

Emissionsrating für die
Anleihe 2016/2030 der

**PROKON
Regenerative Energien eG**

20. September 2016



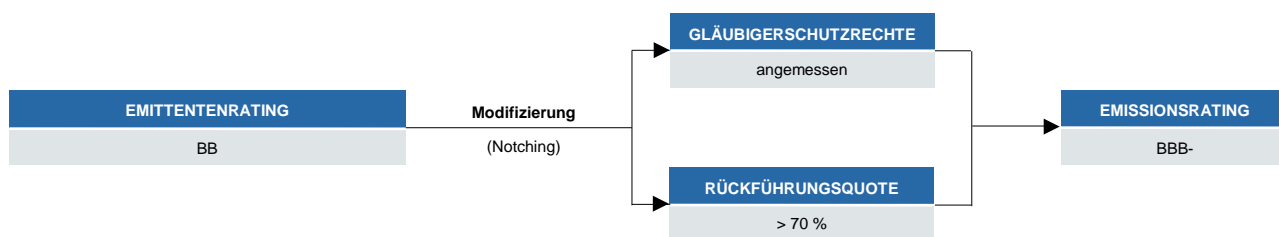
EULER HERMES
Rating

Inhalt

Emissionsrating	1
Ratingbegründung	2
Ratinghistorie	2
Transaktionsstruktur	3
Emissionsbedingungen	4
Gläubigerschutzrechte	4
Sicherheiten	5
Rückführung	7
Planmäßige Rückführung	7
Verwertungsszenario	8
Notching	9
Durchführung des Ratings	10
Anlagen	
Anlage 1	Ratingnotationen
Anlage 2	Rückführungsquote Basis Szenario
Anlage 3	Rückführungsquote Stress Szenario

Emissionsrating

Anleihe 2016/2030 der PROKON Regenerative Energien eG		20. September 2016	BBB-
		Emissionsrating	
		Ausblick	stabil
Branche	Energie / Erneuerbare Energie / Stromerzeugung aus Windenergie, Projektentwicklung und Energiehandel	Emissionsvolumen	€ 500 Mio.
		Kupon	3,5 % p.a.



EMITTENTENRATING	BB
<ul style="list-style-type: none"> Moderate Geschäftsrisiken Leicht erhöhte Finanzrisiken 	

GLÄUBIGERSCHUTZRECHTE	+/- 0
<ul style="list-style-type: none"> Angemessene Gläubigerschutzrechte Umfangreiche Informationsrechte Übliche Kündigungsrechte Restriktive Financial Covenants 	

ANLEIHESTATUS	
<ul style="list-style-type: none"> Nicht nachrangige, besicherte Schuldverschreibungen Negativverpflichtung Per 09/2016 rund € 410 Mio. bereits valutierend Derzeit keine weiteren Schuldtitel emittiert 	

RÜCKFÜHRUNGSQUOTE	+ 2
<ul style="list-style-type: none"> Rückführungsquote Basis Szenario > 90% Rückführungsquote Stress Szenario > 70% 	

ECKDATEN		
ISIN / WKN	DE000A2AASM1	(WKN: A2AASM)
Emissionsvolumen	€ 500 Mio.	davon aktuell € 29,66 Mio. selbst gehaltene Schuldverschreibungen
Festzins	3,5 % p.a.	jährliche Zahlungsweise ab 12.10.2016, danach jeweils zum 25.06.
Tilgung	gleichmäßig	ab 25.06.2017 in jährlichen Raten, Option zur vorzeitigen Rückzahlung
Laufzeit	15 Jahre	bis 25.06.2030
Sicherheiten	€ 524 Mio.	Basis Szenario 2016 zur Wertindikation Windparkportfolio
Ø DSCR / LLCR (2016 – 2030)	1,3 / 1,3	Basis Szenario (Stress Szenario: 1,0 / 1,0)

Ratingbegründung

Euler Hermes Rating bewertet die Anleihe 2016/2030 der PROKON Regenerative Energien eG mit einem Emissionsvolumen von € 500 Mio. und einer Laufzeit bis 2030 mit BBB-. Das Rating setzt sich zusammen aus dem Emittentenrating der PROKON Regenerative Energien eG (BB) und einem Aufschlag von zwei Notch, der sich aus dem nicht-nachrangigen Anleihestatus, den angemessenen Gläubigerschutzrechten sowie der erwarteten Rückführungsquote aus den besicherten Schuldverschreibungen ergibt.

Transaktionsstruktur als Maßnahme aus dem Insolvenzplanverfahren

Im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens der PROKON Regenerative Energien GmbH hat die Gläubigerversammlung durch Annahme des vorgelegten Insolvenzplanes unter anderem bewirkt, dass Gläubiger von Genussrechtsforderungen Ansprüche zum Erwerb von künftigen, verzinslichen und handelbaren Schuldverschreibungen der durch Umwandlung entstandenen PROKON Regenerative Energien eG (Emittentin) erhielten. Der Gesamtnominalwert der Schuldverschreibungen unter der Anleihe 2016/2030 beträgt € 500 Mio. Davon werden rund € 30 Mio. bis auf weiteres durch die Emittentin selbst gehalten. Die Schuldverschreibungen begründen besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin und sind im Wesentlichen mit den Windparks besichert, die zum Zeitpunkt der Aufhebung des Insolvenzverfahrens im Bestand der PROKON-Gruppe waren.

Angemessene Gläubigerschutzrechte

Die Emissionsbedingungen räumen den Gläubigern von Schuldverschreibungen aus der Anleihe 2016/2030 der PROKON Regenerative Energien eG nach unserer Einschätzung angemessene Gläubigerschutzrechte ein. Hierzu zählen wir insbesondere die Kündigungsrechte mit restriktiven Financial Covenants, die umfassenden Informationspflichten der Emittentin, den nicht-nachrangigen Status der Schuldverschreibungen, die Bestellung treuhänderisch verwalteter Sicherungsrechte sowie die beschränkte Negativverpflichtung im Hinblick auf die Gewährung von Sicherungsrechten für andere Finanzverbindlichkeiten größer als € 50 Mio. Die Sicherungsrechte umfassen nach unserer Einschätzung werthaltige Sicherheiten, die je nach Wertentwicklung geeignet sind die Gläubiger im Fall von Zahlungsausfällen zu schützen und so die Risiken aus einem möglichen Totalverlust ausstehender Forderungen wirksam zu begrenzen.

Rückführungsquote Basis Szenario > 90 % Stress Szenario > 70 %

Im Hinblick auf eine planmäßige Rückführung erscheint uns die Struktur der Anleihe unter Berücksichtigung der Kapitaldienstdeckung aus den unterlegten Windparks sowie weiteren Potenzialen aus Liquiditätsreserven und zukünftigem Geschäftspotenzial angemessen. Im Verwertungsszenario erwarten wir eine Bandbreite von hohen bis sehr hohen Rückführungsquoten. So ergaben sich bei der Analyse unseres Basis Szenarios Rückführungsquoten von jeweils mehr als 90 %. In unserem um Marktpreisrisiken adjustierten Stress Szenario ergaben sich Werte über 80 % und unter Berücksichtigung strukturell vorrangiger Finanzverbindlichkeiten gemäß Negativverpflichtung (€ 50 Mio.) noch Werte größer 70 %. Die Selbstverpflichtung zum Aufbau einer Liquiditätsreserve (€ 15 Mio.) bis 2025 wirkte sich dabei positiv auf die Rückführungsquote aus. Eine derzeit unwahrscheinliche Veräußerung selbst gehaltener Schuldverschreibungen könnte sich hingegen negativ auf die Rückführungsquote auswirken.

Ratinghistorie

	20.09.2016			
Emissionsrating Anleihe 2016/2030	BBB-			
Emittentenrating	BB			
Ausblick	stabil			

Transaktionsstruktur

Anleiheemission als Maßnahme aus dem Insolvenzplanverfahren

Im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens PROKON Regenerative Energien GmbH hat die Gläubigerversammlung durch Annahme des vorgelegten Insolvenzplanes unter anderem bewirkt, dass Gläubiger von Genussrechtsforderungen Ansprüche zum Erwerb von künftigen, verzinslichen und handelbaren Schuldverschreibungen der durch Umwandlung entstandenen PROKON Regenerative Energien eG (Emittentin) in Höhe von € 498,3 Mio. erhielten. Weitere Schuldverschreibungen im Nennbetrag von € 1,7 Mio. werden zunächst von der Emittentin selbst gehalten, sodass der Gesamtnominalwert der Schuldverschreibungen unter der Anleihe 2016/2030 € 500 Mio. beträgt. Die Schuldverschreibungen begründen besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin und sind im Wesentlichen mit den Windparks besichert, die zum Zeitpunkt der Aufhebung des Insolvenzverfahrens im Bestand der PROKON-Gruppe waren. Der Gesamtnominalwert in Höhe von € 500 Mio. orientiert sich dabei an dem Wert, den PROKON zum Ende des Insolvenzverfahrens für die Bestandswindparks zu Fortführungswerten bilanziert hatte.

Besicherung durch Windparkbestand zum Ende des Insolvenzverfahrens

Ein Teil der Erwerbsrechte ist in Geschäftsguthaben umgewandelt

Nach Aufhebung des Insolvenzverfahrens haben Gläubiger Erwerbsrechte im Nennbetrag von rund € 27,96 Mio. in Geschäftsguthaben der PROKON Regenerative Energien eG getauscht und sind dadurch Mitglieder der Genossenschaft geworden bzw. haben ihre Anteile erhöht. In Folge dieser Umwandlung stehen der Emittentin nach Emission der Anleihe die getauschten Schuldverschreibungen in einem Nennbetrag von € 27,96 Mio. zu, die sie zunächst selbst halten wird.

Nicht ausgeübte Erwerbsrechte werden an institutionelle Investoren platziert

Sofern Gläubiger ihr Erwerbsrecht weder wirksam ausüben noch tauschen, sieht der Insolvenzplan vor, dass die diesen Erwerbsrechten entsprechenden Schuldverschreibungen von PROKON bestmöglich und marktschonend innerhalb von zwölf Monaten nach Ablauf der Erwerbsfrist (21.06.2016) an institutionelle Investoren veräußert werden. Der so realisierte Veräußerungserlös ist an die Gläubiger, die ihr Erwerbsrecht nicht ausgeübt haben, abzüglich etwaiger Steuern und Kosten, auszukehren. Mit der Auskehrung des Veräußerungserlöses ist die entsprechende Forderung dieser Gläubiger erfüllt.

Selbst gehaltene Schuldverschreibungen können entwertet oder veräußert werden

Alle selbst gehaltenen Schuldverschreibungen im Nennbetrag von insgesamt € 29,66 Mio. (€ 1,7 Mio. + € 27,96 Mio.) können zu einem späteren Zeitpunkt veräußert oder entwertet werden. Eine Veräußerung könnte nach dem Anleiheprospekt frühestens im Anschluss an die vollständige Platzierung aller nicht abgerufenen Schuldverschreibungen erfolgen. Nach heutigem Stand erscheint jedoch eine Entwertung dieser Titel wahrscheinlicher.

	(gerundet)
Gesamtnominalwert Anleihe 2016/2030	€ 500 Mio.
davon selbst gehaltene Schuldverschreibungen	€ 30 Mio.

Strukturell vorrangig besicherte Finanzverbindlichkeiten bis € 50 Mio. zulässig

Neben der Anleihe existieren keine weiteren gleichrangigen Finanzverbindlichkeiten. Gemäß Negativverpflichtung der Emittentin ist die Gewährung von Sicherheiten für weitere Finanzverbindlichkeiten bis zu einem Betrag von € 50 Mio. zulässig. Im September 2016 ist in diesem Zusammenhang eine strukturell vorrangig besicherte Betriebsmittellinie in Höhe von € 47 Mio. mit einem Konsortium aus vier Banken vereinbart worden.

Emissionsbedingungen

Gläubigerschutzrechte

Emissions- bzw. Anleihe- bedingungen vom 13. Mai 2016

Die Emissions- bzw. Anleihebedingungen entnehmen wir dem von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt vom 13. Mai 2016. Im Folgenden werden die wesentlichen Gläubigerschutzrechte aus der zugrunde liegenden Anleiheemission verkürzt dargestellt:

- **Status:** Die Schuldverschreibungen begründen besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin.
- **Negativverpflichtung:** Die Emittentin verpflichtet sich und ihre Tochtergesellschaften, solange Schuldverschreibungen ausstehen, keine Sicherungsrechte größer € 50 Mio. in Bezug auf ihr gesamtes Vermögen zur Sicherung von Finanzverbindlichkeiten zu gewähren, ohne gleichzeitig die Anleihegläubiger gleichrangig an einem solchen den Betrag von € 50 Mio. übersteigenden Sicherungsrecht zu beteiligen oder ihnen ein gleichwertiges Sicherungsrecht zu gewähren. Ausgenommen von dieser Erklärung sind Zweckgesellschaften, deren Finanzierung ohne Rückgriffsmöglichkeit (non-recourse) auf andere Gesellschaften innerhalb der PROKON-Gruppe vorgenommen wird.
- **Garantie der PROKON New Energy Poland Sp. z o.o.:** Übernahme einer unbedingten und unwiderruflichen Garantie für die ordnungsgemäße und pünktliche Zahlung von Kapital und Zinsen und sonstiger auf die Schuldverschreibungen zahlbarer Beträge. Die Garantie begründet eine Verbindlichkeit der Garantin gegenüber dem Treuhänder.
- **Sicherungsrechte:** Die Emittentin hat Sicherheiten zugunsten eines Treuhänders bestellt, der sie treuhänderisch zur Absicherung der Ansprüche der Gläubiger unter den Schuldverschreibungen hält. Im Wesentlichen handelt es sich um die Sicherungsübertragung hinsichtlich des Eigentums an allen Windenergieanlagen, die sich gegenwärtig oder in Zukunft in den Sicherungsgebieten befinden (Sicherungsübertragungsvertrag). Des Weiteren besteht ein Globalzessionsvertrag hinsichtlich von Forderungen (i) aus Abverkaufsverträgen, (ii) aus Versicherungsverträgen, (iii) aus oder im Zusammenhang mit dem Gesetz für den Ausbau erneuerbarer Energien (EEG), (iv) aus Direktvermarktungsverträgen, (v) aus Betriebs- und Wartungsverträgen (O&M Verträge), sowie (vi) aus allen bestehenden Nebenrechten, soweit diese Forderungen bzw. Rechte im Zusammenhang mit Windenergieanlagen, die als Sicherheit dienen stehen. Ergänzende Pfandverträge sichern den Zugriff auf Konten, bewegliches Vermögen und Gesellschaftsanteile.
- **Informationsrechte:** Die Emittentin verpflichtet sich, auch ohne Börsenzulassung, geprüfte Einzel- und Konzernabschlüsse samt Lagebericht sowie Zwischenfinanzinformationen auf ihrer Internetseite zu veröffentlichen. Des Weiteren verpflichtet sie sich zur unverzüglichen Veröffentlichung von konkreten Informationen über nicht öffentlich bekannte Umstände, die die Emittentin unmittelbar betreffen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsenpreis oder, sofern es keinen Börsenpreis gibt, den Wert der Schuldverschreibungen erheblich zu beeinflussen.
- **Kündigungsrechte:** Im Falle der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens werden alle Schuldverschreibungen automatisch zur sofortigen Rückzahlung fällig. Einzelkündigungsrechte mit sofortiger Rückzahlungswirkung sind für folgende Ereignisse geregelt:
 - Zahlungsverzug von mehr als 15 Tagen
 - Verletzung sonstiger Verpflichtungen für mehr als 30 Tage (Informationspflichten ausgenommen; mind. 1/10 des ausstehenden Nominalkapitals müssen kündigen)

- Drittverzug von mehr als 30 Tagen im Zusammenhang mit anderen Finanzverbindlichkeiten. Hierzu zählen Zahlungsverzug, vorzeitige Fälligkeitstellung oder die Durchsetzung von Sicherheiten, sofern die betreffenden Finanzverbindlichkeiten mindestens einem Gesamtbetrag von € 5 Mio. entsprechen (mind. 1/10 des ausstehenden Nominalkapitals müssen Kündigung erklären)
- Bekanntgabe der Zahlungsunfähigkeit bzw. der Einstellung von Zahlungen
- Liquidation (ausgenommen bei Zusammenschlüssen oder Umwandlungen)
- Unzulässige Geschäfte mit Genossenschaftsmitgliedern
- Unzulässige Sicherheitengewährung für Finanzverbindlichkeiten
- Unzulässige Dividendenzahlung: Ausschüttungen vor dem 25.06.2017 sowie Ausschüttungen, die dazu führen, dass die bereinigte Eigenkapitalquote der PROKON-Gruppe bestimmte Mindestgrenzen unterschreitet (bis 31.12.2017: 10%, bis 31.12.2018: 15 %, ab 01.01.2019: 20 %) bzw. den jeweils zuletzt ausgewiesenen Jahres- bzw. Konzernjahresüberschusses überschreiten.
- Unterschreitung eines Mindestbarmittelbestands in Höhe der jeweils nächsten Zahlung von Zins und Tilgung. Zum Barmittelbestand zählen dabei auch nicht gezogenen Kreditlinien mit einer verbleibenden Mindestlaufzeit von 12 Monaten.
- Überschreitung der zulässigen Verschuldung: Zulässig sind (i) alle zum Ausgabetag bestehenden Finanzverbindlichkeiten, (ii) alle den Schuldverschreibungen nachrangigen Finanzverbindlichkeiten, (iii) bis zu einem Gesamtbetrag von € 50 Mio. alle nach dem Ausgabebetrag eingegangenen Finanzverbindlichkeiten die mit den Schuldverschreibungen zumindest gleichrangig sind und (iv) alle sonstigen Finanzverbindlichkeiten die einen Gesamtbetrag von € 5 Mio. nicht überschreiten.
- Nichtvorliegen von Sicherheiten: Dauerhafte Rechtsunwirksamkeit von Garantien, Treuhandverträgen und Sicherheitenverträgen, die sich wesentlich auf die Besicherung der Verbindlichkeiten unter den Schuldverschreibungen auswirken.

Sofern einer der genannten Kündigungsgründe eingetreten ist und dieser Zustand fort-dauert, wird der Treuhänder automatisch alle Schuldverschreibungen kündigen und sofort fällig stellen, sobald Kündigungserklärungen von Gläubigern von Schuldverschreibungen im Nennbetrag von mindestens 1/4 der dann ausstehenden Schuldverschreibungen vorliegen.

Sicherheiten

Rechtswirksamkeit von Treuhand- und Sicherheitsverträgen

Die Emittentin hat die Dentons GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft und die VR Trust Beteiligungsgesellschaft mbH nach Maßgabe des Treuhandvertrages vom 22. September 2015 zu Treuhändern im Hinblick auf die Sicherheiten bestellt. Die Treuhänder werden Inhaber der jeweiligen schuldrechtlichen und dinglichen Sicherungsrechte und Pfandrechte und verwalten diese für die Gläubiger. Rechtsgutachten von unabhängigen Anwaltskanzleien, die bestätigen könnten, dass die relevanten Verträge der Transaktionsstruktur – insbesondere die Sicherheiten betreffend (Treuhandvertrag, Sicherheitsverträge) – rechtswirksam bestellt bzw. abgeschlossen wurden und in der gewählten Jurisdiktion durchsetzbar sind, lagen nicht vor. Vor dem Hintergrund der im Rahmen des Insolvenzplans erfolgten Bestellung und treuhänderischen Verwaltung der Sicherheiten sowie der laufenden Überwachung durch den Insolvenzverwalter gehen wir jedoch von einer gegebenen Rechtswirksamkeit aus.

Windparks in Deutschland und Polen im Eigentum der PROKON-Gruppe

Bei den Sicherheiten handelt es sich im Wesentlichen um Windparks in Deutschland und Polen, sowie abgetretene Ansprüche aus deren Betrieb während der verbleibenden, genehmigten Betriebslaufzeit, die zum Zeitpunkt der Beendigung des Insolvenzverfahrens im Eigentum der PROKON-Gruppe standen und von ihr betrieben wurden. Das Sicherheitenportfolio von insgesamt 53 Windparks (davon 42 in Deutschland) besteht aus 314 einzelnen Windenergieanlagen und einer installierten Gesamtleistung von 529 MW. Die durchschnittliche betriebliche Restnutzungsdauer der Anlagen beträgt für Deutschland derzeit 14 Jahre und für Polen 21 Jahre (ohne Repoweringpotenziale). Unter Fortführungsgesichtspunkten

ergibt sich aus unserer Sicht gegenwärtig ein Wertansatz von rund € 524 Mio. (Basis Szenario).

**Übersicht über das
 Windparkportfolio unter
 den Sicherheitsverträgen**

Position	Deutschland	Polen
Windparks (Anzahl)	42	11
Windenergieanlagen (Anzahl)	280	34
Gesamtleistung / je WEA	461 MW / 1,65 MW	68 MW / 2 MW
Ø Alter / Ø Restlaufzeit (Jahre)	11 / 14	4 / 21
EBITDA Forecast 2016 (Basis Szenario)	€ 52 Mio.	€ 8 Mio.
Fortführungswert 2016 (Basis Szenario)	€ 476 Mio.	€ 48 Mio.

Unsere Sicherheitenbewertung basiert auf langfristig getroffenen Annahmen und unterliegt daher Unsicherheiten u. a. bezüglich der Stromproduktionsmenge, der Entwicklung der Marktpreise für Strom (insbesondere nach Auslaufen staatlich regulierter Vergütungen), der operativer Betriebskosten (z.B. Wartungskosten) und der Entwicklung der Marktzinsen. Im Kapitel Rückführung wird eine mögliche Wertentwicklung während der planmäßigen Laufzeit der Schuldverschreibungen anhand von Marktpreisszenarien untersucht.

Emissionsbedingungen

Die Emissionsbedingungen räumen den Gläubigern von Schuldverschreibungen aus der Anleihe 2016/2030 der PROKON Regenerative Energien eG nach unserer Einschätzung angemessene Gläubigerschutzrechte ein. Hierzu zählen wir insbesondere die Kündigungsrechte mit restriktiven Financial Covenants, die umfassenden Informationspflichten der Emittentin, den nicht-nachrangigen Status der Schuldverschreibungen, die Bestellung treuhänderisch verwalteter Sicherungsrechte sowie die beschränkte Negativverpflichtung bzgl. der Gewährung von Sicherungsrechten für andere Finanzverbindlichkeiten größer € 50 Mio. Die Sicherungsrechte umfassen nach unserer Einschätzung werthaltige Sicherheiten, die je nach Wertentwicklung geeignet sind die Gläubiger im Fall von Zahlungsausfällen zu schützen und so die Risiken aus einem möglichen Totalverlust ausstehender Forderungen wirksam zu begrenzen (vgl. Rückführung).

Rückführung

Planmäßige Rückführung

Kupon 3,5 % p.a.
Tilgung rund 7 % p.a.
jährliche Zahlweise

Die Schuldverschreibungen werden bezogen auf ihren jeweiligen festgelegten Nennbetrag verzinst, und zwar vom 1. August 2015 (einschließlich) bis zum letzten Rückzahlungstermin (ausschließlich) mit jährlich 3,5 %. Die Zinsen sind nachträglich am 25. Juni eines jeden Jahres zahlbar. Die erste Zinszahlung erfolgt abweichend hiervon am 12. Oktober 2016 und beläuft sich auf € 0,42 je Schuldverschreibung. Die zweite Zinszahlung erfolgt am 25. Juni 2017 und beläuft sich auf € 0,25 je Schuldverschreibung. Soweit sie nicht zuvor bereits ganz oder teilweise zurückgezahlt oder angekauft und entwertet wurden, werden die Schuldverschreibungen ab dem 25. Juni 2017 in jährlichen Raten in Höhe von rund 7 % des Nennbetrages planmäßig zurückgezahlt. Die Emittentin hat zudem ab dem 25. Juni 2018 jährlich wiederkehrend die Wahl einer vorzeitigen vollständigen Rückzahlung.

Zins- und Tilgungszahlungen auf ein Gesamtvolumen von rd. € 470 Mio.

Zins- und Tilgungszahlungen fallen für alle valutierenden, abzüglich der von PROKON selbst gehaltenen Schuldverschreibungen an. Nach heutigem Stand erscheint eine Veräußerung der selbst gehaltenen Schuldverschreibungen unwahrscheinlich.

Mio. €	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	...2030
Zins	19,8	11,8	15,3	14,1	12,9	11,7	10,5	9,4	8,2	7,0	1,2
Tilgung	0,0	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	33,4	33,4	33,4	33,4
Gesamt	19,8	45,6	49,1	48,0	46,8	45,6	44,4	42,7	41,6	40,4	34,6

* Zins- und Tilgungsplan Anleihe 2016/2030 der PROKON Regenerative Energien eG

Windparks unter den Sicherheitsverträgen decken > 90 % der Zins- und Tilgungszahlungen

Zins- und Tilgungszahlungen sind aus dem laufenden Geschäftsbetrieb der PROKON Gruppe zu decken. Zu Großteilen (> 90 %) sollen die Deckungsbeiträge hierbei aus den 53 die Anleihe besichernden Windparks generiert werden. Zusätzlich sollen weitere regelmäßige Erträge aus fünf weiteren Bestandparks, zukünftig ansteigenden Beteiligungserträgen und der Betriebsführung (neu entwickelter Windparks) generiert werden. Unregelmäßige Erträge sollen im Zusammenhang mit der Projektentwicklung sowie dem Energiehandel anfallen. Für die Geschäftsjahre 2016 bis 2018 erwartet die PROKON-Gruppe ein konsolidiertes EBITDA in Höhe von jährlich € 63 Mio. (davon aus den Windparks unter den Sicherheitsverträgen € 60 Mio.).

Ø DSCR Basis Szenario: 1,3
Ø DSCR Stress Szenario: 1,0

Eine rein isolierte Untersuchung der EBITDA-Kapitaldienstdeckung (DSCR) aus den 53 Windparks unter den Sicherheitsverträgen ergab für den Zeitraum 2017 bis 2030 einen guten Deckungsgrad von 1,3. Die EBITDA-Prognosen (Basis Szenario) basieren hierbei auf unserer Ansicht nach hinreichend konservativen Annahmen bzgl. Stromproduktion (P75- Werte aus den jeweiligen Windgutachten), Marktpreisprognosen für die Zeit nach dem Auslaufen staatlich regulierter Festvergütungen (Ø 6,8 ct/kWh 2025/2030; IHS CERA-Cambridge Energy Research Associates) sowie Annahmen zu Windparkbetriebskosten (z.B. Wartung) auf Basis bisheriger IST-Daten. Die Fortschreibung des aktuell niedrigen Marktpreisniveaus (Ø 3,0 ct/kWh) über die gesamte Laufzeit der Anleihe (Stress Szenario) führt zu einer Reduzierung des erwarteten Deckungsgrads auf 1,0 und führt ab 2025 wegen zunehmender Marktpreisrisiken zu Unterdeckungen. Positiv wirkt sich in diesem Zusammenhang die Selbstverpflichtung zum Aufbau einer Liquiditätsreserve in Höhe von € 15 Mio. bis 2025 aus.

Liquiditätsreserve (bis 2025: € 15 Mio.) zum Ausgleich zunehmender Marktpreisrisiken

Verwertungsszenario

Rückführungsquote in Abhängigkeit von der Wertentwicklung des Windparkportfolios

Im Fall von liquiditätsbedingten Zahlungsstörungen-/ausfällen oder anderen kündigungs-auslösenden Ereignissen droht die Gesamtkündigungen aller Schuldverschreibungen durch den Treuhänder sowie die sofortige Fälligstellung aller ausstehenden Ansprüche. In solchen Szenarien wird in der Regel die Verwertung der bestellten Sicherheiten relevant. Um Bandbreiten für eine mögliche Rückführungsquote (Recovery Rate) zu bestimmen, haben wir den über die Laufzeit planmäßig abnehmenden Nominalverbindlichkeiten aus der Anleihe mögliche Wertentwicklungen des als Sicherheit hinterlegten Windparkportfolios gegenübergestellt. Bei dem maximalen Anleihevolumen gehen wir von € 470 Mio. aus und beziehen die selbst gehaltenen Schuldverschreibungen (€ 30 Mio.) zunächst nicht in die Betrachtung mit ein (vgl. oben).

Bewertung anhand des Discounted Cash Flow Verfahrens

Die Bewertung des Windparkportfolios erfolgte anhand des Discounted Cash Flow Verfahrens. Hierbei wurden die aus den Windparkprojekten zu erwartenden Rest-Cashflows (E-BITDA) abzüglich Ertragssteuern zu unterschiedlichen Zeitpunkten in den Jahren 2016 - 2030 mit Hilfe eines Kapitalisierungssatzes (WACC) abgezinst. Die Windparkprojekte hatten dabei eine erwartete Betriebslaufzeit von maximal 25 Jahren, das Durchschnittsalter beträgt derzeit 11 Jahre in Deutschland bzw. 4 Jahre in Polen (vgl. Sicherheiten). Des Weiteren wurden die Auswirkungen unterschiedlicher Marktpreisszenarien untersucht. Die Bewertung basiert auf langfristig getroffenen Annahmen und unterliegt daher Unsicherheiten u. a. bezüglich der Stromproduktionsmenge, der Entwicklung der Marktpreise für Strom (insbesondere nach Auslaufen staatlich regulierter Vergütungen), der operativen Betriebskosten (z.B. Wartungskosten) und der Entwicklung der Marktzinsen.

Basis Szenario Rückführungsquote > 90%

In unserem Basis Szenario (vgl. Anlage 2) gehen wir u. a. von P75-Werten für die Stromproduktion, Marktpreisen für Deutschland nach IHS CERA, begrenzten Vergütungspreisen von maximal 5,48 ct/kWh für polnische Windparks (22,4 gr/kWh bei EUR/PLN 4,09) sowie einem WACC von 4,5 % über die Gesamtlaufzeit aus. Die sich unter diesen Annahmen ergebenden Bewertungsansätze ergeben Rückführungsquoten größer 100 % über die Gesamtlaufzeit der Anleihe. Eine Anhebung des WACC auf 7,5 % würde Rückführungsquoten größer 90 % ergeben.

In unserem Stress Szenario (vgl. Anlage 3) schreiben wir, abweichend von den IHS CERA Prognosen, das aktuell niedrige Marktpreisniveau (Ø 3,0 ct/kWh) über die gesamte Laufzeit der Anleihe fixiert fort. Hierdurch reduzieren sich die erwarteten Rückführungsquoten auf ein Niveau größer 90 % (WACC 4,5%) bzw. größer 80 % (WACC 7,5 %).

Stress Szenario Rückführungsquote > 70%

Ein weiteres Szenario mit zusätzlicher Berücksichtigung strukturell vorrangig besicherter Finanzverbindlichkeiten in Höhe von € 50 Mio. (vgl. Negativverpflichtung), reduziert die erwartete Rückführungsquote in unserem Stress Szenario auf ein Niveau größer 70 %. In diesem Szenario wirkt sich allerdings auch der selbstverpflichtende Aufbau einer bis 2025 zu bildenden Liquiditätsreserve (€ 15 Mio.) positiv auf die Rückführungsquote aus.

Negativer Einfluss durch Veräußerung selbst gehaltener Schuldver- schreibungen möglich

Das Szenario einer Veräußerung der selbst gehaltenen Schuldverschreibungen erscheint aus unserer Sicht zum heutigen Stand unwahrscheinlich. Eine vollständige Veräußerung könnte sich je nach Wertentwicklung des Windparkportfolios negativ auf die derzeitigen erwarteten Rückführungsquoten auswirken. Für das Stress Szenario unter Berücksichtigung strukturell vorrangig besicherter Finanzverbindlichkeiten bedeutet dies, dass die erwartete Rückführungsquote ab dem Jahr 2024 in Folge zunehmender Marktpreisrisiken auf ein Niveau zwischen 60 % und 70 % absinken könnte.

Rückführung

Im Hinblick auf eine planmäßige Rückführung erscheint die Strukturierung der Anleihe unter Berücksichtigung der Kapitaldienstdeckung aus Erträgen der den Sicherheitsverträgen unterlegten Windparks (DSCR Basis Szenario: Ø 1,3) sowie weiterer Potenziale aus Liquiditätsreserven und dem zukünftigen Geschäftspotenzial der PROKON Gruppe unserer Ansicht nach angemessen. Im Wertungsszenario erwarten wir eine Bandbreite von hohen bis sehr hohen Rückführungsquoten. Die Bewertung der Sicherheiten erfolgte dabei nach dem Discounted Cash Flow Verfahren. So ergaben sich bei der Analyse unseres Basis Szenarios in Abhängigkeit unterschiedlicher Kapitalisierungssätze Rückführungsquoten von jeweils mehr als 90 %. In unserem um Marktpreisrisiken adjustierten Stress Szenario ergaben sich Werte größer 80 % und unter Berücksichtigung strukturell vorrangiger Finanzverbindlichkeiten in Höhe von € 50 Mio. (vgl. Negativverpflichtung) noch Werte über 70 %. Hierbei wirkte sich der selbstverpflichtende Aufbau einer bis 2025 zu bildenden Liquiditätsreserve (€ 15 Mio.) positiv auf die Rückführungsquote aus. Eine Veräußerung der selbst gehaltenen Schuldverschreibungen (€ 30 Mio.; derzeit unwahrscheinlich) könnte sich hingegen bei schwacher Wertentwicklung der Sicherheiten negativ auf die Rückführungsquote auswirken.

Notching

Emittentenrating: BB

Notching: +2

Emissionsrating: BBB-

Der nicht-nachrangige Anleihestatus, die angemessenen Gläubigerschutzrechte sowie die erwartete Rückführungsquote aus den besicherten Schuldverschreibungen führen zu einem auf das Emittentenrating bezogenen Aufschlag von zwei Notch. Daher bewerten wir die Emission der Anleihe 2016/2030 der PROKON Regenerative Energien eG mit BBB-.

Signifikante Veränderungen in Bezug auf unsere Einschätzung der Rückführungsquote können eine Veränderung des Notching und damit eine Anpassung des Emissionsratings während des Monitoring-Verfahrens erfordern. Mögliche Einflussfaktoren sind die Wertentwicklung hinterlegter Sicherheiten, der Nennbetrag selbst gehaltener Schuldverschreibungen und die Liquiditätsreserve.

Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Emissionsratings wurde am 21. Juli 2016 durch die PROKON Regenerative Energien eG (Auftraggeberin) erteilt. Das Managementinterview fand am 12. September 2016 in den Räumen der Auftragnehmerin statt. Am 29. September 2016 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 20. September 2016 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Rating auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratings auf den Internetseiten der Ratingagentur (www.eulerhermes-rating.com) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und seines Umfelds weiter überwacht. Seitens der gerateten Gesellschaft besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Ratingagentur führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnote, sodass die im Internet veröffentlichte Note jederzeit die aktuelle Ratingbeurteilung darstellt. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der Auftraggeberin. Die Auftraggeberin hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle Informationen des Berichts in allen wesentlichen Gesichtspunkten richtig und vollständig sind, keine wesentlichen Aspekte verschwiegen wurden und soweit die Informationen zukunftsgerichtet sind, diese auf plausiblen, nachvollziehbaren und aktuellen Ausgangsdaten basieren und von der Auftraggeberin mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Auftraggeberin übernimmt jedoch keine Garantie dafür, dass sich alle auf die Zukunft gerichteten Informationen, insbesondere die Projektionen, wie dargestellt realisieren. Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld wie auch unvorhersehbare Ereignisse können die zukunftsgerichteten Informationen und Projektionen entsprechend beeinträchtigen.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind. Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Auftraggeberin übernimmt keine Verpflichtung und Haftung zur Vervollständigung der Informationen.

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

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

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 29. September 2016

Analysten

Torsten Schellscheidt, Senior Rating Analyst und Projektleitung
Matthias Peetz, Analyst

Ratingkomitee

Holger Ludewig, Direktor
Dr. Sascha Heller, Senior Analyst

Wesentliche Informationsquellen

- Wertpapierprospekt inklusive Anleihebedingungen (05/2016)
- Managementinterview sowie diverse Telefonate (09/2016)
- Langfristige Planungsrechnungen der 53 Windparks unter den Sicherheitsverträgen (09/2016)
- Wertgutachten für die durch PROKON betriebenen und projektierten Windparks in Deutschland und Polen (12/2014)
- Marktpreisanalysen (IHS CERA, EEX–Phelix Day Base / Year Future, URE Polen)

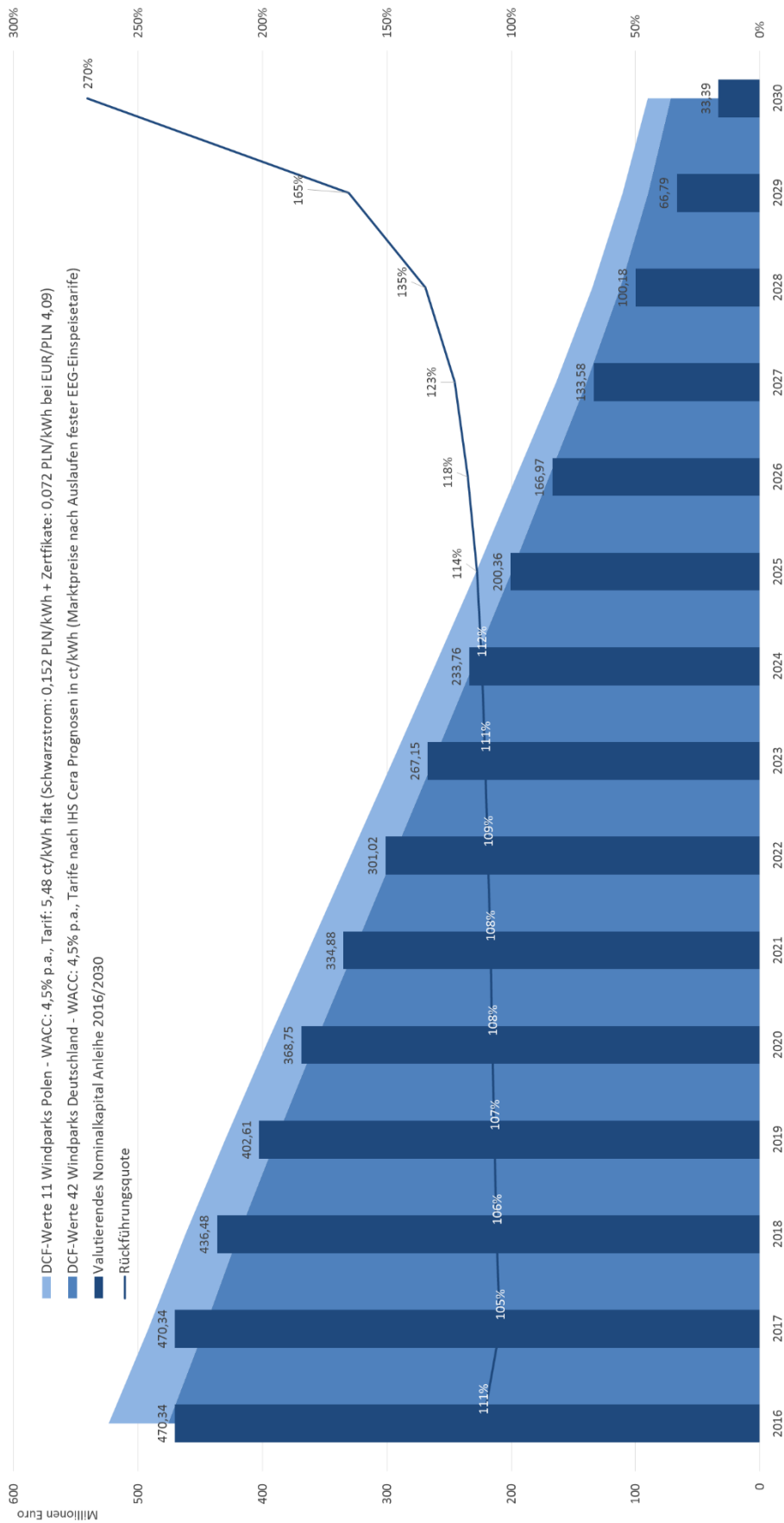
Ratingmethodik

Emissionsrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014
(<http://www.ehrg.de/seiten/Emission2014.pdf>)

Anlage 1: Ratingnotationen

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

Anlage 2: Rückführungsquote (Basis Szenario)



Anlage 3: Rückführungsquote (Stress Szenario)

