

Balanceakt am Abgrund

Q-Cells SE ist eines der größten und international bekanntesten deutschen Solarunternehmen. Und eines der gefährdetsten – mit der vorläufigen Rettung im März 2012 ist das Unternehmen noch nicht über den Berg.

Etwa fünf Jahre ist es her, dass Q-Cells erstmals zum größten Zellhersteller der Welt aufstieg. Heute ist das Unternehmen von dieser herausragenden Marktposition weit entfernt und wirtschaftlich in schwere Fahrwasser geraten: Am 19. März wurde Q-Cells aus dem renommierten TecDax geworfen. Nur wenige Tage zuvor musste Q-Cells eine außerordentliche Hauptversammlung abhalten. „Das ist vorgeschrieben“, sagt Stefan Lissner, Leiter Investor Relation, „wenn das Eigenkapital nach HGB unter 50 % sinkt. Das war der Fall, bei einigen Einzelgesellschaften war das Eigenkapital sogar im Minus.“ Jetzt soll eine Art Schuldenschnitt dem Unternehmen neues Leben einhauchen. Für die Altaktionäre bedeutet das eine Verwässerung ihrer Anlage in kaum geahntem Ausmaß.

Rekordverlust 2011

Die einschlägigen Wirtschaftsmedien bemühten gern das Bild des Unternehmens „am Abgrund“, als Q-Cells Anfang März die vorläufigen Zahlen für das Jahr 2011 veröffentlichte. Demnach ergibt sich für das Gesamtjahr ein Fehlbetrag von 846 Mio. €. Damit knüpft das Unternehmen an das Katastrophenjahr 2009 an, in dem Verluste in ähnlicher Höhe anfielen.

Der Zug geht nach Malaysia – dort will Q-Cells mehr produzieren. Fotos (2): Q-Cells

Der Umsatz 2011 liegt mit 1.032 Mio. € deutlich unter dem des Jahres 2010 mit 1.354 Mio. €. Das Produktionsvolumen betrug 2011 insgesamt 783 MW, im Jahr davor waren es 1.014 MW. Unter der vereinfachenden Voraussetzung, dass die Zusammensetzung des verkauften Produktionsvolumens gleich blieb, kann man nicht erkennen, dass der Preisverfall an der Misere schuld sei, wie vielfach zitiert. Rechnet man nämlich den erzielten, spezifischen MW-Preis aus, kommt man sowohl 2010 als auch 2011 auf etwa 1,3 Mio. € pro verkauftem MW. Trotzdem schloss Q-Cells SE das Jahr 2010 mit einem positiven Ergebnis ab, 2011 hingegen mit einem Rekordverlust.

Erhebliche Wertberichtigungen auf das Sachanlage- und Vorratsvermögen sollen hauptsächlich das schlechte Ergebnis verursacht haben – also eine indirekte Folge des Preisverfalls. Da diese Wertberichtigungen und weitere Einmaleffekte im letzten Quartal anfielen, sahen diese drei letzten Monate besonders mies aus. Sie führten zu einem negativen Ebit in Höhe von -355 Mio. € und machten damit etwa die Hälfte des operativen Gesamtverlustes aus.

Für das laufende „anspruchsvolle“ Geschäftsjahr 2012 erwartet die Unternehmensleitung wieder einen Verlust in unbezifferter Höhe. 2013 soll der Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögensgegenstände wieder positiv sein. Das bedeutet allerdings nicht, dass das Jahresergebnis auch positiv ausfallen muss.

Für falsche Strategie entschieden?

Branchenkenner wie der Bonner Analyst und Investmententwickler Philipp Spitz von Murphy & Spitz sehen neben der unbestreitbar schwierigen Marktlage auch interne Gründe für die Position „am Abgrund“. Das frühere Management sei sehr investmentlastig ausgerichtet gewesen, meint Spitz, und habe auch vor komplizierten Transaktionen nicht zurückgeschreckt. Dabei sei viel Kapital abgeflossen. Als ein Beispiel nennt Spitz die technologische Diversifizierung, die sich in einer Vielzahl von Beteiligungen an in erster Linie Dünnschichtunternehmen verfolgen lässt. „Die Verantwortung dafür liegt beim früheren Management“, macht Spitz seine Sicht der Dinge deutlich.



Tatsächlich spricht einiges dafür, dass sich das 1999 gegründete Unternehmen fünf Jahre später für eine falsche Strategie entschied. In der Aufbauphase der deutschen Solarindustrie bis 2004 war die Frage unentschieden, ob die vertikale Integration oder eine technologische Diversifizierung den Weg an die Fleischtöpfe ebnen könnte. Die Bonner Solarworld AG stand und steht für das Integrationsmodell, dass die meisten oder auch alle Stufen der Wertschöpfung umfasst. In den Pioniertagen der Solarindustrie stand Asbeck mit diesem Geschäftsmodell relativ allein auf weiter Flur, inzwischen haben es fast alle großen Solarunternehmen übernommen.

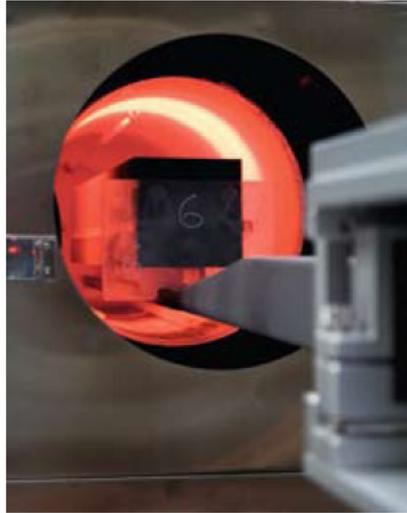
2004 begann der Dünnschicht-Hype. Es gab sogar Brancheninsider, die auf mittlere Sicht keinen Pfefferling mehr für die kristalline Standardtechnologie gaben. Die Dünnschicht sollte in wenigen Jahren 20 % Marktanteil erobern und später wenigstens die Hälfte der Photovoltaik-Applikationen stellen. Das Q-Cells Management reagierte auf diese in der Branche kaum angezweifelte Perspektive mit der Gründung diverser Töchter mit Dünnschichttechnologie oder zumindest mit Beteiligungen an solchen Unternehmen. Sie waren alles andere als Melkkühe.

Beispiel Sovello: Zusammen mit der amerikanischen Firma Evergreen und dem norwegischen Solarkonzern REC gründete Q-Cells das Unternehmen EverQ, später in Sovello AG umbenannt. Die Hoffnungen stützten sich dabei auf ein spezielles Verfahren zur Herstellung von Siliziumwafern. Das String-Ribbon genannte Verfahren hatte sich bis dahin jedoch noch keineswegs als Königsweg hin zu preisgünstigen und hochwertigen Wafern erwiesen.

2010 verkaufte Q-Cells seine Anteile an einen Finanzinvestor, 2011 meldete das amerikanische Unternehmen Evergreen Solar, dass die Rechte an dem String-Ribbon-Verfahren hielt, mit einem Schuldenstand laut Presseberichten von 500 Mio. \$ Insolvenz an – nicht das hoffnungsvollste Signal. Andere Beteiligungen wie Calyxo gab Q-Cells in den letzten Jahren ab.

Lösung: Schuldenschnitt

Inzwischen hat Q-Cells wie andere versucht, mit einer abgespeckten Integration Boden wieder gut zu machen. In der Regel bedeutet dies die Hinwendung zum Projektgeschäft sowie dem Modulbau und zu Komplettlösungen für den Hausgebrauch, also Carports oder In-Dach-Lösungen. „Wir wollen aus der Commodity-Ecke raus“, sagt IR-Mann Lissner. Das Kerngeschäft,



Noch glüht der Diffusionsofen – Q-Cells kämpft und hofft, bis Ende 2012 durch einen Dept-to-Equity-Swap praktisch schuldenfrei zu sein.

die Zellherstellung, geht zusehends nach Fernost, wie Lissner erklärt: „Unsere Fertigung in Malaysia produziert zwei Drittel unserer Gesamtproduktion. Das wird mehr werden, der Zug geht in Richtung Malaysia.“ Q-Cells strebt dabei in den Premiumbereich und macht deshalb erhebliche Anstrengungen hinsichtlich der dafür notwendigen Markenbildung. Allerdings: Was nützt die Markenbildung, wenn einem das Wasser bis zur Oberkante der Unterlippe steht?

Besonders gefährlich wurde die Situation im Februar dieses Jahres, als das Unternehmen eine Wandelanleihe in Höhe von 200 Mio. € bedienen musste. Das Unternehmen gewann mit einer Stundung Zeit und kann nun an die langfristige Lösung eines Teils der Schuldenlast gehen. Der Plan ist kühn. Mit den Gläubigern handelte der Vorstand ein Dept-to-Equity-Swap aus. „Das Fremdkapital wird in Eigenkapital umgewandelt“, erklärt Lissner das Verfahren. „Die Gläubiger wandeln ihre Forderungen in Aktien um und erhalten 95 % der Aktien.“ Vergleichbar ist das im Ergebnis mit einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage. Für die Altaktionäre bleiben 5 % der Aktien, was einer extremen Verwässerung der Anteilswerte gleichkommt.

Die ganze Sache ist noch keineswegs in trockenen Tüchern. Einige Gläubiger bestehen auf kompletter Rückzahlung ihrer Einlagen und wollen keine Aktien. Im April gibt es dazu eine Gläubigerversammlung, im Juni eine Hauptversammlung. Werden alle Gremien überzeugt, hätten die jetzigen Gläubiger ihre Aktien in Händen. Hauptaktionäre wären dann Finanzinvestoren aus den USA und Großbritannien.

Jörn Iken



- **neue Sandalen**
einen Sommer!
- **neue Freundin**
2 Jahre!
- **neues Auto**
5 Jahre!

**Wir
geben
Ihnen
10
Jahre!**

