

RATINGBERICHT

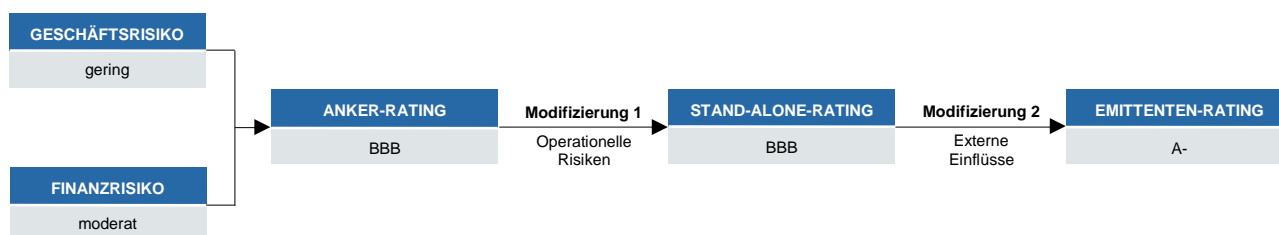
Elia System Operator S.A./N.V.

18. August 2016



Emittentenrating

Elia System Operator S.A./N.V.		12. Juli 2016	A-
		Emittentenrating	
		Ausblick	stabil
Branche	Ausbau und Betrieb von Stromübertragungsnetzen (TSO) in Belgien und Deutschland	Umsatz 2015	€ 780,1 Mio.
		Mitarbeiter 2015	>2.000



GESCHÄFTSRISIKO	gering
<ul style="list-style-type: none"> Sehr hohe Markteintrittsbarrieren durch hoheitlichen Versorgungsauftrag sowie national und regional diversifizierte Monopole Sicherung der Netzstabilität in Zentraleuropa durch hohe Investitionen in den Netzausbau und die Integration erneuerbarer Energien Digitale Dienstleistungspotenziale im dezentralen Netzwerkmanagement sowie der Integration von Smart Grids Risiken durch Veränderungen des energiepolitischen und regulatorischen Rahmens 	

OPERATIONELLE RISIKEN	- 0
<ul style="list-style-type: none"> Insgesamt angemessene Handhabung der operationellen Risiken 	

FINANZRISIKO	moderat
<ul style="list-style-type: none"> Regulatorisch gesicherte Kostendeckung, Renditen und Cashflows Angemessene Finanzierungsstruktur bei mittelfristig deutlich steigendem Entschuldungspotenzial Sehr gute finanzielle Flexibilität durch bevorzugten Zugang zum Kapitalmarkt und kommunalen Aktionärsmitteln 	

EXTERNE EINFLÜSSE	+ 2
<ul style="list-style-type: none"> Hohe Wahrscheinlichkeit finanzieller Unterstützung durch kommunalen Ankeraktionär Publi-T SCRL Hohe Bonität von Belgien und Deutschland 	

Finanzkennzahlen*	Ist 2013	Ist 2014	Ist 2015
EBITDA-Marge (%)	53,5	49,9	54,5
ROCE (%)	7,0	6,3	6,7
Eigenkapitalquote (%)	35,6	36,2	34,0
Verschuldungsgrad (%)	59,0	57,1	55,7
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	7,9	8,7	9,4
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	6,3	6,5	6,1
EBIT-Zinsdeckung	2,6	2,5	2,9
EBITDA-Zinsdeckung	3,5	3,4	3,9

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

Ratingbegründung

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.

Geringes Geschäftsrisiko durch Energieversorgungsauftrag und Gebietsmonopole

Die Elia System Operator S.A. / N.V. verfügt nach unserer Einschätzung über ein geringes Geschäftsrisiko. Positiv bewerten wir die nationalen Netzinfrastruktur- und Energieversorgungsaufträge über eigene Netze und Konzessionen sowie die regionalen Monopole in Belgien sowie Deutschland. Hohe Investitionen in die Netzintegration erneuerbarer Energien, den Ausbau supranationaler Transittrassen in Nordwest- und Zentraleuropa sowie die Netzmodernisierung werden unseres Erachtens nachhaltig die Netzstabilität und -belastbarkeit erhöhen und drohende Blackouts reduzieren. Regulatorische Netzentwicklungspläne und Anreizsysteme sichern aus unserer Sicht die Ausbauziele und begrenzen kostenintensive Redispatch Maßnahmen zur Abregelung eingespeister erneuerbarer Energien, der Zuschaltung zentraler Kraftwerksreserven sowie erhöhte Stromimporte. Nach unserer Auffassung besitzt Elia das Potenzial neue digitale Dienstleistungen im Netzwerkmanagement und integrierte Smart Grid Systemlösungen zur Optimierung von Stromflüssen anzubieten. Durch den Ausbau des internationalen Beratungsgeschäfts baut die Elia Gruppe verstärkt Dienstleistungs- und Problemlösungskompetenz auf. Risiken bestehen unseres Erachtens insbesondere durch die zunehmende EU Liberalisierung und im Konzessionsentzug.

Moderates Finanzrisiko durch gesicherte Cashflows sowie eine sehr gute finanzieller Flexibilität trotz steigender Verschuldung,

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 und die in 2020-2022 potenziell fällige Rückkaufverpflichtung der durch die Solar Chest S.A. von Elia erworbenen Grünstromzertifikate belasten aus unserer Sicht in Zukunft zunehmend das Entschuldungspotenzial. 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. Die für die kommenden Geschäftsjahre geplanten Geschäftsentwicklungen und Investitionen halten wir insgesamt für realistisch. Die über das Geschäftsjahr 2020 hinaus geplante Entwicklung unterliegt aus unserer Sicht Tarifriskiken.

Modifikationen des Anker-Ratings durch externe Einflüsse

Die Unternehmensgruppe verfügt nach unserer Auffassung über angemessene Rahmenbedingungen, Strukturen, Prozesse und Systeme um ihre strategischen Zielsetzungen erfolgreich umzusetzen. Die operationellen Risiken stehen unseres Erachtens im Einklang mit dem Anker-Rating. Positiv wirken sich unseres Erachtens die für Belgien und Deutschland hohe wirtschaftliche Bedeutung des hoheitlichen Versorgungsauftrages von Elia, der enge Integrationsgrad und die hohe Bonität von Belgien und Deutschland, der belgischen Provinzen sowie Kommunen auf das Rating aus, sodass wir das Stand-alone Rating (BBB) um zwei Notches auf A- aufwerten.

Ratinghistorie

	30.04.2015	12.07.2016					
Rating	A-	A-					
Ausblick	stabil	stabil					

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. fand am 27. April 2016 statt. Am 13. Juli 2016 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 12. Juli 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 (Elia System Operator S.A./N.V.) 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 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, 18. August 2016

Analysten

Karl Holger Möller, Senior Analyst und Projektleiter
Torsten Schellscheidt, Senior Analyst
Michel Graire, Junior Analyst

Ratingkomitee

Dörte Mählmann, Direktor
Holger Ludewig, Direktor

Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2013-2015 der Elia System Operator S.A./N.V./Elia Asset S.A./N.V. (Elia) und der Eurogrid GmbH (Eurogrid) sowie Jahresabschlüsse 2013-2015 der Ecetia Intercommunale SCRL (ECETIA; jPöR) und Ecetia Collectivites SCRL (jPöR)
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen der Elia, Eurogrid und Ecetia Gruppe (z. B. Geschäftsentwicklung 2016, Tarifikalkulationen, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapiere und Unternehmensplanungen der Elia, Eurogrid, Ecetia und Solar Chest S.A.
- Unternehmens- und Finanzierungsverträge der Elia Gruppe
- Gesetze, regulatorischer Rahmen
- Gespräche mit dem Management von Ecetia, Solar Chest S.A. und Elia
- Information Memorandum der Transaction für die Reservierung der Grünstromzertifikate (27.01.2015)
- Anleihebedingungen der Privatplatzierung mit einem Volumen von € 275 Mio. mit Stand vom 22. Juni 2015
- Vereinbarung für den Erwerb und die Reservierung von Grünstromzertifikaten zwischen Elia, Solar Chest und dem Sicherheitsagent mit Stand 22. Juni 2015

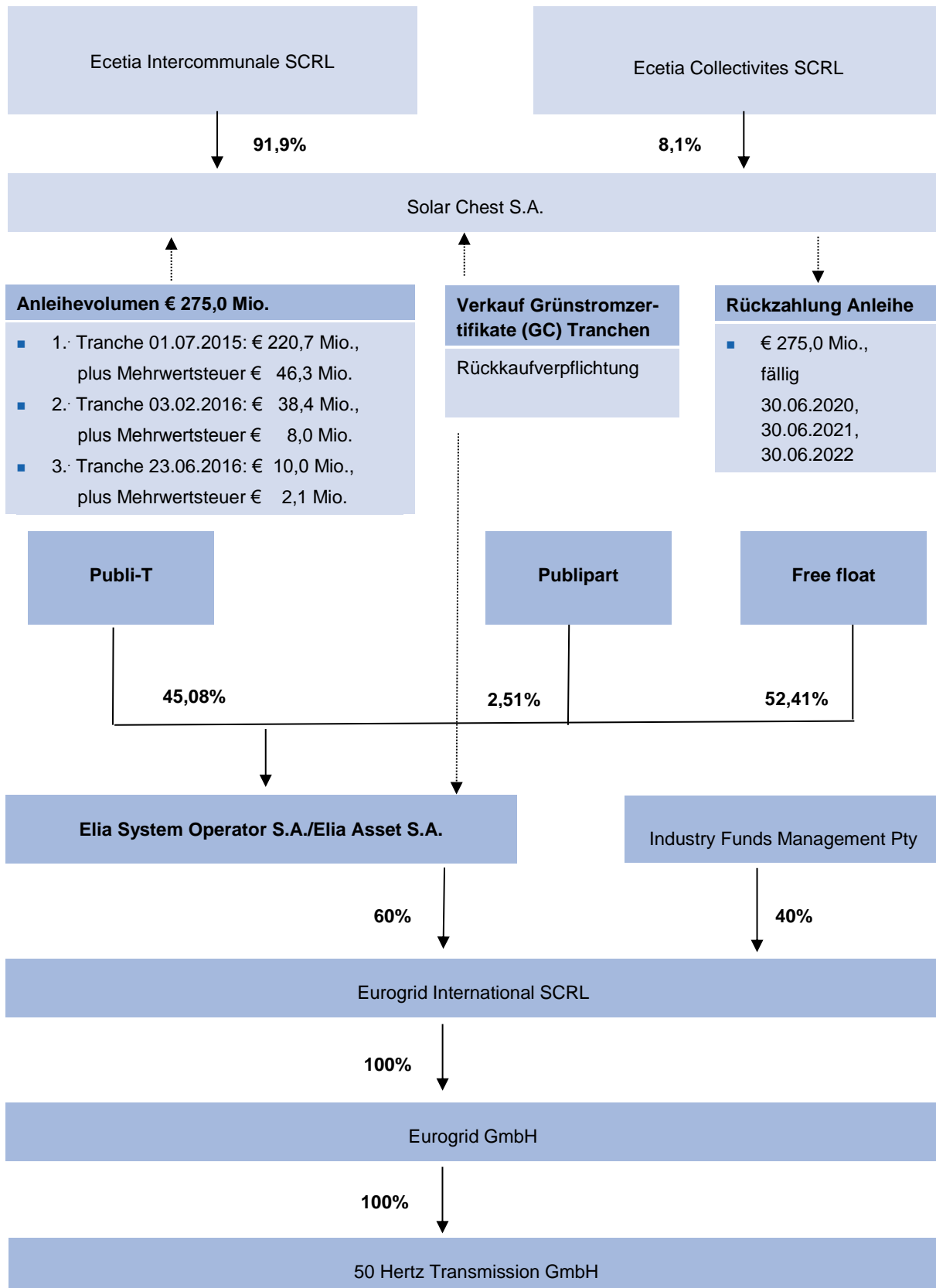
Ratingmethodik

Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Mai 2016
(<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2016.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



Anlage 3: Kennzahldefinitionen

Ertragskraft und Rentabilität

EBITDA-Marge

EBITDA-Marge
Zähler
EBITDA
Nenner
Gesamtleistung

Renditen

ROCE
Zähler
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Gesamtkapitalrentabilität
Zähler
bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Cashflow-Return on Investment

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)
Zähler
EBITDA
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Kapitalstruktur und Verschuldung

Verschuldung

Eigenkapitalquote
Zähler
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Nettofinanzverbindlichkeiten

Nettofinanzverbindlichkeiten
Anleihen
+ Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
+ Wechselverbindlichkeiten
+ sonstige verzinsliche Verbindlichkeiten
+ Leasingverbindlichkeiten (operating lease)
+ Anpassungen durch ABS/Factoring-Transaktionen
- liquide Mittel

Entschuldungsdauern

Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Gesamtkapital - wirtschaftliches Eigenkapital (= Gesamtverbindlichkeiten)
Nenner
EBITDA

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
EBITDA

Zinsdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
Zähler
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
Zähler
EBITDA
Nenner
Zinsaufwand