

Ratingbegründung

Rating vom 30. April 2015	
Emittentenrating:	A-
Ausblick:	Stabil
Rating subject:	
Ratingobjekt:	
Die Elia System Operator S.A./N.V. (Elia), die sich zu 45,08 % im Eigentum des kommunalen Fonds Publi-T SCRL befindet, betreibt in Belgien und Deutschland Stromübertragungsnetze. Die Elia Gruppe erzielte in 2014 mit mehr als 1.900 Mitarbeitern einen Umsatz von € 1,4 Mrd. im Netzgeschäft. Das Emittentenrating steht im Zusammenhang mit der geplanten Begebung einer Anleihe durch die Solar Chest S.A. mit einem Volumen von € 300 Mio. Diese soll den tariflich nicht umlagefähigen Erwerb (Reservierung) von Grünstromzertifikaten durch Elia refinanzieren.	
Stärken:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ staatliche Versorgungsaufträge ■ regionale Monopolstellungen ■ zuverlässige und belastbare Netze ■ sichere Cashflows ■ guter Kapitalmarktzugang 	
Schwächen:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ Professionalität im Projektmanagement und Konzernsynergien ausbaufähig ■ gruppenweites Risikomanagementsystem im Aufbau ■ Nachfolge CEO noch ungelöst 	
Chancen:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ Wachstum durch Netzausbau und Integration Erneuerbarer Energien ■ Ausbau der Dienstleistungs-kompetenz für Dritte 	
Risiken:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ geänderter energiepolitischer und regulatorischer Rahmen ■ Netzinstabilität, „Blackouts“ ■ Investitionsbedarf Großprojekte ■ Konzessionsentzug ■ (kommunale) Dividendenpolitik 	

Euler Hermes Rating bewertet die Bonität der Elia System Operator S.A./N.V. mit A-. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung des Ratings.

Aus unserer Sicht verfügt die Elia Gruppe durch die nationalen Netzinfrastuktur- und Energieversorgungsaufträge über eigene Netze und Konzessionen sowie die regionalen Monopole in Belgien und Deutschland über ein geringes **Geschäftsrisiko**. Positiv bewerten wir hohe Investitionen in den Ausbau der Transitrassen, die Netzkapazitäten und -modernisierung sowie die Integration erneuerbarer Energien und die partnerorientierte Anbindung von Offshore-Plattformen, um die Netzstabilität und Energieeffizienz zu sichern. Wachstumsmöglichkeiten sehen wir durch Synergien mit führenden Transitznetzbetreibern (TSO), Energielieferanten und im Konzernverbund. Markterschließungspotenziale bestehen über Akquisitionen sowie Beratungs- und technische Dienstleistungskompetenz im Netzwerkmanagement. Eine Nachfolge für den interimweise bestellten CEO wird für 2015 angestrebt. Risiken sehen wir durch die zunehmende EU-Liberalisierung und Unwägbarkeiten in der Tarifpolitik.

Das **Finanzrisiko** des Elia Konzerns schätzen wir als moderat ein. Vor dem Hintergrund der regulatorischen Kostendeckung, sicherer Cashflows sowie angemessener Eigenkapitalrenditen bewerten wir Ertragspotenzial und Finanzierungsstruktur als angemessen. Die Finanzierung hoher Wachstumsinvestitionen belastet aus unserer Sicht in Zukunft zunehmend das Entschuldungspotenzial. Der Finanzierungsbedarf für Grünstromzertifikate zugunsten privilegiert begünstigter Kunden durch den Erwerb von Elia und den Transfer (Reservierung) an die Solar Chest S.A. soll über die Begebung einer Anleihe in 2015 durch die Solar Chest S.A. gedeckt werden. Der bevorzugte Zugang zu kommunalen Aktionärsmitteln, der gute Kapitalmarktzugang, die hohe Liquiditätsreserve und freie Finanzierungslinien bieten unseres Erachtens eine sehr gute finanzielle Flexibilität. Risiken bestehen aus unserer Sicht durch Dividendenerwartungen der Aktionäre.

Durch die staatlichen Monopole und die tarifpolitische Gestaltung günstiger Rahmenbedingungen für Elia zeigt sich das hohe nationale und regionale Interesse durch Belgien und Deutschland, den hoheitlichen Versorgungsauftrag von Elia nachhaltig zu sichern. Wir gehen davon aus, dass vor dem guten kommunalen Gesellschafterhintergrund Elia während der Konzessionsdauer bis 2022 durch liquiditätsstärkende Maßnahmen unterstützt wird. Demgemäß nehmen wir bei den Modifizierungen durch **externe staatliche Einflüsse** einen Notch als Zuschlag vor und bewerten Elia mit A-.

Finanzkennzahlen Elia Gruppe*	2012	2013	2014
EBITDA-Marge	33,2	35,7	37,7
Return on Capital employed (ROCE)	5,5	6,8	8,3
Eigenkapitalquote	30,5	30,3	28,8
Verschuldungsgrad	62,5	59,7	56,7
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	9,9	9,1	9,3
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	7,2	5,8	4,9
EBIT-Zinsdeckung	1,9	2,4	3,0
EBITDA-Zinsdeckung	3,0	3,7	4,2

* ProForma Konsolidierung; bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Emittentenratings der Elia System Operator S.A./N.V. wurde am 25. März 2015 durch die Solar Chest S.A. (Auftraggeberin) mit Zustimmung der Ecetia Intercommunale SCRL (jPöR) im Zusammenhang mit der geplanten Platzierung einer Anleihe durch die Solar Chest S.A. erteilt. Der Unternehmensbesuch der Elia System Operator S.A./N.V. und die Managementgespräche mit der Ecetia Intercommunale SCRL (jPöR) und der Solar Chest S.A. fanden jeweils am 02. März 2015 statt. Am 30. April 2015 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an die Elia System Operator S.A./N.V. übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 30. April 2015 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 (Elia System Operator S.A./N.V.) besteht für diesen Zeitraum in Übereinstimmung mit der abzuschließenden Monitoringvereinbarung der Parteien 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 Elia System Operator S.A./N.V. übernimmt keine Verantwortung oder Garantie dafür, dass der Ratingbericht und 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 mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind, auch wenn das Management die höchsten Anstrengungen unternommen hat, die Informationsanforderungen der Euler Hermes Rating GmbH, falls erforderlich, durch offen und bereitwillig erteilte Auskünfte zur Modifizierung zu unterstützen. Die Elia System Operator S.A./N.V. übernimmt 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 Elia System Operator S.A./N.V. 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 Elia System Operator S.A./N.V. gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Elia System Operator S.A./N.V. übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Elia System Operator S.A./N.V. hat der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 03. Juni 2015

Analysten

Karl Holger Möller, Senior Analyst und Projektleiter
Torsten Schellscheidt, Senior Analyst
Allianz Climate Solutions GmbH

Ratingkomitee

Dörte Mählmann, Direktor
Holger Ludewig, Direktor

Wesentliche Informationsquellen

- Testierte Konzernabschlüsse 2012-2014 der Elia System Operator S.A./N.V./Elia Asset S.A./N.V. (Elia) und der Eurogrid GmbH (Eurogrid) sowie Jahresabschlüsse 2012-2014 der Ecetia Intercommunale SCRL (ECETIA; jPöR) und Ecetia Collectivites SCRL (jPöR)
- Testierte Eröffnungsbilanz der Solar Chest S.A.
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen der Elia, Eurogrid und Ecetia Gruppe (z. B. Geschäftsentwicklung 2014 und 2015, Tarifikalkulationen, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategie und Unternehmensplanungen der Elia, Eurogrid, Ecetia und Solar Chest S.A.
- Vorläufiges Financial Model der Solar Chest vom 26. Mai 2015
- Unternehmens- und Finanzierungsverträge der Elia Gruppe
- Gesetze, regulatorischer Rahmen
- Gespräche mit dem Management von Ecetia, Solar Chest S.A. und Elia
- Informationsmemorandum der Transaktion für die Reservierung der Grünstromzertifikate (27.01.2015)
- Vorläufige Anleihebedingungen der Privatplatzierung mit einem Volumen von € 200-300 Mio. mit Stand vom 22. Mai 2015
- Vorläufige Vereinbarung für den Erwerb und die Reservierung von Grünstromzertifikaten zwischen Elia, Solar Chest und dem Sicherheitsagent mit Stand 22. Mai 2015

Ratingmethodik

Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014
(<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2014.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: Gesellschafter- und Transaktionsstruktur

