



Nordic Solar  
Energy A/S

# Årsrapport 2018

ANNUAL REPORT 2018

Nordic Solar Energy A/S  
Strandvejen 102E 3. sal  
2900 Hellerup

CVR nr. 33 36 70 23

Årsrapporten er fremlagt og  
godkendt på selskabets ordinære  
generalforsamling den 09/05 2019.

  
Advokat Michael Seiffert, Dirigent

The Annual Report was presented and  
adopted at the Annual General Meeting  
of the Company on 09/05 2019.

  
Attorney Michael Seiffert, Chairman

# Indhold / Content



<b>01</b>	<b>Resumé</b>	<b>04</b>	<b>Summary</b>	<b>04</b>
	Til aktionærerne	4	To the Shareholders	4
	Hoved- og nøgletal	10	Financial highlights	11
<b>02</b>	<b>Forretningen</b>	<b>12</b>	<b>The Business</b>	<b>13</b>
	Historie og koncernstruktur	12	History and group structure	13
	Selskabets forretningsmodel	14	Business Model	14
	Værdiansættelsesmodel	16	Valuation model	16
	Investeringsstrategi	18	Investment strategy	18
	Følsomhedsanalyse	20	Sensitivity analysis	20
	Porteføljeoverblik	22	Portfolio overview	22
	Solparkerne	25	Solar parks	25
	Drift af solparkerne	25	Operation of the solar parks	25
	Afkast til aktionærerne	28	Shareholder return	28
	Miljøet	31	The environment	31
<b>03</b>	<b>Beretning 2018</b>	<b>32</b>	<b>Report 2018</b>	<b>32</b>
	Markedsudviklingen	32	Market development	32
	Markedsrisiko	34	Market risk	34
	Finansiel risiko	36	Financial risk	36
	Nordic Solar Energys udvikling i 2018	37	Nordic Solar Energys development in 2018	37
	2018-regnskabet	37	Financial statements for 2018	37
	Udviklingen i 2019	38	Developments in 2019	38
	Forventninger til 2019	38	Outlook for 2019	38
	Bestyrelse og direktion	40	Board of directors and management	40
<b>04</b>	<b>Årsregnskaber</b>	<b>44</b>	<b>Financial Statements</b>	<b>76</b>
	Koncernregnskab	45	Consolidated financial statements	77
	Noter til koncernregnskab	51	Notes to the consolidated financial statements	83
	Moderselskabsregnskab	108	Parent company financial statements	118
	Noter til moderselskabsregnskab	111	Notes to the parent company financial statements	121
	Juridisk koncernstruktur	128	Legal group structure	128
	Selskabsoplysninger	128	Company Details	128
	Ledelsespåtegning	130	Statement by Management	131
	Den uafhængige revisors revisionspåtegning	132	Independent Auditor's Report	132

# 01

## Resumé

TIL AKTIONÆRERNE

## Summary

TO THE SHAREHOLDERS



**2018**

Aktionærerne fik i 2018 et afkast på 6% efter alle omkostninger. Afkastet blev påvirket positivt af bedre end budgetteret produktion i selskabets solparker. Det gode vejr i Nordeuropa betød en samlet positiv budgetafvigelse på omsætningen på trods af dårligt vejr og produktion i Sydeuropa.

2018 blev endnu et år med kraftig vækst for Nordic Solar Energy A/S, hvor 100 MW-milepælen blev krydset. Gennem flere større investeringer fordoblede selskabet sin produktionskapacitet fra 58 til 116 MWp og fortsatte således væksten ud over det budgetterede. Selskabet investerede i nye solparker til en samlet værdi af ca. DKK 552 mio.

I foråret 2018 blev der investeret i en nybygget polsk 10 MWp-solpark. I december blev der investeret i en 13,7 MWp stor portefølje af italienske

solanlæg bygget i 2012, endnu et polsk 10 MWp-solanlæg og ikke mindst en 24 MWp andel af Europas største solpark beliggende i Frankrig. Investeringerne foretaget i 2018 passer godt ind i selskabets strategi om at opbygge en blandet portefølje af solparker.

Med selskabets første investeringer i Polen fik Nordic Solar Energy A/S en yderligere risikospredning i porteføljen, der nu omfatter investeringer i otte EU-lande. Investeringerne i Polen, Italien og Frankrig balancerer investeringerne, således at Belgien fra at udgøre 55% af porteføljen primo året er reduceret til at udgøre 35% ved årsafslutningen. Selskabets målsætning om risikospredning i porteføljen af solparker er fortsat en af hjørnestenene i den fremtidige strategi.

Investeringerne foretaget i 2018 repræsenterer en vækst i selskabets

produktionskapacitet på 100% og en 50% forøgelse af de samlede aktiver. Nordic Solar Energys aktiver er steget fra DKK 1.046 mio. ultimo 2017 til DKK 1.580 mio. ved udgangen af 2018.

Omsætningen voksede i 2018 med 133% til DKK 139 mio., og resultat før renter, afskrivninger og skat (EBITDA) steg med 169% til DKK 112 mio. Væksten skyldes tilkøb af to solparker i 2017, der i 2018 indgår med fuld driftsår, og tilkøbet af solparken i Polen i foråret 2018, der indgår med godt 7 måneders drift.

Resultat før skat var på DKK 16 mio. med et resultat efter skat og minoriteter på DKK 11 mio. Resultatet er positivt påvirket med netto DKK 4,4 mio. af tilbageførelse af nedskrivning på et momstilgodehavende fra en investering i en italiensk solpark fra 2016. Selskabet har stærke pengestrømme, og selskabets EBITDA fratrukket

renter, afdrag og betalt skat giver grundlag for udbetaling af udbytte.

På kapital siden har selskabet også oplevet en kraftig vækst i 2018 med tre kapitaludvidelser i løbet af året på tilsammen DKK 208 mio., svarende til en vækst i aktiekapitalen på 68%. Antallet af aktionærer voksede med 39% fra 119 til 166.

Nordic Solar Energy A/S har i 2018 produceret CO<sub>2</sub>-neutral strøm svarende til forbruget i ca. 19.000 husstande. Med tilkøbet af de nye solparker vil selskabet pt. producere ca. 112.000 MWh strøm om året, svarende til ca. 32.000 husstandes elforbrug. Det svarer til de private husholdningers strømforbrug i en kommune, som Randers. Driftsmæssigt var 2018 et tilfredsstillende år med en produktion på 66.100 MWh, svarende til en merproduktion på 2,7% i forhold til produktionsbudgettet.

Som forberedelse til en eventuel børsnotering er det besluttet at årsregnskabet for 2018 aflægges efter de internationale regnskabsstandarder (IFRS) som benyttes af alle børsnoterede selskaber i dag. 2017-regnskabstallene i årsrapporten er til sammenligning også udarbejdet efter IFRS.

Nordic Solar Management A/S, der i det daglige driver Nordic Solar Energy A/S, har i 2018 styrket organisationen væsentligt for bedre at kunne håndtere væksten og de daglige opgaver i forbindelse med administrationen af solparkerne, overgangen til IFRS i 2018-regnskabet samt forberedelserne til i løbet af 2019 at ansøge Finanstilsynet om tilladelse til at forvalte alternative investeringsfonde (FAIF) grundet den størrelse selskabet har opnået.

**2019**

For 2019 forventes et afkast til aktionærerne i niveauet 6-7% efter alle omkostninger.

Der er i 2018 indgået aftale om køb af en 6 MWp nyopført solpark i Polen, hvor den endelige overtagelse forventes gennemført i første halvår af 2019. Derudover forhandles der om yderligere en række nye investeringer.

I Polen er der nu opbygget en porteføljestørrelse, der gør det muligt at refinansiere de enkelte anlæg og dermed øge gælden, og det er forventningen, at denne kapital vil blive anvendt til flere nye investeringer. I 2019 forventes yderligere vækst igennem tilkøb af nye solparker, og det ambitiøse mål er at nå en produktionskapacitet på 200 MWp, svarende til en vækst på yderligere ca. 70%. Realiseringen af dette forudsætter både tilgang af ny kapital

**2018**

In 2018, the shareholders received a return of 6% net of all costs. The return was positively affected by better than budgeted production in the company's solar parks. The good weather in Northern Europe gave a total positive budget deviation on revenue despite poor weather and production in Southern Europe.

2018 was yet another year of strong growth for Nordic Solar Energy, as the Company passed the 100 MW milestone. By making several major investments, the Company doubled its production capacity from 58 to 116 MWp, continuing to exceed the budgeted growth rate. The Company invested in new solar parks worth a total of approx. EUR 74,1 mill. In spring 2018, the Company invested in a newly built 10 MWp solar park in Poland. In December, the Company invested in a 13.7 MWp large portfolio of Italian solar power plants built in 2012, yet another 10 MWp solar plant

in Poland and, not least, a 24 MWp share of Europe's largest solar park located in France. The investments made in 2018 fit in well with the Company's strategy to invest in a mixed portfolio of solar parks.

Through its first investments in Poland, Nordic Solar Energy further diversified its portfolio, which now counts investments in eight EU countries. The investments in Poland, Italy and France bring the Company's investments into balance from a risk perspective: while investments in solar parks in Belgium accounted for 55% of the portfolio at the beginning of the year, the percentage had been reduced to 35% at year-end. The Company's objective to diversify the portfolio of solar parks remains one of the cornerstones of the future strategy.

The investments made in 2018 represent 100% growth in the Company's production capacity

and a 50% increase in total assets. Nordic Solar Energy's assets rose from EUR 140 million at year-end 2017 to EUR 212 million at year-end 2018.

In 2018, revenue grew 133% to EUR 18,7 million. Similarly, EBITDA rose by 169% to EUR 15,1 million. This growth was due to the acquisition of two solar parks in 2017, which were included for the full year of 2018, and the acquisition of the Polish solar park in spring 2018, included for a 7 month period in 2018.

Profit before tax for the year was EUR 2,2 million, whereas profit after tax and non-controlling interests amounted to EUR 1,5 million. The financial performance is positively affected by net EUR 0,6 mill. through the reversal of a depreciated VAT asset in an Italian solar park purchased in 2016. The Company's cash flows are strong, and EBITDA net of interest, repayments and taxes paid

forms a basis for the distribution of dividend.

The Company has grown its share capital by 68% as a result of the three capital increases of EUR 27,9 million in total which were carried out in 2018. The number of shareholders increased by 39%, from 119 to 166.

In 2018, Nordic Solar Energy A/S produced CO<sub>2</sub>-neutral electricity corresponding to the energy consumption of 19,000 households. Based on the new solar parks acquired, the Company will currently produce approx. 112,000 MWh electricity a year, which is equivalent to the energy consumption of 32,000 households, corresponding to the number of households in a mid-sized provincial town in Denmark.

Operationally 2018 was a satisfactory year with a production of 66,100 MWh, corresponding to an

excess production of 2,7% relative to the production budget.

The Company has, as preparation for a possible IPO, to present its financial statements for 2018 in accordance with the International Financial Reporting Standards (IFRS) used by all listed companies today. For comparative purposes, all 2017 numbers in the Annual Report are also presented in accordance with IFRS.

Nordic Solar Management A/S, which undertakes the day-to-day management of Nordic Solar Energy A/S, strengthened its organisation considerably in 2018 to be able to better handle growth and the day-to-day tasks in connection with the management of the solar parks, the transition to IFRS for 2018 and the preparations preceding the planned application to the Danish FSA during 2019 for a licence to operate as an alternative investment fund manager (AIFM) due to the size the company has achieved.

**2019**  
A shareholder return at the level of 6-7%, net of all costs, is expected for 2019.

An agreement for the acquisition of a newly built 6 MWp solar park in Poland was entered into in 2018, with final takeover expected in H1 2019. In addition, a number of new investments are currently being negotiated.

In Poland, the Company has now built a portfolio of a size making it possible to refinance the individual solar power plants and, hence, increase the debt. The Company expects to apply this capital to more new investments. Additional growth is expected in 2019 through the acquisition of new solar parks, and the Company's ambitious target is to reach production capacity of 200 MWp, equivalent to additional growth of approx. 70%. Meeting this target will call for an inflow of new capital as well as a number of new acquisitions besides the already planned.

samt gennemførelse af en række nye opkøb ud over de allerede planlagte.

I 2019 vil der i managementselskabet, ud over realisering af vækstmålet, være fokus på yderligere at styrke administrationen og sikre en stabil drift i de mange nye investeringer foretaget ultimo 2018. Samtidig arbejdes der på at reorganisere og refinansiere datterselskaberne i Belgien, for herigennem at sikre besparelser i de faste omkostninger og skabe yderligere værdi for selskabets aktionærer.

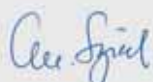
Selskabet vil således fortsat have fokus på den løbende optimering af den eksisterende portefølje, samtidig med at krav til risikospredning og vækst opretholdes. 2019 tegner således til at blive endnu et spændende år for Nordic Solar Energy A/S, hvor strategien med at opbygge en portefølje af veldrevne

solenergianlæg i forskellige lande inden for EU fortsættes.

Fem års udvikling  
I tabellen på side 10 er vist femårs udvikling i selskabets hovedtal. Tallene for 2014-2016 er ikke omarbejdet i henhold til IFRS.

Som det fremgår af tabellen, er solenergiinvesteringer generelt kendetegnet ved stærke pengestrømme, selvom det regnskabsmæssige resultat kan være lavt. Dette skyldes, at hovedparten af investeringerne foretages i solparks første år, når den etableres, og efterfølgende afskrives der på investeringerne, uden at der her er et nævneværdigt behov for reinvesteringer. I Nordic Solar Energy A/S udbetales de pengestrømme, der modtages fra datterselskaberne til aktionærerne, som udbytte, uanset at udbyttet i perioder overstiger

det regnskabsmæssige resultat. Aktionærerne får således det fulde udbytte af porteføljens stærke pengestrømme. I oversigten på side 10 er vist koncernens »frie likviditet fra driften«, hvilket tilnærmet svarer til den likviditet, der er genereret i solparkerne, og som kan anvendes til udbytte.



Christian Sagild  
Bestyrelsesformand  
Chairman



Nikolaj Holtet Hoff  
Administrerende direktør  
Managing Director

In addition to attaining the growth target, the focus of the management company in 2019 will be on further strengthening the administration and ensuring stable operations of the many new solar parks acquired at the end of 2018. At the same time, efforts are being made to reorganise and refinance the subsidiaries in Belgium to achieve cost savings and create added value for the Company's shareholders.

Thus, the Company will stay focused on steadily optimising the existing portfolio, while not compromising on its risk diversification and growth strategy. 2019 looks to be yet another exciting year for Nordic Solar Energy A/S, and the strategy to build up a portfolio of well-managed solar power plants in different EU countries will be carried on.

#### 5-YEAR FINANCIAL HIGHLIGHTS

The table on page 10 shows how the Company's financial highlights have

developed over the past five year period. The numbers for 2014-2016 have not been restated following IFRS.

As appears from the table on page 10, solar energy investments are generally characterised by strong cash flows, even if the accounting result may be low. This is because the majority of the investment is carried out in the first year when the solar park is established, and then the investments are depreciated, without significant need for reinvestment. Nordic Solar Energy A/S distributes the cash flows received from its subsidiaries to the shareholders in the form of dividend, regardless of whether the dividend may exceed the profit for the year in some periods. Thus, the shareholders receive the full benefit from the strong cash flows of the portfolio. The overview on page 10 shows the Group's "free cash flow from operating activities", which, approximated, corresponds to

the cash flows generated by the solar parks which may be distributed as dividend.

See signatures above.

## Nordic Solar Management A/S står for den daglige drift af Nordic Solar Energy A/S.

Nordic Solar Management A/S  
runs the daily operation of  
Nordic Solar Energy A/S.



## Hoved- og nøgletal

Alle beløb er i TEUR

	Koncern				
	2018	2017	2016	2015	2014
	IFRS	IFRS	ÅRL	ÅRL	ÅRL
<b>HOVEDTAL</b>					
Nettoomsætning	18.712	8.045	6.283	5.452	4.473
Resultat før af- og nedskrivninger	15.073	5.614	4.616	4.010	3.474
Resultat før skat	2.197	-290	60	205	310
<b>Årets resultat</b>	<b>1.509</b>	<b>-541</b>	<b>-42</b>	<b>27</b>	<b>184</b>
NSE's andel af årets resultat	1.601	-325	-25	27	184
<b>Balancesum</b>	<b>212.073</b>	<b>140.416</b>	<b>77.766</b>	<b>60.235</b>	<b>40.638</b>
Materielle aktiver	179.214	119.854	66.982	49.427	31.630
Likvide beholdninger	16.817	13.210	5.997	7.897	6.166
<b>Egenkapital</b>	<b>64.298</b>	<b>35.554</b>	<b>17.648</b>	<b>14.595</b>	<b>8.909</b>
Heraf reserve for sikringsinstrumenter	-1.633	-1.767	-2.070	-2.078	-2.447
Korrigeret egenkapital*	65.931	37.320	19.719	16.673	11.356
Rentebærende gæld	135.193	92.740	53.744	40.211	27.539
<b>NØGLETAL</b>					
EBITDA margin	80,5%	69,8%	73,58%	73,68%	77,78%
Soliditetsgrad	30,3%	25,3%	22,78%	24,28%	21,98%
<b>PENGESTRØMME</b>					
Resultat før skat	2.197	-290	60	205	310
Betalt selskabsskat	-732	-254	-78	-55	-42
Ikke-likvide transaktioner i resultatopgørelsen udover af- og nedskrivninger	271	292			
Af- og nedskrivninger af materielle aktiver	8.863	3.658	2.689	2.149	1.698
Tilbagebetaling af projekterrelaterede lån	-7.587	-2.533	-2.001	-1.566	-1.327
Provenu fra finansiering af associerede virksomheder	186	36			
Fri likviditet henført til minoritetsaktionærer	-45	-16			
<b>FRI LIKVIDITET FRA DRIFTEN</b>	<b>3.153</b>	<b>893</b>	<b>670</b>	<b>734</b>	<b>640</b>
<b>UDBYTTE</b>					
Foreslået udbytte	2.611	950	1.029	749	608
Udbytte per aktie**	0,74	0,60	0,74	0,81	0,94
Udbytte per aktie i DKK omregnet ved 7,45 EUR/DKK	5,50	4,50	5,50	6,00	7,00

\* Egenkapital korrigeret for negative værdier af renteswaps  
 \*\* Beregnet på aktier med ret til fuldt udbytte for 2018

### FORKLARING AF NØGLETAL

**EBITDA margin** Resultat før af- og nedskrivninger (EBITDA) / Nettoomsætning  
**Soliditetsgrad** Egenkapital / Samlede aktiver  
**Udbytte per aktie** Foreslået udbytte / Antal aktier

## Financial Highlights

All figures are in TEUR

	Group				
	2018	2017	2016	2015	2014
	IFRS	IFRS	ÅRL	ÅRL	ÅRL
<b>KEY FIGURES</b>					
Revenue	18.712	8.045	6.283	5.452	4.473
Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization	15.073	5.614	4.616	4.010	3.474
Profit/loss before tax	2.197	-290	60	205	310
<b>Profit/loss for the year</b>	<b>1.509</b>	<b>-541</b>	<b>-42</b>	<b>27</b>	<b>184</b>
NSE's share of profits/loss for the year	1.601	-325	-25	27	184
<b>Balance sheet total</b>	<b>212.073</b>	<b>140.416</b>	<b>77.766</b>	<b>60.235</b>	<b>40.638</b>
Property, plant and equipment	179.214	119.854	66.982	49.427	31.630
Cash at bank and in hand	16.817	13.210	5.997	7.897	6.166
<b>Equity</b>	<b>64.298</b>	<b>35.554</b>	<b>17.648</b>	<b>14.595</b>	<b>8.909</b>
Of which reserve for hedging	-1.633	-1.767	-2.070	-2.078	-2.447
Adjusted equity*	65.931	37.320	19.719	16.673	11.356
Interest-bearing debt	135.193	92.740	53.744	40.211	27.539
<b>FINANCIAL RATIOS</b>					
EBITDA margin	80,5%	69,8%	73,58%	73,68%	77,78%
Solvency ratio	30,3%	25,3%	22,78%	24,28%	21,98%
<b>CASH FLOW</b>					
Profit/loss before tax	2.197	-290	60	205	310
Paid Corporation tax	-732	-254	-78	-55	-42
Non-cash transactions under profit and loss other than depreciations	271	292			
Depreciation and impairment of property, plant and equipment	8.863	3.658	2.689	2.149	1.698
Repayment of project related loans	-7.587	-2.533	-2.001	-1.566	-1.327
Proceeds from financing of associated companies	186	36			
Non-controlling interest share of free cash	-45	-16			
<b>FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS</b>	<b>3.153</b>	<b>893</b>	<b>670</b>	<b>734</b>	<b>640</b>
<b>DIVIDEND</b>					
Proposed dividend for the year	2.611	950	1.029	749	608
Dividend per share **	0,74	0,60	0,74	0,81	0,94
Dividend per share converted at DKK 7.45 EUR/DKK	5,50	4,50	5,50	6,00	7,00

\* Equity corrected for negative value of interest swaps  
 \*\* Calculated for shares with full dividend right for 2018

### DEFINITIONS OF FINANCIAL RATIOS

**EBITDA margin** Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization / Revenue  
**Solvency ratio** Equity / Total assets  
**Dividend per share** Proposed dividend paid / Number of shares

## Koncernen i tal :

## GROUP NUMBERS:

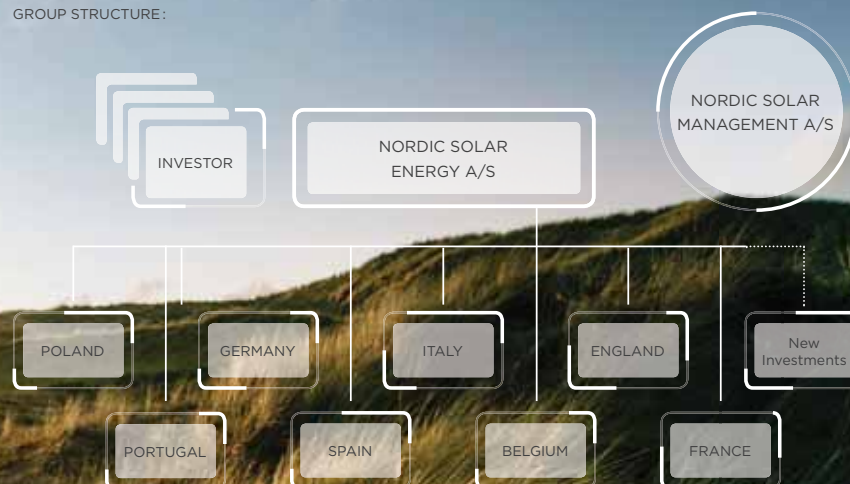
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019**
<b>Portfolio MWp</b>	1.0	1.6	1.6	11	11	24	32	58	116	200
<b>Equity</b>										
EUR mill.	0.7	1.3	2	5	11	17	20	37	66	101
DKK mill.	5	10	15	36	85	125	147	278	491	750
<b>Assets</b>										
EUR mill.	3	6	9	39	41	60	78	140	212	322
DKK mill.	19	48	67	290	303	449	579	1,053	1,580	2,400
<b>Shareholders</b>	4	8	12	24	35	65	75	119	166	220

\*Corrected for negative value of interest swaps.

\*\*Expected for 2019

## Koncernstruktur :

## GROUP STRUCTURE:



## 02

## Forretningen

## HISTORIE OG KONCERNSTRUKTUR

Selskabet blev etableret i 2010 af bl.a. adm. direktør Nikolaj Holtet Hoff og næstformand i bestyrelsen Marinus Boogert, der ønskede at give investorer adgang til attraktive investeringer inden for solenergi. Selskabet blev stiftet sammen med en håndfuld private investorer, og udgangspunktet var fra starten, at kontrollen med selskabet skulle ligge hos investorerne. Målet var at skabe en folkeaktie inden for solenergi i løbet af en årrække.

Selskabet drives i det daglige af Nordic Solar Management

A/S, der står for kapitalrejsning, gennemførelse af investeringer samt administration og drift. Nordic Solar Energy A/S aflønner således ikke medarbejdere, og omkostningerne ved at foretage investeringer, herunder bl.a. due diligence, er derfor transaktionsbestemte. Herved opnås en struktur, hvor investeringer kan foretages direkte uden mellemhandlere og med den bedst mulige kombination af højt afkast og variable omkostninger.

Alle investeringer og væsentlige dispositioner skal godkendes af bestyrelsen, hvilket sikrer, at alle investeringer foretages med henblik på at give investorerne det bedst mulige afkast med en relativt lav risiko. Samtidig er alle aftaler mellem selskabet og Nordic Solar Management A/S gensidigt opsigelige under gældende markedsvilkår. Dette sikrer aktionærerne kontrollen i selskabet samt en fleksibel og gennemskuelig omkostningsstruktur.

Ud fra et ønske om at skabe værdi og vækst for selskabets aktionærer har Nordic Solar Management de sidste ni år drevet Nordic Solar Energy A/S med ansvarlighed og åbenhed som nøglebegreber.

Moderselskabet er et dansk registreret aktieselskab ejet af 166 danske investorer og fonde sammen med nogle få udenlandske investorer. Ud over egenkapital fra selskabets investorer er selskabet overvejende finansieret igennem uopsigelige, fastforrentede lån. Selskabet har engagementer hos mere end 20 banker i ni forskellige EU-lande. Nordic Solar Energy A/S' koncernstruktur kan ses på side 13.

ENGLISH

## The Business

## HISTORY AND GROUP STRUCTURE

The Company was established in 2010 by, among other parties, Nikolaj Holtet Hoff, Managing Director, and Marinus Boogert, Deputy Chairman of the Board of Directors, who wanted to give investors access to attractive investments in the area of solar power. The Company was formed together with a handful of private investors, and the intention was to create an investor driven company. The objective was to create a people's share in the field of solar energy over the course of some years.

Nordic Solar Management A/S acts as day-to-day management of the Company, and its tasks include raising capital, executing investments and managing and operating the Company. Consequently, Nordic Solar Energy A/S does not remunerate

employees, and the expenses associated with conducting investments, including due diligence, are thus transaction-based. In this way, investments may be made directly without the involvement of intermediaries, a structure also reflecting the best possible combination of high returns and variable costs.

All investments and significant transactions are subject to approval by the Board of Directors to ensure that all investments are made with a view to securing the investors the highest possible return based on relatively low risk. At the same time, all agreements between the Company and Nordic Solar Management A/S may be terminated by either party based on current market terms. This ensures that the control of the Company lies with the shareholder as well as a flexible and transparent cost structure.

Based on a desire to create value and growth for Nordic Solar Energy

A/S' shareholders, Nordic Solar Management A/S has been operating the Company for the past nine years with accountability and openness as key values.

The parent company is a limited liability company registered in Denmark and owned by 166 Danish investors and funds as well as a few foreign investors. In addition to equity from the Company's investors, the Company is financed predominantly on the basis of non-recourse, fixed-rate loans. The Company has bank facilities with more than 20 banks in nine different EU countries. Nordic Solar Energy's group structure is illustrated on page 13.

**SELSKABETS FORRETNINGSMODEL**  
Nordic Solar Energy A/S' forretningsmodel bygger på fire grundpiller:

#### 1. Stabilt afkast på minimum 6% p.a.

Selskabet investerer alene i solparker, således at den samlede portefølje giver over 6% i afkast til investorerne. Afkast måles som intern rente (IRR) af de budgetterede pengestrømme og beregnes uden scrapværdier af solparkerne. Målet er at foretage en realistisk, men konservativ værdiansættelse af aktiverne. Afkastet er stabilt, da solen skinner stort set lige meget hvert år, og samtidig er porteføljen spredt over mange forskellige aktiver. Endelig er størstedelen af indtægterne ved salg af strøm sikret gennem statsgaranterede afregningspriser.

#### 2. Risikospredning

Målsætningen er at sikre en relativt lav risiko på investeringerne. Dette sikres

ved at sprede risikoen på en stor portefølje af aktiver i en række forskellige EU-lande. Derved sikres lille afhængighed af de enkelte landes tilskudsordninger, skattepolitik, energipolitik m.v. Samtidig investerer selskabet alene i solparker i drift, hvorved risiko i udviklings- og byggefasen undgås.

#### 3. Årlige udbyttebetalinger

Det er selskabets politik at udbetale de pengestrømme, der årligt modtages fra solparkerne i porteføljen, som udbytte til selskabets aktionærer. Således har selskabet hvert år udbetalt mellem DKK 4,5 og 7,0 pr. aktie i udbytte (se figuren side 15). Siden det første fulde driftsår i 2011 og frem til og med det forventede udbytte for 2018 vil selskabet have betalt DKK 46,5 i udbytte pr. aktie af oprindeligt DKK 100.

#### 4. Likviditet i aktien

Selskabets aktiebog føres af VP

Securities, der også står for den årlige udbyttebetaling. Aktierne er frit omsættelige og kan placeres i et almindeligt aktiedepot i enhver dansk bank. Bestyrelsen er af generalforsamlingen bemyndiget til, på selskabets vegne, at købe egne aktier retur i et omfang svarende til 10% af selskabskapitalen. Investorer, der måtte ønske at sælge deres aktier, kan gøre det til den månedlige aktiekurs, beregnet som en fair value-beregning af de tilbagegiskonterede budgetterede pengestrømme. Selskabet har normalt et likvidt beredskab på DKK 5 mio. til at kunne håndtere eventuelle tilbagesalg. Tilbagekøb af større aktieposter skal behandles og godkendes særskilt af bestyrelsen. Det er målsætningen, at Nordic Solar Energy A/S børsnoteres efter 2020, hvor markedsværdien af aktiekapitalen er planlagt til at overstige DKK 1 mia. En alternativ exit-strategi kunne være et samlet salg af selskabet.

#### BUSINESS MODEL

Nordic Solar Energy A/S' business model builds on four pillars:

#### 1. A stable return of at least 6% p.a.

The Company only invests in solar parks securing a total portfolio return of more than 6% to the investors. The return is measured as the internal rate of return (IRR) of the budgeted cash flows, excluding scrap values of the solar parks. The objective is to arrive at a realistic, yet conservative, valuation of the assets. The return is stable, as the irradiation is largely the same from year to year. A diversified portfolio also contributes to ensuring stable returns. Finally, most of the income stems from the sale of electricity at government-guaranteed tariffs.

#### 2. Risk diversification

With the objective of ensuring a relatively low investment risk, the Company spreads risks over a large portfolio of assets in a number of EU

countries, thus ensuring low dependency on each individual country's subsidy schemes, tax policy, energy policy, etc. In addition, the Company only invests in operational solar parks, thus avoiding risk exposure in the project development and construction phases.

#### 3. Annual dividend distributions

It is company policy to distribute the cash flows received each year from the solar parks in the portfolio in the form of dividend to the Company's shareholders. Thus, the Company has distributed dividend annually at the level of DKK 4.5-7.0 per share (see the figure on page 15). Since its first full year in operation (2011) and until and including the expected distribution of dividend for 2018, the Company has distributed total dividends of DKK 46.5 per share of originally DKK 100.

#### 4. Liquidity in the share

The Company's share register is kept

by VP Securities, which also handles the annual distribution of dividend. The shares are freely negotiable instruments and may be placed in an ordinary custody account with any Danish bank. The general assembly has authorised the Board of Directors to let the Company buy back own shares equivalent to 10% of the share capital. Investors wishing to sell their shares may do so at the monthly share price, calculated as the fair value based on the discounted, budgeted cash flows. The Company normally maintains cash reserves of DKK 5 million to be able to handle eventual share buy back. Share buy back of major shareholdings must be considered and approved by the Board of Directors. Plans are to apply for an IPO of Nordic Solar Energy after 2020 at which time the market value of the share capital is expected to exceed EUR 134 million. Another, alternative, exit strategy could be a sale of the entire Company.





**VÆRDIANSÆTTELSESMODEL**

Nordic Solar Energy køber og driver solenergianlæg – solparker – inden for EU. Den eksisterende portefølje udvides løbende med nye investeringer, der er finansieret gennem løbende kapitaludvidelser. Hver ny investering evalueres bl.a. på baggrund af en meget detaljeret finansiel model, hvor den enkelte solparks pengestrømme for hele den forventede levetid nøje budgetteres. Der foreligger således et detaljeret budget for hver solpark for hvert år i den forventede investeringsperiode. I forbindelse med købet af en ny solpark foretages der også en grundig due diligence, hvor alle antagelser bag den enkelte solparks fremtidige pengestrømme gennemgås af en ekstern rådgiver med kendskab til lokale forhold.

Værdien af en solpark fastsættes ved, at de fremtidige pengestrømme

i budgettet tilbagediskonteres til nutidsværdi. Den interne rente, der tilbagediskonteres med, kan variere fra land til land, og afspejler en konservativ, men realistisk, vurdering af markedsafkastet i det enkelte land. Det vægtede gennemsnitlige afkast på hele Nordic Solar Energys portefølje er på 6,5% efter de investeringer, der blev gennemført ultimo 2018. Det betyder, at hvis der ikke bliver investeret i yderligere solparker til porteføljen, vil de udbytter, der modtages fra samtlige solparker i den resterende budgetperiode på mellem 12 og 30 år, give en forrentning på 6,5%. Det svarer til, at markedsværdien af selskabets egenkapital på DKK 539 mio. ultimo 2018 tilbagebetales til aktionærerne og i parkernes levetid forrentes med 6,5% årligt. Afkastet på 6,5% er før omkostninger til drift af moderselskabet, hvilket for 2019 forventes at udgøre ca. 0,4%. Omkostningerne til driften af moderselskabet består

primært af honorarer til bestyrelsen, udgifter til administration samt markedsføring, og disse omkostninger forventes relativt at falde, i takt med at selskabets planlagte vækst realiseres.

I figuren på side 17 vises selskabets forventede samlede udbytter fra alle solparker i deres restlevetid. Udbytterne svinger fra år til år, idet afdrag og rentebetalinger på gæld i de enkelte solparker varierer. F.eks. vil en solpark med 20 års levetid og 15 års finansiering have et lavere udbytte de første 15 år. Efter at gælden er tilbagebetalt i år 15, vil alle pengestrømmene tilfalde aktionærerne, hvorfor udbytterne stiger kraftigt i årene fra 16 til 20.

I figuren på side 17 er pengestrømme for alle selskaber med hver deres gælds- og afdragsprofil lagt sammen.

Følgende skal bemærkes til beregningerne af de fremtidige pengestrømme:

**VALUATION MODEL**

Nordic Solar Energy purchases and manages solar energy plants – solar parks – located in the EU. The existing portfolio is expanded regularly through new investments financed by regular capital increases. Each new investment is evaluated based on, among other factors, an elaborate financial model according to which the cash flows generated by each solar park during its entire expected lifetime are budgeted in detail. Thus, a detailed budget is prepared for each solar park for each year of the expected investment period. In connection with the acquisition of a new solar park, thorough due diligence is performed, and all assumptions underlying the future cash flows of each individual solar park are reviewed by an external adviser with knowledge of local matters.

The value of a solar park is determined by discounting the future cash flows in the budget to present value.

The internal rate of return (IRR) used for discounting purposes may vary country by country and reflects a conservative, yet realistic, assessment of the market return in the country concerned. The weighted average return on Nordic Solar Energy's aggregate portfolio is 6.5% following the investments made at the end of 2018. This means that if no investments are made in additional solar parks for the portfolio, the dividends received from all solar parks in the remaining forecast period of between 12 and 30 years will yield a return of 6.5%. Hence, the market value of the Company's equity of EUR 72.3 million at year-end 2018 will be paid back to the shareholders and will, during the lifetime of the solar parks, earn interest of 6.5% p.a. The return of 6.5% is before operating expenses relating to the parent company – an amount expected to represent approx. 0.4% for 2019. The operating expenses relating to the parent company, which mainly consist of board

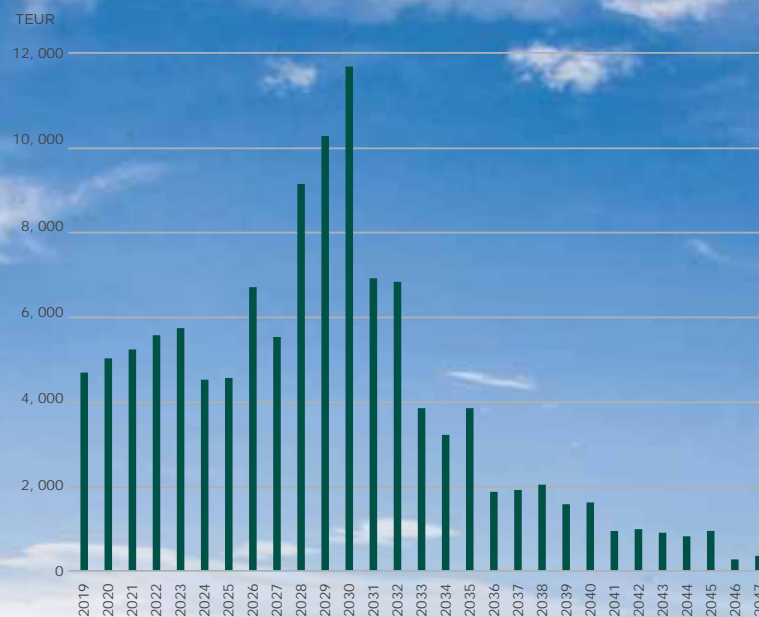
fees, administrative expenses and expenses for marketing, are expected to decrease in relative terms as the planned growth of the Company is achieved.

The figure on page 17 shows the Company's expected future dividends from all solar parks during their lifetime. The amounts distributed as dividend fluctuate from one year to the next, as interest payments and repayment of debt vary in each individual solar park. For instance, a solar park with a lifetime of 20 years and 15-year financing will provide a lower dividend in the initial 15-year period. Once the debt has been repaid by year 15, all cash flows will accrue to the shareholders, for which reason dividends will increase substantially in the years 16-20.

The figure on page 17 sums up the cash flows of all entities each with their debt and repayment profile. The following should be noted with

**Konsolideret forventet likviditet for solparker ejet ultimo 2018:**

CONSOLIDATED EXPECTED CASH FLOW FOR SOLAR PARKS OWNED END OF YEAR 2018:



Note: Incl. cost of operations in the parent company.



- Forudsætningerne for de enkelte solparker budgetter for den resterende levetid gennemgås løbende i forbindelse med budgetlægningen hvert år i november måned.
- Den restlevetid, der er budgetteret med for hver solpark, tager udgangspunkt i tilskudsperioden samt i nogle tilfælde tillagt en periode herefter med salg af strøm til markedspris, i det omfang der er en lejeaftale på jorden eller tager, der understøtter dette.
- Scrapværdien for den enkelte solpark er sat til 0.
- Budgetterne er i videst mulige omfang lavet konservative, men realistiske. Således indregnes ændringer i driftsomkostninger eller skattesatser baseret på faktiske forhold linje for linje i hver enkelt solparks budget. Budgettet for produktionen og dermed omsætningen er beregnet på den seneste solmåling for solparken,

som for de fleste selskabers vedkommende er foretaget i forbindelse med købet af solparken. I gennemsnit har samtlige solparker i Nordic Solar Energys ejertid produceret ca. 2,8% bedre end det oprindelige investeringsbudget målt i kWh, hvorfor produktionsbudgettet generelt vurderes som konservativt sat.

Ultimo 2018 ejede Nordic Solar Energy A/S 81 solparker, og deres samlede fremtidige tilbagebetalinger udgør i alt DKK 870 mio. ifølge budgetterne. Den løbende udbetaling af disse pengestrømme forventes at ske som en kombination af udbytter betalt til aktionærerne og eventuelt tilbagekøb af egne aktier.

Markedsværdien af egenkapitalen er ultimo 2018 opgjort til DKK 539 mio. Af de forventede pengestrømme på DKK 865 mio.

resterer der således DKK 326 mio., som er det budgetterede afkast til aktionærerne. I takt med selskabets planlagte vækst, gennem tilkøb af nye solparker, vil de budgetterede fremtidige pengestrømme ændre sig. Eventuelle konverteringer af mellemfinansiering til aktiekapital, refinansieringer af de enkelte lån eller optimeringer i driften kan også påvirke de fremtidige pengestrømme. Nordic Solar Energy A/S har med denne opgørelse ønsket at vise aktionærerne de forventede pengestrømme i de aktiver, selskabet ejer ultimo 2018. Pengestrømmene er vist i figuren på side 17.

#### INVESTERINGSSTRATEGI

Væksten i Nordic Solar Energy A/S er baseret på investeringer i nye solparker til porteføljen. Selskabets investeringsstrategi- og politik danner grundlag for alle selskabets investeringsbeslutninger.

regard to the calculation of future cash flows:

- The underlying budget assumptions of each individual solar park for its remaining lifetime are reviewed on an ongoing basis in connection with the forecast prepared each year in November.
- The remaining lifetime budgeted for each solar park is based on the subsidy period and, in some cases, supplemented by a post-subsidy period during which electricity is sold at market price, in so far as a lease for the land or the roof supports this.
- The residual value of each solar park is set at zero.
- To the widest extent possible, budgets are prepared on a conservative, yet realistic, basis. Thus, changes in operating expenses or tax rates based on actual circumstances are recognised line by line in the budget for each individual solar park. The production budget

and, hence, revenue is based on the most recent solar radiation measurement for the solar park, which in most cases is performed when the solar park is acquired. As all solar parks have, while owned by Nordic Solar Energy, outperformed the original investment budget measured in kWh, by approx. 2.8% on average, the production budget is generally considered conservative.

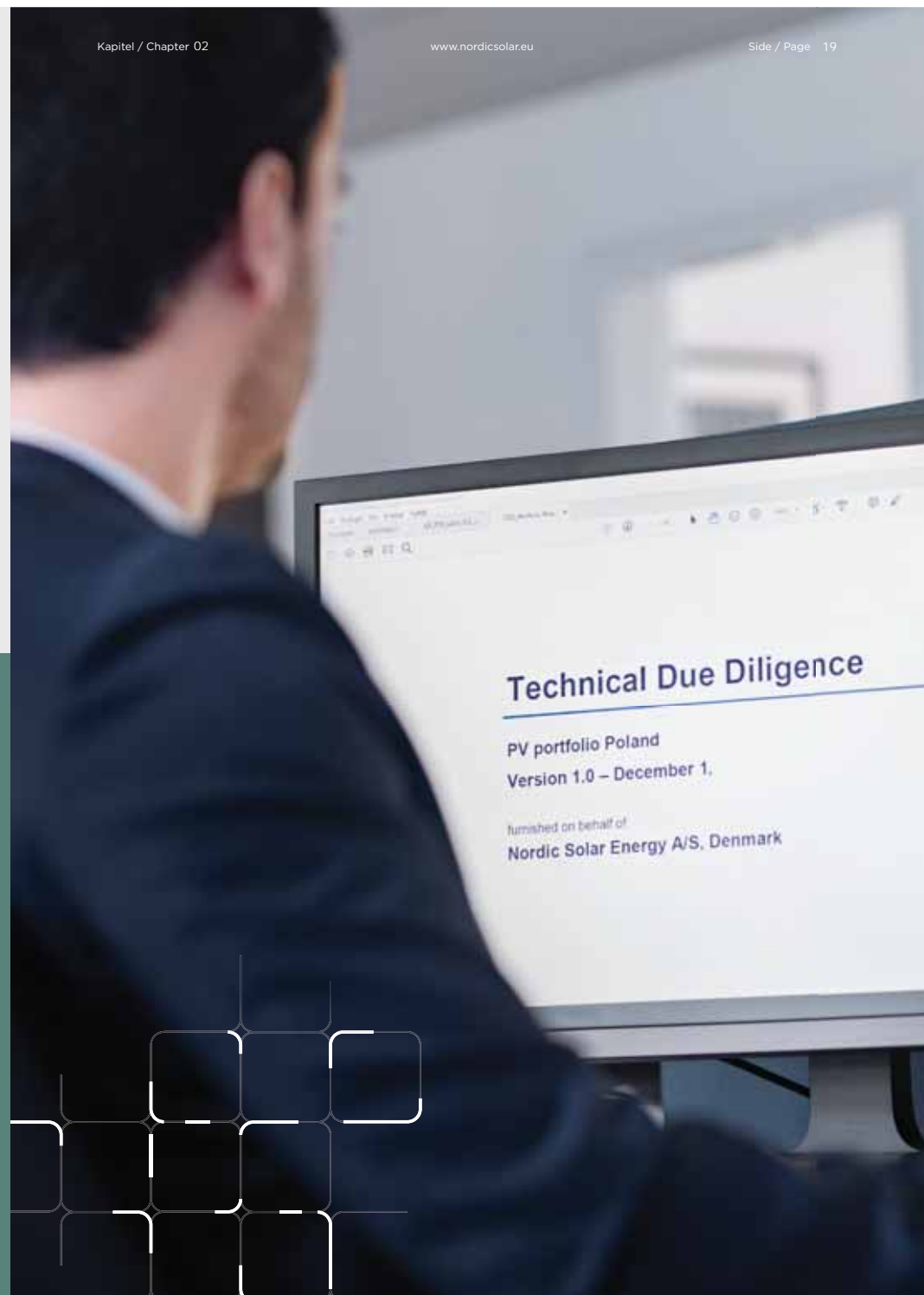
At the end of 2018, Nordic Solar Energy owned 81 solar parks, whose aggregate, future repayments will amount to EUR 116.8 million according to budget. The regular disbursement of these cash flows is expected to take place through a combination of dividend distributions to the shareholders and, possibly, share buybacks.

The value of the Company's equity was EUR 72.3 million at year-end 2018. Of the expected cash flows

of EUR 116.1 million, an amount of EUR 43.8 million thus remains, equivalent to the budgeted shareholder return. The budgeted future cash flows are going to change as the Company's planned growth materialises, e.g. through acquisitions of new solar parks. Any conversions of mezzanine financing into share capital, refinancing of individual loans or optimisation of the productive capacity can also affect the future cash flows. Based on the above description, Nordic Solar Energy intends to illustrate for the shareholders the expected cash flows generated from the assets owned by the Company at year-end 2018. The Company's cash flows are shown in the figure on page 17.

#### INVESTMENT STRATEGY

Nordic Solar Energy's growth is based on investments in new solar parks for the portfolio. The Company's investment policy and strategy form the basis of all investment decisions and is based on the following principles:



Hovedpunkterne i selskabets investeringspolitik er:

- Der investeres kun i solparker, der er i drift. Ved køb af såkaldte nøglefærdige projekter, altså projekter, der skal bygges, må selskabet ikke frigive betaling, før projektet er tilsluttet elnettet og idriftsat.
- Der investeres kun i solparker med afkast over 6% målt på den interne rente. Dog kan investeringer til afkast under 6% gennemføres, så længe porteføljens samlede vægtede gennemsnitlige afkast er over 6% efter investeringen.
- Investeringer i et enkelt land udgør maksimalt 33% af den samlede portefølje. Bestyrelsen kan midlertidigt fravige dette maksimum, hvis det forventes, at andelen kan reduceres efterfølgende.
- Selskabets mål er, at mindst 67% af investeringerne er i EUR og DKK. Denne valutapolitik kan midlertidigt fraviges af bestyrelsen.

Det er bestyrelsens opgave løbende at justere investeringspolitikken, så den bedst muligt tilgodeser investorernes interesser og markedets udvikling.

#### FØLSOMHEDSANALYSE

Selskabet tilstræber løbende at give investorerne det bedst mulige, risiko-vægtede afkast. Der udarbejdes således udførlige beregninger af, hvordan de enkelte solparker budgetter påvirkes af eventuelle ændringer i de væsentligste antagelser og parametre. De væsentligste elementer i følsomhedsanalyserne er:

- Ændring i omsætningen – f.eks. lavere solindstråling end budgetteret.
- Degradation af panelerne. Der budgetteres generelt med et årligt effektivitetstab på 0,25%.
- Inflation. Kan påvirke omkostninger såvel som eventuelle tilskud i det omfang disse er inflationsreguleret.

- Udsving i elprisen. I det omfang den enkelte solparks omsætning er delt op i tilskud og salg af strøm på markedsvilkår.
- Ændring i de budgetterede drifts-omkostninger. Dækker uforudsete omkostninger såvel som eventuelle effektiviseringer på driften.

Generelt set er afkastet fra en solpark meget stabilt, og afkastet målt på den interne rente påvirkes på de fleste parametre maksimalt +/- 1%-point ved en 5%'s ændring i den enkelte variabel.

I tabellen på side 21 er vist følsomheden i afkastet på hele Nordic Solar Energy's portefølje ved ændring i enkelte variable i budgetforudsætningerne. Som det fremgår, er porteføljens afkast relativt robust i forhold til mulige ændringer i de væsentligste antagelser.

## Følsomhedsanalyse på porteføljens værdi pr. 31/12 2018

SENSITIVITY ANALYSIS ON THE PORTFOLIO VALUE 31/12 2018

SENTIVITY PARAMETER	CHANGE	EFFECT ON PORTFOLIO VALUE	EFFECT ON IRR <sup>3)</sup>
Electricity price change (€/MWh)	+ 5% on 2019 level <sup>1)</sup> - 5% on 2019 level <sup>1)</sup>	+ 1. 9% - 1. 9%	+ 0. 2% - 0. 2%
Production change (MWh)	+ 1% on budget 2019 <sup>1)</sup> - 1% on budget 2019 <sup>1)</sup>	+ 2. 3% - 2. 3%	+ 0. 3% - 0. 3%
Operational cost change (€)	+ 5% on 2019 level <sup>2)</sup> - 5% on 2019 level <sup>2)</sup>	- 1. 5% + 1. 5%	- 0. 2% + 0. 2%

<sup>1)</sup> 1/1 2019 level changed and all following years the level changed accordingly.

<sup>2)</sup> Operational costs 2019 changed 5% (not land/roof lease and management fees).

<sup>3)</sup> Internal Rate of Return

Investments are made only in solar parks that are operational. When acquiring turnkey construction projects, the Company cannot release any payments until the project has been connected to the power grid and is operational.

- Investments are made only in solar parks yielding a return of minimum 6% p.a. measured by the internal rate of return (IRR). However, investments may be made in solar parks yielding a return of less than 6% p.a. provided the total weighted average portfolio return exceeds 6% once the investment has been made.
- Investments in any single country does not exceed 33% of the total portfolio. The Board of Directors may, temporarily, deviate from this maximum if the ratio is expected to be reduced subsequently.
- The objective is for minimum 67% of all investments to be made in EUR and DKK. The Board of Directors may also deviate periodically from this currency policy.

One of the Board of Directors' duties is to adjust the investment policy on an ongoing basis to best accommodate the investors' interests and the development of the market.

#### SENSITIVITY ANALYSIS

The Company strives to ensure that the investors receive the highest possible risk-weighted return at all times. Detailed calculations of how the individual solar park budgets are affected by any changes in the main assumptions and parameters are thus prepared. Key elements in the Company's sensitivity analyses are:

- Changes in revenue – e.g. lower-than-forecast solar irradiation.
- Degradation of solar panels. The Company generally budgets with an annual 0.25% degradation of the panels.
- Inflation. May affect both expenses and subsidies in so far as these are adjusted for inflation.
- Change in electricity prices. To the extent that the solar park's revenue

comes from subsidies and the sale of electricity on market terms.

- Changes in budgetted operating expenses. Cover unforeseen expenses as well as the effect of cost optimisation.

In general, returns on a solar park are very stable and, measured by IRR, are affected by no more than +/- 1 percentage point on most parameters in case of a 5% change in each individual variable.

The table on page 21 shows the sensitivity of the return on Nordic Solar Energy's entire portfolio in case of changes in individual variables of the budget assumptions. As the table shows, the return on the portfolio is relatively robust in case of changes in key assumptions.



## Porteføljeoverblik

### PORTFOLIO OVERVIEW

COUNTRY	PLANT TYPE	SIZE (MWP)	OWNERSHIP SHARE	YEAR BUILT	YEAR ACQUIRED	REVENUE 2018 <sup>2)</sup>		EBITDA <sup>3)</sup> 2018 <sup>2)</sup>		SHARE OF FAIR VALUE <sup>4)</sup>
						TEUR	TDKK	TEUR	TDKK	
Germany	Ground	1	100%	2010	2010	322	2,400	284	2,119	1%
Spain	Ground	2	49%	2008	2011, 2013	702	5,230	575	4,285	3%
Belgium	Roof	32.4	100%	2009-2017	2013, 2017	12,111	90,230	10,597	78,948	35%
Italy <sup>1)</sup>	Ground/roof	18	100%	2011-2012	2013, 2016, 2018	5,669	42,223	4,945	36,837	24%
England	Ground	13.2	75%	2015	2015	1,579	11,761	1,246	9,281	10%
France <sup>1)</sup>	Ground	26.8	100% / 80%	2013, 2015	2016, 2018	3,685	27,451	2,992	22,291	7%
Portugal	Ground	2.3	100%	2016	2017	771	5,743	623	4,647	4%
Poland <sup>1)</sup>	Ground	20	100%	2017-2018	2018	749	5,584	566	4,218	16%
<b>Total</b>		<b>115.7</b>				<b>25,588</b>	<b>190,622</b>	<b>21,828</b>	<b>162,626</b>	<b>100%</b>

<sup>1)</sup> Solar parks acquired during 2018 are included with full year figures.

<sup>2)</sup> Full year figure regardless of ownership period. Adjusted for ownership share.

<sup>3)</sup> EBITDA = Earnings before Interest, Tax, Depreciations, Amortizations and excluding parent company numbers.

<sup>4)</sup> Share of fair value of the portfolio calculated based on expected future cash flows excluding scrap values.





### SOLPARKERNE

Nordic Solar Energy ejer i dag 81 solparker i otte forskellige EU-lande. Den første solpark i porteføljen blev erhvervet i Tyskland i 2010. Efterfølgende er der blevet investeret i solparker i yderligere syv lande: Spanien (2011 og 2013), Italien (2013, 2016 og 2018), Belgien (2013 og 2017), England (2015), Frankrig (2016 og 2018), Portugal (2017) og Polen (2018). Ultimo 2018 har porteføljen en samlet balance på DKK 1,58 mia. og en fair value af selskabets aktier på DKK 539 mio.

Den geografiske fordeling af parkerne med angivelse af størrelse og relativ andel af selskabets aktiver (målt som fair value), er vist i porteføljeoverblikket på side 22.

Som det fremgår har solparkerne en høj EBITDA margin, der for hele porteføljen er over 80%. Fordelingen af

selskabets aktiver fordelt på fair value viser:

- Det største land i porteføljen er Belgien, der udgør 35% af porteføljens værdi
- England udgør nu 10% af porteføljen med en eksponering i engelske pund (GBP).
- Polen udgør 16% med eksponering i zloty (PLN). Den store andel i Polen skyldes, at egenkapitalfinansieringen ultimo 2018 er høj.

Samlet set er valutaeksponeringen ultimo 2018 inden for rammerne af valutapolitikken med maksimum 1/3 eksponering i valutaer forskellig fra EUR og DKK.

### DRIFT AF SOLPARKERNE

Drift og vedligeholdelse af solparkerne varetages af lokale partnere, der sikrer højest mulig produktivitet ved vedligeholdelse og overvågning af parkerne. Fra 1. januar 2018 blev størstedelen

af driften overtaget af tyske BayWa re. (renewable energy), der er blandt verdenslederne inden for drift af solparker. Driftsomkostningerne blev sammenlignet med tidligere reduceret med ca. 50%.

Driften i 2018 har på linje med tidligere år generelt været meget tilfredsstillende. Der er overordnet følgende kommentarer til driften i 2018:

- Vejrmæssigt har Sydeuropa være præget af lavere-end-normal solindstråling, og parkerne har derfor produceret under budgettet. Til gengæld har Nordeuropa haft en meget varm og solrig sommer, og her har parkerne produceret væsentligt over budgettet.
- Effektiviteten af det enkelte anlæg måles ved nøgletallet performance ratio (PR), der fortæller, hvor stor en del af den realiserede solindstråling, der omsættes til strøm. Den realiserede PR har været lavere end

### ENGLISH

#### SOLAR PARKS

Nordic Solar Energy currently owns 81 solar parks in eight different EU countries. The first solar park in the portfolio was acquired in Germany in 2010. Subsequently, investments have been made in solar parks in seven other countries: Spain (2011 and 2013), Italy (2013, 2016 and 2018), Belgium (2013 and 2017), England (2015), France (2016 and 2018), Portugal (2017) and Poland (2018). At year-end 2018, the portfolio had total assets of EUR 212 million and a calculated fair value of the Company's shares of EUR 72.3 million.

The geographical distribution of solar parks with size and share of the company's assets (measured on fair value) is shown in the portfolio overview on page 22.

As can be seen, the solar parks have a high EBITDA margin, which for the entire portfolio is above 80%. The

distribution of the company's assets by fair value shows:

- The largest country in the portfolio is Belgium, which accounts for 35% of the portfolio's value
- United Kingdom now accounts for 10% of the portfolio with a pound sterling (GBP) exposure.
- Poland accounts for 16% with exposure in zloty (PLN). The large share in Poland is due to the fact that equity financing at the end of 2018 is high.

Overall, the currency exposure at the end of 2018 is within the limitations in the currency policy with a maximum of 1/3 in currencies different from EUR and DKK.

#### OPERATION OF THE SOLAR PARKS

Operation and maintenance of the solar parks are handled by local partners to ensure the highest possible productivity based on maintenance and supervision of the parks. In 2017, it was decided to

appoint a new service provider for each park, and effective 1 January 2018, most of the operation of the Company's solar parks was taken over by German BayWa re. (renewable energy), a global leader in the area of solar park operations. Relative to earlier, operating expenses have been reduced by approx. 50%.

As in previous years, operations of the solar parks were generally very satisfactory in 2018. Overall comments on solar park operations in 2018:

- As southern Europe was characterised by below-normal solar radiation, the solar parks produced below budget. Northern Europe, on the other hand, experienced a very warm and sunny summer, and the parks in this part of Europe produced well above budget.
- The efficiency of each solar power plant is measured by reference to the performance ratio (PR) indicator, which shows the ratio of actual solar radiation that is

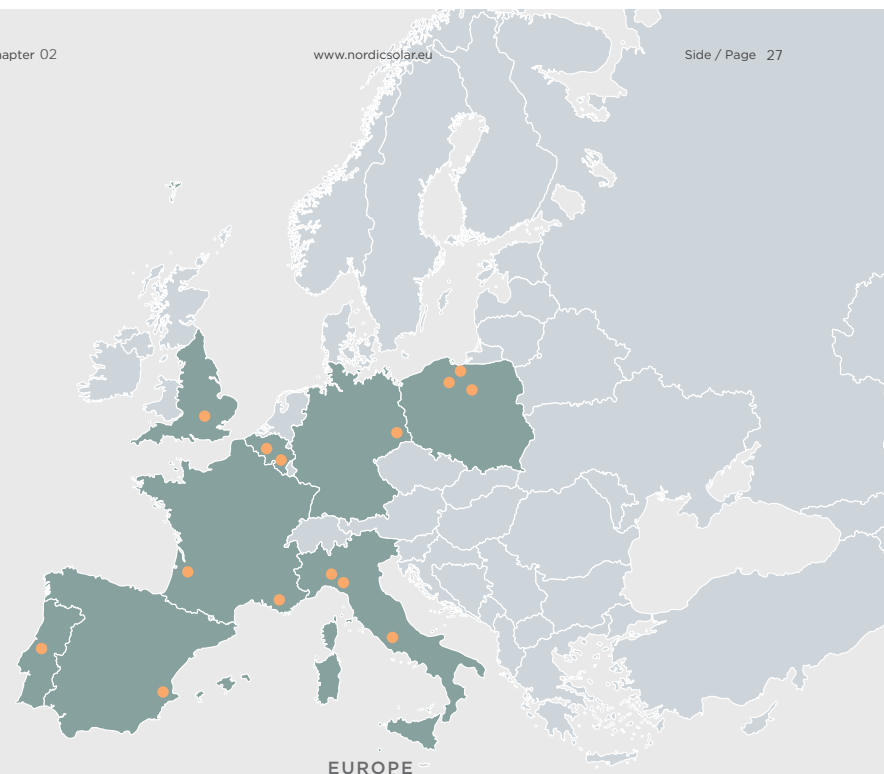
budgetteret for den samlede portefølje i 2018. Årsagen har primært været, at de højere temperaturer påvirker effektiviteten og giver en lavere PR.

- De højere temperaturer opvejer således i nogen grad effekten af det gode vejr og den højere-end-forventet solindstråling.
- Der har i 2018 været nogle væsentlige hændelser, der har påvirket produktionen negativt:
  - Gnaverangreb i England har i en periode lukket dele af produktionen, indtil problemet blev løst.
  - Lynnedslag i forbindelse med et uvejr ramte Pellegrino-solparken i Italien, hvilket lukkede produktionen i en periode.
  - Tyveri af kabler på selskabets største taganlæg i Belgien (5 MW) lukkede en tredjedel af anlægges produktion ned i en periode og betød

- øgede omkostninger til etablering af nye, forbedrede sikkerhedsforanstaltninger.
- Størstedelen af de engangsomkostninger i forbindelse med ovennævnte skader er dækket af forsikringen, ligesom driftstab i reparationsperioden også dækkes. Økonomisk set har de ovennævnte skader derfor minimal indflydelse på regnskabet.
- Den nye driftsoperatør har overordnet klaret driften i 2018 tilfredsstillende, men der har været enkelte indkøringsvanskeligheder. Da driftsaftalen indeholder performance garantier målt på PR, har dette betydet en reduktion af driftsomkostningerne i 2018 for nogle parker.

I tabellen på side 27 er vist afvigelse fra de oprindelige investeringsbudgetter for samtlige solparker. Som det fremgår, har solparkerne både i året 2018 og akkumuleret for

alle år under NSE's ejerskab produceret 3% bedre end det oprindelige investeringsbudget. Tabellen viser også den overordnede tendens med en dårlig sommer i Sydeuropa og en god sommer i Nordeuropa i 2018.



converted into electricity. In 2018, realised PR was lower than forecast for the entire portfolio, primarily because the higher temperatures affected the efficiency of the solar parks, resulting in a lower PR. Thus, the higher temperatures offset the effect of the fine weather and the higher-than-forecast solar radiation to some extent.

- Events having had an adverse impact on production in 2018:
  - Rodent infestation in England caused parts of production to be shut down until the problem could be solved.
  - Lightning strikes during a storm hit the Pellegrino solar park in Italy, making it necessary to shut down production for a period of time.
  - Cable theft at the Company's largest roof-based plant in Belgium (5 MWp) periodically shut down one third of production, resulting in increased expenses to establish

new, improved security measures.

- Most of the non-recurring expenses related to the above incidents of damage were covered by insurance, and so were business interruption losses during the period of repair. Economically speaking, the above damages therefore have a minimal impact on the accounts.
- Overall, the new service provider handled the operation of the solar parks satisfactorily in 2018, despite a few start-up difficulties. As the operating agreement includes performance guarantees measured by reference to PR, the operating expenses were reduced in 2018 for some parks.

The table on page 27 shows production deviations from the original investment budgets for all solar parks. As can be seen from the table, the production of the solar parks was 3% above the original

investment budget both in 2018 and accumulated for all years under Nordic Solar Energy ownership. The table also depicts the general weather trend in 2018: bad summer weather in southern Europe and fine summer weather in northern Europe.

### Realiseret produktion versus budget

Oprindelige investeringsbudget = Indeks 100

#### REALISED PRODUCTION VERSUS BUDGET

Original investment budget = Index 100

ÅR/ YEAR	GERMANY	SPAIN	ITALY	BELGIUM	ENGLAND	FRANCE	PORTUGAL	POLAND	INDEX
2010	101								101
2011	124	100							106
2012	116	109							111
2013	103	107	109	100					102
2014	114	106	92	102					103
2015	121	104	99	107	100				104
2016	111	101	98	103	103	101			102
2017	108	108	103	103	100	102	100		102
2018	125	100	90	106	103	95	89	106	103
<b>Total</b>	<b>115</b>	<b>104</b>	<b>97</b>	<b>104</b>	<b>101</b>	<b>99</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>103</b>

\*Akkumuleret produktionsindeks i NSE's ejerperiode  
\*Accumulated production index under NSE ownership

**AFKAST TIL AKTIONÆRERNE**

Nordic Solar Energy kunne i 2018 notere et samlet nettoafkast på 6,0% til aktionærerne, fordelt på DKK 4,5 i udbytte pr. aktie tillagt en kursstigning fra DKK 108,5 til DKK 110,5. Afkastet til aktionærerne stammer primært fra løbende udbetalte udbytter, og overskydende likviditet fra solparkerne udloddes således til aktionærerne årligt. Ved afkastberegningen tillægges eventuelle aktiekursstigninger til de udbetalte udbytter.

Nordic Solar Energy har siden februar 2011 løbende lavet en månedlig, urevideret fair value-beregning af værdiansættelse af selskabets aktier. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i hver enkelt solparks budgetterede pengestrømme, jævnfør gennemgangen under afsnittet "Selskabets forretningsmodel" på side 14. Målet er at foretage en realistisk,

men konservativ, værdiansættelse af aktien. Kursen anvendes ved løbende kapitaludvidelser og ved eventuelle tilbagesalg af aktier til Nordic Solar Energy og skal således afspejle dagsværdien af egenkapitalen i selskabet. Kursen skal være fair for de eksisterende aktionærer, hvis aktieandel reduceres ved kapitaludvidelser, men også for nye investorer, der ønsker at blive medejere af selskabet.

På side 29 ses udviklingen i aktiekursen siden etableringen, og de to grafer viser henholdsvis kursen med og uden udbytter. Siden 2011 har aktierne samlet givet 51% i afkast. Den nederste graf, der viser den ikke-korrigerede aktiekurs, falder efter hver udbyttebetaling. Den øverste graf er korrigeret ved at tillægge de udbetalte udbytter til aktiekursen. Der er siden 2011 betalt DKK 41,0 i udbytte pr. aktie ekskl. de DKK 5,5 i foreslået udbytte for 2018.

I juli 2014 faldt aktiekursen som følge af ændringer i de indgåede aftaler om tilskud fra hhv. Italien og Spanien. I november 2017 steg aktiekursen bl.a. som følge af omkostningsbesparelser ved at konsolidere forsikring og drift af solparkerne til færre leverandører.

Den eksisterende portefølje af solparker har et samlet forventet afkast målt på den interne rente på ca. 6,5% årligt, hvilket ligeledes svarer til afkastforventningen for 2019.

**SHAREHOLDER RETURN**

Nordic Solar Energy recorded a net return of 6.0% to its shareholders in 2018, originating from a dividend of DKK 4.5 per share plus an increase in the share price from DKK 108.5 to DKK 110.5. The shareholder return primarily stems from regular dividend distributions, as excess liquidity from the solar parks is distributed annually to the shareholders. Any share price increases are added to the dividend distributions when the return is calculated.

Since February 2011, Nordic Solar Energy has made monthly, unaudited fair value calculations of the Company's shares. The valuation is based on the budgeted cash flows for each solar park; see the description in section "Business model" on page 14. The Company aims to arrive at a realistic, yet conservative, valuation of the shares. As regular capital increases and potential sell-backs of shares to Nordic Solar Energy are

based on the share price, the price must reflect the fair value of the Company's equity. The price must not only be fair to the existing shareholders, whose shareholdings are diluted in connection with capital increases, but also to new investors wishing to become co-owners of the Company.

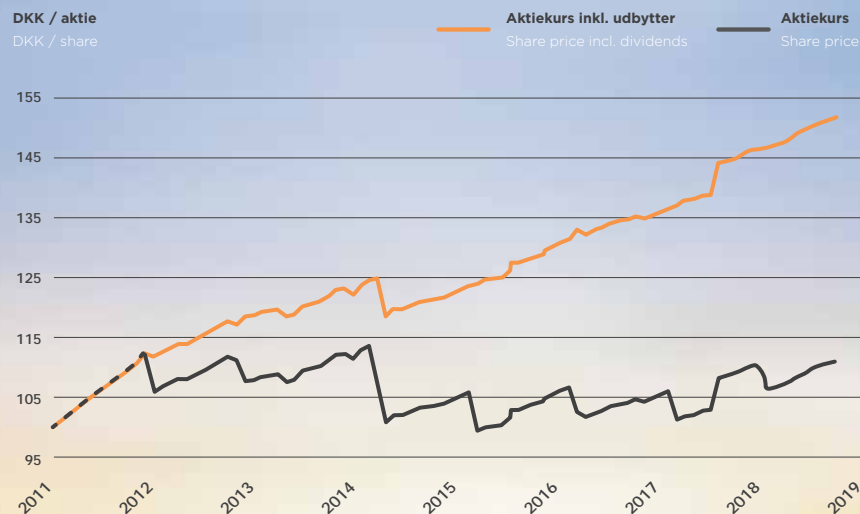
Movements in the share price since the Company was established are shown on page 29, and the two charts show the price with and without dividend, respectively. The shares have yielded an accumulated return of 51% since 2011. The lower chart shows the non-adjusted share price, which falls after each dividend distribution. The upper chart has been adjusted by adding the dividend distributions to the share price. Since 2011, the Company has distributed dividend of DKK 41.0 per share, excl. the dividend of DKK 5.5 proposed for 2018. In July 2014, the share price decreased as a result of changes in the subsidies in Italy and Spain.

In November 2017, the share price increased due to, among other factors, cost savings achieved after the number of service providers in the areas of insurance and operation of solar parks was reduced.

The total expected return related to the existing portfolio of solar parks is approx. 6.5% p.a., measured by IRR, which is in line with the expected return for 2019.

**Nordic Solar Energy aktiekurs**

NORDIC SOLAR ENERGY SHARE PRICE



## De vedvarende energikilders andel vil vokse til 75% af den globale elproduktion inden 2050.\*

Renewable energy sources will grow their share of the global electricity production to around 75% before 2050.\*

\*Kilde/source McKinsey-Energy-Insights-Global-Energy-Perspective-2019

### MILJØET

Nye tal fra Bloomberg New Energy Finance forudsiger, at der globalt fra 2018 til 2050 skal investeres DKK 76.000 mia. i ny el-produktionskapacitet. Heraf forventes 73% at gå til vind og sol og yderligere 13% til andre "low carbon"-teknologier som vand- og atomkraft. Der investeres i dag mere i solenergi globalt set, end der investeres i vind.

Siden 2014 har solenergi haft en ledende rolle i den grønne omstilling. Den globale gennemsnitlige solindstråling pr. 320.000 m<sup>2</sup> pr. år kan producere den samme mængde energi som 1 tønde olie, 200 kg kul eller 140 kubikmeter naturgas.

Verdenssamfundet har vedtaget en fælles, langsigtet målsætning om at holde den globale temperaturstigning på under 2 grader celsius, og mange forskere peger på det ønskværdige

i, at temperaturstigningen forsøges begrænset til 1,5 grader celsius.

Nordic Solar Energy ønsker at bidrage til denne reduktion, og et bedre miljø, samt på lang sigt til afskaffelsen af fossile brændstoffer gennem en fortsat udbygning af solenergi som alternativ energikilde.

I 2018 producerede Nordic Solar Energy 66.100 MWh grøn energi, svarende til omtrent 19.000 husstandes årlige elforbrug eller en miljøbesparelse på 35.831 ton CO<sub>2</sub>, der ikke er blevet udledt. Til sammenligning bruger en gennemsnitsdansker 1,6 MWh strøm om året.

Alle aktionærer i Nordic Solar Energy modtager én gang om året et certifikat og en opgørelse over den enkeltes andel af denne grønne energiproduktion. En aktionær med aktier for DKK 1mio.

har i 2018 en andel af produktionen på ca. 320.000 kWh grøn energi, svarende til energiforbruget i 100 husstande. I gennemsnit bidrog en aktionær i Nordic Solar Energy i 2018 positivt med grøn strøm, svarende til forbruget i omtrent 550 husstande.

Nordic Solar Energy's solparker har i selskabets ejertid, dvs. siden etableringen i 2010, produceret ca. 200.000 MWh grøn energi, svarende til et års elforbrug i 57.000 husstande eller en miljøbesparelse på 108.000 ton ikke-udledt CO<sub>2</sub>.

### ENGLISH

#### THE ENVIRONMENT

New figures from Bloomberg New Energy Finance predict that EUR 10,200 billion will be invested in new energy production capacity on a global scale in the period 2018-2050. Of this amount, 73% is expected to be invested in wind and solar energy and another 13% in other "low carbon" technologies such as hydro power and nuclear power. Globally, investments in solar power are currently higher than investments in wind power.

Solar energy has played a leading part in the green transition since 2014. The global average solar radiation per square metre per year can produce the same volume of energy as one barrel of oil, 200 kilos of coal or 140 cubic metres of natural gas.

The global community has adopted a common, long-term goal of keeping the global temperature increase

below 2 degrees Celsius, and many scientists point to the desirability of limiting the temperature increase to 1.5 degrees Celsius.

Nordic Solar Energy wishes to contribute to this reduction, and to creating a better environment, and in the long term to contribute to the abolishment of fossil fuels through the continued expansion of solar energy as an alternative energy source.

In 2018, Nordic Solar Energy produced 66,100 MWh green energy, equivalent to the annual consumption of electricity of some 19,000 households or energy savings of 35,831 tons of non-emitted CO<sub>2</sub>. In comparison, the average Dane consumes 1.6 MWh of electricity a year.

Once a year, all of Nordic Solar Energy's shareholders receive a certificate and a statement of their share of this green energy

production. In 2018, a shareholder holding shares worth DKK 1 million (EUR 133,333) had held a share of the output of approx. 320,000 kWh green energy, corresponding to 100 households' energy consumption. On average, each of Nordic Solar Energy's shareholders made a positive contribution of green power in 2018 equalling the energy consumption of about 550 households.

Since the Company was established in 2010, Nordic Solar Energy's solar parks have produced approx. 200,000 MWh green energy, corresponding to the energy consumption of 57,000 households for one year, or environmental savings of 108,000 tons of non-emitted CO<sub>2</sub>.



## 03

Beretning  
2018

## MARKEDSUDVIKLINGEN

Ifølge Bloomberg New Energy Finance blev der i 2018 globalt investeret USD 131 mia. i solenergi. Tallet i 2018 var lavere end i 2017, hvilket alene skyldes, at priserne på installation af ny kapacitet faldt yderligere i 2018. Således blev der kapacitetsmæssigt installeret 109 GW solenergi på verdensplan, hvilket er en vækst på 10% i forhold til rekordåret 2017, hvor der blev installeret

99 GW. Den kraftige vækst blev realiseret på trods af et stort fald i udbygningen af solenergi i Kina, der ændrede sin politik for tilskud. Siden 2015 er omkostningerne til etablering af solenergi kapacitet i alt faldet med ca. 40%. Globalt set arbejder der i dag over 10 millioner mennesker inden for solenergi. Europa fulgte den globale tendens med vækst i installeret kapacitet, men grundet de kraftigt faldende kostpriser stagnerende væksten målt i kroner.

Drivkraften bag væksten i markedet for solenergi skyldes dels den politiske og folkelige opbakning som følge af klodens klimaudfordringer, dels den økonomiske udvikling, hvor solenergi i dag er den billigste energiform i flere og flere lande verden over.

Grundlæggende er den folkelige opbakning til grøn energi steget i 2018, hvilket blandt andet skyldes

eksperternes understregning af, at jordens klimaudfordringer er menneskeskabte. Senest blev FN's klimarapport for COP 24 klimatopmødet i Polen i december 2018 en understregning af, at de mål, der blev aftalt i Paris i 2015, ikke er ambitiøse nok. På trods af FN's klimarapport var resultatet af klimatopmødet i Polen generelt set skuffende. Der kunne ikke opnås enighed om at øge ambitionerne, og en konkretisering af Paris-aftalen blev ikke vedtaget. Når dette er sagt, er der lokalt i mange lande i verden en langt mere ambitiøs klimapolitik, end der er aftalt internationalt, og mange virksomheder tager af sig selv klimaudfordringen op.

På den politiske side skete der i 2018 det, at verdens største marked for solenergi, Kina, i maj måned fjernede subsidierne til solenergi. Baggrunden var et ønske om at

capacity, however growth stagnated in invested capital due to the sharply falling cost prices.

The driving force behind the growing solar energy market is partly the political and public support based on the climate challenges facing the globe, and partly economic trends, as solar energy has become the cheapest type of energy in more and more countries around the world.

Fundamentally, public support for green energy increased in 2018, among other factors due to the general expert consensus that the climate challenges facing the earth are human made. Most recently, the UN's climate report issued prior to the COP24 climate summit in Poland in December 2018 stressed that the goals set in Paris in 2015 are not

ambitious enough. In spite of the UN's climate report, the overall outcome of the climate summit in Poland was disappointing. No agreement was reached on stepping up ambitions; nor was a specification of the Paris Agreement adopted. That said, many countries around the world have adopted a far more ambitious climate policy than the one agreed internationally, and many businesses are addressing the climate challenge on their own accord.

As for the global political situation, the world's largest market for solar energy, China, decided in May 2018 to abolish solar energy subsidies. The background for this decision was a wish to reduce the expenses related to the green transition, which had become too big a financial burden. This meant a stop to new subsidised



## Report 2018

## MARKET DEVELOPMENT

According to Bloomberg New Energy Finance, USD 131 billion was invested in solar energy in 2018 on a global scale. The sole reason for the decrease compared to 2017 is the fact that the prices of installing new capacity fell further in 2018. Thus, 109 GW capacity of solar energy was installed globally, which is up 10% on the record year 2017 in which 99 GW of solar energy capacity was installed. The strong growth was achieved in spite of a substantial fall in the expansion of solar energy plants in China, as the country changed its policy on subsidies. Since 2015, costs of establishing solar energy capacity has decreased by approx. 40%. More than 10 million people around the world are currently employed in the solar industry. Europe followed the global trend with growth in installed

reducere omkostningerne til den grønne omstilling, der var blevet for stor en økonomisk belastning. Det betød et stop for nye tilskudsbase-rede installationer i Kina og en brat overgang til et modent marked uden tilskud, på et noget lavere niveau. Den internationale effekt af Kinas nye politik blev et næsten øjeblikkeligt fald i priserne på solpaneler med yderligere 25% og dermed forbedret konkurrenceevne for solindustrien globalt.

Uanset den politiske udvikling er de konstant faldende omkostninger til produktion af solenergi en væsentlig drivkraft bag det globale solenergi-marked. Det betyder, at mange lande etablerer solenergiproduktion som den billigste energiform, og andre lande har kraftigt kunnet reducere eller fjerne tilskud til den grønne omstilling. I Europa bygges der nu tilskudsrie solparker i Spanien,

Portugal og Italien, og grænsen for, hvor det kan betale sig, bevæger sig nordpå. Det er forventningen, at man i løbet af ganske få år kan etablere solenergiproduktion uden tilskud i Danmark på trods af vores relativt begrænsede solindstråling.

Den folkelige opbakning til den grønne omstilling er fortsat på mere end 80% inden for EU, hvilket forventes at lægge et vist politisk pres på energipolitikken generelt. De kommende år forventer vi en yderligere reduktion af omkostningerne til etablering af nye solenergianlæg. Nordic Solar Energy forventer fortsat, at vedvarende energi vil udgøre op mod 60% af verdens energiforsyning i 2040, og der er således fortsat lagt op til en kraftig vækst i markedet. Med solenergi som en konkurrencedygtig energikilde i mange dele af verden er forventningerne til væksten på dette område store.

#### MARKEDSRISIKO

Markedsrisikoen for en ejer af en solpark afhænger blandt andet af, i hvor høj grad omsætningen baseres sig på statsgaranterede salgspriser på strøm, de såkaldte feed-in-tariffer, og i hvor høj grad omsætningen er baseret på salg af strøm på elmarkedet.

I Nordic Solar Energys portefølje af solparker udgør den statsgaranterede andel af omsætningen ca. 89%, og salget af strøm til markedspris udgør ca. 11%.

Markedsrisikoen på den statsgaranterede andel af omsætningen afhænger af risikoen for indgreb i tilskud med tilbagevirkende kraft. Historisk set har der tidligere på nogle markeder været foretaget enkelte indgreb med tilbagevirkende kraft, altså en reduktion af tilskuddene, svarende til en delvis ekspropriation af den investerede kapital. Baggrunden for disse

indgreb skyldtes meget gunstige tariffer og ufleksible støtteordninger, der ikke kunne håndtere de kraftigt faldende panel- og etableringsomkostninger for solenergianlæg, og var i sidste ende ikke bæredygtige for landenes grønne omstilling.

Det er Nordic Solar Energys vurdering, at risikoen for yderligere indgreb i etablerede tarifordninger må anses for begrænsede. De nye tilskudsordninger, der eksisterer inden for solenergi i EU i dag, ligger meget tæt op ad de retningslinjer, EU-kommissionen anbefaler medlemslandene at benytte. EU's retningslinjer tilskriver, at tilskud gives som en del af et konkurrencepræget udbud, hvor de laveste elpriser og dermed de laveste tilskud vinder. Dermed sikres et markedsrettet afkast til investorerne, og de faldende etableringsomkostninger for solenergianlæg kommer skatteyderne til gode

installations in China and the abrupt transition to a mature subsidy-free market, at a somewhat lower level. The international impact of China's new policy was an almost immediate plunge in the prices of solar panels by a further 25% and, hence, improved competitiveness for the solar industry in general.

Despite the political trends, the constantly decreasing cost of producing solar energy is a significant driving force behind the global solar energy market. Consequently, many countries established solar energy production as the cheapest type of energy, and other countries have been able to substantially reduce or even abolish their subsidies to the green transition. In Europe, subsidy-free solar parks are now being built in Spain, Portugal and Italy, and the geographical borderline for making such investments is currently moving north. Expectations are that it will be possible to set up subsidy-free solar energy production

in Denmark in a matter of a few years despite the relatively limited solar radiation in this country.

Public support for the green transition is still at more than 80% in the EU, which is expected to put energy policies in general under a certain pressure. We expect a further reduction of the cost of establishing new solar energy plants in the years ahead. Expecting renewable energy to account for up to 60% of the world's energy supply by 2040, Nordic Solar Energy still envisages strong growth in this market. With solar energy being a competitive energy source in many parts of the world, growth expectations in this area are significant.

#### MARKET RISK

For the owner of a solar park, the market risk depends on, e.g., the degree to which revenue is based on government-guaranteed selling prices of electricity, the so-called

feed-in tariffs, and the degree to which revenue is based on the sale of electricity in the electricity market.

The government-guaranteed portion of revenue from Nordic Solar Energy's portfolio of solar parks is approx. 89%, whereas the sale of electricity at market price accounts for approx. 11%.

The market risk related to the government-guaranteed portion of revenue depends on the risk of intervention in subsidies with retroactive effect. Historically, intervening action has been taken in some markets with retroactive effect, i.e. a reduction of subsidies, corresponding to a partial expropriation of the invested capital. The background for such intervention was very favourable tariffs and inflexible subsidy schemes that were unable to handle the significant drop in panel and set-up expenses for solar energy plants and, not sustainable for the green transition of the countries involved.

In Nordic Solar Energy's opinion, the risk of further intervention in existing tariff schemes is limited. The new subsidy schemes in the area of solar energy that exist in the EU today are very close to the guidelines which the EU Commission recommends that all EU member states adopt. According to these guidelines, subsidies are given as part of a competitive tender in which the tenderers offering the lowest electricity prices and, thus, the lowest subsidies will win. Thus, investors get a market return, and the decreasing costs of establishing solar energy plants benefit the taxpayers through reduced cost of the green transition.

The portion of Nordic Solar Energy's revenue which derives from the sale of electricity at market prices may vary as a result of fluctuating electricity prices. In several markets, the Company will therefore often make attempts to sell the electricity at a fixed price for the entire year.



gennem faldende omkostninger til den grønne omstilling.

Den del af Nordic Solar Energys omsætning, der kommer fra salg af strøm til markedspriser, kan variere i forhold til udsving i elprisen. På flere markeder vil selskabet derfor ofte forsøge at sælge elektriciteten til en fast pris for hele året. De fleste markedsdeltagere forventer stigende efterspørgsel på strøm, og at de reale elpriser vil stige fra år 2020 og de efterfølgende 10-15 år på de fleste markeder i EU. I forhold til elprisen budgetterer Nordic Solar Energy på de fleste markeder med uændrede reale elpriser i de kommende år, hvilket vurderes at være en forsigtig antagelse. Prisudviklingen på elmarkedet er kompleks og følges derfor løbende også tæt af selskabet.

Andre markedsrisici er generelle skatte- eller afgiftsmæssige ændringer

i de enkelte lande. Ændringer i tariffer, skatter og afgifter påvirker den fremtidige indtjening i solparkerne og dermed det fremtidige afkast.

Nordic Solar Energys risikospredning med en etableret portefølje af solparker i otte forskellige EU-lande reducerer følsomheden i forhold til eventuelle ændringer af det enkelte lands politiske beslutninger, hvilket reducerer risikoen. Dette er et af de unikke karakteristika ved en investering i Nordic Solar Energy.

#### FINANSIEL RISIKO

Den finansielle risiko for en solparkejer er generelt lav, idet lånefinansieringsdelen i de fleste solparker er baseret på fortrinsvis fastforrentede, uopsigelige lån uden hæftelse fra låntager. Dette er også tilfældet for Nordic Solar Energys eksterne finansiering, hvor størstedelen er uopsigelige lån med fast rente.

Værdiansættelsen af solparker og afkastet på nye investeringer er forbundet med en vis finansiell risiko. Hvis renterne stiger eller falder, ændres det alternative markedsafkast, hvilket må forventes at påvirke værdiansættelsen af både eksisterende solparker og det forventede afkast på nye investeringer til porteføljen. En anden udvikling, der kan påvirke værdiansættelsen af solparkerne, er den øgede accept af solenergi som investeringsområde. Det faktum, at flere og flere har fået øjnene op for solenergi som en attraktiv investering, herunder danske og internationale pensionskasser, betyder øget efterspørgsel efter solparker og dermed stigende priser.

Valutakurser udgør også en finansiell risiko i Nordic Solar Energys portefølje. I dag er ca. 10% af kapitalen investeret i England i GBP,

og ca. 16% er investeret i Polen i PLN. I England er valutarisikoen reduceret ved, at der er optaget lån i GBP, svarende til ca. 60% af investeringen. I Polen er kun en mindre del af porteføljen finansieret i lokal valuta, men det forventes, at valutarisikoen nedbringes ved yderligere etablering af lån i zloty. Selskabet har således en valutarisiko på de fremtidige udbytter i GBP og PLN, der ønskes vekslet over de næste mange år. Afkastet på investeringerne er således påvirket af eventuelle udsving i pund- og zlotykursen.

#### NORDIC SOLAR ENERGYS UDVIKLING I 2018

I 2018 rundede Nordic Solar Energy nogle væsentlige milepæle med en kapacitet på over 100 MWp, en balance, der krydsede DKK 1,5 mia. og en fair value-værdi beregning af egenkapitalen, der voksede til DKK 539 mio.

Væksten blev realiseret igennem opkøb af fire nye solparker:

- I maj 2018 blev den første polske solpark på 10 MWp købt til en værdi af ca. DKK 65 mio.
- I december blev tre yderligere handler afsluttet:
  - o 24 MWp i Frankrig til en samlet værdi af DKK 184 mio.
  - o 14 MWp i Italien til en samlet værdi af DKK 237 mio.
  - o Yderligere 10 MWp i Polen til en værdi af ca. DKK 66 mio.

Der blev således samlet set investeret for DKK 552 mio., og kapaciteten voksede 100% fra 58 MWp ultimo 2017 til 116 MWp ultimo 2018.

Med selskabets første investering i Polen fik Nordic Solar Energy en yderligere risikospredning i porteføljen, der nu omfatter investeringer i otte EU-lande. Investeringerne betød, at Belgien, der primo året udgjorde

ca. 55% af selskabets portefølje, faldt til ca. 35% målt på selskabets fair value-værdiansættelse.

På kapital siden har selskabet også oplevet en kraftig vækst i 2018 med tre kapitaludvidelser i løbet af året på tilsammen DKK 208 mio., svarende til en vækst i den bogførte egenkapital på 81% til DKK 484 mio. ultimo 2018. Antallet af aktionærer voksede samtidig med 39% fra 119 til 166.

#### 2018-REGNSKABET

Det blev i 2018 besluttet at aflægge regnskabet efter de internationale regnskabsstandarder IFRS. Baggrunden for denne beslutning er at gøre selskabet klar til en mulig børsnotering eller et samlet salg i løbet af de kommende år.

I 2018 er omsætningen samlet set steget med 133% til DKK 139 mio., og EBITDA er tilsvarende steget 169%

Most market players expect growing demand for electricity as well as an increase in real electricity prices from 2020 through the subsequent 10-15 years in most markets in the EU. As regards electricity prices, Nordic Solar Energy is budgeting for unchanged real electricity prices in most markets in the years ahead – a call which is viewed as conservative. As the pricing of electricity is a complex matter, the Company closely monitors market developments.

Other market risks include general tax changes in the individual countries. Changes in tariffs or direct or indirect taxes affect future earnings of the solar parks and, hence, future returns.

Nordic Solar Energy's risk diversification strategy, currently reflected in the existing portfolio of solar parks in eight different EU countries, reduces the sensitivity related to potential changes in a country's political

decisions, which again reduces the risk. This is one of the unique characteristics of making an investment in Nordic Solar Energy.

#### FINANCIAL RISK

For an owner of a solar park, the financial risk is generally low, as the majority of the solar parks' loan financing is based on non-recourse, fixed-rate loans with no collateral from the borrower. This is also the case for Nordic Solar Energy's external financing, as the majority of the loans consists of non-recourse fixed interest rate loans.

The valuation of solar parks and the return on new investments are associated with a certain amount of financial risk. If interest rates rise or fall, the alternative market return will change, which is expected to impact the valuation both of existing solar parks and the expected return on new investments for the portfolio. Another factor that may affect

solar park valuation is the increasing acceptance of solar energy as an investment option. The fact that more and more investors, including Danish and foreign pension funds, have begun to see solar energy as an attractive investment option has increased demand for solar parks, hence implying rising prices.

Exchange rates represent another financial risk in relation to Nordic Solar Energy's portfolio. Today, approx. 10% of the Company's capital is invested in England in GBP, whereas approx. 16% is invested in Poland in PLN. As for England, the currency risk has been reduced by loans raised in GBP corresponding to approx. 60% of the investment. In Poland, only a small portion of the portfolio is financed in local currency, but the currency risk is expected to be reduced through additional borrowings in zloty. The Company is thus exposed to currency risks in respect of any future dividends

which are denominated in GBP and PLN and which the Company wishes to exchange into DKK over the next many years. On this basis, the return on the investments is affected by potential fluctuations in the pound sterling and zloty rates.

#### NORDIC SOLAR ENERGYS DEVELOPMENT IN 2018

In 2018, Nordic Solar Energy passed certain important milestones with a capacity of more than 100 MWp, a balance sheet total exceeding EUR 200 million and a fair value calculation of equity growing to EUR 72.3 million.

Growth was achieved through the acquisition of four new solar parks:

- In May 2018, the first Polish 10 MWp solar park was acquired for approx. EUR 8.7 million.
- In December, another three transactions were closed:
  - o A 24 MWp solar park in France worth a total of EUR 24.7 million.

- o A 14 MWp solar park in Italy worth a total of EUR 31.8 million.
- o Another 10 MWp solar park in Poland worth a total of EUR 8.9 million.

The Company thus made a total investment of EUR 74.1 million, growing total capacity by 100% from 58 MWp at the end of 2017 to 116 MWp at the end of 2018.

With its first investment in Poland, Nordic Solar Energy further diversified the risks associated with its portfolio, which now includes investments in eight EU countries. The investments meant that Belgium's share of about 55% of the Company's portfolio at the beginning of the year had decreased to approx. 35% at year-end, measured by reference to the Company's fair value valuation.

In terms of capital, the Company recorded considerable growth in 2018 as a result of the three capital

increases of EUR 28 million in total which were carried through, equaling a 81% increase in the book value of equity to EUR 64.5 million at year-end 2018. At the same time, the number of shareholders increased by 39%, from 119 to 166.

#### FINANCIAL STATEMENTS FOR 2018

It was decided in 2018 to present the financial statements in accordance with the International Financial Reporting Standards, IFRS. The background for this decision is to prepare the Company either for an IPO or a full sale within the next few years.

Overall, 2018 revenue increased by 133% to EUR 18.7. Similarly, EBITDA increased by 169% to EUR 15.1 million. The revenue growth stems both from the acquisition of the Belgian and Portuguese solar parks at the end of 2017, which were included for the full year of 2018, and the one new solar park acquired in Poland, included for a seven month

til DKK 112 mio. Væksten afspejler dels, at de belgiske og portugisiske solparker, der blev erhvervet i slutningen af 2017, nu indgår med fuld driftsår, dels den ene nyindkøbte solpark i Polen, der indgår med syv måneders drift. De tre køb gennemført i december 2018 har kun mindre indflydelse på omsætningen for 2018.

Resultat før skat for året blev på DKK 16 mio. med et resultat efter skat på DKK 11 mio. Resultatet er positivt påvirket med Netto DKK 4,4 mio. af tilbageførsel af nedskrivning på et momstilgodehavende fra en investering i en italiensk solpark fra 2016.

Selskabet har stærke pengestrømme, og selskabets EBITDA fratrukket renter, afdrag og betalt skat giver grundlag for udbetaling af udbytte.

Udbyttet og selskabets resultat kan umiddelbart ikke sammenlignes, idet

det udbetalte udbytte afhænger af selskabets pengestrømme fra solparkerne. Når den frie likviditet til udbetaling af udbytte fra de eksisterende parker opgøres, skal der således tillægges afskrivninger og udskudt skat, og derfra trækkes tilbagebetaling af gæld i solparkerne (se opgørelse side 10).

Udbyttet for 2018, der foreslås til generalforsamlingen, udgør DKK 5,5 pr. aktie for aktier med fuld udbyttet for 2018. Nye aktier, udstedt i juni 2018, modtager halvt udbytte på DKK 2,75 pr. aktie, og endelig modtager aktier udstedt i december 2018 ikke udbytte. Det samlede udbytte er foreslået til DKK 19.453.143.

#### UDVIKLINGEN I 2019

Siden årsafslutningen har Nordic Solar Energy ikke endeligt afsluttet køb af yderligere solparker. Der er underskrevet en aftale om køb af en

6 MW solpark i Polen i 2018, og købet forventes afsluttet i første halvår af 2019. Der arbejdes derudover på at etablere en samlet finansiering af de polske aktiviteter, der i udgangspunktet har en lav grad af lokal finansiering.

#### FORVENTNINGER TIL 2019

2019 tegner til at blive endnu et vækstår for Nordic Solar Energy, hvor der forventes yderligere investeringer, og strategien med at opbygge en diversificeret portefølje af solenergi-anlæg inden for EU fortsættes.

Nordic Solar Energy forventer et afkast til aktionærerne på 6-7% for 2019. Det ambitiøse vækst mål er at nå en kapacitet på 200 MWp med en beregnet fair value værdi af aktiekapitalen på ca. DKK 750 mio., op fra hhv. 116 MWp og DKK 539 mio. ultimo 2018.

period in 2018. The three acquisitions made in December 2018 have only a limited impact on 2018 revenue.

Profit before tax for the year came to EUR 2.2 million, whereas profit after tax totalled EUR 1.5 million. The financial performance is positively affected by net EUR 0.6 mill. through the reversal of a depreciated VAT asset in an Italian solar park purchased in 2016. The Company's cash flows are strong, and EBITDA net of interest, debt repayments and tax payments form a basis for the distribution of dividend.

The dividend and the Company's results of operations are not directly comparable, as the distribution of dividend depends on the Company's cash flows from the solar parks. Therefore, when calculating the free cash flow forming a basis for the distribution of dividend from the existing solar parks, amortisation/depreciation charges

and deferred tax charges must be added, and repayment of debts in the solar parks must be deducted (see calculation on page 11).

The dividend proposed for 2018, which is proposed at the general meeting, is DKK 5.5 per share for shares carrying full dividend rights for 2018. New shares issued in June 2018 are entitled to a dividend of DKK 2.75 per share, while shares issued in December 2018 are not entitled to any dividend. A total dividend of DKK 19,453,143 (EUR 2.6 million) is proposed for the year.

#### DEVELOPMENTS IN 2019

Since the year end 2018, Nordic Solar Energy has not completed the acquisition of further solar parks. In 2018 an agreement was signed to buy a 6 MW solar park in Poland, and the closing is expected in the first half year of 2019. Efforts are furthermore being made to establish combined financing of the Polish activities,

which currently are based on a low share of local financing.

#### OUTLOOK FOR 2019

2019 looks to be yet another year of growth for Nordic Solar Energy, and additional investments are expected to be made. The Company's strategy to build up a diversified portfolio of solar power plants in the EU will be carried on in 2019.

Nordic Solar Energy expects a shareholder return of 6-7% for 2019. The Company's ambitious growth target is a total capacity of 200 MWp with a fair value of the share capital of approx. EUR 100 million, up from 116 MWp and EUR 72 million, respectively, at year-end 2018.



## Bestyrelse og direktion

BOARD OF DIRECTORS AND MANAGEMENT

Afkastet til aktionærerne  
har de sidste fire år i  
gennemsnit været  
7,3% om året.

The return to the shareholders  
have the last four years in average  
been 7.3% per year.

Se venligst / Please see:  
[www.nordicsolar.eu](http://www.nordicsolar.eu)  
for mere information / for more information



**CHRISTIAN SAGILD**  
BESTYRELSESFORMAND / CHAIRMAN

Christian har en solid finansiel baggrund, er uddannet aktuar og har haft en lang karriere indenfor forsikring og pension. Han har været ansat i Topdanmark siden 1996, og var fra 1998 administrerende direktør for Topdanmark Livsforsikring for siden at blive koncernchef i Topdanmark i perioden 2009-2018. Christian fokuserer nu på bestyrelsesarbejde, og han er i dag bestyrelsesmedlem i Danske Bank A/S, Royal Unibrew A/S, Ambu A/S, Blue Ocean Robotics A/S og Nordic Solar Global A/S. Christian er investor i Nordic Solar Energy A/S.

*Christian has a solid financial background, is educated actuary and has had a long career within the pension and insurance industry. He was employed in Topdanmark since 1996, from 1998 as managing director of Topdanmark Lifeinsurance, and in the period 2009-2018 he was group CEO for Topdanmark. Christian is now focusing on board positions and is currently board member in Danske Bank A/S, Royal Unibrew A/S, Ambu A/S, Blue Ocean Robotics A/S and Nordic Solar Global A/S. Christian is an investor in Nordic Solar Energy A/S.*



**MARINUS BOOGERT**  
NÆSTFORMAND / VICE-CHAIRMAN

Marinus har 19 års erfaring i solenergibranchen, bl.a. fra Shell Solar, og er grundlægger af og direktør i Onestone Solar Holding BV samt direktør i Solesta BV i Holland. Udover indgående kendskab til branchen har Marinus yderligere en Master i Business fra University of Groningen. Marinus var medstifter af Nordic Solar Energy A/S i 2010 og er medejer af managementsselskabet Nordic Solar Management A/S der til daglig driver Nordic Solar Energy A/S. Marinus er også næstformand i bestyrelsen i Nordic Solar Global A/S og investor i Nordic Solar Energy A/S.

*Marinus has 19 years of experience in the solar energy industry, e.g. from Shell Solar, and is the founder and CEO of Onestone Solar Holding BV and CEO of Solesta BV in Holland. Apart from having a thorough knowledge of the industry, Marinus also has a Master of Business from the University of Groningen. Marinus was a co-founder of Nordic Solar Energy A/S in 2010 and is co-owner of the management company Nordic Solar Management A/S, which operates Nordic Solar Energy A/S. Marinus is also vice-chariman of the board of directors in Nordic Solar Global A/S and investor in Nordic Solar Energy A/S.*



## PER THRANE

BESTYRELSESMEDLEM / BOARD MEMBER

Per er civilingeniør fra Danmarks Tekniske Universitet og stiftede i 1981 Thrane & Thrane sammen med sin bror. Per var adm. direktør i Thrane & Thrane, der blev noteret på NASDAQ OMX i 2001. Firmaet er verdensleder inden for satellitkommunikationsudstyr med dengang 600 medarbejdere og en omsætning på DKK 1,2 mia. Per bestrider bl.a. bestyrelsesposter i BB Electronics A/S, Force Technologies, Nordic Solar Global A/S og han er formand for bestyrelsen i Gentofte Kommunes Havne. Per var blandt de første investorer i Nordic Solar Energy A/S og er fortsat investor.

*Per is a civil engineer from Denmark's Technical University and founded Thrane & Thrane with his brother in 1981. Per was CEO of Thrane & Thrane, which was listed on the NASDAQ, OMX in 2001. The company is a global leader in satellite communication equipment, with 600 employees at the time, and a turnover of EUR 161 mill. Per has chairman positions in BB Electronics A/S, Force Technologies, Nordic Solar Global A/S and he is Board Chairman in Gentofte Kommunes Havne. Per was among the first investors in Nordic Solar Energy A/S and continues to be today.*



## IBEN MAI WINSLØW

BESTYRELSESMEDLEM / BOARD MEMBER

Iben er jurist fra Københavns Universitet og advokat med møderet for landsretten samt medlem af Advokatrådet. Udover at være grundlægger af Byggesocietets Solenergiudvalg og advokat for virksomheder i solindustrien er Iben også grundlægger af Winsløw Law Firm i København med speciale i ejendomstransaktioner, erhvervslejeret og ejendomsudvikling. Iben har været ekstern lektor, underviser og censor på Københavns Universitet og sidder i bestyrelsen for Core Bolig VI, WindSpace A/S, Nordic Solar Global A/S og Virumgårdsvej 25 A/S. Iben er investor i Nordic Solar Global A/S.

*Iben is a lawyer from The University of Copenhagen, and lawyer with bar before the high court of Denmark, as well as a member of the Council of The Danish Bar and Law Society. In addition to being founder of Byggesocietets Solenergiudvalg and lawyer for businesses in the solar industry, Iben also founded Winsløw Law Firm in Copenhagen with expertise in real estate transactions, commercial lease and property development. Iben has been an external Associate Professor, lecturer and examiner at the University of Copenhagen, and is a Board member of Core Bolig VI, WindSpace A/S, Nordic Solar Global A/S and Virumgårdsvej 25 A/S. Iben is an investor in Nordic Solar Global A/S.*



## FRANK SCHYBERG

BESTYRELSESMEDLEM / BOARD MEMBER

Frank er bank- og forsikringsuddannet og er administrerende direktør og medejer af IQ Energy Nordic. IQ Energy Nordic leverer energibesparende løsninger til erhvervslivet i hele Norden. Frank har arbejdet i rekrutteringsbranchen, bl.a. som administrerende direktør i Institut for Karriereudvikling, som direktør og seniorpartner i Signium International og som nordisk direktør for Stepstone. Inden dette var Frank ansat 15 år i den finansielle sektor, og han har siddet i bestyrelsen i flere danske organisationer og virksomheder. Frank sidder i dag i bestyrelsen for Theis Vine A/S, Nordic Solar Global A/S og er medlem af VL Gruppe 10. Frank er investor i Nordic Solar Energy A/S.

*Frank is certified within Commercial Insurance from the Academy of Insurance, and educated via the banking industry, and is CEO and co-owner of IQ Energy Nordic. IQ Energy Nordic delivers energy-saving solutions to businesses throughout the Nordic countries. Frank has worked in the recruiting business, among other positions as CEO in Institut for Karriereudvikling, as Manager and Senior Partner in Signium International and as Nordic Manager for Stepstone. Before this, Frank was employed for 15 years in the financial sector and has been a Board member in several Danish organisations and businesses. Today Frank is Board member for Theis Vine A/S, Nordic Solar Global A/S and is a member of VL Group 10. Frank is an investor in Nordic Solar Energy A/S.*



## NIKOLAJ HOLTET HOFF

ADMINISTRERENDE DIREKTØR / CEO

Nikolaj har over 20 års erfaring med investeringer og virksomhedsdrift og har arbejdet for AT Kearney, IC Companys, VELUX Gruppen og SR Private Brands. Nikolaj er cand.polit. fra Københavns Universitet, og de seneste 15 år har han drevet investeringsselskaber. I 2010 grundlagde Nikolaj Nordic Solar Energy A/S, og han ejer i dag majoriteten af Nordic Solar Management A/S. Nikolaj har ansvaret for den daglige drift og ledelse af Nordic Solar Energy A/S, Nordic Solar Global A/S og af management-selskabet Nordic Solar Management A/S. Nikolaj sidder i bestyrelsen i Semler Gruppen, Dulong Fine Jewelry A/S og har tidligere bl.a. været bestyrelsesformand i Nørrebro Bryghus og Ticket to Heaven. Nikolaj er investor i Nordic Solar Energy A/S.

*Nikolaj has more than 20 years' experience from investment and corporate management and has worked for AT Kearney, IC Companys, VELUX Gruppen and SR Private Brands. Nikolaj is cand. polit. from the University of Copenhagen, and has for the last 15 years managed investment companies. In 2010, Nikolaj founded Nordic Solar Energy A/S and today he owns the majority of Nordic Solar Management A/S. Nikolaj is responsible for the daily operations and management of Nordic Solar Energy A/S, Nordic Solar Global A/S and for the management company Nordic Solar Management A/S. Nikolaj is Board member of Semler Gruppen, Dulong Fine Jewelry A/S and has previously been eg Board Chairman of Nørrebro Bryghus and Ticket to Heaven. Nikolaj is an investor in Nordic Solar Energy A/S.*

## 04

## Årsregnskaber

## Koncernregnskab

## KONSOLIDERET RESULTATOPGØRELSE

Alle beløb er i TEUR  
 Note henvisning markeret med firkant **4**  
 Se noter fra side 51

	2018	2017
<b>Nettoomsætning</b>	18.712	8.045
Direkte omkostninger	-2.866	-1.383
Andre driftsindtægter	817	209
Andre eksterne omkostninger	-1.411	-1.071
<b>Bruttoresultat</b>	15.252	5.800
Personaleomkostninger	-179	-186
<b>Resultat før af- og nedskrivninger (EBITDA)</b>	15.073	5.614
Af- og nedskrivninger	-8.863	-3.658
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder	149	134
<b>Resultat af primær drift (EBIT)</b>	6.359	2.090
Finansielle indtægter	68	10
Finansielle omkostninger	-4.230	-2.390
<b>Resultat før skat</b>	2.197	-290
Skat af årets resultat	-688	-251
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	1.509	-541
<b>Fordeles således:</b>		
Nordic Solar Energy A/S andel	1.507	-529
Minoritetsinteressers andel	2	-12
	1.509	-541

## KONSOLIDERET OPGØRELSE AF TOTALINDKOMST

	2018	2017
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	1.509	-541
<b>Anden totalindkomst for perioden</b>		
<b>Bevægelser der er eller efterfølgende kan blive omklassificeret til resultatopgørelsen</b>		
Valutakursdifferencer ved omregning af datterselskaber (netto)	-39	-96
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	186	627
Skat af anden totalindkomst	-52	-324
<b>Anden totalindkomst for perioden</b>	95	207
<b>TOTALINDKOMSTOPGØRELSE FOR PERIODEN</b>	1.604	-334
<b>Fordeles således:</b>		
Nordic Solar Energy A/S andel	1.601	-325
Minoritetsinteressers andel	3	-9
	1.604	-334

## KONSOLIDERET BALANCE

Alle beløb er i TEUR

Note henvisning markeret med firkant X

	2018	2017	1/1 2017
<b>AKTIVER</b>			
Solparker	8 178.887	119.657	63.238
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	8 327	197	193
Kapitalandele i associerede virksomheder	5 1.531	1.383	1.250
Finansielle aktiver	1.097	1.284	1.321
Udskudt skatteaktiv	9 5.516	1.418	1.897
<b>Langfristede aktiver</b>	<b>187.358</b>	<b>123.939</b>	<b>67.899</b>
Tilgodehavender fra salg	10 2.085	1.642	1.035
Andre tilgodehavender	4.180	1.174	1.280
Periodeafgrænsningsposter	1.633	451	30
Likvide beholdninger	16.817	13.210	5.690
<b>Kortfristede aktiver</b>	<b>24.715</b>	<b>16.477</b>	<b>8.035</b>
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>212.073</b>	<b>140.416</b>	<b>75.934</b>

## KONSOLIDERET BALANCE

Alle beløb er i TEUR

Note henvisning markeret med firkant X

	2018	2017	1/1 2017
<b>PASSIVER</b>			
Selskabskapital	11 16.614	9.915	5.277
Reserve for valutakursreguleringer	-139	-99	0
Reserve for reguleringer af sikringsinstrumenter	-1.633	-1.767	-2.070
Overført resultat	46.814	26.644	13.492
Foreslået udbytte for regnskabsåret	2.611	950	1.029
<b>Egenkapital henført til moderselskabets aktionærer</b>	<b>64.267</b>	<b>35.643</b>	<b>17.728</b>
Minoritetsinteressers andel af egenkapitalen	31	-89	-80
<b>TOTAL EGENKAPITAL</b>	<b>64.298</b>	<b>35.554</b>	<b>17.648</b>
Gæld til kreditinstitutter	12 73.818	29.182	22.675
Finansielle leasingaftaler	12 37.363	40.929	21.479
Andre kreditinstitutter	12 8.387	4.295	1.824
Hensatte forpligtelser	13 6.092	3.819	1.614
Anden gæld	14 15 4.375	3.366	4.384
Hensættelse til udskudt skat	9 407	389	0
Udskudte indtægter	283	299	0
<b>Langfristede gældsforpligtelser</b>	<b>130.725</b>	<b>82.279</b>	<b>51.976</b>
Gæld til kreditinstitutter	12 7.217	4.161	1.753
Finansielle leasingaftaler	12 3.494	3.778	1.347
Andre kreditinstitutter	12 371	309	208
Gæld til selskabsdeltagere og ledelse	12 1.356	9.525	1.290
Leverandører af varer og tjenesteydelser	1.211	2.803	489
Selskabsskat	423	622	334
Anden gæld	14 15 2.978	1.385	889
<b>Kortfristede gældsforpligtelser</b>	<b>17.050</b>	<b>22.583</b>	<b>6.310</b>
<b>Gældsforpligtelser i alt</b>	<b>147.775</b>	<b>104.862</b>	<b>58.286</b>
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>212.073</b>	<b>140.416</b>	<b>75.934</b>



## KONSOLIDERET EGENKAPITALOPGØRELSE

Alle beløb er i TEUR

Note henvisning markeret med firkant X

	Selskabskapital	Reserve for valutakursreguleringer	Reserve for reguleringer af sikringsinstrumenter	Overført resultat	Foreslået udbytte	Egenkapital henført til moderselskabets aktionærer	Minoritetsinteressers andel af egenkapitalen	Egenkapital i alt
<b>EGENKAPITAL 1. JANUAR 2017</b>	<b>5.277</b>	<b>0</b>	<b>-2.070</b>	<b>13.492</b>	<b>1.029</b>	<b>17.728</b>	<b>-80</b>	<b>17.648</b>
Årets resultat	0	0	0	-1.479	950	-529	-12	-541
Valutakursforskelle vedrørende datterselskaber i en anden valuta	0	-99	0	0	0	-99	3	-96
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	0	0	627	0	0	627	0	627
Skat af anden totalindkomst	0	0	-324	0	0	-324	0	-324
<b>Totalindkomstopgørelse for perioden</b>	<b>0</b>	<b>-99</b>	<b>303</b>	<b>-1.479</b>	<b>950</b>	<b>-325</b>	<b>-9</b>	<b>-334</b>
<b>Transaktioner med ejere i deres egenskab af ejere</b>								
Kapitalforhøjelser inklusiv omkostninger	4.638	0	0	14.355	0	18.993	0	18.993
Regulering af aktiebaseret vederlæggelse	0	0	0	276	0	276	0	276
Betalt udbytte	0	0	0	0	-1.029	-1.029	0	-1.029
<b>EGENKAPITAL 31. DECEMBER 2017</b>	<b>9.915</b>	<b>-99</b>	<b>-1.767</b>	<b>26.644</b>	<b>950</b>	<b>35.643</b>	<b>-89</b>	<b>35.554</b>
Årets resultat	0	0	0	-1.104	2.611	1.507	2	1.509
Valutakursforskelle vedrørende datterselskaber i en anden valuta	0	-40	0	0	0	-40	1	-39
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	0	0	186	0	0	186	0	186
Skat af anden totalindkomst	0	0	-52	0	0	-52	0	-52
<b>Totalindkomstopgørelse for perioden</b>	<b>0</b>	<b>-40</b>	<b>134</b>	<b>-1.104</b>	<b>2.611</b>	<b>1.601</b>	<b>3</b>	<b>1.604</b>
<b>Transaktioner med ejere i deres egenskab af ejere</b>								
Kapitalforhøjelser inklusiv omkostninger	X 6.699	0	0	21.050	0	27.749	0	27.749
Regulering af aktiebaseret vederlæggelse	0	0	0	220	0	220	0	220
Modtaget udbytte af egne aktier	0	0	0	12	0	12	0	12
Køb af egne kapitalandele	X 0	0	0	-646	0	-646	0	-646
Salg af egne kapitalandele	X 0	0	0	638	0	638	0	638
Betalt udbytte	0	0	0	0	-950	-950	0	-950
Tilgang minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	117	117
<b>EGENKAPITAL 31. DECEMBER 2018</b>	<b>16.614</b>	<b>-139</b>	<b>-1.633</b>	<b>46.814</b>	<b>2.611</b>	<b>64.267</b>	<b>31</b>	<b>64.298</b>

## KONSOLIDERET PENGESTRØMSOPGØRELSE

	2018	2017
Resultat af primær drift (EBIT)	6.359	2.090
Af- og nedskrivninger	8.863	3.658
Aktiebaseret vederlæggelse	220	276
Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder	-149	-134
Ændringer i arbejdskapital	<sup>18</sup> -109	1.591
<b>Pengestrømme fra ordinære aktiviteter</b>	<b>15.184</b>	<b>7.481</b>
Finansielle indtægter modtaget	68	11
Finansielle omkostninger betalt	-4.144	-2.085
Betalt selskabsskat	-732	-254
<b>Pengestrømme fra driftsaktiviteter</b>	<b>10.376</b>	<b>5.153</b>
Investeringer i solparker	<sup>19</sup> -27.738	-24.073
<b>Pengestrømme fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-27.738</b>	<b>-24.073</b>
Optagelse af lån	<sup>20</sup> 38.659	34.922
Tilbagebetaling af lån	<sup>20</sup> -16.913	-7.443
Tilbagebetaling af lån fra associerede virksomheder	186	36
Betalt udbytte (netto)	-938	-1.029
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>20.994</b>	<b>26.486</b>
<b>Årets nettopengestrøm</b>	<b>3.632</b>	<b>7.566</b>
Likvider ved periodens begyndelse	13.210	5.690
Kursreguleringer på likvider	-25	-46
<b>LIKVIDER VED PERIODENS SLUTNING</b>	<b>16.817</b>	<b>13.210</b>

## Noter til koncernregnskabet

Alle beløb er i TEUR hvor andet ikke er angivet

<sup>1</sup> Regnskabsprincipper	52
<sup>2</sup> Væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger	57
<sup>3</sup> Nettoomsætning	57
<sup>4</sup> Personaleomkostninger	58
<sup>5</sup> Kapitalandele i associerede virksomheder	58
<sup>6</sup> Finansielle omkostninger	59
<sup>7</sup> Skat af årets resultat	59
<sup>8</sup> Materielle aktiver	60
<sup>9</sup> Udskudt skat	61
<sup>10</sup> Tilgodehavender fra salg	62
<sup>11</sup> Selskabskapital	62
<sup>12</sup> Gæld til kreditinstitutter, finansielle leasingaftaler og andre kreditinstitutter	63
<sup>13</sup> Hensatte forpligtelser	64
<sup>14</sup> Dagsværdi	64
<sup>15</sup> Afledte finansielle instrumenter	65
<sup>16</sup> Eventualposter m.v.	66
<sup>17</sup> Egne aktier	66
<sup>18</sup> Ændringer i arbejdskapital	67
<sup>19</sup> Investeringer i solparker	67
<sup>20</sup> Ændringer i gæld fra finansieringsaktiviteter	68
<sup>21</sup> Styring af finansielle risici	69
<sup>22</sup> Nærtstående parter	72
<sup>23</sup> Begivenheder efter balancedagen	73
<sup>24</sup> Førstegangsåændringer som følge af IFRS	74

## 1 REGNSKABSPRINCIPPER

Denne note beskriver den regnskabspraksis, der er anvendt ved udarbejdelsen af koncernregnskabet. Koncernregnskabet omfatter Nordic Solar Energy A/S samt dattervirksomheder.

### REGNSKABSGRUNDLAG Overholdelse af IFRS

Koncernregnskabet for Nordic Solar Energy A/S-koncernen er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards ("IFRS") samt fortolkningsbidrag udstedt af IFRS Interpretations Committee ("IFRS IC") gældende for virksomheder, der aflægger regnskab i overensstemmelse med IFRS. Koncernregnskabet er i overensstemmelse med IFRS som er udstedt af International Accounting Standards Board ("IASB") og som godkendt af EU samt yderligere danske oplysningskrav for virksomheder i regnskabsklasse B.

For alle regnskabsperioder indtil regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017 har koncernen aflagt koncernregnskab i overensstemmelse med Årsregnskabsloven. Dette koncernregnskab for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 er det første, koncernen aflægger i overensstemmelse med IFRS.

### Afunding af beløb

Koncernregnskabet er aflagt i TEUR.

### Førstepgangs anvendelse

Årsrapporten er den første årsrapport, der aflægges i overensstemmelse med IFRS. Tallene for 2017 og 2018 i resultatopgørelsen og balanceposterne pr. 1. januar 2017 er udarbejdet i overensstemmelse med IFRS.

De oplysninger, der er påkrævet i henhold til IFRS 1 Førstepgangs-anvendelse af IFRS i relation til overgangen fra dansk regnskabslovgivning til IFRS, fremgår af note 23.

Årsrapporten for 2018 blev behandlet og godkendt af direktionen og bestyrelsen den 10. april 2019 og vil blive fremlagt til godkendelse på den efterfølgende ordinære generalforsamling den 9. maj 2019.

### Anvendte undtagelser

IFRS 1 indeholder visse undtagelser

ved første gangs anvendelse fra retrospektiv anvendelse af visse krav i henhold til IFRS.

### Koncernen anvender følgende undtagelser:

Kumulative valutakursreguleringer for alle udenlandske virksomheder anses for at udgøre DKK 0 pr. 1. januar 2017.

### Nye og ændrede standarder anvendt af koncernen

Koncernen har implementeret alle nye standarder og fortolkningsbidrag, der er gældende i EU fra 2018.

### Nye standarder og fortolkningsbidrag, der endnu ikke er trådt i kraft

"IFRS 16 til implementering fra 2019 vil hovedsagelig indvirke på den regnskabsmæssige behandling af koncernens operationelle leasingaftaler.

Koncernens forpligtelser på opsigelsesleasingaftaler pr. balancedagen udgør TEUR 48.755, jf. note 16.

Koncernen forventer at indregne leasingaktiver på TEUR 34.193 den 1. januar 2019, hhv. leasingforpligtelser på TEUR 34.193.

Koncernen forventer, at årets resultat vil blive reduceret med TEUR 954 for 2019 som følge af implementeringen af de nye regler.

Pengestrømme fra driftsaktivitet vil stige, og pengestrømme fra finansieringsaktivitet vil falde med TEUR 954, da afdrag på hovedparten af leasingforpligtelserne vil blive klassificeret som pengestrømme fra finansieringsaktivitet.

Øvrige nye standarder vurderes ikke at have væsentlig indvirkning på koncernen.

### KONSOLIDERING

#### Dattervirksomheder

Dattervirksomheder er alle enheder (herunder strukturerede enheder), hvorover koncernen har bestemmende indflydelse. Koncernen har bestemmende indflydelse over en enhed, hvis koncernen er eksponeret for eller har ret til variable afkast af sit engagement i enheden og har mulighed for at påvirke disse afkast gennem sin beføjelse til at styre enhedens aktiviteter. Dattervirksomheder konsolideres fuldt fra det tidspunkt, hvor koncernen opnår

bestemmende indflydelse. De fjernes fra koncernregnskabet fra det tidspunkt, hvor den bestemmende indflydelse ophører.

Koncerninterne transaktioner, mellemværender og urealiserede gevinster på koncerninterne transaktioner elimineres. Urealiserede tab elimineres også, medmindre transaktionen indikerer, at det overdragne aktiv er værdiforringet. Dattervirksomhedernes regnskabspraksis er ændret, hvor det er nødvendigt for at skabe overensstemmelse med koncernens regnskabspraksis.

Minoritetsinteresser i dattervirksomhedernes resultat og egenkapital vises særskilt i koncernens resultatopgørelse, totalindkomstopgørelse, egenkapitalopgørelse samt balance.

#### Associerede virksomheder

Associerede virksomheder er alle enheder, hvori koncernen udøver betydelig, men ikke bestemmende eller fælles bestemmende indflydelse, hvilket normalt er tilfældet ved en besiddelse på 20-50% af stemmerettighederne. Kapitalandele i associerede virksomheder behandles efter den indre værdis metode og indregnes første gang til kostpris.

#### Den indre værdis metode

Den indre værdis metode er en regnskabsmetode ifølge hvilken, investeringen første gang indregnes til kostpris i resultatopgørelsen og efterfølgende reguleres for koncernens andel af resultatet i den virksomhed, der er investeret i, efter overtagelsestidspunktet, og koncernens øvrige totalindkomst omfatter koncernens andel af den øvrige totalindkomst i den virksomhed, der er investeret i. Udbytte, der er modtaget fra eller skyldes af associerede virksomheder, indregnes som en reduktion af investeringens regnskabsmæssige værdi.

Hvis koncernens andel af tab i en virksomhed, der regnskabsmæssigt behandles ifølge den indre værdis metode, er lig med eller overstiger kapitalandelen i virksomheden, inklusive eventuelle andre usikrede tilgodehavender, opføres koncernen med at indregne yderligere tab, medmindre den har påtaget sig forpligtelser eller foretaget betalinger på virksomhedens vegne.

Urealiserede gevinster i forbindelse med transaktioner mellem koncernen

og dens associerede virksomheder elimineres, i det omfang de ikke overstiger koncernens kapitalandel i disse virksomheder. Urealiserede tab elimineres også, medmindre transaktionen indikerer, at det overdragne aktiv er værdiforringet. Regnskabspraksis for virksomheder, hvis regnskaber er aflagt efter den indre værdis metode, ændres, hvor det er nødvendigt for at skabe overensstemmelse med koncernens regnskabspraksis.

Den regnskabsmæssige værdi af virksomheder, hvis regnskaber er aflagt efter den indre værdis metode, testes for værdiforringelse i overensstemmelse med den praksis, der er beskrevet i noten til afsnittet "Værdiforringelse af anlægsaktiver".

### OMREGNING AF FREMMED VALUTA Funktional valuta og præsentationsvaluta

Poster i regnskaberne for hver enkelt virksomhed i koncernen måles ved brug af valutaen i det primære økonomiske miljø, hvor virksomheden opererer (den funktionelle valuta). Koncernregnskabet aflægges i euro (EUR), som er Nordic Solar Energys funktionelle valuta og præsentationsvaluta.

#### Transaktioner og mellemværender

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til den funktionelle valuta ved anvendelse af transaktionsdagens kurs. Valutakursforskelle, der opstår ved afvikling af sådanne transaktioner og ved omregning af monetære aktiver og passiver i fremmed valuta til balancedagens kurs, indregnes som udgangspunkt i resultatopgørelsen. Kursforskelle indregnes i egenkapitalen, hvis de kan henføres til en del af nettoinvesteringer i en udenlandsk virksomhed.

Valutakursgevinster og -tab, vises i resultatopgørelsen under finansielle omkostninger.

Ikke-monetære poster målt til dagsværdi i en fremmed valuta omregnes til kursen på tidspunktet for beregningen af dagsværdien. Valutakursreguleringer på aktiver og passiver, der indregnes til dagsværdi, rapporteres som en del af dagsværdigevinsten/-tabet. F.eks. indregnes valutakursreguleringer på ikke-monetære aktiver og passiver, herunder aktier målt til dagsværdi gennem resultatopgørelsen, i resultatopgørelsen som en del af dagsværdigevinsten/-tabet, og

valutakursreguleringer på ikke-monetære aktiver såsom aktier målt til dagsværdi via anden totalindkomst indregnes i anden totalindkomst.

#### Koncernvirksomheder

Udenlandske virksomheders resultat og finansielle stilling, som har en funktionel valuta, der er forskellig fra præsentationsvalutaen, omregnes til præsentationsvalutaen som følger:

a) aktiver og passiver indregnet i den enkelte balance omregnes til balancedagens kurs

b) indtægter og omkostninger indregnet i den enkelte resultatopgørelse og totalindkomstopgørelse omregnes til gennemsnitskursen (medmindre disse afviger væsentligt fra transaktionsdatoens kurser, i hvilket tilfælde indtægter og omkostninger omregnes på transaktionsdatoen) og c) alle afledte valutakursreguleringer indregnes i anden totalindkomst.

Ved konsolidering indregnes valutakursforskelle, der opstår som følge af omregning af eventuelle nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder samt lån og andre finansielle instrumenter klassificeret som sikring af sådanne investeringer, i anden totalindkomst. Ved salg af en udenlandsk virksomhed eller tilbagebetaling af lån, der udgør en del af nettoinvesteringen, omklassificeres eventuelle valutakursforskelle til resultatopgørelsen som en del af fortjenesten eller tabet ved salg.

Goodwill og dagsværdireguleringer, der opstår som følge af overtagelsen af en udenlandsk virksomhed, behandles som aktiver og passiver i den udenlandske virksomhed og omregnes til balancedagens kurs."

#### INDREGNING AF OMSÆTNING

Indtægter fra salg af produceret elektricitet består af salg af elektricitet til ejere af bygninger, hvor Nordic Solar Energys solparker er placeret på taget. Indtægter fra elektricitet produceret i egne solparker indregnes, når kontrol af elektricitet overføres til kunden, dvs. køberens netværk eller ejer af bygningen, hvilket finder sted, når strømmen produceres.

Omsætningen måles til det vederlag, der er angivet i kontrakten med kunden (transaktionspris), og omfatter ikke beløb opkrævet på vegne af tredjepart, f.eks. moms.

Salgskontrakter med en fast mængde elektricitet til en variabel pris, eller hvor Nordic Solar Energy er eksklusiv leverandør til kunden til en variabel pris, betragtes som en leveringsforpligtelse med flere leverancer, der skal opfyldes over tid. For sådanne kontrakter indregnes indtægter til det beløb, Nordic Solar Energy har ret til at fakturere.

Kontrakter omfatter kun en leveringsforpligtelse, dvs. salg af elektricitet. Der er ingen variabel transaktionspris, da alle kontrakter indeholder en fast pris, hvor nogle årligt er indekseret med inflation eller er pristalsreguleret.

Ingen betalingsbetingelser overstiger 12 måneder. Elektriciteten betales normalt den følgende måned efter produktion.

#### Anden omsætning

Andre indtægter består af offentlige tilskud i forbindelse med produktion af solenergi. Tilskud fra staten har forskellige former i forskellige lande, herunder Feed-In-Tarifs, Renewable Energy Certificates (ROC) og Contract for Differences (CfD'er). Statsstøtte indregnes, når der er rimelig sikkerhed for, at Nordic Solar Energy vil overholde betingelserne for statsstøtte, typisk produktion af grøn energi, og når der er rimelig sikkerhed for, at tilskuddet vil blive modtaget.

Nogle offentlige tilskud omfatter en cap, hvor den samlede offentlige tilskud, som Nordic Solar Energy kan modtage i løbet af tilskuddet, maksimeres. I sådanne situationer anerkendes tilskuddet med det beløb, der kan tilskrives det nuværende elforsyning.

Nogle offentlige tilskudsaftaler indbefatter en straf, hvis Nordic Solar Energy i løbet af tildelingsperioden ikke producerer den aftalte elektricitet. I sådanne tilfælde vurderer Nordic Solar Energy det forventede tilskud baseret på den forventede produktion af elektricitet i solparken over tilskuddet.

Kontrakter vedrørende offentlige tilskud har en varighed fra 4-28 år.

#### DIREKTE OMKOSTNINGER

Direkte omkostninger indeholder det forbrug af omkostninger, der er anvendt for at opnå årets nettoomsætning.

## ANDRE EKSTERNE OMKOSTNINGER

Andre eksterne omkostninger omfatter omkostninger til salg, reklame, administration m.v.

## PERSONALEOMKOSTNINGER

Personaleomkostninger omfatter bestyrelseshonorar, samt værditilvækst på aktiebaserede ordninger.

## AF- OG NEDSKRIVNINGER

Af- og nedskrivninger indeholder årets af- og nedskrivninger på materielle anlægsaktiver.

## FINANSIELLE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER

Finansielle indtægter og omkostninger indeholder renter, gevinster og tab på finansielle leasingaftaler, gæld, realiserede og urealiserede valutakursreguleringer, omkostninger forbundet med nedtagingsforpligtelsen, kursregulering af værdipapirer, amortisering af realkreditlån samt yderligere til-læg og godtgørelser under acontoskatteordningen.

## SELSKABSSKAT OG UDSKUDT SKAT

Selskabet er sambeskattet med dets danske dattervirksomheder. Den danske selskabsskat fordeles mellem de sambeskattede danske selskaber i forhold til disses skattepligtige indkomster (fuld fordeling med refusion vedrørende skattemæssige underskud). De sambeskattede selskaber beskattes i henhold til acontoskatteordningen. Tillæg, fradrag og godtgørelser indregnes som finansielle indtægter eller finansielle omkostninger.

Skatteudgiften eller -indtægten for perioden består af den skat, der skal betales af periodens skattepligtige indkomst ved anvendelse af den gældende skattesats i det enkelte land, reguleret for ændringer i udskudte skatteaktiver og -forpligtelser, der vedrører midlertidige forskelle og ikke-anvendte skattemæssige underskud.

Aktuel skat beregnes ved anvendelse af den skatteopgivning, som er vedtaget eller i al væsentlighed er vedtaget på balancedagen i de lande, hvor selskabet og dets dattervirksomheder driver virksomhed og genererer skattepligtige indtægter. Ledelsen vurderer løbende selvangivne beløb, hvis de gældende skatteregler kan fortolkes. Ledelsen foretager hensættelser i fornødent omfang, baseret på de beløb, der forventeligt skal betales til skattemyndighederne.

Udskudt skat indregnes for midlertidige forskelle mellem den skattemæssige og regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser i koncernregnskabet. Udskudte skatteforpligtelser indregnes imidlertid ikke, hvis de hidrører fra første indregning af goodwill; udskudt skat indregnes ikke, hvis den hidrører fra første indregning af et aktiv eller en forpligtelse i en transaktion, som ikke er en virksomhedssammenslutning, og som på tidspunktet for transaktionen hverken påvirker det regnskabsmæssige resultat eller den skattepligtige indkomst. Udskudt skat måles på grundlag af de skatteregler (og skattesatser), som er vedtaget eller i al væsentlighed er vedtaget på balancedagen og forventes at være gældende, når det udskudte skatteaktiv realiseres eller den udskudte skatteforpligtelse indfries.

Udskudte skatteaktiver indregnes kun, i det omfang det er sandsynligt, at der vil være skattepligtig indkomst, hvori de midlertidige forskelle kan modregnes.

Der hensættes til udskudte skatteforpligtelser vedrørende midlertidige forskelle, der opstår vedrørende kapitalandele i dattervirksomheder, hvor koncernen kan kontrollere tilbageførslen af den midlertidige forskel, og det er sandsynligt, at den midlertidige forskel ikke vil blive udlignet inden for en overskuelig fremtid.

Udskudte skatteaktiver og -forpligtelser modregnes, når der er en juridisk ret til at modregne aktuelle skatteaktiver og aktuelle skatteforpligtelser, og hvor de udskudte skatteaktiver og -forpligtelser vedrørende skat opkrævet af den samme skattemyndighed fra enten den samme skattepligtige virksomhed eller forskellige skattepligtige virksomheder, hvor der er en intention om at afregne mellemværenderne netto.

## MATERIELLE AKTIVER

Materielle aktiver måles til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger.

Kostprisen omfatter anskaffelsesprisen samt omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i brug.

Der foretages lineære afskrivninger på øvrige aktiver for at allokere

omkostninger eller opskrivningsbeløb, med fradrag af restværdier, over aktivernes forventede brugstider som følger:

- Solparker op til 30 år
- Andre anlæg, driftsmateriel og inventar 3-10 år

Aktivernes restværdi og brugstid vurderes, og reguleres om nødvendigt, pr. hver balancedag.

Fortjeneste eller tab ved afhændelse af materielle aktiver opgøres som forskellen mellem salgspris med fradrag af salgsmarkeringer og den regnskabsmæssige værdi på salgs-tidspunktet. Fortjeneste eller tab indregnes i resultatopførelsen under andre driftsindtægter eller andre driftsomkostninger.

Et aktivs regnskabsmæssige værdi nedskrives straks til genindvindingsværdien, hvis den regnskabsmæssige værdi er større end den skønnede genindvindingsværdi. Nedskrivningen indregnes i resultatopførelsen på tidspunktet, hvor værdiforringelsen identificeres. Genindvindingsværdien er den højeste af aktivets markedsværdi, med fradrag af forventede afhændelsesomkostninger, og aktivets nytteværdis. Med henblik på vurdering af eventuel værdiforringelse grupperes aktiverne i individuelle pengestrømsgenererende enheder.

## LEASINGAFTALER

Aftaler om leasing af solparker, hvor koncernen som leasingtager har alle væsentlige risici og fordele forbundet med ejendomsretten, klassificeres som finansielle leasingaftaler (note 12). Finansielle leasingaftaler indregnes i balancen ved leasingaftalens ikrafttræden til dagsværdien af den leasede solpark eller nutidsværdien af minimumsleasingydelse, hvis denne er lavere. De tilsvarende lejeoplygninger, med fradrag af finansieringsomkostninger, er indeholdt i andre kortfristede gældsforpligtelser eller andre langfristede gældsforpligtelser. Hver enkelt leasingydelse allokere mellem forpligtelsen og finansieringsomkostningen. Finansieringsomkostninger indregnes i resultatopførelsen over brugsperioden med henblik på indregning af en konstant periodisk rente på restforpligtelsen for hver enkelt periode. Leasingaktivet (solparken) afskrives over aktivets brugstid eller over den korteste af aktivets brugstid og leasingperioden, hvis det ikke er rimeligt

sikkert, at koncernen vil udnytte en købsoption efter leasingperiodens udløb.

Leasingaftaler, hvor leasinggiver beholder alle betydelige risici og fordele forbundet med besiddelsen af aktivet, klassificeres som operationelle leasingaftaler. Udbetalinger i forbindelse med operationelle leasingaftaler indregnes lineært i resultatopførelsen over leasingaftalens løbetid.

## FINANSIELLE AKTIVER

Finansielle aktiver består af andre værdipapirer og kapitalandele, der måles til dagsværdi og indregnes i resultatopførelsen.

## VÆRDIFORRINGELSE AF AKTIVER

Den regnskabsmæssige værdi af materielle aktiver samt kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder vurderes årligt for indikationer på værdiforringelse, ud over det som udtrykkes ved normal afskrivning.

Foreligger der indikationer på værdiforringelse, foretages nedskrivningstest af hvert enkelt aktiv henholdsvis gruppe af aktiver. Den regnskabsmæssige værdi af værdiforringede aktiver reduceres til den højeste værdi af nettosalgsprisen og kapitalværdien (genindvindingsværdien).

## TILGODEHAVENDER FRA SALG

Tilgodehavender fra salg måles til amortiseret kostpris. Nedskrivning til imødegåelse af tab foretages efter den simplificerede expected credit loss model, hvorefter det forventede tab indregnes straks i resultatopførelsen.

## ANDRE TILGODEHAVENDER

Andre tilgodehavender måles til amortiseret kostpris. Nedskrivning til imødegåelse af tab foretages efter den simplificerede expected credit loss model, hvorefter det forventede tab indregnes straks i resultatopførelsen. **PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER** Periodeafgrænsningsposter indregnet under omsætningsaktiver omfatter afholdte omkostninger vedrørende efterfølgende regnskabsår.

## EGENKAPITAL

### Reserve for valutakursregulering

Reserve for valutakursregulering består af valutakursdifferencer, der opstår ved omregning af de udenlandske dattervirksomheders

årsregnskab fra deres funktionelle valuta til koncernens præstationsvaluta. Ved afhændelse af nettoinvesteringen indregnes dattervirksomhedens reserve for valutakursregulering i resultatopførelsen. Reduktion af en nettoinvestering i en udenlandsk virksomhed, som ikke medfører tab af kontrol, behandles ikke som en afhændelse.

### Reserve for sikring af pengestrømme

Reserve for sikring af pengestrømme består af den effektive del af gevinster og tab på sikringsinstrumenter klassificeret som sikring af pengestrømme.

### Udbytte

Foreslået udbytte for regnskabsåret vises som en særskilt post under egenkapitalen. Udbytte indregnes som en gældsforpligtelse på tidspunktet for vedtagelse på den ordinære generalforsamling.

## LEVERANDØRGÆLD OG ANDEN GÆLD

Disse beløb består af ikke-afviklede gældsforpligtelser vedrørende varer og tjenesteydelser, der er leveret til koncernen inden udløbet af regnskabsåret. Beløbene er usikrede og betales sædvanligvis inden for en periode på 30 dage efter indregning. Leverandørgæld og anden gæld vises som kortfristede gældsforpligtelser, medmindre gælden forfalder til betaling efter 12 måneder efter regnskabsårets slutning. Leverandørgæld og anden gæld måles ved første indregning til dagsværdi og efterfølgende til amortiseret kostpris ved anvendelse af den effektive rentes metode.

## KREDITINSTITUTTER OG GÆLD TIL ANDRE KREDITINSTITUTTER

Lån indregnes første gang til dagsværdi med fradrag af afholdte transaktionsomkostninger. Efterfølgende måles lån til amortiseret kostpris, svarende til kapitalværdien, ved anvendelse af den effektive rentes metode, således at forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi indregnes i resultatopførelsen som en finansiel omkostning over låneperioden. Eventuelle forskelle mellem låneprovenu og indfrieselsværdi indregnes i resultatopførelsen over lånets løbetid ved anvendelse af den effektive rentes metode.

Lån klassificeres som kortfristede gældsforpligtelser, medmindre koncernen har en ubetinget ret til at

udskyde indfrielsen af forpligtelsen mindst 12 måneder efter regnskabsårets afslutning.

## LÅNEOMKOSTNINGER

Generelle og specifikke låneomkostninger, som kan henføres direkte til anskaffelsen af aktiv, aktiveres sammen med aktivt og afskrives over aktivets levetid.

Øvrige låneomkostninger omkostningsføres i det år, de afholdes.

## HENSATTE FORPLIGTELSE

Hensatte forpligtelser i relation til retskrav og nedtagingsforpligtelser indregnes, når koncernen, som følge af en tidligere begivenhed, har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at indfrielse af forpligtelsen vil medføre et træk på koncernens økonomiske ressourcer, samt at forpligtelsens størrelse kan skønnes pålideligt. Der hensættes ikke til fremtidige driftstab.

I situationer, hvor der er en række lignende forpligtelser, beregnes sandsynligheden for, at indfrielse af forpligtelserne vil medføre et træk på koncernens økonomiske ressourcer, ved at se på gruppen af forpligtelser som helhed. En hensat forpligtelse indregnes, selv om sandsynligheden for, at en hvilken som helst forpligtelse i den samme gruppe af forpligtelser vil medføre et træk på koncernens økonomiske ressourcer, er lille.

Hensatte forpligtelser måles som nutidsværdien af ledelsens bedste skøn over de omkostninger, der er nødvendige for at afvikle forpligtelserne på balancedagen. Den diskonteringsats, der anvendes til at beregne nutidsværdien af en hensat forpligtelse, er baseret på en sats for skat, som afspejler aktuelle markedsvurderinger af penges tidsmæssige værdi og risici, der specifikt er forbundet med forpligtelsen. Stigningen i den hensatte forpligtelse som følge af diskonteringen indregnes under renteomkostninger.

## AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER

Afledte finansielle instrumenter indregnes første gang i balancen til kostpris og efterfølgende til dagsværdi. Positive og negative dagsværdier af afledte finansielle instrumenter indgår i andre tilgodehavender, henholdsvis anden gæld. Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle

instrumenter, der er klassificeret som og opfylder betingelserne for indregning som sikring af fremtidige pengestrømme, indregnes i andre tilgodehavender eller anden gæld og i egenkapitalen. Resultater den fremtidige transaktion i indregning af aktiver eller forpligtelser, overføres beløb, som tidligere er indregnet under egenkapitalen, til kostprisen for henholdsvis aktivet eller forpligtelsen. Resultater den fremtidige transaktion i indtægter eller omkostninger, overføres beløb, som tidligere er indregnet under egenkapitalen, til resultatopgørelsen i den periode, hvor det sikrede påvirker resultatopgørelsen.

Den effektive del af ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter, der er kvalificeret som og opfylder kriterierne for sikring af pengestrømme, indregnes under anden totalindkomst og akkumuleres i reserver under egenkapitalen. Gevinsten eller tabet vedrørende den ineffektive del indregnes straks i resultatopgørelsen under andre indtægter eller andre omkostninger.

Beløb, der er akkumuleret under egenkapitalen, omklassificeres til resultatopgørelsen i de perioder, hvor det sikrede påvirker resultatopgørelsen (f.eks. når det fremtidige

salg, som er sikret, finder sted). Gevinsten eller tabet vedrørende den effektive del af renteswaps, hvor variabelt forrentede lån er sikret til fast rente, indregnes i resultatopgørelsen under finansielle omkostninger.

Når et sikringsinstrument udløber, sælges eller ophører, eller når en sikringstransaktion ikke længere opfylder kriterierne for behandling som regnskabsmæssig sikring, forbliver den på det pågældende tidspunkt akkumulerede gevinst eller det akkumulerede tab på egenkapitalen og indregnes, når den forventede transaktion endeligt indregnes i resultatopgørelsen. Når de fremtidige pengestrømme ikke længere forventes at indtræffe, omklassificeres den akkumulerede fortjeneste eller det akkumulerede tab straks til resultatopgørelsen.

#### WARRANTS

Dagsværdien af tildelte warrants måles på tildelingstidspunktet og indregnes i resultatopgørelsen under personaleomkostninger over den periode, hvor den endelige ret til warrants optjenes. Modposten hertil indregnes direkte på egenkapitalen som en transaktion med ejerne.

#### PENGESTRØMSOPGØRELSE

Pengestrømsopgørelsen viser

selskabets pengestrømme for året opdelt på drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet, årets forskydning i likvider samt selskabets likvider ved årets begyndelse og slutning.

Pengestrømme fra driftsaktivitet opgøres som årets resultat reguleret for ændring i driftskapitalen og ikke-kontante driftsposter som af- og nedskrivninger og hensatte forpligtelser. Driftskapitalen omfatter omsætningsaktiver minus kortfristede gældsforpligtelser eksklusiv de poster, der indgår i likvider.

Pengestrømme fra investeringsaktivitet omfatter pengestrømme fra køb og salg af immaterielle, materielle og finansielle aktiver.

Pengestrømme fra finansieringsaktivitet omfatter pengestrømme fra optagelse og tilbagebetaling af langfristede gældsforpligtelser samt ind- og udbetalinger til og fra selskabsdeltagerne.

#### Likvider

Med henblik på præsentation i pengestrømsopgørelsen omfatter likvider likvide beholdninger. Likvider består af tilgængelige og bundne indeståender i banker.

## 2 VÆSENTLIGE REGNSKABSMÆSSIGE SKØN OG VURDERINGER

Koncernen foretager skøn og forudsætninger vedrørende fremtiden. De deraf afledte regnskabsmæssige skøn vil, pr. definition, ofte afvige fra de faktiske resultater. De skøn og forudsætninger, som indebærer en betydelig risiko for at forårsage en væsentlig regulering af den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser inden for det næste regnskabsår, er omtalt i denne note.

De foretagne vurderinger, skøn og forudsætninger er baseret på historisk erfaring samt andre faktorer, som efter ledelsens vurdering er rimelige, men som i sagens natur er forbundet med usikkerhed og uforudsigelighed. Disse forudsætninger kan vise sig at være ufuldstændige eller forkerte, og uventede begivenheder eller forhold kan opstå. De væsentligste vurderinger, skøn og forudsætninger for de enkelte poster er beskrevet i denne note.

Endvidere er koncernen underlagt risici og usikkerheder, som kan føre til, at de faktiske resultater afviger fra disse skøn, i såvel positiv som negativ retning.

#### Brugtid, nedtagningsomkostninger og restværdier

Selskabet har ikke i forbindelse med værdiansættelse indarbejdet muligheden for at forlænge eksisterende leasingaftaler ud over de leasingperioder, der fremgår af de nuværende vilkår.

Den faktiske brugtid for en solpark er ofte 30+ år. Aktiverne afskrives regnskabsmæssigt over leasingperioden for jord- og tagbaserede anlæg og, hvis virksomheden ejer jorden, den periode, hvori der ydes statsstøtte.

Hvis der eksisterer en nedtagningsforpligtelse efter udløbet af kontraktperioden, indregnes den fremtidige omkostning som en forpligtelse. I de fleste tilfælde er det forudsat, at ejeren af jorden eller bygningerne vil overtage solparken og nedtagningsforpligtelsen efter kontraktens udløb. Nedtagningsforpligtelsen er derfor tillagt slutværdien af solparken, således at værdien af solparken ved kontraktens udløb svarer til nedtagningsforpligtelsen.

#### Værdiforringelsestest

Alle solparker revurderes årligt, og

aktiverne nedskrives, hvis et aktivs værdi ikke længere skønnes at være rimelig.

Den årlige revurdering af aktiverne foregår ved en linje for linje gennemgang af cash flow budgetterne for hver parks resterende levetid. På denne baggrund fortages en opdateret cash flow værdiansættelse af hvert aktiv, og der foretages en følsomhedsanalyse på hver parks værdi på væsentlige parametre i værdiansættelsen. De væsentlige parametre i følsomhedsanalysen er udviklingen i el-prisen, ændring i produktionen samt afvigelse i omkostningsniveauet. Følsomhedsanalysen på porteføljeniveau er illustreret i regnskabet side 21.

#### VÆSENTLIGE VURDERINGER

Ledelsen har som en vurdering valgt at indregne CFD'er (Contracts for Differences) baseret på IAS 20 om statistilskud frem for som afledte finansielle instrumenter. Tilskuddet er en residual imellem en aftalt samlet elpris og markedsprisen. Således er der ikke en egentlig markedsrisiko, men en samlet fast elpris.

## 3 NETTOOMSÆTNING

	2018	2017
Statstøttet omsætning	16.590	6.723
Salg af elektricitet	2.122	1.322
	<b>18.712</b>	<b>8.045</b>
<b>Nettoomsætning fordelt på lande</b>		
Belgien	12.112	2.906
Frankrig	1.475	1.378
Italien	1.704	1.661
Polen	749	-
Portugal	771	276
Tyskland	322	275
England	1.579	1.549
	<b>18.712</b>	<b>8.045</b>

**4 PERSONALEOMKOSTNINGER**

	2018	2017
Bestyrelseshonorar	69	48
Aktiebaseret vederlæggelse	110	138
	<b>179</b>	<b>186</b>
Gennemsnitlige antal ansatte (udgøres af direktionen)	1	1

**Vederlag til nøglemedarbejdere:**

	Løn	Bonus	Aktiebaseret vederlæggelse	Andre medarbejderomkostninger	I alt
Vederlag til nøglemedarbejdere i 2018:	153	71	110	20	354
Vederlag til nøglemedarbejdere i 2017:	143	110	138	26	417

Det udbetalte vederlag til direktionen er en del af betalt management fee til Nordic Solar Management A/S, jf note 22 og er estimeret til TEUR 155 (2017: TEUR 205).

**5 INDTÆGTER AF KAPITALANDELE I ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER**

	2018	2017
Kostpris 1. januar	756	756
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>756</b>	<b>756</b>
Værdireguleringer 1. januar	627	493
Årets resultat	147	132
Afskrivning på forskelsværdier	1	2
<b>Værdireguleringer 31. december</b>	<b>776</b>	<b>627</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER</b>	<b>1.531</b>	<b>1.383</b>

	Hjemsted	Stemme og ejerandel
<b>Kapitalandele i associerede virksomheder:</b>		
ESF Spanien O424 GmbH	Breklum, Germany	49%

**6 FINANSIELLE OMKOSTNINGER**

	2018	2017
Renteomkostninger	3.785	2.156
Renter fra lån til selskabsdeltagere	255	183
Valutakurstab	54	13
Amortisering af finansieringsomkostninger	46	22
Andre finansielle omkostninger	90	16
	<b>4.230</b>	<b>2.390</b>

**7 SKAT AF ÅRETS RESULTAT**

	2018	2017
<b>AKTUEL SKAT</b>		
Årets aktuelle skat	-688	-251
Skat af anden totalindkomst	-52	-324
<b>AKTUEL SKAT I ALT</b>	<b>-740</b>	<b>-575</b>
Årets aktuelle skat	-548	-167
Udskudt skat	-155	-87
Reguleringer af skat vedrørende tidligere år	15	3
<b>SKAT AF ÅRETS RESULTAT</b>	<b>-688</b>	<b>-251</b>

**SKATTEAFSTEMNING**

Resultat før skat	2.197	-290
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder	-149	-134
<b>RESULTAT FØR SKAT, JUSTERET</b>	<b>2.048</b>	<b>-424</b>

Skat baseret på dansk selskabsskatteprocent (22%)	-452	93
Forskel i udenlandske skatteprocenter	-181	-23
Skattefri indtægter	196	59
Ikke-fradragsberettigede omkostninger	-446	-255
Ikke-indregnede udskudte skatteaktiver	-196	-152
Ændring i anvendelse af udskudte skatteaktiver	389	34
Andre reguleringer, netto	2	-7
<b>SKAT AF ÅRETS RESULTAT</b>	<b>-688</b>	<b>-251</b>

## 8 MATERIELLE AKTIVER

	Solparker	Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	I alt
Kostpris 1. januar 2018	132.357	244	132.601
Kursregulering	-96	0	-96
Årets tilgange	68.192	138	68.330
<b>Kostpris 31. december 2018</b>	<b>200.453</b>	<b>382</b>	<b>200.835</b>
Af- og nedskrivninger 1. januar 2018	-12.700	-47	-12.747
Kursregulering	30	0	30
Årets afskrivninger	-8.896	-8	-8.904
<b>Af- og nedskrivninger 31. december 2018</b>	<b>-21.566</b>	<b>-55</b>	<b>-21.621</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER 2018</b>	<b>178.887</b>	<b>327</b>	<b>179.214</b>
Heraf regnskabsmæssig værdi af leasede aktiver	45.377	0	45.377
Kostpris 1. januar 2017	72.318	232	72.550
Kursregulering	-447	0	-447
Årets tilgange	60.486	12	60.498
<b>Kostpris 31. december 2017</b>	<b>132.357</b>	<b>244</b>	<b>132.601</b>
Af- og nedskrivninger 1. januar 2017	-9.081	-39	-9.120
Kursregulering	26	0	26
Årets afskrivninger	-3.645	-8	-3.653
<b>Af- og nedskrivninger 31. december 2017</b>	<b>-12.700</b>	<b>-47</b>	<b>-12.747</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER 2017</b>	<b>119.657</b>	<b>197</b>	<b>119.854</b>
Heraf regnskabsmæssig værdi af leasede aktiver	49.183	0	49.183

## 9 UDSKUDT SKAT

	2018	2017
Udskudt skat 1. januar aktiv / (forpligtelse)	1.029	1.828
Udskudt skatteindtægt / (omkostning) indregnet i resultatopgørelsen	-155	-87
Udskudt skatteindtægt / (omkostning) indregnet i anden totalindkomst	-52	-324
Ændringer der kan henføres til investeringer i solparker	4.287	-388
<b>UDSKUDT SKAT 31. DECEMBER</b>	<b>5.109</b>	<b>1.029</b>
<b>Udskudt skat relateres til:</b>		
Materielle anlægsaktiver	-374	-333
Hensatte forpligtelser	-407	-389
Skattemæssige underskud	5.151	990
Afledte finansielle instrumenter	736	761
Andre forpligtelser	3	0
	<b>5.109</b>	<b>1.029</b>
Heraf præsenteret som udskudt skatteaktiv	5.516	1.418
Heraf præsenteret som udskudt skatteforpligtelse	-407	-389
	<b>5.109</b>	<b>1.029</b>

Koncernen har ikke-indregnede udskudte skatteaktiver for samlet TEUR 971, hvoraf TEUR 237, kan fremføres til modregning i fremtidig skattepligtig indkomst. Af det ikke-indregnede udskudte skatteaktiv relaterer TEUR 842 sig til dattervirksomheder.

Koncernens skattemæssige underskud er tidsubegrænset.

**10 TILGODEHAVENDER FRA SALG**

	2018		
	Stat eller statslige virksomheder	Ikke fra stat eller statslige virksomheder	I alt
Endnu ikke forfaldne	820	204	1.024
Mellem 31 og 90 dage	93	61	154
Mere end 90 dage	748	159	907
<b>TILGODEHAVENDER FRA SALG 31. DECEMBER</b>	<b>1.661</b>	<b>424</b>	<b>2.085</b>

	2017		
	Stat eller statslige virksomheder	Ikke fra stat eller statslige virksomheder	I alt
Endnu ikke forfaldne	1.481	59	1.540
Mellem 31 og 90 dage	4	45	49
Mere end 90 dage	37	16	53
<b>TILGODEHAVENDER FRA SALG 31. DECEMBER</b>	<b>1.522</b>	<b>120</b>	<b>1.642</b>

**11 SELSKABSKAPITAL**

Selskabskapitalen består af 4.951.042 aktier a DKK 25, heraf 700.000 aktier, der for regnskabsåret 2018 alene berettiger til udbytte, såfremt dette overstiger DKK 2,75 (EUR 0,37) pr. aktie og da alene for det overskydende beløb, og 1.064.107 aktier, der for regnskabsåret 2017 alene berettiger til udbytte, såfremt dette overstiger DKK 5,5 (EUR 0,74) pr. aktie og da alene for det overskydende beløb. Derudover er ingen aktier tillagt særlige rettigheder.

	2018	2017
<b>Ændringer i selskabskapital</b>		
Selskabskapital 1. januar	9.915	5.277
Kapitalforhøjelser	6.699	4.638
<b>SELSKABSKAPITAL 31. DECEMBER</b>	<b>16.614</b>	<b>9.915</b>
Omkostninger vedrørende kapitalforhøjelser udgør	228	293

**Kapitalforvaltning**

Koncernens formål er at investere aktionærernes kapital i solparker inden for EU og skabe det bedst mulige afkast baseret på en lav risikoprofil. Den lave risiko opnås ved geografisk diversificering, som reducerer afhængigheden af en enkelt investering, enkelte lande og specifikke valutaer.

Alle frie pengestrømme, der modtages fra dattervirksomhedernes driftsaktiviteter, udbetales til aktionærerne som udbytte hvert år.

**12 GÆLD TIL KREDITINSTITUTTER, FINANSIELLE LEASINGAFTALER OG ANDRE KREDITINSTITUTTER**

Gælden er grupperet som gæld til kreditinstitutter, finansielle leasingaftaler samt andre kreditinstitutter. Gæld til kreditinstitutter er lån med en bestemt afdragsprofil hvor kreditinstituttet har pant i de materielle anlægsaktiver. Der er pant i aktiver til en bogført værdi af TEUR 133.838. Aftaler om finansiell leasing har bestemte afdragsprofiler mens leasinggiver typisk er den juridiske ejer af de materielle anlægsaktiver. Andre kreditinstitutter omfatter lån med andre betingelser end nævnt ovenfor, f.eks. kassekreditter.

Valutaeksponering	2018		2017	
	Effektiv rente	Lånebeløb '000 EUR	Effektiv rente	Lånebeløb '000 EUR
DKK	3, 8-7%	10.161	3, 8-7%	12.322
EUR	2, 1-5, 5%	111.069	2, 4-5, 6%	73.660
GBP	4, 9%	8.873	4, 9%	9.437
PLN	3, 9%	5.090		0
		<b>135.193</b>		<b>95.419</b>

Renteeksponering	Lånebeløb med rente der bliver rentetilpasset eller konverteret			
	2018	2020	2021	2022-2025
Fastforrentede lån	35.720	0	0	0
Fastforrentede lån med efterfølgende rentetilpasning	13.286	750	0	10.217
Fastforrentede lån der konverterer til variabelt forrentning sikret med SWAP	11.810	0	8.545	0
Variabel forrentede lån sikret med renteswap	47.460	0	0	0
Variabel forrentede lån	24.770	0	0	0
Variabel forrentede investeringskreditter, kassekreditter og lignende	2.146	0	0	0
	<b>135.193</b>	<b>750</b>	<b>8.545</b>	<b>10.217</b>

Lån og leasing oplyses som en total, mens andel af finansiell leasing specificeres i parentes. Gruppen har lån med fast forrentning for samlet TEUR 60.816 (27.792) og lån med variabel forrentning for TEUR 74.377 (13.065), hvoraf størstedelen på TEUR 47.460 (13.065) er sikret med renteswaps. Gruppen har lån på TEUR 13.286 (7.158) hvor renten er fast i et bestemt antal år, hvorefter renten vil blive tilpasset. Andre lån for TEUR 11.810 (11.810) har en fast forrentning i en bestemt årrække, hvorefter renten bliver flydende og lånene er sikret med renteswaps i lånets resterende løbetid. I tillæg til dette har gruppen en række kreditter med variabel forrentning, primært til kortere dispositioner, for total TEUR 2.146.



**13 HENSATTE FORPLIGTELSE**

	Reetablering	Andet	Total
Hensatte forpligtelser 1. januar 2018	3.639	180	3.819
Tilgange i hensættelser	2.157	65	2.222
Renteelement	51	0	51
<b>HENSATTE FORPLIGTELSE 31. DECEMBER 2018</b>	<b>5.847</b>	<b>245</b>	<b>6.092</b>

Hvis et datterselskab er forpligtet til at genoprette den lejede jord eller de lejede tage til deres oprindelige stand ved afslutningen af de respektive lejemål, er der indregnet en forpligtelse til nutidsværdien af de forventede udgifter til genopretning af jorden eller tagene. Reetableringsomkostninger er aktiveret som en del af solparkens samlede kostpris og afskrives over den korteste periode af lejekontrakten eller aktivernes brugstid.

**14 DAGSVÆRDI**

Finansielle instrumenter målt til dagsværdi kan opdeles i tre niveauer:

Niveau 1 - Noterede priser i et aktivt marked for lignende aktiver eller forpligtelser.

Niveau 2 - Andre input end noterede priser, der indgår i niveau 1, som kan observeres for aktivet eller forpligtelsen.

Niveau 3 - Input for aktiver eller forpligtelser, som ikke er baseret på observerbare markedsdata.

Dagsværdien af værdipapirer afviger ikke fra den regnskabsmæssige værdi.

Dagsværdien af renteswaps beregnes som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme baseret på observerbare rentekurver, som oplyst af kreditinstitutterne via Mark to Market opgørelser.

Dagsværdier svarer i al væsentlighed til de regnskabsmæssige værdier.

2018

Dagsværdi 31. december	Noterede priser (niveau 1)	Væsentlige andre observerbare input (niveau 2)	Væsentlige andre ikke observerbare input (niveau 3)	I alt
Værdipapirer	29	0	0	29
Afledte finansielle instrumenter	0	-3.639	0	-3.639
<b>DAGSVÆRDI 31. DECEMBER 2018</b>	<b>29</b>	<b>-3.639</b>	<b>0</b>	<b>-3.610</b>

2017

	Noterede priser (niveau 1)	Væsentlige andre observerbare input (niveau 2)	Væsentlige andre ikke observerbare input (niveau 3)	I alt
Værdipapirer	30	0	0	30
Afledte finansielle instrumenter	0	-2.556	0	-2.556
<b>DAGSVÆRDI 31. DECEMBER 2017</b>	<b>30</b>	<b>-2.556</b>	<b>0</b>	<b>-2.526</b>

**15 AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER**

Som led i sin risikostyring anvender koncernen afledte finansielle instrumenter til sikringsformål for at mindske eksponeringen over for markedsrisici.

Koncernen har indgået rentesikringsaftaler (renteswaps), hvor variabelt forrentede lån er sikret til fast rente.

Koncernens eksponering over for prisrisici er beskrevet nærmere i note 21.

2018

	Kontraktværdi ved årets afslutning	Positiv dagsværdi ved årets afslutning	Negativ dagsværdi ved årets afslutning	Resterende kontraktperiode
Renteswap	55.393	6	3.645	01.01.2019 - 30.06.2037
Rentecap	1.911	0	0	01.01.2019 - 31.05.2023
<b>31. december 2018</b>	<b>57.304</b>	<b>6</b>	<b>3.645</b>	

2017

	Kontraktværdi ved årets afslutning	Positiv dagsværdi ved årets afslutning	Negativ dagsværdi ved årets afslutning	Resterende kontraktperiode
Renteswap	22.649	26	2.583	01.01.2019 - 01.07.2029
Rentecap	2.609	1	0	01.01.2019 - 30.09.2020
<b>31. december 2017</b>	<b>25.258</b>	<b>27</b>	<b>2.583</b>	

**16 EVENTUALPOSTER M.V.**

Koncernen lejer grunde og tage på aftaler der har karakter af operationel leasing. Kontrakterne kan opsiges med varslers på mellem 4 og 26 år.

**Operationel leasing forpligtelser**

	2018	2017
Forfalder indenfor det kommende år	5.070	4.620
Forfalder mellem 1-5 år	21.857	19.897
Forfalder efter 5 år	21.827	18.502
	<b>48.754</b>	<b>43.019</b>

Omkostninger afholdt til operationel leasing

	<b>1.317</b>	<b>548</b>
--	--------------	------------

**Eventualforpligtelser**

Likvider for samlet TEUR 4.813 er stillet som sikkerhed til kreditorer for gæld på totalt TEUR 125.032.

Koncernen er involveret i en verserende skattesag i Italien. Ledelsen og koncernens italienske advokat vurderer at resultatet ikke vil have en væsentligt påvirkning på koncernen.

Koncernen har indgået langsigtede kontrakter med levering af serviceydelser til drift og vedligehold. Af disse kontrakter forfalder TEUR 806 indenfor 12 måneder, TEUR 650 forfalder mellem 1-5 år samt TEUR 1.008 forfalder efter 5 år.

Koncernens banker har sikkerhed for lån i koncernens materielle aktiver, svarende til en værdi af TEUR 134.396.

**17 EGNE AKTIER**

Nordic Solar Energy har i 2018 ejet egne aktier i en kortere periode.

Det er Nordic Solar Energy's hensigt at sikre likviditet i aktien og Nordic Solar Energy har derfor i 2018 erhvervet egne aktier for TEUR 646 svarende til 44.124 stk. eller mindre end 1% af de samlede aktier, der efterfølgende er blevet videregivet for TEUR 638.

**18 ÆNDRINGER I ARBEJDSKAPITAL**

	2018	2017
Ændringer i tilgodehavender fra salg	546	213
Ændringer i andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter	-366	129
Ændringer i leverandører af varer og tjenesteydelser	-1.755	1.465
Ændringer i anden gæld og udskudte indtægter	1.466	-216
	<b>-109</b>	<b>1.591</b>

**Ændringer i tilgodehavender fra salg**

Ændringer der påvirker pengestrømmen	546	213
Ændringer der kan henføres til køb af aktiver	-989	-819
	<b>-443</b>	<b>-606</b>

**Ændringer i andre tilgodehavender**

Ændringer der påvirker pengestrømmen	-366	129
Ændringer der kan henføres til køb af aktiver	-3.839	-375
	<b>-4.205</b>	<b>-246</b>

**Ændringer i leverandører af varer og tjenesteydelser**

Ændringer der påvirker pengestrømmen	-1.755	1.465
Ændringer der kan henføres til køb af aktiver	162	851
	<b>-1.593</b>	<b>2.316</b>

**Ændringer i anden gæld og udskudte indtægter**

Ændringer der påvirker pengestrømmen	1.466	-216
Ændringer i skyldige rente	-21	141
Ændringer i værdien af sikringsinstrumenter	-5	-31
Ændringer der kan henføres til køb af aktiver	153	602
	<b>1.593</b>	<b>496</b>

**19 INVESTERINGER I SOLPARKER**

	2018	2017
Solparker	65.423	58.187
Andre aktiver	8.767	1.191
Overtagne gældsforpligtelser	-46.452	-35.305
<b>Investering i solparker</b>	<b>27.738</b>	<b>24.073</b>
Overtagne likvide beholdninger	3.960	5.234
<b>SAMLET VEDERLAG FOR SOLPARKER</b>	<b>31.698</b>	<b>29.307</b>

## 20 ÆNDRINGER I GÆLD FRA FINANSIERINGSAKTIVITETER

	Ved årets start	Optagelse af lån	Tilbagebetalinger	Ikke kontante ændringer inkl overtagelse af gæld ved køb af aktiver	Ved årets slutning
<b>Langfristet gæld</b>					
Kreditinstitutter	29.728	5.199	-3.484	45.516	76.959
Finansielle leasingaftaler	40.929	0	-3.566	0	37.363
Andre kreditinstitutter operationel	3.528	3.193	-311	0	6.410
Andre kreditinstitutter finansiering	783	6.287	-5.045	0	2.025
Låneomkostninger	-562	-212	0	-2.414	-3.188
<b>Kortfristet gæld</b>					
Kreditinstitutter	4.161	301	25	2.730	7.217
Finansielle leasingaftaler	3.777	0	-283	0	3.494
Andre kreditinstitutter	309	28	34	0	371
Lån til selskabsdeltagere	9.525	23.863	-4.283	-27.749	1.356
<b>PENGESTRØMME FRA FINANSIELLE POSTER 31. DECEMBER 2018</b>	<b>92.178</b>	<b>38.659</b>	<b>-16.913</b>	<b>18.083</b>	<b>132.007</b>

## Langfristet gæld

	Ved årets start	Optagelse af lån	Tilbagebetalinger	Ikke kontante ændringer inkl overtagelse af gæld ved køb af aktiver	Ved årets slutning
<b>Langfristet gæld</b>					
Kreditinstitutter	23.243	0	-1.003	7.488	29.728
Finansielle leasingaftaler	21.479	0	-1.256	20.706	40.929
Andre kreditinstitutter operationel	1.824	1.916	-212	0	3.528
Andre kreditinstitutter finansiering	0	3.919	-3.136	0	783
Låneomkostninger	-568	-16	0	22	-562
<b>Kortfristet gæld</b>					
Kreditinstitutter	1.754	0	-45	2.452	4.161
Finansielle leasingaftaler	1.347	0	-16	2.446	3.777
Andre kreditinstitutter	208	101	0	0	309
Lån til selskabsdeltagere	1.290	29.002	-1.774	-18.993	9.525
<b>PENGESTRØMME FRA FINANSIELLE POSTER 31. DECEMBER 2017</b>	<b>50.577</b>	<b>34.922</b>	<b>-7.442</b>	<b>14.121</b>	<b>92.178</b>

Ikke-kontante ændringer omfatter kursdifferencer og ændringer som følge af investeringer i solparker og gældskonverteringer.

## 21 STYRING AF FINANSIELLE RISICI

## FINANSIELLE RISIKOFAKTORER

Som følge af sine aktiviteter er koncernen eksponeret over for en række finansielle risici: markedsrisici, herunder politiske risici, valutarisici og renterisici samt kreditrisici og likviditetsrisici.

Koncernens finansielle risici styres centralt. Koncernens overordnede finanspolitik samt investeringspolitik er godkendt af bestyrelsen. Nordic

Solar Management A/S styrer kontrakter og eksponering over for risici i henhold til vejledningen og rapporterer løbende herom til bestyrelsen.

## MARKEDSRISIKO

## Prisrisiko

Koncernens eksponering over for prisrisici er relateret til udviklingen i elpriserne, for så vidt angår den del af omsætningen, der er markedsbaseret. Hovedparten af omsætningen omfatter dog statsstøtte, og den lave, men

potentielle risiko for bagudrettede ændringer i tilskudsystemet som følge af politiske ændringer er den faktor, der primært vil kunne indvirke på den fremtidige indtjening.

## Følsomhedsanalyse

Tabellen nedenfor viser effekten af stigninger/fald i markedsbaserede energipriser. Analysen er baseret på den forudsætning, at elpriserne stiger henholdsvis falder med 25%, og at alle øvrige variabler er uændrede.

25% ændring i markedsbaserede elpriser

Indvirkning på resultatet før skat	Indvirkning på andre egenkapitalposter
+/- 531	0

Alle øvrige variabler er uændrede

## VALUTARISIKO

Som følge af koncernstrukturen modregnes hovedparten af nettoomsætningen, omkostninger og tilbagebetalinger på lån i fremmed valuta indbyrdes, hvilket betyder, at koncernen ikke er eksponeret over for væsentlige valutarisici. Koncernens risikostyringspolitik er derfor ikke at indgå aftaler om sikring af valutarisici. De

enkelte investeringer vurderes dog individuelt.

Valutakursrisikoen er relateret til EUR/GBP og EUR/PLN.

Valutakurser udgør en finansiell risiko i Nordic Solar Energys portefølje efter investeringen i England i 2015 og i Polen i 2018. Valutarisikoen i begge lande reduceres af lån, der

svarer til ca. 60% af investeringen i GBP og og ca. 21% af investeringerne i PLN. Det forventes at belåningen i PLN øges i 2019, hvorved valutarisikoen reduceres. Selskabet er eksponeret over for en valutarisiko i relation til udbytter i GBP og PLN, som vil blive realiseret i løbet af de næste 15-24 år. Afkastet er derfor påvirket af udsving i GBP og PLN.

10% ændring i valutakurs EUR/GBP

Indvirkning på resultatet efter skat	Indvirkning på andre egenkapitalposter
+/- 5	-/+ 21
+/- 21	+/- 94

10% ændring i valutakurs EUR/PLN

Alle øvrige variabler er uændrede

**RENTERISIKO**

Koncernens renterisici er relateret til langfristede lån i forbindelse med investeringer i solparker. Variabelt forrentede lån gør koncernen eksponeret over for renterisici i relation til pengestrømme samt dagsværdier. Det er imidlertid koncernens politik at indgå renteswaps til sikring af variable renter.

**KREDITRISIKO**

Kreditrisici styres på koncernniveau med undtagelse af kreditrisici i relation til tilgodehavender. Koncernvirksomhedernes eksponering over for kreditrisici i relation til tilgodehavender er meget lav, da hovedparten af omsætningen hidrører fra stats-ti-skud.

Kreditrisici er forbundet med likvider og indestående i banker og finansielle institutioner samt kunder, herunder forfaldne tilgodehavender. Likvider er placeret i de enkelte dattervirksomheders lokale banker.

De samlede likvider har derfor en naturlig risikospredning i forhold til risikoen ved at have alle likvider placeret i en enkelt bank i et enkelt land.

Maksimumrisikoen svarer til den regnskabsmæssige værdi af tilgodehavender og likvide beholdninger.

**LIKVIDITETSRISIKO**

Ledelsen foretager budgettering af de forventede pengestrømme. Ledelsen overvåger løbende estimater over koncernens likviditetsbehov for at sikre, at der er tilstrækkelig likviditet til at fortsætte driften og samtidig sikre, at der til hver en tid er tilstrækkelige midler på de uudnyttede garanterede kreditfaciliteter, således at koncernen ikke overskrider kreditlofter eller misligholder lånevilkår (hvis relevant) eller kreditfaciliteter. Ved udøvelsen af disse skøn tager ledelsen højde for koncernens gældsfinansieringsplaner og overholdelse af lånevilkår.

Koncernen har uudnyttede kreditfaciliteter på TEUR 660 der kan anvendes til fremtidige driftsaktiviteter samt til at opfylde tilsagn om kapital, samt TEUR 700, der er øremærket til køb af egne aktier med henblik på at sikre aktiernes likviditet.

**Bundet likviditet**

Likvider, som anført ovenfor samt i pengestrømsopgørelsen, omfatter TEUR 6.235, som er placeret på bundne konti.

Tabellerne nedenfor viser koncernens ikke-afledte og afledte finansielle forpligtelser, fordelt på forfald baseret på den resterende varighed på balancedagen til den kontraktbestemte forfalddato. Beløbene i tabellen afspejler de kontraktbestemte, ikke-tilbageiskonterede pengestrømme.

Balancedagens rentesatser er anvendt på variabelt forrentede lån.

2018

	Mindre end 1 år	1-5 år	Mere end 5 år	I alt
<b>Ikke-afledte finansielle instrumenter</b>				
Gæld til kreditinstitutter	10.016	35.784	59.378	105.178
Finansielle leasingaftaler	5.243	23.916	20.666	49.824
Andre kreditinstitutter	658	3.158	7.337	11.153
Leverandører af varer og tjenesteydelser	1.212	0	0	1.212
Gæld til selskabsdeltagere og ledelse	1.410	0	0	1.410
Anden gæld	3.401	0	0	3.401
<b>IKKE-AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER 31. DECEMBER 2018</b>	<b>21.940</b>	<b>62.858</b>	<b>87.381</b>	<b>172.178</b>

2017

	Mindre end 1 år	1-5 år	Mere end 5 år	I alt
<b>Ikke-afledte finansielle instrumenter</b>				
Gæld til kreditinstitutter	7.431	22.377	30.772	60.580
Finansielle leasingaftaler	5.694	23.431	26.464	55.590
Andre kreditinstitutter	494	1.257	4.375	6.126
Leverandører af varer og tjenesteydelser	2.837	0	0	2.837
Gæld til selskabsdeltagere og ledelse	9.906	0	0	9.906
Anden gæld	2.079	0	0	2.079
<b>IKKE-AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER 31. DECEMBER 2017</b>	<b>28.441</b>	<b>47.065</b>	<b>61.612</b>	<b>137.118</b>

2018

	Mindre end 1 år	1-5 år	Mere end 5 år	I alt
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>				
Renteswaps	-298	-1.205	-2.112	-3.615
<b>AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER 31. DECEMBER 2018</b>	<b>-298</b>	<b>-1.205</b>	<b>-2.112</b>	<b>-3.615</b>

2017

	Mindre end 1 år	1-5 år	Mere end 5 år	I alt
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>				
Renteswaps	-219	-895	-1.443	-2.557
<b>AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER 31. DECEMBER 2017</b>	<b>-219</b>	<b>-895</b>	<b>-1.443</b>	<b>-2.557</b>

**22 NÆRTSTÅENDE PARTER**

Koncernen har ingen majoritetsaktionærer.  
Vederlag til ledende nøglemedarbejdere er oplyst i note 4.

**Transaktioner med nærtstående parter**

	2018	2017
<b>Transaktioner med bestyrelse</b>		
Renteudgifter	22	18
Gæld	268	593

**Transaktioner med Nordic Solar Management A/S**

	2018	2017
Andre eksterne omkostninger	625	347
Aktiverede omkostninger	1.284	942
Egenkapital - omkostninger ved kapitalforhøjelse	289	210
	<b>2.198</b>	<b>1.499</b>

Nordic Solar Energy har indgået en aftale med Nordic Solar Management A/S vedrørende den daglige ledelse og drift af koncernen. Som led i aftalen stiller Nordic Solar Management A/S en administrerende direktør til rådighed for selskabet. Direktøren modtager ikke løn fra selskabet.

Selskabet har etableret et warrants program for direktionen og management selskabet. Hver warrant giver modtageren ret til at tegne en aktie i selskabet a nominelt DKK 25.

Tildelte warrants kan udnyttes i perioden frem til og med 8. december 2019. Warrants, der ikke er udnyttet senest 8. december 2019, bortfalder automatisk uden kompensation.

Tegningskursen for aktier, der tegnes i henhold til tildelte warrants, er den vægtede gennemsnitlige tegningskurs per aktie i perioden fra selskabets stiftelse den 8. december 2010 og indtil en warrant udnyttes fratrukket akkumulerede udbetalte udlodninger af enhver art (herunder kapitalnedsættelser og tilbagesalg af udstedte aktier til selskabet) siden selskabets stiftelse. Tegningskursen skal dog minimum være DKK 25 per aktie.

Programmet indeholder good leaver og bad leaver vilkår, hvor medarbejderen i tilfældet af et ophør af ansættelsesforholdet enten har ret til optjente warrants eller mister retten til optjente warrants.

**Specifiaktion af udestående warrants**

	Gennemsnitlig udnyttelseskurs EUR	Antal
Udestående 1. januar 2017	12,28	157.268
Tildelt i året		138.217
<b>Udestående 31. december 2017</b>	<b>12,71</b>	<b>295.485</b>
Tildelt i året		199.619
<b>Udestående 31. december 2018</b>	<b>13,05</b>	<b>495.104</b>

For udestående warrants på balancedagen udgør den gennemsnitlige udnyttelseskurs EUR 13,05 (2017: EUR 12,28) per aktie.

	Dagsværdi EUR	Antal
<b>Dagsværdi af tildelte warrants på tildelingstidspunktet</b>		
30. november 2017	13,93	33.862
28. december 2017	13,96	104.355
9. februar 2018	14,03	19.287
22. marts 2018	14,12	3.922
27. juni 2018	13,93	70.000
19. december 2018	14,07	106.411

I 2018 er der indregnet en omkostning vedrørende warrantsprogrammet på TEUR 220 (2017: TEUR 276).

	2018	2017
<b>Transaktioner med associerede virksomheder</b>		
Renteindtægter	34	38
Tilgodehavender	1.068	1.255

**23 BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN**

Ingen væsentlige begivenheder er indtruffet efter balancedagen.

**24 FØRSTEGANGSÆNDRINGER SOM FØLGE AF IFRS**

Koncernen er overgået til IFRS med effekt fra 1. januar 2017. Regnskabstal for 2017 er derfor blevet tilpasset.

	ÅRL	Tilpasning	IFRS
<b>Afstemning af koncernens egenkapital den 1. januar 2017 (dato for overgang til IFRS)</b>			
Egenkapital 31. december 2016	17.648	0	17.648
<b>EGENKAPITAL 1. JANUAR 2017</b>	<b>17.648</b>	<b>0</b>	<b>17.648</b>

**Afstemning af koncernens egenkapital den 31. december 2017**

	ÅRL	Tilpasning	IFRS
<b>Egenkapital 1. januar 2017</b>	<b>17.648</b>	<b>0</b>	<b>17.648</b>
Årets resultat	-249	-292	-541
Valutakursforskelle vedrørende datterselskaber i en anden valuta	-96	0	-96
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	627	0	627
Skat af anden totalindkomst	-324	0	-324
<b>Totalindkomstopgørelse for perioden</b>	<b>-42</b>	<b>-292</b>	<b>-334</b>

**Transaktioner med ejere i deres egenskab af ejere**

	ÅRL	Tilpasning	IFRS
Kapitalforhøjelser	19.286	0	19.286
Omkostninger ved kapitalforhøjelser	-293	0	-293
Regulering af aktiebaseret vederlæggelse	0	276	276
Betalt udbytte	-1.029	0	-1.029
<b>EGENKAPITAL 31. DECEMBER 2017</b>	<b>35.570</b>	<b>-16</b>	<b>35.554</b>

**Afstemning af koncernens totalindkomst for året der slutter 31. december 2017**

	ÅRL	Tilpasning	IFRS
Årets resultat	-249	-292	-541

**Anden totalindkomst for perioden**

	ÅRL	Tilpasning	IFRS
Valutakursdifferencer ved omregning af datterselskaber (netto)	-96	0	-96
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	627	0	627
Skat af anden totalindkomst	-324	0	-324
<b>TOTALINDKOMSTOPGØRELSE FOR PERIODEN</b>	<b>-42</b>	<b>-292</b>	<b>-334</b>



## 04

## Financial Statements

## Consolidated Financial Statements

## CONSOLIDATED INCOME STATEMENT

All figures are in TEUR  
 Note reference in square **x**  
 See notes from page 83

	2018	2017
<b>Revenue</b>	<b>18,712</b>	<b>8,045</b>
Direct costs	-2,866	-1,383
Other operating income	817	209
Other external costs	-1,411	-1,071
<b>Gross profit</b>	<b>15,252</b>	<b>5,800</b>
Staff costs	-179	-186
<b>Profit before depreciation and amortisation (EBITDA)</b>	<b>15,073</b>	<b>5,614</b>
Amortisation, depreciation and impairment losses	-8,863	-3,658
Income from investments in associates	149	134
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>6,359</b>	<b>2,090</b>
Financial income	68	10
Financial costs	-4,230	-2,390
<b>Profit before tax</b>	<b>2,197</b>	<b>-290</b>
Tax on profit/loss for the year	-688	-251
<b>PROFIT FOR THE YEAR</b>	<b>1,509</b>	<b>-541</b>
<b>Profit is attributable to:</b>		
Nordic Solar Energy A/S share	1,507	-529
Non-controlling interests	2	-12
	<b>1,509</b>	<b>-541</b>

## CONSOLIDATED STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

	2018	2017
<b>PROFIT FOR THE YEAR</b>	<b>1,509</b>	<b>-541</b>
<b>Other comprehensive income for the period</b>		
<b>Items that have been or may be reclassified to the income statement</b>		
Exchange differences on translation of subsidiaries (net)	-39	-96
Fair value adjustment of hedging instruments	186	627
Tax on other comprehensive income	-52	-324
<b>Other comprehensive income for the period</b>	<b>95</b>	<b>207</b>
<b>TOTAL COMPREHENSIVE INCOME FOR THE PERIOD</b>	<b>1,604</b>	<b>-334</b>
<b>PROFIT IS ATTRIBUTABLE TO:</b>		
Nordic Solar Energy A/S share	1,601	-325
Non-controlling interests	3	-9
	<b>1,604</b>	<b>-334</b>

## CONSOLIDATED BALANCE SHEET

All figures are in TEUR  
Note reference in square x

	2018	2017	1/1 2017
<b>ASSETS</b>			
Solar Parks	8 178,887	119,657	63,238
Other fixtures and fittings, tools and equipment	8 327	197	193
Investments in associates	5 1,531	1,383	1,250
Non-current financial assets	1,097	1,284	1,321
Deferred tax asset	9 5,516	1,418	1,897
<b>Non-current assets</b>	<b>187,358</b>	<b>123,939</b>	<b>67,899</b>
Trade receivables	10 2,085	1,642	1,035
Other receivables	4,180	1,174	1,280
Prepayments	1,633	451	30
Cash	16,817	13,210	5,690
<b>Current assets</b>	<b>24,715</b>	<b>16,477</b>	<b>8,035</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>212,073</b>	<b>140,416</b>	<b>75,934</b>

## CONSOLIDATED BALANCE SHEET

All figures are in TEUR  
Note reference in square x

	2018	2017	1/1 2017
<b>LIABILITIES</b>			
Share capital	11 16,614	9,915	5,277
Translation reserve	-139	-99	0
Reserve for hedges	-1,633	-1,767	-2,070
Retained earnings	46,814	26,644	13,492
Proposed dividend for the year	2,611	950	1,029
<b>Equity attributable to shareholders of the parent company</b>	<b>64,267</b>	<b>35,643</b>	<b>17,728</b>
Non-controlling interests share of equity	31	-89	-80
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>64,298</b>	<b>35,554</b>	<b>17,648</b>
Mortgage loans	12 73,818	29,182	22,675
Financial leases	12 37,363	40,929	21,479
Other credit institutions	12 8,387	4,295	1,824
Provisions	13 6,092	3,819	1,614
Other payables	14 15 4,375	3,366	4,384
Deferred tax liabilities	9 407	389	0
Deferred income	283	299	0
<b>Non-current liabilities</b>	<b>130,725</b>	<b>82,279</b>	<b>51,976</b>
Mortgage loans	12 7,217	4,161	1,753
Financial leases	12 3,494	3,778	1,347
Other credit institutions	12 371	309	208
Shareholder loans	12 1,356	9,525	1,290
Trade payables	1,211	2,803	489
Current income tax liabilities	423	622	334
Other payables	14 15 2,978	1,385	889
<b>Current liabilities</b>	<b>17,050</b>	<b>22,543</b>	<b>6,310</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>147,775</b>	<b>104,862</b>	<b>58,286</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>212,073</b>	<b>140,416</b>	<b>75,934</b>



## CONSOLIDATED STATEMENT OF CHANGES IN EQUITY

All figures are in TEUR

Note reference in square X

	Share capital	Translation reserve	Reserve for hedges	Retained earnings	Proposed dividend	Equity attributable to shareholders of the parent	Non-controlling interests share of equity	Total equity
<b>EQUITY 1 JANUARY 2017</b>	5,277	0	-2,070	13,492	1,029	17,728	-80	17,648
Profit for the period	0	0	0	-1,479	950	-529	-12	-541
Exchange differences on transition of subsidiaries	0	-99	0	0	0	-99	3	-96
Fair value adjustment of hedging instrument	0	0	627	0	0	627	0	627
Tax on other comprehensive income	0	0	-324	0	0	-324	0	-324
<b>Total comprehensive income for the period</b>	0	-99	303	-1,479	950	-325	-9	-334
<b>Transactions with owners in their capacity as owners</b>								
Capital increases including related costs	4,638	0	0	14,355	0	18,993	0	18,993
Adjustment of share based remuneration	0	0	0	276	0	276	0	276
Dividend paid	0	0	0	0	-1,029	-1,029	0	-1,029
<b>EQUITY 31 DECEMBER 2017</b>	9,915	-99	-1,767	26,644	950	35,643	-89	35,554
Profit for the period	0	0	0	-1,104	2,611	1,507	2	1,509
Exchange differences on transition of subsidiaries	0	-40	0	0	0	-40	1	-39
Fair value adjustment of hedging instrument	0	0	186	0	0	186	0	186
Tax on other comprehensive income	0	0	-52	0	0	-52	0	-52
<b>Total comprehensive income for the period</b>	0	-40	134	-1,104	2,611	1,601	3	1,604
<b>Transactions with owners in their capacity as owners</b>								
Capital increases including related costs	X11 6,699	0	0	21,050	0	27,749	0	27,749
Adjustment of share based remuneration	0	0	0	220	0	220	0	220
Dividend received from own shares	0	0	0	12	0	12	0	12
Acquisition of own shares	X17 0	0	0	-646	0	-646	0	-646
Sale of own shares	X17 0	0	0	638	0	638	0	638
Dividend paid	0	0	0	0	-950	-950	0	-950
Addition, non-controlling interests	0	0	0	0	0	0	117	117
<b>EQUITY 31 DECEMBER 2018</b>	16,614	-139	-1,633	46,814	2,611	64,267	31	64,298

## CONSOLIDATED STATEMENT OF CASH FLOWS

	2018	2017
Operating profit (EBIT)	6,359	2,090
Depreciations, amortisations and impairment losses	8,863	3,658
Share based remuneration	220	276
Income from investements in associates	-149	-134
Change in net working capital	18 -109	1,591
<b>Cash flows from ordinary operating activities</b>	<b>15,184</b>	<b>7,481</b>
Interests received	68	11
Interests paid	-4,144	-2,085
Income taxes paid	-732	-254
<b>Cash flow from operating activities</b>	<b>10,376</b>	<b>5,153</b>
Solar Park investments	19 -27,738	-24,073
<b>Cash flow from investing activities</b>	<b>-27,738</b>	<b>-24,073</b>
Proceeds from borrowings	20 38,659	34,922
Repayments of borrowings	20 -16,913	-7,443
Repayments of borrowings from investments in associates	186	36
Dividends paid (net)	-938	-1,029
<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>20,994</b>	<b>26,486</b>
<b>Net cash flow for the year</b>	<b>3,632</b>	<b>7,566</b>
Cash and cash equivalents, beginning of the year	13,210	5,690
Exchange rate adjustments on cash and cash equivalents	-25	-46
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT END OF THE YEAR</b>	<b>16,817</b>	<b>13,210</b>

## Notes to the Consolidated Financial Statements

1	Accounting policies	84
2	Critical accounting estimates and judgements	89
3	Revenue	89
4	Staff costs	90
5	Investments in associates	90
6	Financial costs	91
7	Tax on profit/loss for the year	91
8	Property, plant and equipment	92
9	Defered tax	93
10	Trade receivables	94
11	Share capital	94
12	Mortgages loans, financial leases and other credit institutions	95
13	Provisions	96
14	Fair values	96
15	Derivative financial instruments	97
16	Commitments and contingent liabilities	98
17	Own shares	98
18	Changes in net working capital	99
19	Investments in Solar Parks	99
20	Changes in liabilities arising from financing activities	100
21	Financial risk management	101
22	Related parties	104
23	Events after the balance sheet date	105
24	First time adoption of IFRS	106

## 1 ACCOUNTING POLICIES

This note describes a list of the accounting policies applied in the preparation of the consolidated financial statements. The consolidated financial statements include the parent company Nordic Solar Energy A/S and subsidiaries.

### BASIS OF PREPARATION Compliance with IFRS

The consolidated financial statements for Nordic Solar Energy A/S have been prepared in accordance with International Financial Reporting Standards (IFRS) and interpretations issued by the IFRS Interpretations Committee (IFRS IC) applicable to companies reporting under IFRS. The consolidated financial statements comply with IFRS as issued by the International Accounting Standards Board (IASB) and as adopted by the European Union as well as additional Danish disclosure requirements applying to entities of reporting class B.

For all periods up to and including the year ended 31 December 2017, the Group prepared its financial statements in accordance with the Danish Financial Statements Act. These financial statements for the year ended 31 December 2018 are the first the Group has prepared in accordance with IFRS.

### Rounding of amounts

The Group accounts are reported in TEUR.

### First time adoption

The Annual Report is the first Annual Report that is presented in accordance with IFRS. The figures for 2017 and 2018 in the income statement and the balance sheet items as at 1 January 2017 were prepared according to IFRS.

The disclosures required by IFRS 1, First-time Adoption of International Financial Reporting Standards, concerning the transition from Danish GAAP to IFRS are provided in note 24.

The Annual Report for 2018 was discussed and approved by the Executive Management and the Board of Directors on 10 April 2019 and will be presented for approval at

the subsequent Annual General Meeting on 9 May 2019.

### Exemptions applied

IFRS 1 allows first-time adopters certain exemptions from the retrospective application of certain requirements under IFRS.

### The group has applied the following exemptions:

Cumulative currency translation differences for all foreign operations are deemed to be zero as at 1 January 2017.

### Adoption of new and amended standards by the Group

The Group has implemented all new standards and interpretations effective in the EU from 2018.

### New standards and interpretations not yet adopted

IFRS 16 is to be implemented from 2019 and will affect primarily the accounting for the Group's operating leases.

As at the reporting date, the Group has non-cancellable operating lease commitments of TEUR 40,857, see note 12.

The Group expects to recognise right-of-use assets of TEUR 34,193 on 1 January 2019, lease liabilities of TEUR 34,193.

The Group expects that net profit after tax will decrease by approximately TEUR 954 for 2019 as a result of adopting the new rules.

Operating cash flows will increase and financing cash flows decrease by approximately TEUR 3,075 as repayment of the principal portion of the lease liabilities will be classified as cash flows from financing activities.

Other standards are not considered to have a significant impact on the Group.

### BASIS OF CONSOLIDATION Subsidiaries

Subsidiaries are all entities (including structured entities) over which the Group has control. The Group controls an entity when the Group is exposed to, or has rights to, variable returns from its involvement with the entity and has the ability to affect those returns through its power to direct the activities of the entity.

Subsidiaries are fully consolidated from the date on which control is transferred to the Group. They are deconsolidated from the date that control ceases.

Intercompany transactions, balances and unrealised gains on transactions between group companies are eliminated. Unrealised losses are also eliminated unless the transaction provides evidence of an impairment of the transferred asset. Accounting policies of subsidiaries have been changed where necessary to ensure consistency with the policies adopted by the Group.

Non-controlling interests in the results and equity of subsidiaries are shown separately in the consolidated statement of profit or loss, statement of comprehensive income, statement of changes in equity and balance sheet respectively.

### Associates

Associates are all entities over which the Group has significant influence but not control or joint control. This is generally the case where the Group holds between 20% and 50% of the voting rights. Investments in associates are accounted for using the equity method of accounting, after initially being recognised at cost.

### Equity method

Under the equity method of accounting, the investments are initially recognised at cost and adjusted thereafter to recognise the Group's share of the post-acquisition profit or loss of the investee in profit or loss, and the group's share of movements in other comprehensive income of the investee in other comprehensive income. Dividends received or receivables from associates are recognised as a reduction in the carrying amount of the investment.

When the Group's share of losses in an equity-accounted investment equals or exceeds its interest in the entity, including any other unsecured long-term receivables, the Group does not recognise further losses, unless it has incurred obligations or made payments on behalf of the other entity.

Unrealised gains on transactions between the Group and its associates are eliminated to the

extent of the Group's interest in these entities. Unrealised losses are also eliminated unless the transaction provides evidence of an impairment of the asset transferred. Accounting policies of equity accounted investees have been changed where necessary to ensure consistency with the policies adopted by the Group.

The carrying amount of equity-accounted investments is tested for impairment in accordance with the policy described in note under section "impairment of assets"

### FOREIGN CURRENCY TRANSLATION Functional and presentation currency

Items included in the financial statements of each of the Group's entities are measured using the currency of the primary economic environment in which the entity operates ("the functional currency"). The consolidated financial statements are presented in Euro (EUR), which is Nordic Solar Energy A/S's functional and presentation currency.

### Transactions and balances

Transactions in foreign currency are translated into the functional currency using the exchange rates at the dates of the transactions. Foreign exchange gains and losses resulting from the settlement of such transactions and from the translation of monetary assets and liabilities denominated in foreign currencies at year end exchange rates are generally recognised in profit or loss. Exchange differences are deferred in equity if they are attributable to part of the net investment in a foreign operation.

Foreign exchange gains and losses are presented in the profit and loss statement as a financial cost.

Non-monetary items that are measured at fair value in a foreign currency are translated using the exchange rates at the date when the fair value was determined. Translation differences on assets and liabilities carried at fair value are reported as part of the fair value gain or loss. For example, translation differences on non-monetary assets and liabilities such as equities held at fair value through profit or loss are recognised in profit or loss as part of the fair value gain or loss and translation

differences on non-monetary assets such as equities classified as at fair value through other comprehensive income are recognised in other comprehensive income.

### Group companies

The results and financial position of foreign operations that have a functional currency different from the presentation currency are translated into the presentation currency as follows:

- assets and liabilities for each balance sheet presented are translated at the closing rate at the date of that balance sheet
- income and expenses for each statement of profit or loss and statement of comprehensive income are translated at average exchange rates (unless this is not a reasonable approximation of the cumulative effect of the rates prevailing on the transaction dates, in which case income and expenses are translated at the dates of the transactions), and
- all resulting exchange differences are recognised in other comprehensive income.

On consolidation, exchange differences arising from the translation of any net investment in foreign entities, and of borrowings and other financial instruments designated as hedges of such investments, are recognised in other comprehensive income. When a foreign operation is sold or any borrowings forming part of the net investment are repaid, the associated exchange differences are reclassified to profit or loss, as part of the gain or loss on sale.

Goodwill and fair value adjustments arising on the acquisition of a foreign operation are treated as assets and liabilities of the foreign operation and translated at the closing rate.

### Revenue recognition

Revenue from sale of produced electricity consists of sale of electricity to grid as well as sale of electricity to owners of the buildings, where Nordic Solar's rooftop solar parks are placed. Revenue from electricity produced in own solar parks is recognised when control of the electricity is transferred to the customer, i.e. the purchaser's network or the owner of the building, which takes place, when the electricity is produced.

Revenue is measured based on the consideration (transaction price) specified in contracts with customers and excludes amounts collected on behalf of third parties, e.g. VAT.

Sales contracts for a fixed amount of electricity at a variable price or where Nordic Solar Energy are exclusive suppliers to the customer at a variable price, are considered one performance obligation with multiple deliveries to be satisfied over time. For such contracts, revenue is recognised at the amount, which Nordic Solar Energy have a right to invoice.

Revenue contracts includes only one performance obligation, i.e. the sale of electricity. There is no variable transaction price as all contracts includes a fixed price, where some is indexed yearly with inflation or a price index.

No payment terms exceed 12 month and no adjustment for time value of money is made. The electricity is normally paid the following month after production.

### Other revenue

Other revenue consists of government grants related to production of solar power electricity. The government grants have different forms in different countries, including Feed-In-Tariffs, Renewable Energy Certificates (ROCs) and Contract for Differences (CfDs). A government grant is recognised when there is reasonable assurance that Nordic Solar Energy will comply with the conditions attached to the government grant, typically production of green energy, and when there is reasonable assurance that the grant will be received.

Some government grants include a cap, where the total government grant which Nordic Solar Energy can receive over the grant period, are maximised. In such situations, the grant is recognised with the amount that can be attributed to the current sale of electricity.

Government grant contracts in Poland include a penalty, if Nordic Solar Energy during the grant period do not produce the electricity agreed upon. In such situations, NSE estimates the expected grant based on expected production of electricity at the solar park over the grant period.

Contracts regarding government grants have a duration from 4-28 years.

#### DIRECT COSTS

Direct cost comprises costs incurred in generating the revenue for the year.

#### OTHER EXTERNAL COSTS

Other external costs include expenses related to sale, advertising, administration etc.

#### STAFF COSTS

Staff costs comprise board fee, and increase in value of share-based schemes.

#### AMORTISATION, DEPRECIATION AND IMPAIRMENT LOSSES

Amortisation, depreciation and impairment losses comprise the year's amortisation, depreciation and impairment of property, plant and equipment.

#### FINANCIAL INCOME AND COSTS

Financial income and expenses include interest, financial gains and expenses with respect to finance leases, debt, realised and unrealised exchange adjustments, capital costs of the dismantling obligation, price adjustment of securities, amortisation of mortgage loans as well as additional payments and repayment under the tax prepayment scheme.

#### INCOME TAX AND DEFERRED TAX

The company is jointly taxed with the Danish subsidiaries. The Danish income tax payable is allocated between the jointly taxed Danish companies based on their proportion of taxable income (full absorption including reimbursement of tax deficits). The jointly taxed companies are taxed under the Danish Tax Payment Scheme. Additions, deductions and allowances are recognised under financial income or financial costs.

The income tax expense or credit for the period is the tax payable on the current period's taxable income based on the applicable income tax rate for each jurisdiction adjusted by changes in deferred tax assets and liabilities attributable to temporary differences and to unused tax losses. The current income tax charge is calculated on the basis of the tax laws enacted or substantively enacted at the balance sheet date in the countries where the Company and its subsidiaries operate and

generate taxable income. Management periodically evaluates positions taken in tax returns with respect to situations in which applicable tax regulation is subject to interpretation. It establishes provisions, where appropriate, on the basis of amounts expected to be paid to the tax authorities.

Deferred income tax is recognised on temporary differences arising between the tax bases of assets and liabilities and their carrying amounts in the Consolidated Financial Statements. However, deferred tax liabilities are not recognised if they arise from the initial recognition of goodwill; deferred income tax is not accounted for if it arises from the initial recognition of an asset or liability in a transaction other than a business combination that, at the time of the transaction, affects neither accounting nor taxable profit or loss. Deferred income tax is determined using tax rates (and laws) that have been enacted or substantively enacted by the balance sheet date and are expected to apply when the related deferred income tax asset is realised or the deferred income tax liability is settled.

Deferred income tax assets are recognised only to the extent that it is probable that future taxable profit will be available, against which the temporary differences can be utilised.

Deferred income tax liabilities are provided on taxable temporary differences arising from investments in subsidiaries, except for deferred income tax liability where the timing of the reversal of the temporary difference is controlled by the Group and it is probable that the temporary difference will not reverse in the foreseeable future.

Deferred income tax assets and liabilities are offset when there is a legally enforceable right to offset current tax assets against current tax liabilities and when the deferred income tax assets and liabilities relate to income taxes levied by the same taxation authority on either the same taxable entity or different taxable entities where there is an intention to settle the balances on a net basis.

#### PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT

Property, plant and equipment are

measured at cost less accumulated depreciation and impairment losses.

Cost comprises of the purchase price and any costs directly attributable to the acquisition until the date when the asset is available for use.

Depreciation is calculated using the straight-line method to allocate their cost or revalued amounts, net of their residual values over their estimated useful lives, as follows:

- Solar facilities up to 30 years
- Other fixtures and equipment 3-10 years

The assets' residual values and useful lives are reviewed, and adjusted if appropriate, at the end of each reporting period.

Gains and losses arising from disposal of property, plant and equipment are calculated as the difference between the sales price less sales costs and the carrying amount at the time of sale. Gains and losses are recognised in the profit and loss account as other operating income or other operating costs.

An asset's carrying amount is written down immediately to its recoverable amount if the asset's carrying amount is greater than its estimated recoverable amount. An impairment loss is recognised in the income statement when the impairment is identified. The recoverable amount is the higher of an asset's fair value less cost of disposal and value in use. For the purpose of assessing impairment, assets are grouped at the lowest level of which cash flows are separately identifiable.

#### LEASES

Leases of solar parks where the Group, as lessee, has substantially all the risks and rewards of ownership are classified as finance leases (note 12). Finance leases are capitalised at the lease's inception at the fair value of the leased solar park or, if lower, the present value of the minimum lease payments. The corresponding rental obligations, net of finance charges, are included in other short-term and long-term payables. Each lease payment is allocated between the liability and finance cost. The finance cost is charged to the profit or loss over the lease period so as to produce a constant periodic rate of

interest on the remaining balance of the liability for each period. The solar parks acquired under finance leases is depreciated over the asset's useful life or over the shorter of the asset's useful life and the lease term if there is no reasonable certainty that the group will obtain ownership at the end of the lease term.

Leases in which a significant portion of the risks and rewards of ownership are retained by the lessor are classified as operating leases. Payments made under operating leases are recognised in the income statement on a straight-line basis over the period of the lease.

#### NON-CURRENT FINANCIAL ASSETS

Non-current financial assets consist of other securities and investments measured at fair value through profit and loss.

#### IMPAIRMENT OF ASSETS

The carrying amount of property, plant and equipment and investments in subsidiaries and associates is reviewed for impairment, other than what is reflected through normal amortisation and depreciation, on an annual basis.

Where there are indications of impairment, an impairment test is performed for each individual asset or group of assets, respectively. The carrying amount of impaired assets is reduced to the higher of the net selling price and the value in use (recoverable amount).

#### TRADE RECEIVABLES

Trade receivables are measured at amortised cost. Write-downs to counter losses are made according to the simplified expected credit loss model, after which the expected loss is recognised immediately in the income statement

#### OTHER RECEIVABLES

Other receivables are measured at amortised cost. Write-downs to counter losses are made according to the simplified expected credit loss model, after which the expected loss is recognised immediately in the income statement

#### PREPAYMENTS

Prepayments, recognised under current assets, comprise costs incurred concerning subsequent financial years.

#### EQUITY

##### Translation reserve

Translation reserve consists of exchange rate differences that occur when translating the foreign subsidiaries financial statements from their functional currency into the Group's presentation currency. On disposal of the net investment, the reserve for exchange adjustments of that foreign subsidiary is recognised in the income statement. Reduction of a net investment in a foreign operation which does not result in loss of control is not treated as a disposal.

##### RESERVE FOR HEDGES

The reserve for hedges consists of the effective portion of gains and losses on hedging instruments designated as cash flow hedges.

##### Dividend distribution

Proposed dividends are disclosed as a separate item under equity. Dividends are recognised as a liability at the date of declaration by the annual general meeting.

##### TRADE AND OTHER PAYABLES

These amounts represent liabilities for goods and services provided to the Group prior to the end of financial year which are unpaid. The amounts are unsecured and are usually paid within 30 days of recognition. Trade and other payables are presented as current liabilities unless payment is not due within 12 months after the reporting period. They are recognised initially at their fair value and subsequently measured at amortised cost using the effective interest method.

##### MORTGAGE LOANS AND OTHER CREDIT INSTITUTIONS

Borrowings are initially recognised at fair value, net of transaction expenses incurred. On subsequent recognition, the borrowings are measured at amortised cost, corresponding to the capitalised value, using the effective interest method, so that the difference between the proceeds and the nominal value is recognised in the income statement over the term of the loan. Any differences between the proceeds and the redemption value are recognised in the income statement over the period of the borrowings using the effective interest method.

Borrowings are classified as current liabilities unless the Group has an

unconditional right to defer settlement of the liability for at least 12 months after the reporting period.

#### BORROWING COSTS

General and specific borrowing costs that are directly attributable to the acquisition of an asset are capitalised and depreciated over the lifetime of the asset.

Other borrowing costs are expensed in the period in which they are incurred.

#### PROVISIONS

Provisions for legal claims and dismantling obligations are recognised when the Group has a present legal or constructive obligation as a result of past events, it is probable that an outflow of resources will be required to settle the obligation and the amount can be reliably estimated. Provisions are not recognised for future operating losses.

Where there are a number of similar obligations, the likelihood that an outflow will be required in settlement is determined by considering the class of obligations as a whole. A provision is recognised even if the likelihood of an outflow with respect to any one item included in the same class of obligations may be small.

Provisions are measured at the present value of management's best estimate of the expenditure required to settle the present obligation at the end of the reporting period. The discount rate used to determine the present value is a pre-tax rate that reflects current market assessments of the time value of money and the risks specific to the liability. The increase in the provision due to the passage of time is recognised as interest expense.

#### DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS

On initial recognition in the balance sheet, derivative financial instruments are measured at cost and subsequently at fair value. Positive and negative fair values of derivative financial instruments are included in other receivables or other payables. Fair value adjustments of derivative financial instruments designated as and qualifying for hedging of future cash flows are recognised in other receivables or other payables and in

equity. If the future transaction results in recognition of assets or liabilities, amounts previously recognised in equity are transferred to the cost of the asset or liability, respectively. If the future transaction results in income or expenses, amounts previously recognised in equity are transferred to the income statement in the period in which the hedged item affects the income statement.

The effective portion of changes in the fair value of derivatives that are designated and qualify as cash flow hedges is recognised in other comprehensive income and accumulated in reserves in equity. The gain or loss relating to the ineffective portion is recognised immediately in profit or loss within other income or other expense. Amounts accumulated in equity are reclassified to profit or loss in the periods when the hedged item affects profit or loss (for instance when the forecast sale that is hedged takes place). The gain or loss relating to the effective portion of interest rate swaps hedging variable rate borrowings is recognised in profit or loss within financial costs.

When a hedging instrument expires or is sold or terminated, or when a hedge no longer meets the criteria for hedge accounting, any cumulative gain or loss existing in equity at that time remains in equity and is recognised when the forecast transaction is ultimately recognised in profit or loss. When a forecast transaction is no longer expected to occur, the cumulative gain or loss that was reported in equity is immediately reclassified to profit or loss.

#### WARRANTS

The fair value of warrants granted is measured at the time of grant and is recognized in the income statement under staff costs during period, in which the final right to warrants is earned. The corresponding entry to this is recognized directly in equity as a transaction with the owners.

#### STATEMENT OF CASH FLOW

The cash flow statement shows the Company's cash flows for the year broken down by operating, investing and financing activities, changes for the year in cash and cash equivalents as well as the Company's cash and cash equivalents at the beginning and end of the year.

Cash flows from operating activities are calculated as the net profit/loss for the year adjusted for changes in working capital and non-cash operating items such as depreciation, amortisation and impairment losses, and provisions. Working capital comprises current assets less short-term debt excluding items included in cash and cash equivalents.

Cash flows from investing activities comprise cash flows from acquisitions and disposals of intangible assets, property, plant and equipment as well as fixed asset investments.

Cash flows from financing activities comprise cash flows from the raising and repayment of long term debt as well as payments to and from shareholders.

#### Cash and cash equivalents

For the purpose of presentation in the statement of cash flows, cash and cash equivalents includes cash on hand. Cash and cash equivalents comprise free and reserved cash in banks.

## 2 CRITICAL ACCOUNTING ESTIMATES AND JUDGEMENTS

The Group makes estimates and assumptions concerning the future. The resulting accounting estimates will, by definition, seldom equal the related actual results. The estimates and assumptions that have a significant risk of causing a material adjustment to the carrying amounts of assets and liabilities within the next financial year are addressed below.

The judgments, estimates and assumptions made are based on historical experience and other factors that Management considers to be reliable, but which by their very nature are associated with uncertainty and unpredictability. These assumptions may prove incomplete or incorrect, and unexpected events or circumstances may arise. The most critical judgments, estimates and assumptions for the individual items are described below.

The Group is also subject to risks and uncertainties that may lead to actual results differing from these estimates, both positively and negatively.

#### Useful life, dismantling costs and residual values

The company has not incorporated

the possibility to prolong existing lease agreements further ahead of the current contracts terms for valuation purpose.

The actual useful life of a solar park is often 30 years +. For accounting purposes the assets are depreciated with the duration of the land / roof lease period and where the land is owned, with the government subsidy period.

If a dismantling obligation exist after the end of the contract period, the future cost of this has been incorporated as an obligation. In most cases it has been assumed that the owner of the land or buildings, will take over the solar park and the dismantling obligation after the end of the contract. The cost of the dismantling has therefore been added to the end value of the solar park so the value of the solar part at the end of the contract matches the dismantling obligation.

#### Impairment test

All solar parks are revaluated on a yearly basis, and the assets are written down in case the value of the asset no longer is fair

The annual asset revaluation takes place through a line-by-line review of the cash flow budgets for each park's remaining lifetime. On this basis, an updated cash flow valuation of each asset is made and a sensitivity analysis is performed on significant parameters in the valuation. Key parameters in the sensitivity analysis are development in the electricity price, change in production and deviations in the cost level. The sensitivity analysis at portfolio level is illustrated in the accounts page 21.

#### SIGNIFICANT JUDGEMENTS

Management has, as a judgement, decided to recognise Contract for Differences (CfDs) based on IAS 20 as a government grant rather than as a derivative financial instrument.

The grant is a residual between an agreed total electricity price and the market price. Thus, there is no actual market price risk, but a total fixed electricity price.

## 3 REVENUE

	2018	2017
Government subsidies	16, 590	6, 723
Sale of electricity	2, 122	1, 322
	<b>18, 712</b>	<b>8, 045</b>
<b>Net revenue by country</b>		
Belgium	12, 112	2, 906
France	1, 475	1, 378
Italy	1, 704	1, 661
Poland	749	-
Portugal	771	276
Germany	322	275
England	1, 579	1, 549
	<b>18, 712</b>	<b>8, 045</b>

**4 STAFF COSTS**

	2018	2017
Fee to Board of Directors	69	48
Share-based remuneration	110	138
	<b>179</b>	<b>186</b>
Average number of employees (consists of the Group's Executive Management)	1	1

**Key Management Remuneration:**

	Salary	Bonus	Share-based benefits	Other staff costs	Total
Remuneration of key management in 2018:	153	71	110	20	354
Remuneration of key management in 2017:	143	110	138	26	417

The remuneration paid to the Executive Management is part of the paid management fee for Nordic Solar Management A / S, see note 22, and is estimated to TEUR 155 (2017: TEUR 205).

**5 INVESTMENTS IN ASSOCIATES**

	2018	2017
Cost at 1 January	756	756
<b>Cost 31 December</b>	<b>756</b>	<b>756</b>
Revaluations at 1 January	627	493
Net profit/loss for the year	147	132
Depreciation of revaluations	1	2
<b>Revaluations 31 December</b>	<b>776</b>	<b>627</b>
<b>CARRYING AMOUNT 31 DECEMBER</b>	<b>1,531</b>	<b>1,383</b>

	Place of registered office	Votes and ownership
<b>Investment in associate:</b>		
ESF Spanien 0424 GmbH	Breklum, Germany	49%

**6 FINANCIAL COSTS**

	2018	2017
Interest costs	3,785	2,156
Interest costs from shareholder loans	255	183
Exchange rate adjustments	54	13
Depreciations of capitalized financial costs	46	22
Other financial costs	90	16
	<b>4,230</b>	<b>2,390</b>

**7 TAX ON PROFIT/LOSS FOR THE YEAR**

	2018	2017
<b>CURRENT TAX</b>		
Income tax expense	-688	-251
Tax on other comprehensive income	-52	-324
<b>TAX FOR THE YEAR</b>	<b>-740</b>	<b>-575</b>
Current tax on profits for the year	-548	-167
Deferred tax	-155	-87
Adjustment for current tax of prior periods	15	3
<b>INCOME TAX EXPENSE</b>	<b>-688</b>	<b>-251</b>

**TAX RECONCILIATION**

Profit/loss before tax	2,197	-290
Share of profit/loss in associates	-149	-134
<b>PROFIT/LOSS BEFORE TAX, ADJUSTED</b>	<b>2,048</b>	<b>-424</b>
Tax using the Danish corporation tax rate (22%)	-452	93
Tax rate deviations in foreign jurisdictions	-181	-23
Non-taxable income	196	59
Non-deductible expenses	-446	-255
Deferred tax asset not recognised	-196	-152
Change in recoverability of deferred tax assets	389	34
Other adjustments, net	2	-7
<b>TAX ON PROFIT/LOSS FOR THE YEAR</b>	<b>-688</b>	<b>-251</b>

**8 PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT**

	Solar Parks	Other fixtures and fittings, tools and equipment	Total
Cost at 1 January 2018	132,357	244	132,601
Exchange differences	-96	0	-96
Additions	68,192	138	68,330
<b>Cost 31 December 2018</b>	<b>200,453</b>	<b>382</b>	<b>200,835</b>
Depreciation and impairment at 1 January 2018:	-12,700	-47	-12,747
Exchange differences	30	0	30
Depreciation for the year	-8,896	-8	-8,904
<b>Depreciation and impairment 31 December 2018</b>	<b>-21,566</b>	<b>-55</b>	<b>-21,621</b>
<b>CARRYING AMOUNT 31 DECEMBER 2018</b>	<b>178,887</b>	<b>327</b>	<b>179,214</b>
Including assets under finance lease	45,377	0	45,377
Cost at 1 January 2017	72,318	232	72,550
Exchange differences	-447	0	-447
Additions	60,486	12	60,498
<b>Cost 31 December 2017</b>	<b>132,357</b>	<b>244</b>	<b>132,601</b>
Depreciation and impairment at 1 January 2017:	-9,081	-39	-9,120
Exchange differences	26	0	26
Depreciation for the year	-3,645	-8	-3,653
<b>Depreciation and impairment 31 December 2017</b>	<b>-12,700</b>	<b>-47</b>	<b>-12,747</b>
<b>CARRYING AMOUNT 31 DECEMBER 2017</b>	<b>119,657</b>	<b>197</b>	<b>119,854</b>
Including assets under finance lease	49,183	0	49,183

**9 DEFERRED TAX**

	2018	2017
Deferred tax at 1 January asset/(liability)	1,029	1,828
Deferred tax income/(expense) recognised in the income statement	-155	-87
Deferred tax income/(expense) recognised in other comprehensive income	-52	-324
Changes from purchase of solar parks	4,287	-388
<b>DEFERRED TAX 31 DECEMBER</b>	<b>5,109</b>	<b>1,029</b>
<b>Deferred tax relates to:</b>		
Property, plant and equipment	-374	-333
Provisions	-407	-389
Tax loss carry-forwards	5,151	990
Interest rate swap	736	761
Other liabilities	4	0
	<b>5,109</b>	<b>1,029</b>
Of which presented as deferred tax assets	5,516	1,418
Of which presented as deferred tax liabilities	-407	-389
	<b>5,109</b>	<b>1,029</b>

The Group has non-recognised deferred tax assets of total TEUR 971 of which TEUR 237 relates to tax losses, which can be carried forward against future taxable income. Of the non-recognised deferred tax asset TEUR 842 relates to subsidiaries.

The Group's tax losses are indefinite.

**10 TRADE RECEIVABLES**

	2018		
	Government	Non-government	Total
Not due yet	820	204	1,024
Between 31 and 90 days	93	61	154
More than 90 days	748	159	907
<b>RECEIVABLES 31 DECEMBER</b>	<b>1,661</b>	<b>424</b>	<b>2,085</b>

	2017		
	Government	Non-government	Total
Not due yet	1,481	59	1,540
Between 31 and 90 days	4	45	49
More than 90 days	37	16	53
<b>RECEIVABLES 31 DECEMBER</b>	<b>1,522</b>	<b>120</b>	<b>1,642</b>

**11 SHARE CAPITAL**

The share capital consists of 4,951,042 shares of a nominal value of DKK 25 of which 700,000 shares only carries rights to dividend for the financial year 2018 if the dividend exceeds DKK 2.75 (EUR 0.37) per share and then only for the excess amount and 1,064,107 shares only carries rights to dividend for the financial year 2018 if the dividend exceeds DKK 5.5 (EUR 0.74) per share and then only for the excess amount. Apart from this, no shares carry any special rights.

	2018	2017
<b>Changes in share capital:</b>		
Share capital at 1 January	9,915	5,277
Capital increases	6,699	4,638
<b>SHARE CAPITAL 31 DECEMBER</b>	<b>16,614</b>	<b>9,915</b>
Cost on capital increases	228	293

**Capital management**

The Group's objective is to invest our shareholders capital in operational solar parks within the EU and create the best possible return with a low risk profile. The low risk is obtained through diversifying geographically reducing the dependence on single investment, individual counties and specific currencies.

All free cash flow received from the solar parks operations is paid out to the shareholders as dividend every year

**12 MORTGAGE LOANS, FINANCIAL LEASES AND OTHER CREDIT INSTITUTIONS**

The borrowings are grouped as mortgage loans, financial leases and other credit institutions. Mortgage loans are loans with a defined repayment profile and a mortgage on the tangible assets. Financial leases have predefined installments while the lessor typically is the legal owner of the tangible asset. Other credit institutions comprise of loans with other terms than mentioned above eg. overdraft facilities. The borrowings amount to a total of TEUR 135,193 of this amount TEUR 40,857 be characterised as financial leasing. All financial leasing contracts are in euro.

Currency exposure	2018		2017	
	Effective interest rate	Carrying amount	Effective interest rate	Carrying amount
DKK	3.8-7%	10,161	3.8-7%	12,322
EUR	2.1-5.5%	111,069	2.4-5.6%	73,660
GBP	4.9%	8,873	4.9%	9,437
PLN	3.9%	5,090		0
		<b>135,193</b>		<b>95,419</b>

Interest exposure	Carrying amount	Carrying amount with interest to be adjusted or converted		
	2018	2020	2021	2022-2025
Fixed loans	35,720	0	0	0
Fixed loans to be adjusted	13,286	750	0	10,217
Fixed loan to be converted to floating fixed with interest rate swap	11,810	0	8,545	0
Variable loan fixed with interest rate swap	47,460	0	0	0
Variable loans	24,770	0	0	0
Variable interest investment credits, overdraft facilities and similar	2,146	0	0	0
	<b>135,193</b>	<b>750</b>	<b>8,545</b>	<b>10,217</b>

Information on loans and leasing is given as a total while the share of financial leasing is specified in parenthesis. The group has loans with fixed interest rates of total TEUR 60.816 (27,792) and loans with variable interest rate of TEUR 74,377 (13,065), whereof the major part of TEUR 47,460 (13,065) is secured with interest rate swaps. The group has loans of TEUR 13,286 (7,158) with a fixed interest rate for a defined number of years and at a defined point in time the interest rate is refixed. Other fixed loans of TEUR 11,810 (11,810) will become floating at a defined time and is secured with pre-established interest rate swaps for the remaining lifetime. In addition the group has credit facilities with variable interest primarily for short term purposes for a total of TEUR 2,146.



**13 PROVISIONS**

	Dismantling	Other	Total
Provision at 1 January 2018	3,639	180	3,819
Addition during the year	2,157	65	2,222
Interest element	51	0	51
<b>PROVISION 31 DECEMBER 2018</b>	<b>5,847</b>	<b>245</b>	<b>6,092</b>

If a subsidiary is required to restore the leased premises to their original condition at the end of the respective lease terms, provision has been recognised for the present value of the estimated expenditure required to restore the land or buildings. These costs have been capitalised as part of the cost of the solar park and are amortised over the shorter of the term of the lease or the useful life of the assets.

**14 FAIR VALUES**

Financial instruments measured at fair value can be divided into three levels:

Level 1 - Quoted prices in active markets for identical assets or liabilities

Level 2 - Inputs other than quoted prices included in level 1 that are observable for the asset or liability

Level 3 - Inputs for the asset or liability that are not based on observable market data.

The fair value of securities does not differ from the carrying amount.

The fair value of interest rate swaps is calculated as the present value of the estimated future cash flows based on observable yield curves, as informed by the credit institutions in the Mark to Market statement.

Fair values essentially correspond to the carrying amounts.

2018

Fair value measurements 31 December	Quoted prices (Level 1)	Significant other observable inputs (Level 2)	Significant unobservable inputs (Level 3)	Total
Securities	29	0	0	29
Derived financial instruments	0	-3,639	0	-3,639
<b>31 DECEMBER</b>	<b>29</b>	<b>-3,639</b>	<b>0</b>	<b>-3,610</b>

2017

	Quoted prices (Level 1)	Significant other observable inputs (Level 2)	Significant unobservable inputs (Level 3)	Total
Securities	30	0	0	30
Derived financial instruments	0	-2,556	0	-2,556
<b>31 DECEMBER</b>	<b>30</b>	<b>-2,556</b>	<b>0</b>	<b>-2,526</b>

**15 DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS**

As part of its risk management the Group uses derivatives for hedging purposes in order to reduce its exposure to market risks.

The Group has entered into interest rate swap on borrowings, from a floating rate interest to a fixed rate.

Information about the group's exposure to price risk is provided in note 21

2018

	Contract value for the secured liabilities	Positive fair value	Negative fair	Remaining contract period
Interest rate swaps	55,393	6	3,645	01.01.2019 - 30.06.2037
Interest rate CAP	1,911	0	0	01.01.2019 - 31.05.2023
<b>31 December</b>	<b>57,304</b>	<b>6</b>	<b>3,645</b>	

2017

	Contract amount at year-end	Positive fair value at year- end	Negative fair value at year- end	Remaining contract period
Interest rate swaps	22,649	26	2,583	01.01.2019 - 01.07.2029
Interest rate CAP	482	1	0	01.01.2019 - 30.09.2020
<b>31 December</b>	<b>23,131</b>	<b>27</b>	<b>2,583</b>	

**16 COMMITMENTS AND CONTINGENT LIABILITIES**

The Group leases various land and roof tops under operational leasing arrangements which are terminable between 4 to 26 years notice.

**Operating lease commitments:**

	2018	2017
Due within 1 year	5,070	4,620
Due between 1 and 5 years	21,857	19,897
Due after 5 years	21,827	18,502
	<b>48,754</b>	<b>43,019</b>

Expensed payments relating to operating leases	<b>1,317</b>	<b>548</b>
--	--------------	------------

**Contingent liabilities**

Liquid funds of TEUR 4,813 are pledged as security for debt to creditors of TEUR 125,032.

The Group is involved in a pending tax case in Italy. The management and the Groups Italian lawyer is of the opinion that the expected outcome thereof will have no material negative impact on the Group.

The Group has entered into long term agreements concerning supply of operating and maintenance services. The value of these due within 12 months is amount to TEUR 806, TEUR 650 is due within 1-5 years and TEUR 1,008 due after 5 years.

The Group's banks have collateral for loans in the group's fixed assets worth TEUR 134,396.

**17 OWN SHARES**

Nordic Solar Energy has during 2018 owned own shares for a short period of time.

It is Nordic Solar Energy's intention to secure liquidity in the shares and Nordic Solar Energy has therefore bought own shares in 2018 for TEUR 646 - 44,124 shares, or less than 1% of the total number of shares, and subsequently sold them for TEUR 638.

**18 CHANGES IN NET WORKING CAPITAL**

	2018	2017
Changes in trade receivables	546	213
Changes in other receivables and other pre-payments	-366	129
Changes in trade payables	-1,755	1,465
Changes in other debt and deferred income	1,466	-216
	<b>-109</b>	<b>1,591</b>

**Changes in trade receivables**

Changes with cash impact	546	213
Changes from acquired balances	-989	-819
	<b>-443</b>	<b>-606</b>

**Changes in other receivables and prepayments**

Changes with cash impact	-366	129
Changes from acquired balances	-3,839	-375
	<b>-4,205</b>	<b>-246</b>

**Changes in trade payables**

Changes with cash impact	-1,755	1,465
Changes from acquired balances	162	851
	<b>-1,593</b>	<b>2,316</b>

**Changes in other debt and deferred income**

Changes with cash impact	1,466	-216
Changes in accrued interest	-21	141
Changes in value of hedging instrument	-5	-31
Changes from acquired balances	153	602
	<b>1,593</b>	<b>496</b>

**19 INVESTMENTS IN SOLAR PARKS**

	2018	2017
Solar Parks	65,423	58,187
Other assets	8,767	1,191
Acquired liabilities	-46,452	-35,305
<b>Investments in solar parks</b>	<b>27,738</b>	<b>24,073</b>
Acquired cash	3,960	5,234
<b>TOTAL PAYMENT SOLAR PARKS</b>	<b>31,698</b>	<b>29,307</b>

**20 CHANGES IN LIABILITIES ARISING FROM FINANCING ACTIVITIES**

	Beginning of year	Proceeds from borrowings	Repayments	Non-cash changes including liabilities from acquired assets	Year-end
<b>Non-current liabilities</b>					
Mortgage loans	29,728	5,199	-3,484	45,516	76,959
Financial leases	40,929	0	-3,566	0	37,363
Other credit institutions operational	3,528	3,193	-311	0	6,410
Other credit institutions financing	783	6,287	-5,045	0	2,025
Loan costs	-562	-212	0	-2,414	-3,188
<b>Current liabilities</b>					
Mortgage loans	4,161	301	25	2,730	7,217
Financial leases	3,777	0	-283	0	3,494
Other credit institutions	309	28	34	0	371
Shareholder loans	9,525	23,863	-4,283	-27,749	1,356
<b>CASH FLOW FROM FINANCIAL ITEMS 31 DECEMBER 2018</b>	<b>92,178</b>	<b>38,659</b>	<b>-16,913</b>	<b>18,083</b>	<b>132,007</b>
<b>Non-current liabilities</b>					
Mortgage loans	23,243	0	-1,003	7,488	29,728
Financial leases	21,479	0	-1,256	20,706	40,929
Other credit institutions operational	1,824	1,916	-212	0	3,528
Other credit institutions financing	0	3,919	-3,136	0	783
Loan costs	-568	-16	0	22	-562
<b>Current liabilities</b>					
Mortgage loans	1,754	0	-45	2,452	4,161
Financial leases	1,347	0	-16	2,446	3,777
Other credit institutions	208	101	0	0	309
Shareholder loans	1,290	29,002	-1,774	-18,993	9,525
<b>CASH FLOW FROM FINANCIAL ITEMS 31 DECEMBER 2017</b>	<b>50,577</b>	<b>34,922</b>	<b>-7,442</b>	<b>14,121</b>	<b>92,178</b>

Non-cash changes include exchange differences, changes from acquired solar parks and conversion of debt.

**21 FINANCIAL RISK MANAGEMENT****FINANCIAL RISK FACTORS**

The Group's activities expose it to a variety of financial risks: market risk eg political, currency and interest risk plus credit risk and liquidity risk.

The Financial risks of the Group are managed centrally. The overall risk management guidelines The Financial policy and The Investment policy, have been approved by the board of directors. Nordic Solar Management A/S manages contracts

and risk exposures in accordance with the guidelines and policies and reports to the board of directors on a regular basis.

**MARKET RISK****Price risk**

The Group's exposure to price risk arises from the development in the electricity prices for the part of the revenue, which is market based. The major share of revenue however originates from government subsidies and the low but potential risk of retroactive changes to the

subsidy system due to political changes is the main potential factor which could influence the future earnings.

**Sensitivity analysis**

The table below summarises the impact of increases/decreases of market based energy prices. The analysis is based on the assumption that the electricity prices had increased by 25% decreased by 25% with all other variables held constant.

	Impact on pre tax profit	Impact on other components of equity
Change in market based electricity prices by 25%	+/- 531	0

All other variables are held constant.

**FOREIGN EXCHANGE RISK**

As a consequence of the Group's structure, most net sales, expenditure and loan repayments in foreign currency are set off against each other, so the Group is not exposed to major exchange-rate risks. Consequently, the group treasury's risk management policy is to not to hedge foreign exchange

rate risks. Each investment will however be evaluated individually. The foreign exchange risk is related to EUR/GBP and EUR/PLN.

The exchange rate is a financial risk in Nordic Solar Energy's portfolio after the investment in England in 2015 and in Poland in 2018. The currency risk in both countries are

reduced by the loans corresponding to approx. 60% of the investment being taken in GBP and PLN. The company has a currency risks on the dividends in GBP and PLN, which will be realised over the next 15-24 years. The return is therefore affected by fluctuations in the GBP and PLN exchange rates.

	Impact on post tax profit	Impact on other components of equity
10% change in exchange rates EUR/GBP	+/- 5	-/+ 21
10% change in exchange rates EUR/PLN	+/- 21	+/- 94

All other variables are held constant.

**INTEREST RATE RISK**

The Group's interest rate risk arises from long-term borrowings related to the acquisitions of Solar Parks. Borrowings issued at variable rates expose the Group to cash flow interest rate risk and fair value interest rate risk. General Group policy is however to hedge variable interest rates using interest rate swap's

**CREDIT RISKS**

Credit risk is managed on Group basis, except for credit risk relating to accounts receivable balances. The local entities have very low risk on accounts receivable since the majority of revenue are generated from government subsidies.

Credit risk arises from cash and cash equivalents and deposits with banks and financial institutions, as well as credit exposures to customers, including outstanding receivables. Cash is split between the operational units banks placed in

the local countries so the full cash balance risk has a natural diversification.

The maximum exposure corresponds to the carrying amount of receivables and cash.

**LIQUIDITY RISK**

Cash flow forecasting is performed on group level by management. Management monitors rolling forecasts of the group's liquidity requirements to ensure it has sufficient cash to meet operational needs while maintaining sufficient headroom on its undrawn committed borrowing facilities at all times so the group does not breach borrowing limits or covenants (where applicable) or any of its borrowing facilities. Such forecasting takes into consideration the group's debt financing plans and covenant compliance.

The group has undrawn borrowing facilities of TEUR 660 that may be

available for future operating activities and to settle capital commitments and it has TEUR 700 reserved for buying own shares to secure the shares liquidity.

**Restricted cash**

The cash and cash equivalents disclosed above and in the statement of cash flows include TEUR 6,235 which are placed in restricted reserve accounts.

The table below analyses the Group's non-derivative and derivative financial liabilities into relevant maturity groupings based on the remaining period at the balance sheet date to the contractual maturity date. The amounts disclosed in the table are the contractual undiscounted cash flows.

For floating rate borrowings, the rate at the balance sheet date has been applied.

2018

	Less than 1 year	1-5 years	Above 5 years	Total
<b>Non-derivatives</b>				
Mortgage loans	10,016	35,784	59,378	105,178
Financial leases	5,243	23,916	20,666	49,824
Other credit institutions	658	3,158	7,337	11,153
Trade payables	1,212	0	0	1,212
Shareholder loans	1,410	0	0	1,410
Other payables	3,401	0	0	3,401
<b>31 DECEMBER 2018</b>	<b>21,940</b>	<b>62,858</b>	<b>87,381</b>	<b>172,178</b>

2017

	Less than 1 year	1-5 years	Above 5 years	Total
<b>Non-derivatives</b>				
Mortgage loans	7,431	22,377	30,772	60,580
Financial leases	5,694	23,431	26,465	55,590
Other credit institutions	494	1,257	4,375	6,126
Trade payables	2,837	0	0	2,837
Shareholder loans	9,906	0	0	9,925
Other payables	2,079	0	0	2,079
<b>31 DECEMBER 2017</b>	<b>28,441</b>	<b>47,065</b>	<b>61,612</b>	<b>137,118</b>

2018

	Less than 1 year	1-5 years	Above 5 years	Total
<b>Derivatives financial instruments</b>				
Interest rate swaps	-298	-1,205	-2,112	-3,615
<b>31 DECEMBER 2018</b>	<b>-298</b>	<b>-1,205</b>	<b>-2,112</b>	<b>-3,615</b>

2017

	Less than 1 year	1-5 years	Above 5 years	Total
<b>Derivatives financial instruments</b>				
Interest rate swaps	-219	-895	-1,443	-2,557
<b>31 DECEMBER 2017</b>	<b>-219</b>	<b>-895</b>	<b>-1,443</b>	<b>-2,557</b>

**22 RELATED PARTIES**

The Group has no controlling parties.  
"Key management remuneration" is disclosed in note 4

**Transactions with related parties:**

	2018	2017
<b>Transactions with members of the board directors</b>		
Interests costs	22	18
Debt	268	593
<b>Transactions with Nordic Solar Management A/S:</b>		
Other external costs	625	347
Capitalised costs	1.284	942
Equity - capital increase costs	289	210
	<b>2,198</b>	<b>1,499</b>

Nordic Solar Energy has entered into a corporate management agreement with Nordic Solar Management A/S for the day to day management and operation of the Company. As part of the management agreement, Nordic Solar Management A/S provides a managing director to the Company. The managing director does not receive salary by the Group.

The company has established a warrants program for the management and the management company. Each warrant entitles the recipient to subscribe for one share in the company at a nominal value of DKK 25.

Allocated warrants can be exercised in the period up to and including 8 December 2019. Warrants not exercised at 8 December 2019 will automatically lapse without compensation.

The subscription price for shares subscribed under warrants granted is the weighted average subscription price per share during the period from the company's formation on 8 December 2010 and until a warrant is exercised, less accumulated paid distributions of any kind (including capital reductions and resale of issued shares to company) since its inception. However, the subscription price must be a minimum of DKK 25 per share.

The program contains good leaver and bad leaver terms, where in the event of termination of employment, the employee is either entitled to earned warrants or loses the right to earned warrants.

**Specification of outstanding warrants**

	Average exercise price EUR	Number
Outstanding af 1. January 2017	12,28	157.268
Granted during the year		138.217
<b>Outstanding af 31. December 2017</b>	<b>12,71</b>	<b>295.485</b>
Granted during the year		199.619
<b>Outstanding af 31. December 2018</b>	<b>13,05</b>	<b>495.104</b>

The average exercise price of warrants outstanding at the balance sheet date is EUR 13.05 (2017: EUR 12.28) per share at the date of exercise

	Fair value EUR	Anumber of warrants
<b>Fair value of warrants at the grant date</b>		
30 November 2017	13,93	33.862
28 December 2017	13,96	104.355
9 February 2018	14,03	19.287
22 March 2018	14,12	3.922
27 June 2018	13,93	70.000
19 December 2018	14,07	106.411

In 2018, costs relating to the warrant programme have been recognised at TEUR 220 (2017: TEUR 276)

	2018	2017
<b>Transactions with associates</b>		
Interest income	34	38
Receivables	1.068	1.255

**23 EVENTS AFTER THE BALANCE SHEET DATE**

No events have occurred after the balance sheet date of importance to the Annual Report.

**24 FIRST TIME ADOPTION OF IFRS**

The Group has adopted IFRS for its consolidated financial accounts with effect from 1 January 2017. The comparative figures for 2017 have been restated.

	ÅRL	Remeasurement	IFRS
<b>Group reconciliation of equity as at 1 January 2017 (date of transition to IFRS)</b>			
Equity 31 December 2016	17,648	0	17,648
<b>EQUITY AT 1 JANUARY 2017</b>	<b>17,648</b>	<b>0</b>	<b>17,648</b>

**Group reconciliation of equity 31 December 2017**

<b>Equity at 1 January 2017</b>	17,648	0	17,648
Profit for the period	-249	-292	-541
Exchange differences regarding subsidiaries in another currency	-96	0	-96
Fair value adjustment of hedging instrument	627	0	627
Tax on comprehensive income	-324	0	-324
<b>Total comprehensive income for the period</b>	<b>-42</b>	<b>-292</b>	<b>-334</b>

**Transactions with owners in their capacity as owners**

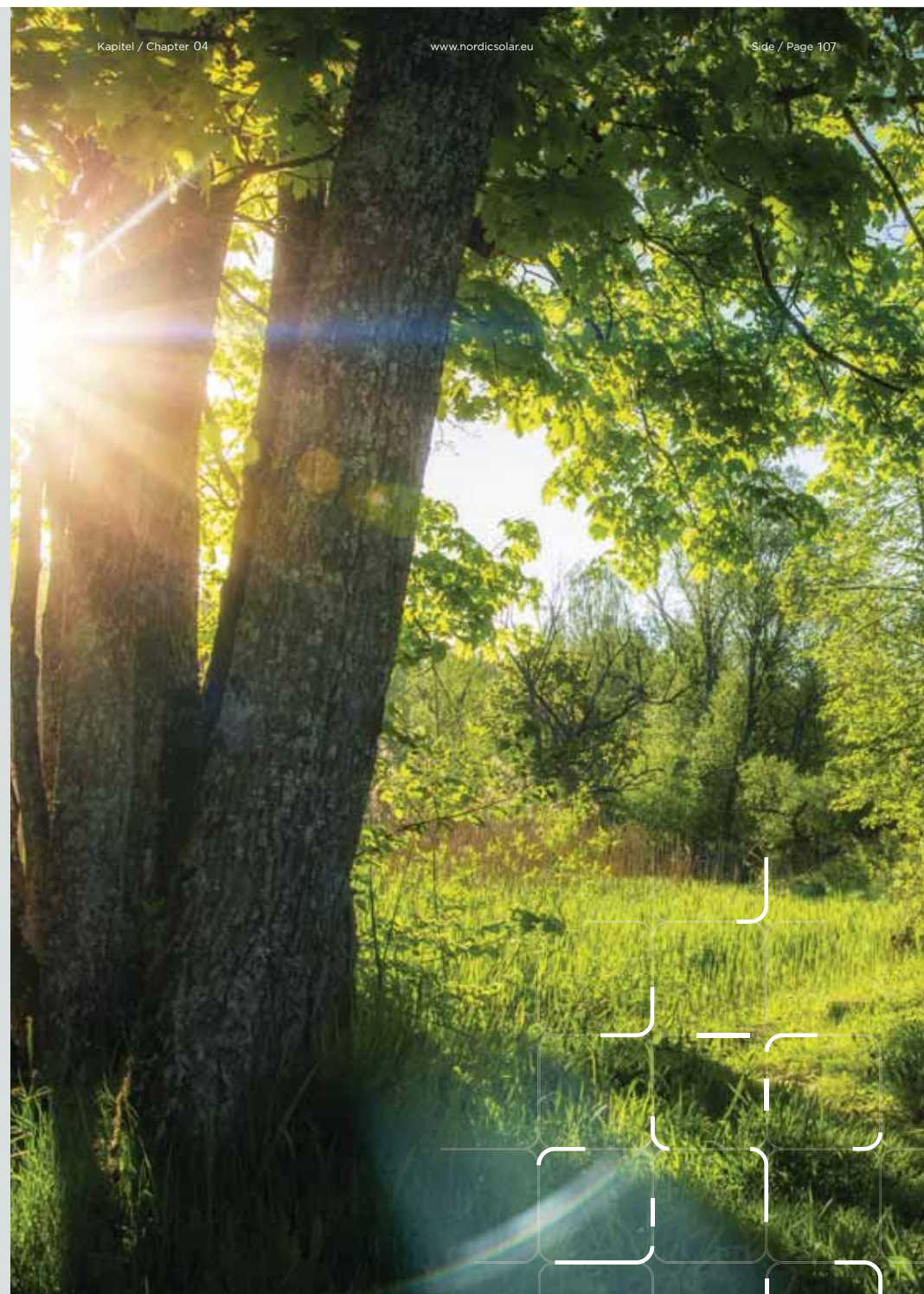
Capital increases	19,286	0	19,286
Cost on capital increases	-293	0	-293
Adjustment of share based remuneration	0	276	276
Dividend paid	-1,029	0	-1,029
<b>EQUITY 31 DECEMBER 2017</b>	<b>35,570</b>	<b>-16</b>	<b>35,554</b>

**Group reconciliation of total comprehensive income for the year ended 31 December 2017**

Profit for the period	-249	-292	-541
-----------------------	------	------	------

**Other comprehensive income**

Exchange differences on translation of subsidiaries (net)	-96	0	-96
Value adjustment of hedging instruments	627	0	627
Tax on comprehensive income	-324	0	-324
<b>TOTAL COMPREHENSIVE INCOME FOR THE PERIOD</b>	<b>-42</b>	<b>-292</b>	<b>-334</b>



# Moderselskabsregnskab

## RESULTATOPGØRELSE 1. JANUAR – 31. DECEMBER 2018

Alle beløb er i TEUR

Note henvisning markeret med firkant x

Se noter fra side 111

	2018	2017
Andre driftsindtægter	517	265
Andre eksterne omkostninger	-947	-863
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-430</b>	<b>-598</b>
Personaleomkostninger <sup>2</sup>	-179	-186
<b>Resultat før af- og nedskrivninger (EBITDA)</b>	<b>-609</b>	<b>-784</b>
Indtægter/tab fra kapitalandele i tilknyttede virksomheder <sup>3</sup>	1.185	-586
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder <sup>4</sup>	149	134
Finansielle indtægter <sup>5</sup>	1.421	1.107
Finansielle omkostninger <sup>6</sup>	-556	-332
<b>Resultat før skat</b>	<b>1.590</b>	<b>-461</b>
Skat af årets resultat	-83	-68
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	<b>1.507</b>	<b>-529</b>
<b>FORSLAG TIL RESULTATDISPONERING</b>		
Foreslået udbytte	2.611	950
Overført overskud	-1.104	-1.479
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	<b>1.507</b>	<b>-529</b>

## BALANCE PR. 31. DECEMBER 2018

	2018	2017
<b>AKTIVER</b>		
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder <sup>7</sup>	35.205	24.956
Kapitalandele i associerede virksomheder <sup>8</sup>	1.532	1.383
Tilgodehavender i tilknyttede virksomheder <sup>9</sup>	41.874	22.205
Tilgodehavender i associerede virksomheder <sup>9</sup>	1.068	1.255
Andre værdipapirer og kapitalandele <sup>9</sup>	29	30
<b>Finansielle anlægsaktiver</b>	<b>79.707</b>	<b>49.829</b>
<b>Anlægsaktiver</b>	<b>79.707</b>	<b>49.829</b>
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	1.524	2.148
Periodeafgrænsningsposter	172	132
<b>Tilgodehavender</b>	<b>1.696</b>	<b>2.280</b>
<b>Likvide beholdninger</b>	<b>897</b>	<b>2.159</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>	<b>2.593</b>	<b>4.439</b>
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>82.300</b>	<b>54.268</b>
<b>PASSIVER</b>		
Selskabskapital	16.614	9.915
Overført resultat	45.042	24.778
Foreslået udbytte for regnskabsåret	2.611	950
<b>Egenkapital</b> <sup>10</sup>	<b>64.267</b>	<b>35.643</b>
Gæld til kreditinstitutter	0	1.614
Andre kreditinstitutter	8.387	1.897
Hensatte forpligtelser	5.848	3.639
<b>Langfristede gældsforpligtelser</b>	<b>14.235</b>	<b>7.150</b>
Gæld til kreditinstitutter	0	208
Andre kreditinstitutter	371	101
Leverandører af varer og tjenesteydelser	115	1.245
Gæld til selskabsdeltagere og ledelse	1.356	9.525
Selskabsskat	72	55
Anden gæld	1.884	341
<b>Kortfristede gældsforpligtelser</b>	<b>3.798</b>	<b>11.475</b>
<b>Gældsforpligtelser</b>	<b>18.033</b>	<b>18.625</b>
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>82.300</b>	<b>54.268</b>

## EGENKAPITALOPGØRELSE

	Selskabs- kapital	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
<b>Egenkapital 1. januar</b>	9.915	24.778	950	35.643
Kapitalforhøjelser inklusiv omkostninger	6.699	21.050	0	27.749
Betalt udbytte	0	0	-950	-950
Modtaget udbytte af egne aktier	0	12	0	12
Køb af egne kapitalandele <sup>11</sup>	0	-646	0	-646
Salg af egne kapitalandele <sup>11</sup>	0	638	0	638
Regulering af aktiebaserede vederlæggelse	0	220	0	220
Egenkapitalposter i tilknyttede virksomheder	0	94	0	94
Årets resultat	0	-1.104	2.611	1.507
<b>EGENKAPITAL 31. DECEMBER</b>	<b>16.614</b>	<b>45.042</b>	<b>2.611</b>	<b>64.267</b>

## Noter til moderselskabsregnskab

<sup>1</sup> Regnskabsprincipper	112
<sup>2</sup> Personaleomkostninger	112
<sup>3</sup> Indtægter/tab fra kapitalandele i tilknyttede virksomheder	113
<sup>4</sup> Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder	113
<sup>5</sup> Finansielle indtægter	113
<sup>6</sup> Finansielle omkostninger	114
<sup>7</sup> Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	114
<sup>8</sup> Kapitalandele i associerede virksomheder	116
<sup>9</sup> Finansielle anlægsaktiver	116
<sup>10</sup> Selskabskapital	117
<sup>11</sup> Eventualforpligtelser	117
<sup>12</sup> Egne aktier	117



**1 REGNSKABSPRINCIPPER**

Årsregnskabet for moderselskabet er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven (regnskabsklasse B med tilvalg af enkelte bestemmelser af klasse C).

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år med undtagelse af, at der i 2018 er indarbejdet omkostninger vedrørende Nordic Solar Energys warrant program.

Årsrapporten for 2018 er aflagt i TEUR, med mindre andet er angivet.

Den anvendte regnskabspraksis for moderselskabet er konsistent med den beskrevne regnskabspraksis for koncernregnskabet med følgende undtagelser:

**Omregning af fremmed valuta**

Ved omregning af fremmed valuta indregner valutakursreguleringer af tilgodehavender hos dattervirksomheder under egenkapitalen, når mellemværenderne anses for at være

en del af den samlede nettoinvestering i udenlandske virksomheder. Valutakursreguleringer på lån indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster.

**Kapitalandele**

Vi måler vores kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder til indre værdi. Hvis der er indikation på, at et selskabs værdi er lavere end den fremtidige indtjening i selskabet, foretages en nedskrivningstest af selskabet, som beskrevet i koncernregnskabet. Hvis den regnskabsmæssige værdi overstiger den fremtidige indtjening i selskabet (genindvindingsværdien), nedskrives til denne lavere værdi.

**Tilgodehavender**

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris.

**Ændringer i anvendt regnskabspraksis**

Selskabet har i 2018 ændret moderselskabets regnskabspraksis, således

at årets værdtilvækst på selskabets warrant program er udgiftsført i resultatet. Balanceeffekten heraf er ført i egenkapitalen. Denne ændring har i 2018 påvirket årets resultat med øgede udgifter af TEUR 220. Der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.

**2 PERSONALEOMKOSTNINGER**

	2018	2017
Bestyrelshonorar	69	48
Aktiebaserede ordninger	110	138
	<b>179</b>	<b>186</b>
Gennemsnitlige antal ansatte (udgøres af selskabets direktion)	1	1

**3 INDTÆGTER/TAB FRA KAPITALANDELE I TILKNYTTETE VIRKSOMHEDER**

	2018	2017
Andel af overskud i tilknyttede virksomheder	2.801	343
Andel af underskud i tilknyttede virksomheder	-613	-890
Afskrivning af forskelsværdier	-1.003	-39
	<b>1.185</b>	<b>-586</b>

**4 INDTÆGTER FRA KAPITALANDELE I ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER**

	2018	2017
Andel af overskud i associerede virksomheder	147	132
Afskrivning af forskelsværdier	2	2
	<b>149</b>	<b>134</b>

**5 FINANSIELLE INDTÆGTER**

	2018	2017
Renteindtægter fra tilknyttede virksomheder	1.386	1.061
Renteindtægter fra associerede virksomheder	34	37
Andre finansielle indtægter	1	9
	<b>1.421</b>	<b>1.107</b>

**6 FINANSIELLE OMKOSTNINGER**

	2018	2017
Renteudgifter	455	301
Valutakurstab	47	12
Andre finansielle udgifter	54	19
	<b>556</b>	<b>332</b>

**7 KAPITALANDELE I TILKNYTTED E VIRKSOMHEDER**

	2018	2017
Kostpris 1. januar	25.242	4.666
Tilgang i årets løb	9.813	20.576
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>35.055</b>	<b>25.242</b>
Værdireguleringer 1. januar	-3.199	-2.780
Valutakursregulering	-40	-99
Årets resultat	2.188	-547
Udbytte til moderselskabet	-1.321	-38
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	134	304
Afskrivning på forskelsværdier	-1.003	-39
<b>Værdireguleringer 31. december</b>	<b>-3.241</b>	<b>-3.199</b>
Kapitalandele med negativ værdi nedskrevet over tilgodehavender	3.391	2.913
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER</b>	<b>35.205</b>	<b>24.956</b>

**Kapitalandele i tilknyttede virksomheder specificerer sig således:**

	Hjemsted	Stemme og ejerandel
<b>Direkte ejede datterselskaber</b>		
Solarpark Zerre V BV & Co. KG	Wiesbaden, Germany	100%
NSE Italy s.r.l.	Florence, Italy	100%
NSE Flandern ApS	Gentofte, Denmark	100%
NSE France SAS	Paris, France	100%
JupiterManeuver - SGPS, S.A.	Lisbon, Portugal	100%
Orka Holding BVBA	Londerzeel, Belgium	100%
Chatteris Investment sp. z o.o.	Warsaw, Poland	100%
Groupement Solaire Cestas 6 SAS	Paris, France	80%
Sella BG s.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Polish Solar North Sp. z o.o.	Gdansk, Poland	100%
<b>Indirekte ejede datterselskaber</b>		
NSE Pellegrino s.r.l.	Florence, Italy	100%
SEnS Solar BV	Amsterdam, Netherlands	100%
SEnS Solar Belgie BVBA	Gent, Belgium	100%
SEnS Solar Belgie II BVBA	Gent, Belgium	100%
Folly Farm Solar Park Limited	London, England	75%
Parc Solaire De Montmayon SAS	Paris, France	100%
NSE Chignolo Po s.r.l.	Florence, Italy	100%
LRCC - LA RAD CAMPO CHARRO - Energias Renováveis, S.A.	Lisbon, Portugal	100%
Orka NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Boom NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Brussel NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Blauve Toren NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Eindhout NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Harelbeke NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Kontich NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Lummen NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Puurs NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Zellik NV	Londerzeel, Belgium	100%
Centrale Solaire Constantin 18 SAS	Paris, France	80%
Centrale Solaire Constantin 19 SAS	Paris, France	80%
Ikarus PV 1 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 2 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 4 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 6 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 7 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Sunfield 04 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Sunfield 09 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Sunfield 13 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
PV Polska III Sp. Z o.o.	Gdansk, Poland	100%

**8 KAPITALANDELE I ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER**

	2018	2017
Kostpris 1. januar	756	756
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>756</b>	<b>756</b>
Værdireguleringer 1. januar	627	494
Årets resultat	147	132
Afskrivning på forskelsværdier	2	1
<b>Værdireguleringer 31. december</b>	<b>776</b>	<b>627</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER</b>	<b>1.532</b>	<b>1.383</b>

Kapitalandele i associerede virksomheder specificerer sig således:

	Hjemsted	Stemme og ejerandel
ESF Spanien 0424 GmbH	Breklum, Germany	49%

**9 FINANSIELLE ANLÆGSAKTIVER**

	Tilgodehavender i tilknyttede virksomheder	Tilgodehavender i associerede virksomheder	Andre værdipapirer og kapitalandele
Kostpris 1. januar	25.119	1.255	27
Tilgang/afgang i årets løb	20.146	-187	0
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>45.265</b>	<b>1.068</b>	<b>27</b>
Værdireguleringer 1. januar	-2.914	0	3
Årets værdireguleringer	-477	0	-1
<b>Værdireguleringer 31. december</b>	<b>-3.391</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER</b>	<b>41.874</b>	<b>1.068</b>	<b>29</b>

**10 SELSKABSKAPITAL**

	2018	2017
<b>Ændringer i selskabskapital</b>		
Selskabskapital 1. januar	9.915	5.277
Tilgang i året	6.699	4.638
<b>SELSKABSKAPITAL 31. DECEMBER</b>	<b>16.614</b>	<b>9.915</b>
Omkostninger vedrørende kapitalforhøjelser udgør	228	293

Selskabskapitalen består af 4.951.042 aktier a DKK 25, heraf 700.000 aktier, der for regnskabsåret 2018 alene berettiger til udbytte, såfremt dette overstiger DKK 2,75 (EUR 0,37) pr. aktie og da alene for det overskydende beløb, og 1.064.107 aktier, der for regnskabsåret 2018 alene berettiger til udbytte, såfremt dette overstiger DKK 5,5 (EUR 0,74) pr. aktie og da alene for det overskydende beløb. Derudover er ingen aktier tillagt særlige rettigheder.

**11 EVENTUALFORPLIGTELSE**

Modervirksomheden indgår i sambeskatning med de danske tilknyttede virksomheder. Selskaberne hæfter ubegrænset og solidarisk for danske selskabsskatter, samt kildeskatter på udbytte, renter og royalties inden for sambeskatningskredsen.

Den samlede indregnede danske selskabsskat i koncernen udgør EUR 0. Eventuelle senere korrektioner til selskabsskatter og kildeskatter kan medføre at selskabshæftelse udgør et for de danske selskaber større beløb.

Moderselskabet har et ikke aktiveret udskudt skatteaktiv på TEUR 129, der ikke er indregnet i balancen, som følge af usikkerhed om den kortsigtede fremtidige anvendelse.

Moderselskabet har udstedt støtteerklæringer til NSE Flandern ApS og

Folly Farm Solar Park Limited gældende frem til 31. maj 2020.

Selskabet har ydet et lån til det associerede selskab ESF Spanien 0424 GmbH på TEUR 1.068 inkl. akkumulerede renter. Lånet er ydet i tilknytning til selskabets køb af kapitalandele i det associerede selskab. Lånets hovedstol fratrukket afdrag træder tilbage for det associerede selskabs gæld til pengeinstituttet HSH Nordbank AG.

Lån fra datterselskabet NSE Flandern ApS til Folly Farm Solar Park Limited på TEUR 3.074 inkl. akkumulerede renter er efterstillet Folly Farm Solar Park Limited's lån i Triodos bank på TEUR 8.873.

Selskabets lån til datterselskabet NSE France SAS på TEUR 500 inkl.

akkumulerede renter er efterstillet NSE France SAS's lån hos Natixis på TEUR 10.626

Selskabets lån til datterselskabet Chatteris Investments SP. Z.O O.s på TEUR 1.050 inkl. akkumulerede renter er efterstillet Chatteris lån hos M-bank på TEUR 5.090.

Selskabets lån til datterselskabet Jupiter Maneuver SPGS, S.As på TEUR 1.961 inkl. akkumulerede renter er efterstillet LRCC, S.As og Jupiter Maneuver SPGS, S.As lån hos Banco BPI på TEUR 7.656.

Selskabets lån til datterselskabet Orka på TEUR 3.781 inkl. akkumulerede renter er efterstillet Orkas lån hos KBC bank, Triodos, BNP Paribas, Belfius og ING bank på TEUR 29.747.

**12 EGNE AKTIER**

Nordic Solar Energy har i 2018 ejet egne aktier i en kortere periode.

Det er Nordic Solar Energys hensigt at sikre likviditet i aktien og Nordic Solar Energy har derfor i 2018 erhvervet egne aktier for TEUR 646 svarende til 44.124 stk. eller mindre end 1% af de samlede aktier, der efterfølgende er blevet videresolgt for TEUR 638.

## Parent company financial statements

### INCOME STATEMENT 1 JANUARY - 31 DECEMBER 2018

All figures are in TEUR  
 Note reference in square **x**  
 See notes from page 121

	2018	2017
Other operating income	517	265
Other external expenses	-947	-863
<b>Gross profit/loss</b>	<b>-430</b>	<b>-598</b>
Staff costs <b>2</b>	-179	-186
<b>Profit/loss before financial income and expenses</b>	<b>-609</b>	<b>-784</b>
Income/loss from investments in subsidiaries <b>3</b>	1,185	-586
Income from investments in associates <b>4</b>	149	134
Financial income <b>5</b>	1,421	1,107
Financial costs <b>6</b>	-556	-332
<b>Profit/loss before tax</b>	<b>1,590</b>	<b>-461</b>
Tax on profit/loss for the year	-83	-68
<b>NET PROFIT/LOSS FOR THE YEAR</b>	<b>1,507</b>	<b>-529</b>
<b>PROPOSED PROFIT DISTRIBUTION</b>		
Proposed dividend for the year	2,611	950
Retained earnings	-1,104	-1,479
<b>NET PROFIT/LOSS FOR THE YEAR</b>	<b>1,507</b>	<b>-529</b>

### BALANCE SHEET 31 DECEMBER 2018

	2018	2017
<b>ASSETS</b>		
Investments in subsidiaries <b>7</b>	35,205	24,956
Investments in associates <b>8</b>	1,532	1,383
Receivables from subsidiaries <b>9</b>	41,874	22,205
Receivables from associates <b>9</b>	1,068	1,255
Other fixed asset investments <b>9</b>	29	30
<b>Financial asset investments</b>	<b>79,707</b>	<b>49,829</b>
<b>Fixed asset investments</b>	<b>79,707</b>	<b>49,829</b>
Receivables from subsidiaries	1,524	2,148
Prepayments	172	132
<b>Receivables</b>	<b>1,696</b>	<b>2,280</b>
<b>Cash</b>	<b>897</b>	<b>2,159</b>
<b>Current assets</b>	<b>2,593</b>	<b>4,439</b>
<b>ASSETS TOTAL</b>	<b>82,300</b>	<b>54,268</b>
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>		
Share capital	16,614	9,915
Retained earnings	45,042	24,778
Proposed dividend for the year	2,611	950
<b>Equity</b> <b>10</b>	<b>64,267</b>	<b>35,643</b>
Mortgage loans	0	1,614
Other credit institutions	8,387	1,897
Provisions	5,848	3,639
<b>Long-term debt</b>	<b>14,235</b>	<b>7,150</b>
Mortgage loans	0	208
Other credit institutions	371	101
Trade payables	115	1,245
Payables to shareholders	1,356	9,525
Corporation tax	72	55
Other payables	1,884	341
<b>Short-term debt</b>	<b>3,798</b>	<b>11,475</b>
<b>Debt</b>	<b>18,033</b>	<b>18,625</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>82,300</b>	<b>54,268</b>

## EQUITY

	Share capital	Retained earnings	Proposed dividend	Total
<b>Equity at 1 January</b>	9,915	24,778	950	35,643
Cash capital increases including related costs	6,699	21,050	0	27,749
Dividend paid	0	0	-950	-950
Dividend received from own shares	0	12	0	12
Acquisition of own shares <sup>11</sup>	0	-646	0	-646
Sale of own shares <sup>11</sup>	0	638	0	638
Adjustment of share-based remuneration	0	220	0	220
Equity transactions in subsidiaries	0	94	0	94
Net profit/loss for the year	0	-1,104	2,611	1,507
<b>EQUITY 31 DECEMBER</b>	<b>16,614</b>	<b>45,042</b>	<b>2,611</b>	<b>64,267</b>

## Notes to the parent company financial statements

<sup>1</sup> Accounting policies	118
<sup>2</sup> Staff costs	118
<sup>3</sup> Income/loss from investments in subsidiaries	119
<sup>4</sup> Income from investments in associates	119
<sup>5</sup> Financial income	119
<sup>6</sup> Financial costs	120
<sup>7</sup> Investments in subsidiaries	120
<sup>8</sup> Investments in associates	122
<sup>9</sup> Fixed asset investments	122
<sup>10</sup> Share capital	123
<sup>11</sup> Contingent liabilities	123
<sup>12</sup> Own shares	123

**1 ACCOUNTING POLICIES**

The parent company's financial statements are presented in accordance with the Danish Financial Statements Act (reporting class B with addition of some provisions from class C).

The accounting policies are consistent with those applied last year, however the cost of Nordic Solar Energys warrant program has been incorporated into the numbers in 2018.

Unless otherwise indicated, the Annual Report for 2018 is presented in EUR thousands.

The accounting policies for the parent company are consistent with the accounting policies described for the consolidated financial statements with the following exceptions:

**Foreign currency translation**

On translation of foreign currencies, exchange rate adjustments of

receivables from subsidiaries are recognised in equity when the balances are considered part of the overall net investment in foreign enterprises. Exchange rate adjustments on loans are recognised in the income statement as financial income or financial expense.

**Investments**

We measure our investments in subsidiaries and associates at net asset value. If there is any indication that a company's value is lower than the future earnings of the company, an impairment test is performed of the company as described in the consolidated financial statements. If the carrying amount exceeds the future earnings in the company (recoverable amount), the investment is written down to this lower value.

Investments in subsidiaries and associates with a negative net asset value

are measured at DKK 0, and the carrying amount of any receivables from these entities is reduced to the extent that they are considered irrecoverable. If the Parent Company has a legal or constructive obligation to cover a deficit that exceeds the receivable, the balance is recognised under provisions.

**Receivables**

Receivables are measured at amortised cost.

**Changes in accounting policies**

The company has in 2018, changed the accounting policies in the parent company, so the value of the year's increased in the company's warrant program is expensed in the profit and loss. The balance sheet impact is posted in equity. This change affected the 2018 profit and loss by an increased cost of TEUR 220. Adaptation figures have been adjusted.

**2 STAFF COSTS**

	2018	2017
Fee to Board of Directors	69	48
Share based remuneration	110	138
	<b>179</b>	<b>186</b>

Average number of employees  
(consists of the company's Executive Management)

	2018	2017
	1	1

**3 INCOME/LOSS FROM INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES**

	2018	2017
Share of profits in subsidiaries	2,801	343
Share of losses in subsidiaries	-613	-890
Depreciation of revaluations	-1,003	-39
	<b>1,185</b>	<b>-586</b>

**4 INCOME FROM INVESTMENTS IN ASSOCIATES**

	2018	2017
Share of profits in associates	147	132
Depreciation of revaluations	2	2
	<b>149</b>	<b>134</b>

**5 FINANCIAL INCOME**

	2018	2017
Interest received from subsidiaries	1,386	1,061
Interest received from associates	34	37
Other financial income	1	9
	<b>1,421</b>	<b>1,107</b>

**6 FINANCIAL COSTS**

	2018	2017
Interest costs	455	301
Exchange rate adjustments	47	12
Other financial costs	54	19
	<b>556</b>	<b>332</b>

**7 INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES**

	2018	2017
Cost at 1 January	25,242	4,666
Additions for the year	9,813	20,576
<b>Cost 31 December</b>	<b>35,055</b>	<b>25,242</b>
Revaluations at 1 January	-3,199	-2,780
Exchange adjustment	-40	-99
Net profit/loss for the year	2,188	-547
Dividend to the Parent Company	-1,321	-38
Fair value adjustment of hedging instruments	134	304
Depreciation of revaluations	-1,003	-39
<b>Revaluations 31 December</b>	<b>-3,241</b>	<b>-3,199</b>
Equity investments with negative net asset value amortised over receivables	3,391	2,913
<b>CARRYING AMOUNT 31 DECEMBER</b>	<b>35,205</b>	<b>24,956</b>

**Investments in subsidiaries are specified as follows:**

	Place of registered office	Votes and ownership
<b>Directly owned subsidiaries</b>		
Solarpark Zerre V BV & Co. KG	Wiesbaden, Germany	100%
NSE Italy s.r.l.	Florence, Italy	100%
NSE Flandern ApS	Gentofte, Denmark	100%
NSE France SAS	Paris, France	100%
JupiterManeuver - SGPS, S.A.	Lisbon, Portugal	100%
Orka Holding BVBA	Londerzeel, Belgium	100%
Chatteris Investment sp. z o.o.	Warsaw, Poland	100%
Groupement Solaire Cestas 6 SAS	Paris, France	80%
Sella BG s.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Polish Solar North Sp. z o.o.	Gdansk, Poland	100%
<b>Indirekte ejede datterselskaber</b>		
NSE Pellegrino s.r.l.	Florence, Italy	100%
SEnS Solar BV	Amsterdam, Netherlands	100%
SEnS Solar Belgie BVBA	Gent, Belgium	100%
SEnS Solar Belgie II BVBA	Gent, Belgium	100%
Folly Farm Solar Park Limited	London, England	75%
Parc Solaire De Montmayon SAS	Paris, France	100%
NSE Chignolo Po s.r.l.	Florence, Italy	100%
LRCC - LA RAD CAMPO CHARRO - Energias Renováveis, S.A.	Lisbon, Portugal	100%
Orka NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Boom NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Brussel NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Blauve Toreen NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Eindhout NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Harelbeke NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Kontich NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Lummen NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Puurs NV	Londerzeel, Belgium	100%
Orka Zellik NV	Londerzeel, Belgium	100%
Centrale Solaire Constantin 18 SAS	Paris, France	80%
Centrale Solaire Constantin 19 SAS	Paris, France	80%
Ikarus PV 1 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 2 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 4 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 6 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Ikarus PV 7 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Sunfield 04 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Sunfield 09 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
Sunfield 13 S.r.l.	Bolzano, Italy	100%
PV Polska III Sp. Z o.o.	Gdansk, Poland	100%

**8 INVESTMENTS IN ASSOCIATES**

	2018	2017
Cost at 1 January	756	756
<b>Cost 31 December</b>	<b>756</b>	<b>756</b>
Revaluations at 1 January	627	494
Net profit/loss for the year	147	132
Depreciation of revaluations	2	1
<b>Revaluations 31 December</b>	<b>776</b>	<b>627</b>
<b>CARRYING AMOUNT 31 DECEMBER</b>	<b>1,532</b>	<b>1,383</b>

Investments in associates are specified as follows:

	Place of registered office	Votes and ownership
ESF Spanien 0424 GmbH	Breklum, Germany	49%

**9 FIXED ASSET INVESTMENTS**

	Receivables from subsidiaries	Receivables from associates	Other fixed asset investments
Cost at 1 January	25,119	1,255	27
Additions/disposals for the year	20,146	-187	0
<b>Cost 31 December</b>	<b>45,265</b>	<b>1,068</b>	<b>27</b>
Revaluations at 1 January	-2,914	0	3
Revaluations for the year	-477	0	-1
<b>Revaluations 31 December</b>	<b>-3,391</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>CARRYING AMOUNT 31 DECEMBER</b>	<b>41,874</b>	<b>1,068</b>	<b>29</b>

**10 SHARE CAPITAL**

	2018	2017
<b>Changes in share capital:</b>		
Share capital at 1 January	9,915	5,277
Additions for the year	6,699	4,638
<b>SHARE CAPITAL 31 DECEMBER</b>	<b>16,614</b>	<b>9,915</b>
Cost on capital increases	228	293

The share capital consists of 4,951,042 shares of a nominal value of DKK 25 of which 700,000 shares only carries rights to dividend for the financial year 2018 if the dividend exceeds DKK 2.75 (EUR 0.37) per share and then only for the excess amount and 1,064,107 shares only carries rights to dividend for the financial year 2018 if the dividend exceeds DKK 5.5 (EUR 0.74) per share and then only for the excess amount. Apart from this, no shares carry any special rights.

**11 CONTINGENT LIABILITIES**

The parent company is jointly taxed with its Danish group entities. The jointly taxed entities have joint and several unlimited liability for Danish income taxes and withholding taxes on dividends, interest and royalties within the group of jointly taxed entities.

The total Danish corporation tax in the group amounts to EUR 0. Any subsequent corrections to the corporate taxes and withholding taxes can lead to another amount.

The parent company has a non recognised tax asset of TEUR 129 not included in the balance due to uncertainty on the immediate future use.

The parent company has issued a letter of financial support to the subsidiaries NSE Flandern Aps and Folly

Farm Solar Park Limited until May 31, 2020.

The company has provided a loan to the associate ESF Spain 0424 GmbH of TEUR 1,068 incl. accumulated interest. The loan was provided in relation to the company's acquisition of shares in the associate. The loan principal minus repayments respects the associated company's debt to the bank HSH Nordbank AG.

Loans from the subsidiary NSE Flandern ApS to Folly Farm Solar Park Limited amounting to TEUR 3,074 incl. accumulated interest is subordinated Folly Farm Solar Park Limited's loan in Triodos bank of TEUR 8,873.

The company's loan to the subsidiary NSE France SAS of TEUR 500 incl.

accumulated interest is subordinated NSE Frances SAS's loan in Natixis of TEUR 10,626.

The company's loan to the subsidiary Chatteris Investments SP Z. O. O.'s of TEUR 1,050 incl. accumulated interest is subordinated Chatteris's loan in M-bank of TEUR 5,090.

The company's loan to the subsidiary Jupiter Manuver SPGS, S.A.'s of TEUR 1,961 incl. accumulated interest is subordinated LRRC, S.A.'s and Jupiter Manuver SPGS, S.A.'s loan in Banco BPI of TEUR 7,656.

The company's loan to the subsidiary Orka Holding of TEUR 3,781 incl. accumulated interest is subordinated Orka Holding's loan in KBC bank, Triodos, BNP Paribas, Belfius and ING bank of TEUR 29,747.

**12 OWN SHARES**

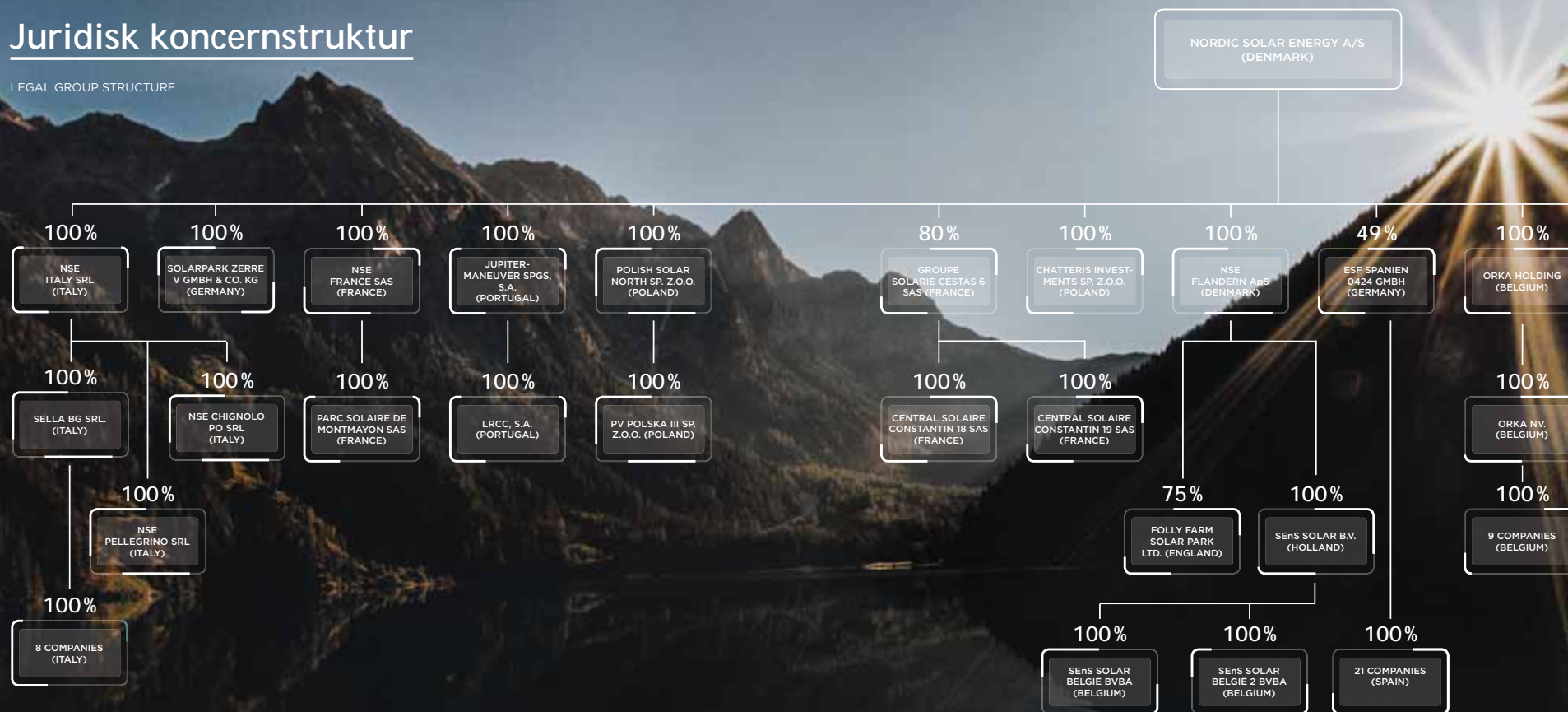
Nordic Solar Energy has during 2018 owned own shares for a short period of time.

It is Nordic Solar Energys intention to secure liquidity in the shares and Nordic Solar Energy has therefore bought own shares in 2018 for TEUR 646 - 44,124 shares, or less than 1% of the total number of shares, and subsequently sold them for TEUR 638.



# Juridisk koncernstruktur

LEGAL GROUP STRUCTURE



## Selskabsoplysninger

### COMPANY DETAILS

#### NORDIC SOLAR ENERGY A/S

Strandvejen 102E 3. sal  
2900 Hellerup  
CVR-nr. / Central Business Registration no. 33 36 70 23

Regnskabsår / Financial year: 1. januar - 31. december  
Stiftet / Incorporated: 8. december 2010  
Hjemsted / Domicile: Gentofte

### BESTYRELSE / BOARD OF DIRECTORS

Christian Sagild, formand / Chairman  
Marinus Boogert, næstformand / Deputy Chairman  
Per Thrane  
Iben Mai Winsløw  
Frank Schyberg

### DIREKTION / EXECUTIVE MANAGEMENT

Nikolaj Holtet Hoff, adm. direktør / Managing Director

### REVISION / AUDITORS

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Strandvejen 44  
2900 Hellerup



#### DIREKTION EXECUTIVE MANAGEMENT

**NIKOLAJ HOLTET HOFF**  
Administrerende direktør  
Managing Director

#### BESTYRELSE BOARD OF DIRECTORS

**CHRISTIAN SAGILD**  
Formand  
Chairman

**MÄRINUS BOOGERT**  
Næstformand  
Deputy Chairman

**PER THRANE**

**IBEN MAI WINSLØW**

**FRANK SCHYBERG**

## Ledespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2018 for Nordic Solar Energy A/S.

Årsrapporten for koncernen aflægges efter IFRS mens årsrapporten for moderselskabet aflægges i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet og årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens og selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018 og resultatet af koncernens og selskabets aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2018. Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en

retvisende redegørelse for de forhold, beretningen omhandler.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Hellerup, den 10. april 2019

## Statement by Management

The Executive Board and Board of Directors have discussed and approved the annual report of Nordic Solar Energy A/S for the financial year 1 January - 31 December 2018

The annual report for the group has been prepared in accordance with IFRS and the annual report for the parent company has been prepared in

accordance with the Danish Financial Statements Act. In our opinion, the consolidated financial statements and parent financial statements give a true and fair view of the Company and the Group financial position at 31 December 2018 and of the results of its operations as well as the consolidated cash flows for the financial year 1 January - 31 December 2018.

In our opinion, Management's Review includes a fair account of the matters dealt with.

The annual report is recommended for adoption.

Hellerup, 10. April 2019

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til kapitaljerne i Nordic Solar Energy A/S

### KONKLUSION

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

Det er endvidere vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december

2018 samt af resultatet af selskabets aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Vi har revideret koncernregnskabet og årsregnskabet for Nordic Solar Energy A/S for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018, der omfatter resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for såvel koncernen som selskabet, samt totalindkomstopgørelse og pengestrømsopgørelse for koncernen ("regnskabet").

### GRUNDLAG FOR KONKLUSION

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale

standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit *Revisors ansvar for revisionen af regnskabet*. Vi er uafhængige af koncernen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

### UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGEN

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for

konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningen.

I tilknytning til vores revision af regnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningen og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningen er væsentligt inkonsistent med regnskabet eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningen indeholder krævede oplysninger i henhold til årsregnskabsloven.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningen er i overensstemmelse med koncernregnskabet og årsregnskabet og er udarbejdet i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningen.

### LEDELSENS ANSVAR FOR REGNSKABET

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et koncernregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven og for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med årsregnskabsloven. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde et regnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere koncernens og selskabets evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde regnskab på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre

ledelsen enten har til hensigt at likvidere koncernen eller selskabet, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

### REVISORS ANSVAR FOR REVISIONEN AF REGNSKABET

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afsløre væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller

## Independent Auditor's Report

To the Shareholders of Nordic Solar Energy A/S

### OPINION

In our opinion, the Consolidated Financial Statements give a true and fair view of the Group's financial position at 31 December 2018 and of the results of the Group's operations and cash flows for the financial year 1 January to 31 December 2018 in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the EU and further requirements in the Danish Financial Statements Act.

Moreover, in our opinion, the Parent Company Financial Statements give a true and fair view of the Parent Company's financial position at

31 December 2018 and of the results of the Parent Company's operations for the financial year 1 January to 31 December 2018 in accordance with the Danish Financial Statements Act.

We have audited the Consolidated Financial Statements and the Parent Company Financial Statements of Nordic Solar Energy A/S for the financial year 1 January - 31 December 2018, which comprise income statement, balance sheet, statement of changes in equity and notes, including a summary of significant accounting policies, for both the Group and the Parent Company, as well as statement of comprehensive income and cash flow statement for the Group ("financial statements").

### BASIS FOR OPINION

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs) and the additional requirements applicable in Denmark. Our responsibilities under

those standards and requirements are further described in the *Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report*. We are independent of the Group in accordance with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and the additional requirements applicable in Denmark, and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

### STATEMENT ON MANAGEMENT'S REVIEW

Management is responsible for Management's Review.

Our opinion on the financial statements does not cover Management's Review, and we do not express any form of assurance conclusion thereon.

In connection with our audit of the financial statements, our responsibility is to read Management's Review and, in doing so, consider whether Management's Review is materially inconsistent with the financial statements or our knowledge obtained during the audit, or otherwise appears to be materially misstated.

Moreover, it is our responsibility to consider whether Management's Review provides the information required under the Danish Financial Statements Act.

Based on the work we have performed, in our view, Management's Review is in accordance with the Consolidated Financial Statements and the Parent Company Financial Statements and has been prepared in accordance with the requirements of the Danish Financial Statement Act. We did not identify any material misstatement in Management's Review.

### MANAGEMENT'S RESPONSIBILITIES FOR THE FINANCIAL STATEMENTS

Management is responsible for the preparation of Consolidated Financial Statements that give a true and fair view in accordance with International Financial Reporting Standards as adopted by the EU and further requirements in the Danish Financial Statements Act and for the preparation of Parent Company Financial Statements that give a true and fair view in accordance with the Danish Financial Statements Act, and for such internal control as Management determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, Management is responsible for assessing the Group's and the Parent Company's ability to continue as a going concern, disclosing, as applicable, matters related to going concern and using the going concern

basis of accounting in preparing the financial statements unless Management either intends to liquidate the Group or the Parent Company or to cease operations, or has no realistic alternative but to do so.

### AUDITOR'S RESPONSIBILITIES FOR THE AUDIT OF THE FINANCIAL STATEMENTS

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs and the additional requirements applicable in Denmark will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected

samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som brugerne træffer på grundlag af regnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for

vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af koncernens og selskabets interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af

ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.

- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om koncernens og selskabets evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i regnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke

er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at koncernen og selskabet ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.
- Opnår vi tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for de finansielle oplysninger for virksomhederne

eller forretningsaktiviteterne i koncernen til brug for at udtrykke en konklusion om koncernregnskabet. Vi er ansvarlige for at lede, føre tilsyn med og udføre koncernrevisionen. Vi er eneansvarlige for vores revisionskonklusion.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Hellerup, den 10. april 2019  
PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret  
Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 77 12 31

*Se underskrifter herunder*

to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit conducted in accordance with ISAs and the additional requirements applicable in Denmark, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in

order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the Group's and the Parent Company's internal control.

- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by Management.
- Conclude on the appropriateness of Management's use of the going concern basis of accounting in preparing the financial statements and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the Group's and the Parent Company's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures

are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report. However, future events or conditions may cause the Group and the Parent Company to cease to continue as a going concern.

- Evaluate the overall presentation, structure and contents of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that gives a true and fair view.
- Obtain sufficient appropriate audit evidence regarding the financial information of the entities or business activities within the Group to express an opinion on the Consolidated Financial Statements. We are responsible for the direction, supervision and performance of the group audit. We remain solely responsible for our audit opinion.

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

Hellerup, 10. April 2019

**PricewaterhouseCoopers**  
Statsautoriseret  
Revisionspartnerselskab  
CVR No 33 77 12 31

  
**HENRIK ØDEGAARD**  
Statsautoriseret revisor  
State Authorised Public Accountant  
mne31489

  
**KRISTIAN PEDERSEN**  
Statsautoriseret revisor  
State Authorised Public Accountant  
mne35412



Nordic Solar  
Energy A/S



Grafisk design Westring kbh