74	12.096,21
Finanzanlagen	146.031,45	70.522,20
Summe Anlagevermögen	247.018,65	109.542,58
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe		
fertige und unfertige Erzeugnisse und Handelswaren	10.447,04	14.875,77
geleistete Anzahlungen	3.209,88	2.436,63
sonstige Vorräte		
Vorräte	13.656,92	17.312,40
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen RLZ bis 1 Jahr	9.300,09	29.122,84
Forderungen gegen verbundene und assoziierte Unternehmen sowie gegen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ bis 1 Jahr		
sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände RLZ bis 1 Jahr	19.390,34	53.520,88
Wertpapiere des Umlaufvermögens	3.279,15	3.619,10
davon sonstige Wertpapiere des Umlaufvermögens	3.279,15	3.619,10
flüssige Mittel	34.439,57	43.816,88
aktive Rechnungsabgrenzung (ohne Disagio)	747,02	331,59
Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)/US-GAAP-Positionen (UV)		
monetäres (kurzfristiges) Umlaufvermögen	67.156,18	130.411,29
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen RLZ über 1 Jahr		
Forderungen gegen verbundene und assoziierte Unternehmen sowie gegen Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ über 1 Jahr	7.888,58	43.598,48
sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände RLZ über 1 Jahr	464,00	60.147,00
mittelfristiges Umlaufvermögen	8.352,58	103.745,48
Summe Umlaufvermögen	89.165,68	251.469,16
bereinigte Bilanzsumme Aktiva	336.184,32	361.011,75

Windreich AG (Konzern)

strukturierte Passiva per 31.12.	2009 TEUR	2010 TEUR
Nennkapital, Kapitalkonto I	25,00	10.000,00
+ Kapitalkonto II		
- ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital		
+ Kapitalrücklage	0,00	1.388,86
+ Gewinnrücklagen / Rücklagen bei Personengesellschaften	117.935,82	127.576,74
- Aufwendungen für Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebes und für die Eigenkapitalbeschaffung		
- aktivierter Geschäfts- oder Firmenwert		
- selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände		
- Ausleihungen an / Forderungen gegen Gesellschafter	105.830,75	51.377,85
- sonstige Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)/US-GAAP-Positionen (EK)		
- Disagio	386,00	431,00
- aktivische latente Steuern	0,00	2.780,00
+ passivische latente Steuern	17.777,22	3.681,07
+ Zuschüsse (inkl. 2/3 Baukostenzuschüsse)		
+ Aufwandsrückstellungen		
+ 1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil		
+ Ausgleichsposten zur Konzernbilanz	36.402,24	0,00
+ Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter mit EK-Charakter (Rangrücktritt)		
+ Genussrechtskapital		
+ Minderheitsanteile am Eigenkapital	3.762,65	700,11
+ sonstiges Eigenkapital		
+ Gewinnvortrag / - Verlustvortrag		
+ Jahresüberschuss / - Jahresfehlbetrag	13.632,37	0,00
+ Bilanzgewinn / - Bilanzverlust	0,00	2.036,05
bereinigtes Eigenkapital	83.318,55	90.793,98
Anleihen RLZ über 5 Jahre		
Pensionsrückstellungen und ähnliche längerfristige Rückstellungen		
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten RLZ über 5 Jahre	55.841,00	51.781,83
Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter ohne Rangrücktritt		
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen RLZ über 5 Jahre		
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ über 5 Jahre		
steuerpflichtige Zuschüsse (inkl. 1/3 Baukostenzuschüsse)		
sonstige Verbindlichkeiten und Steuerverbindlichkeiten RLZ über 5 Jahre	500,00	0,00
langfristiges Fremdkapital	56.341,00	51.781,83

Windreich AG (Konzern)

strukturierte Passiva per 31.12.	2009 TEUR	2010 TEUR
1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil		
Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter RLZ 1 bis 5 Jahre	9.999,90	0,00
Anleihen RLZ 1 bis 5 Jahre	0,00	58.954,00
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten RLZ 1 bis 5 Jahre	4.017,00	4.071,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen RLZ 1 bis 5 Jahre		
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ 1 bis 5 Jahre		
erhaltene Anzahlungen RLZ 1 bis 5 Jahre		
Wechselverbindlichkeiten RLZ 1 bis 5 Jahre		
sonstige Verbindlichkeiten und Steuerverbindlichkeiten RLZ 1 bis 5 Jahre	12.588,00	664,76
mittelfristiges Fremdkapital	26.604,90	63.689,76
Steuerrückstellungen und sonstige Rückstellungen	7.008,16	4.574,20
Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter RLZ bis 1 Jahr	7,00	11.095,75
Anleihen RLZ bis 1 Jahr		
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten RLZ bis 1 Jahr	100.357,79	100.712,00
erhaltene Anzahlungen RLZ bis 1 Jahr	2.469,25	0,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen RLZ bis 1 Jahr	7.573,75	14.847,16
Wechselverbindlichkeiten RLZ bis 1 Jahr		
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht RLZ bis 1 Jahr	109,61	2.678,07
auszuschüttender Betrag		
sonstige Verbindlichkeiten inkl. Steuerverbindlichkeiten RLZ bis 1 Jahr	52.394,31	20.839,00
passive Rechnungsabgrenzung		
kurzfristiges Fremdkapital	169.919,87	154.746,18
Summe Fremdkapital	252.865,77	270.217,76
bereinigte Bilanzsumme Passiva	336.184,32	361.011,75

Windreich AG (Konzern)

strukturierte GuV 1.1.-31.12.	2009 TEUR	2010 TEUR
Umsatzerlöse	91.917,10	120.833,62
Bestandsveränderung (+ / -)	0,00	0,00
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	100,00
Gesamtleistung	91.917,10	120.933,62
Aufwand für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	77.218,14	75.103,58
Aufwand für bezogene Leistungen	0,00	869,73
Rohertrag	14.698,96	44.960,31
sonstige betriebliche Erträge	21.287,59	29.306,82
davon sonstige nicht operative Erträge	20.707,00	27.294,00
davon betriebsfremd	19.694,00	27.267,00
davon periodenfremd	1.013,00	27,00
davon Zuschreibungen	0,00	0,00
Löhne und Gehälter	2.681,31	4.732,90
soziale Abgaben, Altersversorgung	158,12	475,92
Abschreibungen inkl. Firmenabschreibung	3.043,11	4.002,26
sonstige betriebliche Aufwendungen	12.182,97	43.835,82
davon sonstige nicht operative Aufwendungen	830,00	4.707,00
davon Einstellung in SoPo	0,00	0,00
davon betriebsfremd	830,00	4.707,00
davon periodenfremd	0,00	0,00
Betriebsergebnis	17.921,04	21.220,24
Erträge / Aufwendungen aus Beteiligungen	6,14	623,39
Erträge aus anderen Wertpapieren	0,00	0,00
sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	2.091,90	3.594,33
Abschreibungen auf Finanzanlagen	110,00	12.808,27
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	6.628,09	9.873,31
Finanzergebnis	-4.640,05	-18.463,86
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	13.280,99	2.756,38
außerordentliche Erträge	624,51	237,43
außerordentliche Aufwendungen	0,00	0,00
außerordentliches Ergebnis	624,51	237,43
Gesamtergebnis	13.905,51	2.993,80
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-529,12	-456,31
sonstige Steuern	5,54	10,21
Jahresüberschuss / -fehlbetrag (vor Verwendung)	14.429,08	3.439,90
Gewinn-/Verlustabführung, Ausschüttungen	-796,71	-1.185,34
Jahresüberschuss / -fehlbetrag (nach Verwendung)	13.632,37	2.254,56

Windreich AG (Konzern)

Anlage B: Kapitalflussrechnung

Anlage B

	2010
	TEUR
I. Ein- & Auszahlungen aus der laufenden Geschäftstätigkeit	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	3.439,90
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen Anlagevermögen	4.002,26
+/- Veränderung der langfristigen Rückstellungen (inkl. Verrechnung Rückdeckungsversicherung)	0,00
Cash Flow der ordentlichen Geschäftstätigkeit	7.442,16
- sonstige nicht operative Erträge	27.294,00
+ Veränderung der Sonderposten	0,00
- außerordentliches Ergebnis	237,43
Cash Flow aus der betrieblichen Geschäftstätigkeit/Cash Flow (absolut)	-20.089,27
Zunahme/Abnahme	
Vorratsvermögen	-3.655,47
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-19.822,75
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	-35.709,90
sonstige Aktiva	-42.110,17
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.273,41
Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen	2.568,45
kurzfristige Rückstellungen	-2.433,96
sonstige Passiva	-60.543,95
Cash Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit (1)	-146.992,17
II. Ein- & Auszahlungen im Rahmen der Investitionstätigkeit	
immaterielles Vermögen	45.816,01
Sachanlagevermögen	12.148,54
Finanzanlagevermögen	75.509,25
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit (2)	133.473,80
III. Ein- & Auszahlungen im Rahmen der Unternehmensfinanzierung	
Eigenkapitalzuführungen	-33.496,21
Bankkredite	-4.005,17
Gesellschafterdarlehen	1.088,84
Anleihen	58.954,00
Cash Flow aus der Unternehmensfinanzierung (3)	22.541,46
Cash Flow	
Cash Flow aus der laufender Geschäftstätigkeit (1)	-146.992,17
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit (2)	133.473,80
Cash Flow aus der Unternehmensfinanzierung (3)	22.541,46
Cash Flow (1+2+3)	9.023,10
Finanzmittelfonds	
Zunahme (+) / Abnahme (-) der Zahlungsmittel	9.377,31
Zunahme (-) / Abnahme (+) der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	-354,21
Veränderung der Finanzmittelfonds	9.023,10

Windreich AG (Konzern)

Anlage C: Kennzahlenübersicht

Anlage C

Vermögensstruktur	2009	2010	WZ*	GW**
Anlagenintensität (%)	73,48	30,34	68,21	28,42
Kapitalumschlag	0,27	0,33	0,58	1,85
Umschlagsdauer (Tage)	--	46,77	10,02	33,85
Deckungsgrad Anlagevermögen (%)	56,54	130,16	94,90	103,67
Quote der flüssigen Mittel (%)	11,22	13,14	9,65	5,63
Kundenziel (Tage)	36,93	87,97	25,21	29,38
Kapitalstruktur				
Eigenkapitalquote (%)	24,78	25,15	53,25	25,64
Bilanzanalytische Eigenmittelquote (%)	27,61	28,63	58,36	40,17
Verschuldungsgrad	3,03	2,98	0,33	1,59
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	50,54	42,86	20,96	52,90
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	16,76	14,34	8,32	8,99
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	174,42	112,88	16,29	13,52
Fremdkapitalstruktur (%)	67,01	63,43	28,97	45,11
Lieferantenziel (Tage)	35,80	71,33	38,24	39,71
Finanzkraft				
Cash Flow (absolut)	--	-20.089,27	0,00	--
Cash Flow zur Gesamtleistung (%)	--	-16,61	11,23	4,82
Cash Flow zur Effektivverschuldung (%)	--	-3,33	21,53	15,69
Cash Flow ROI (%)	--	-5,56	6,09	7,85
dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	--	-11,27	2,19	3,53
Rentabilität				
Eigenkapitalrentabilität (%)	17,32	3,79	8,51	12,10
Gesamtkapitalrentabilität (%)	6,26	3,69	5,15	6,24
Umsatzrentabilität (%)	12,29	9,39	2,55	3,00
Rohertragsquote (%)	15,99	37,21	64,26	51,36
EBIT Interest Coverage	2,70	2,15	2,66	3,72
EBITDA Interest Coverage	3,16	2,55	4,94	6,71
Personalaufwandsquote (%)	3,09	4,31	27,27	22,89
Materialaufwandsquote (%)	84,01	62,82	57,72	54,04
Cost Income Ratio (%)	84,17	85,93	96,42	96,24
Umsatz je Mitarbeiter (absolut)	6.127,81	4.647,45	0,00	--
Liquidität				
Liquidität I. Grades (%)	20,27	28,32	74,52	11,88
Liquidität II. Grades (%)	39,52	84,27	95,65	62,39
Liquidität III. Grades (%)	52,48	162,50	604,88	118,77
Net Working Capital (absolut)	-80.754,19	96.722,99	0,00	--

Windreich AG (Konzern)

* Wirtschaftszweig/Branche (vgl. S. 23-24)

** Gesamtwirtschaft

Anlage D: Definition der Kennzahlen

Anlage D

Kennzahl	Definition
Vermögen	
Anlagenintensität (%)	Summe Anlagevermögen / Bereinigte Bilanzsumme * 100
Kapitalumschlag	Umsatzerlöse / Bereinigte Bilanzsumme
Umschlagsdauer Vorräte (Tage)	Ø-Bestand an Vorräten / Umsatzerlöse * 365
Deckungsgrad Anlagevermögen (%)	(Bereinigtes Eigenkapital + Langfristiges Fremdkapital) / Summe Anlagevermögen * 100
Quote der flüssigen Mittel (%)	(Flüssige Mittel + Sonstige Wertpapiere) / Bereinigte Bilanzsumme * 100
Kundenziel (Tage)	Forderungen aus LuL / Umsatzerlöse * 365
Kapital	
Eigenkapitalquote	Bereinigtes Eigenkapital / Bereinigte Bilanzsumme * 100
Bilanzanalytische Eigenmittelquote	(Bereinigtes Eigenkapital + Pensionsrückstellungen) / (Bereinigte Bilanzsumme - Grundstücke und Bauten - Flüssige Mittel) * 100
Verschuldungsgrad	Summe Fremdkapital / Bereinigtes Eigenkapital
Kurzfristige Fremdkapitalquote	Kurzfristiges Fremdkapital / Bereinigte Bilanzsumme * 100
Langfristige Fremdkapitalquote	Langfristiges Fremdkapital / Bereinigte Bilanzsumme * 100
Kapitalbindung (%)	(Kurzfristige Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute + Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten + Verbindlichkeiten aus LuL + Wechselverbindlichkeiten) / Umsatzerlöse * 100
Fremdkapitalstruktur (%)	(Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute + Verbindlichkeiten aus LuL + Wechselverbindlichkeiten) / (Fremdkapital - Erhaltene Anzahlungen) * 100
Lieferantenziel (Tage)	Verbindlichkeiten aus LuL / Wareneinkauf * 365
Finanzkraft	
Cashflow (absolut)	Jahresüberschuss / -fehlbetrag + Abschreibungen - Zuschreibungen + Veränderung langfristiger Rückstellungen + Veränderung der Sonderposten mit Rücklageanteil + Außerordentliches Ergebnis + Aperiodisches Ergebnis
Cashflow-Quote	Cashflow / Gesamtleistung * 100
Cashflow zur Effektivverschuldung	(Cashflow + Abschreibungen auf Finanzanlagen) / (Kurz- u. mittelfristiges Fremdkapital - Erhaltene Anzahlungen) * 100
Cashflow ROI	Cashflow / Bereinigte Bilanzsumme * 100
Dynamische Entschuldungsdauer	(Summe Fremdkapital - Pensionsrückstellungen - Flüssige Mittel) / Cashflow

Rentabilität	
Eigenkapitalrentabilität	Jahresüberschuss / Bereinigtes Eigenkapital*100
Gesamtkapitalrentabilität	(Jahresüberschuss + Fremdkapitalzinsen) / ereinigte Bilanzsumme *100
Umsatzrentabilität	(Betriebsergebnis-Fremdkapitalzinsen) / Umsatzerlöse*100
Rohertragsquote	Rohertrag / Umsatzerlöse*100
EBIT Interest Coverage	Betriebsergebnis / Zinsaufwand (ohne Saldierung mit Zinserträgen)
EBITDA Interest Coverage	(Betriebsergebnis + Abschreibungen + Goodwill) / Zinsaufwand (ohne Saldierung mit Zinserträgen)
Personalaufwandsquote	Personalaufwand / Gesamtleistung*100
Materialaufwandsquote	Materialaufwand/Gesamtleistung*100
Cost Income Ratio	(Abschreibungen + Personalaufwand + Materialaufwand + sonstige betriebliche Aufwendungen.) / Umsatzerlöse + sonstige betriebliche Erträge *100
Liquidität	
Liquidität I. Grades	Zahlungsmittel / kurzfristiges Fremdkapital *100
Liquidität II. Grades	Zahlungsmittel + kurzfristige Forderungen / kurzfristiges Fremdkapital *100
Liquidität III. Grades	Umlaufvermögen / kurzfristiges Fremdkapital *100
Net Working Capital	Umlaufvermögen - kurzfristiges Fremdkapital
Sonstiges	
Bereinigtes Eigenkapital	Nennkapital, Kapitalkonto I + Kapitalkonto II - ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital + Kapitalrücklage + Gewinnrücklagen / Rücklagen bei Personengesellschaften - Aufwendungen für Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebes und für die Eigenkapitalbeschaffung - aktivierter Geschäfts- oder Firmenwert - selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände - Ausleihungen an / Forderungen gegen Gesellschafter - sonstige Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)/US-GAAP-Positionen (EK) - Disagio - aktivische latente Steuern + passivische latente Steuern + Zuschüsse (inkl. 2/3 Baukostenzuschüsse) + Aufwandsrückstellungen + 1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil + Ausgleichsposten zur Konzernbilanz + Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter mit EK-Charakter (Rangrücktritt) + Genussrechtskapital + Minderheitsanteile am Eigenkapital + sonstiges Eigenkapital + Gewinnvortrag bzw. - Verlustvortrag + Jahresüberschuss bzw. - Jahresfehlbetrag + Bilanzgewinn bzw. - Bilanzverlust
Bereinigte Bilanzsumme	Bereinigtes Eigenkapital +Summe Fremdkapital

Anlage E: Disclaimer

Anlage E

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass die uns vom Mandanten zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind sowie deren Inhalt korrekt ist und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

Anlage F: Kontaktdaten

Anlage F

Creditreform Rating AG
 Hellersbergstraße 11
 D - 41460 Neuss

Telefon +49 (0) 2131 / 109-626
 Telefax +49 (0) 2131 / 109-627
 E-Mail info@creditreform-rating.de
www.creditreform-rating.de

Vorstand: Dr. Michael Munsch
 Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl
 HR Neuss B 10522

Windreich AG
 Esslinger Straße 11-15
 D - 72649 Wolfschlugen

Telefon +49 (0) 7022 / 953060
 Telefax +49 (0) 7022 / 54820
 E-Mail: info@windreich.de
www.windreich.de

Vorstand: Willi Balz (Vorsitzender),
 Dr. Walter Döring (stv. Vorsitzender), Heiko Roß
 Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Axel Müller