



Nordic Solar  
Energy A/S

# Årsrapport 2016

ANNUAL REPORT 2016



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 general-  
forsamling den 05/05 2017.

Advokat Michael Seiffert, Dirigent

The Annual Report was presented and  
adopted at the Annual General Meeting  
of the Company on 05/05 2017.

Attorney Michael Seiffert, Chairman

# Indhold / Content



<b>01</b>	<b>2016 i overblik</b>	<b>04</b>	<b>Overview of 2016</b>	<b>04</b>
	Til aktionærene	4	To the Shareholders	4
	Hoved- og nøgletal	8	Financial Highlights	9
	Regnskabet	10	Annual Accounts	10
	Miljøet	12	The Environment	12
<b>02</b>	<b>Forretningen</b>	<b>14</b>	<b>The Business</b>	<b>14</b>
	Virksomhedsprofil	14	Company Profile	14
	Historie	16	History	17
	Koncernstruktur	17	Group Structure	17
	Afkast til aktionærene	18	Return to the Shareholders	18
	Solparkerne	20	The Solar Parks	20
	Porteføljeoverblik	22	Portfolio overview	22
	Bestyrelse og direktion	24	The Board of Directors and Management	24
<b>03</b>	<b>Beretning 2016</b>	<b>28</b>	<b>Report 2016</b>	<b>28</b>
	Markedsudviklingen	28	Market Development	28
	Markedsrisiko	30	Market Risk	30
	Finansiell risiko	31	Financial Risk	31
	Nordic Solar Energys udvikling 2016	31	Development of Nordic Solar Energy 2016	31
	FAIF loven	32	AIFM Act	32
	Drift	34	Operations	34
	2016 regnskabet	34	Financial Report 2016	35
	Udviklingen i 2017	35	Development in 2017	35
	Forventninger til det kommende år	35	Expectations for the coming year	35
<b>04</b>	<b>Årsregnskab</b>	<b>36</b>	<b>Financial Statements</b>	<b>49</b>
	Noter til årsregnskabet	43	Notes to the Financial Statements	55
	Selskabsoplysninger	62	Company Details	62
	Juridisk koncernstruktur	62	Legal Group Structure	62
	Regnskabsprincipper	64	Accounting Policies	64
	Ledelsespåtegning	74	Statement by Management	75
	Den uafhængige revisors revisionspåtegning	76	Independent Auditor's Report	76

## 01

## 2016 i overblik

### TIL AKTIONÆRERNE

#### Resumé

Med to nye investeringer fortsatte Nordic Solar Energy væksten i 2016. Selskabet investerede i nye solparker til en samlet værdi af DKK 175 mio. I september blev der investeret i en 2,8 MWp solpark i Frankrig, oprindeligt sat i drift i 2013. I oktober blev der investeret i et tagbaseret 3,3 MW solanlæg i det nordlige Italien, der har været i drift siden 2011. Med selskabets første investering i Frankrig fik Nordic Solar Energy yderligere risikospredning i porteføljen. Disse to investeringer repræsenterer en vækst i selskabets produktionskapacitet

på 25 % og en 35 % forøgelse af de samlede investeringer. Nordic Solar Energy har nu aktiver for en værdi af DKK 579 mio. med en kapacitet på i alt 31,5 MWp.

Aktionærerne fik i 2016 et afkast på 6,1% efter alle omkostninger. Afkastet blev påvirket af en lavere pundkurs efter den engelske EU-afstemning og af faldende energipriser i dele af Europa. I 2017 forventes et afkast i niveauet 7 %.

Driftsmæssigt har selskabet haft et tilfredsstillende år med en produktion på 28.889 MWh, svarende til en

merproduktion på 2 % i forhold til budgettet. Til gengæld har priserne på salg af strøm været lavere end forventet, hvilket sammenlagt har betydet, at omsætningen blev realiseret lidt under det budgetterede.

Nordic Solar Energy har i 2016 produceret CO<sub>2</sub>-neutral strøm svarende til forbruget i ca. 8.250 husstande. En opgørelse over de seneste 7 års produktion i alle solparkerne viser en gennemsnitlig positiv afvigelse på 3 % pr. år sammenlignet med de oprindelige investeringsbudgetter på investeringstidspunktet.



## Overview of 2016

### TO THE SHAREHOLDERS

#### Résumé

With two new investments, Nordic Solar Energy continued to grow in 2016. The company invested in new solar parks for a total value of EUR 23.5 mill. In September, an investment was made in a 2.8 MWp solar park in France, originally put into operation in 2013. In October an investment was made in a roof-based 3.3 MWp solar plant in the north of Italy, which has been in operation since 2011. With the company's first investment in France, Nordic Solar Energy further diversified risk in its portfolio. These two investments represent a growth in the company's production capacity of 25 % and a 35% increase of the total investments. Nordic Solar Energy now owns solar parks with total assets of EUR 78 mill. with a total capacity of 31.5 MWp.

In 2016, the shareholders received a return of 6.1% after all expenses. The return was affected by a lower sterling rate after the British EU vote and decreasing energy prices in parts of Europe. A return of approx. 7 % is expected in 2017.

Operationally, the company has had a satisfactory year, with a production of 28,889 MWh, corresponding to an

excess production of 2 % compared to budget. However, the prices of sale of electricity have been lower than expected, which as a whole has resulted in the realised revenue being a little lower than budgeted.

In 2016, Nordic Solar Energy has produced energy corresponding to the consumption of approx. 8,250 households. A review of the last 7 years of production in all solar parks showed an average positive deviation of 3 % per year, compared with the initial investment budgets at the time of investment. This shows the company's generally conservative budgets.

During the course of 2016 and early 2017, we have raised binding capital commitments of approx. EUR 16.8 mill. for new investments. This corresponds to approximately a doubling of the equity investments and also a doubling of the total balance sheet. We are preparing for several new investments in solar plants, fulfilling the company's requirements for return and quality on the level of the existing portfolio.

Nikolaj Hoff  
Administrerende direktør  
Managing Director

Ejvind Sandal  
Formand  
Chairman of the Board

Dette er et udtryk for selskabets generelt konservative budgetter.

Vi har i løbet af 2016 og primo 2017 fået bindende kapitaltilsagn på ca. DKK 125 mio. til nye investeringer. Det svarer omtrent til en fordobling af egenkapitalinvesteringerne og dermed også en fordobling af den samlede balance. Der arbejdes på flere nye investeringer i solanlæg, der opfylder selskabets krav til afkast og kvalitet på højde med den eksisterende portefølje.

I 2016 er omsætningen samlet set steget med 15 % til DKK 46,8 mio. og EBITDA er tilsvarende steget 15 % til DKK 34,4 mio. Væksten afspejler dels, at den engelske solpark, købt i juli 2015 nu indgår med et fuldt driftsår, og dels de to nye solparker, der indgår med nogle få måneder.

Resultat før skat for året var på DKK 0,45 mio. med et resultat efter skat og minoriteter på

DKK -0,19 mio. Årets resultat er lidt lavere end forventet, men selskabet har fortsat stærke pengestrømme. EBITDA fratrukket renter, afdrag og betalt skat giver grundlag for udbetaling af udbytte.

#### FORVENTNINGER TIL DET KOMMENDE ÅR

I 2017 forventes en kraftig vækst igennem tilkøb af nye solparker til porteføljen. Der er inden regnskabs aflæggelse indgået eksklusivitet på aftaler om køb af 2 nye solparker, og der forhandles om yderligere en række investeringer. Det forventes, at selskabets aktiver i 2017 næsten vil fordobles. Selskabet vil fortsat have fokus på at optimere driften af den eksisterende portefølje, samtidig med at kravet til risikospredning og vækst opretholdes. Det tegner således til at blive endnu et godt år for Nordic Solar Energy, hvor strategien med at opbygge en blandet portefølje af veldrevne solenergianlæg i forskellige lande inden for EU fortsættes.

In 2016, revenue has increased by a total of 15 % to EUR 6.3 mill. and EBITDA has similarly increased 15 % to EUR 4.6 mill. The growth partly reflects that the English solar park purchased in July 2015, now enters with a full business year, and partly so for the two new solar parks that have been included in the portfolio for only a few months.

Result before taxes for the year was EUR 0.06 mill. with a result after taxes and minorities of EUR -0.02 mill. The year's result is a little lower than expected, but the company still has a strong cash flow. The solar parks' EBITDA minus interest, instalments and paid taxes, provides the basis for payment of dividend.

#### EXPECTATIONS FOR THE COMING YEAR

In 2017, a significant growth is expected through the purchase of new solar parks for the portfolio. Before the annual accounts were submitted, exclusivity agreements have been entered into for the purchase of 2 new solar parks, and we are negotiating a number of additional investments. The company's activities are expected to nearly double in 2017. The company will continue to focus on optimising the operations of the existing portfolio while maintaining the requirement to risk diversification and growth. It looks to be yet another good year for Nordic Solar Energy, where the strategy of developing a mixed portfolio of well-run solar energy plants in different EU countries is continued.



# Hoved- og nøgletal

Alle beløb er i EUR

Set over en 3-årig periode kan koncernens udvikling beskrives ved følgende hoved- og nøgletal:

	Koncern		
	2016	2015	2014
<b>HOVEDTAL</b>			
Nettoomsætning	6.283.058	5.451.746	4.473.311
Resultat før af- og nedskrivninger (EBITDA)	4.615.868	4.010.278	3.474.332
Resultat før skat	60.380	204.593	310.303
Årets resultat	-42.378	27.143	184.262
Balancesum	77.765.659	60.234.709	40.637.553
Materielle anlægsaktiver	66.982.064	49.426.528	31.629.649
Likvide beholdninger	5.996.900	7.897.192	6.165.961
Egenkapital	17.648.356	14.594.867	8.908.997
Heraf reserve for sikringsinstrumenter	-2.070.456	-2.077.854	-2.447.204
Korrigeret egenkapital*	19.718.812	16.672.721	11.356.201
Rentebærende gæld	53.743.698	40.211.426	27.539.232
<b>NØGLETAL</b>			
EBITDA margin	73,5%	73,6%	77,7%
Soliditetsgrad	22,7%	24,2%	21,9%
<b>PENGESTRØMME</b>			
Resultat før skat	60.380	204.593	310.303
Betalt selskabsskat	-78.386	-54.653	-42.186
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	2.688.665	2.149.198	1.698.099
Tilbagebetaling af projektrelaterede lån	-2.000.530	-1.565.546	-1.325.649
<b>FRI LIKVIDITET GENERERET EKSKLUSIV INVESTERINGSAKTIVITETER</b>	<b>670.129</b>	<b>733.592</b>	<b>640.567</b>
<b>UDBYTTE</b>			
Foreslået udbytte	1.029.359	748.786	607.596
Udbytte per aktie**	0,74	0,81	0,94
Udbytte per aktie i DKK omregnet ved 7,45 EUR/DKK	5,50	6,00	7,00

\*Egenkapital korrigeret for negative værdier af renteswaps

\*\* Beregnet på aktier med ret til fuldt udbytte for 2016

## FORKLARING AF NØGLETAL

<b>EBITDA margin</b>	Resultat før af- og nedskrivninger (EBITDA) / Nettoomsætning
<b>Soliditetsgrad</b>	Egenkapital / Samlede aktiver
<b>Udbytte per aktie</b>	Udbetalt udbytte / Antal aktier

ENGLISH

# Financial Highlights

All figures are in EUR

Viewed over a 3-year period, the development of the Group can be described through the following key figures and financial ratios:

## KEY FIGURES

	Group		
	2016	2015	2014
Revenue	6,283,058	5,451,746	4,473,311
Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	4,615,868	4,010,278	3,474,332
Profit/loss before tax	60,380	204,593	310,303
Profit/loss for the year	-42,378	27,143	184,262
Balance sheet total	77,765,659	60,234,709	40,637,553
Property, plant and equipment	66,982,064	49,426,528	31,629,649
Cash at bank and in hand	5,996,900	7,897,192	6,165,961
Equity	17,648,356	14,594,867	8,908,997
Of which reserve for hedging	-2,070,456	-2,077,854	-2,447,204
Adjusted equity*	19,718,812	16,672,721	11,356,201
Interest-bearing debt	53,743,698	40,211,426	27,539,232

## FINANCIAL RATIOS

EBITDA margin	73.5%	73.6%	77.7%
Solvency ratio	22.7%	24.2%	21.9%

## CASH FLOW

Profit/loss before tax	60,380	204,593	310,303
Paid Corporation tax	-78,386	-54,653	-42,186
Depreciation and impairment of property, plant and equipment	2,688,665	2,149,198	1,698,099
Repayment of project related loans	-2,000,530	-1,565,546	-1,325,649
<b>FREE CASH FLOW GENERATED EXCLUSIVE INVESTING ACTIVITIES</b>	<b>670,129</b>	<b>733,592</b>	<b>640,567</b>

## DIVIDEND

Proposed dividend for the year	1,029,359	748,786	607,596
Dividend per share**	0.74	0.81	0.94
Dividend per share in DKK exchange rate 7,45 EUR/DKK	5.50	6.00	7.00

\*Equity corrected for negative value of interest swaps

\*\* Calculated for shares with the right to full dividend for 2016

## DEFINITIONS OF FINANCIAL RATIOS

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

# Regnskabet

Selskabet har i 2016 på linje med 2014 og 2015 valgt at præsentere et koncernregnskab, hvor samtlige datterselskabers tal er konsolideret ind linje for linje. De to nyindkøbte solparker i henholdsvis Frankrig og Italien er konsolideret ind fra overtagelsesdagene, det vil sige henholdsvis 23. september og 13. oktober. Konsolideringen af de to nyindkøbte solparker betyder, at solparkerne kun indgår med driftsresultatet fra nogle få mørke måneder, hvor omsætningen er lav.

I tabellen på side 8 vises koncernens hoved- og nøgletal. Som det fremgår, er solenergiinvesteringer generelt kendetegnet ved stærke pengestrømme, selvom det regnskabsmæssige resultat er lavt.

Dette skyldes, at alle investeringer foretages i solparkens første år, når parken etableres, og efterfølgende afskrives der på investeringerne, uden at der er behov for reinvesteringer.

I Nordic Solar Energy udbetales de pengestrømme, der modtages fra datterselskaberne til aktionærene som udbytte, uanset at udbyttet i perioder overstiger det regnskabsmæssige resultat. Aktionærene får således det fulde udbytte af porteføljens stærke pengestrømme. I tabellen på side 8 er vist koncernens »frie likviditet genereret eksklusive investeringsaktiviteter«, hvilket tilnærmest svarer til den likviditet, der er genereret i solparkerne, og som kan anvendes til udbytte.

I 2016 er der ud over den frie likviditet eksklusive investeringsaktiviteter frigivet midler fra reservekontoen i det tyske selskab, Solarpark Zerre V BV & Co. KG. Derudover genererer de to nytilkøbte solparker pengestrømme for hele året, som også indgår i den likviditet, der kan udbetales som udbytte.

Egenkapitalen i Nordic Solar Energy er i oversigten korrigeret for den negative værdi af selskabets renteswaps, da dette efter ledelsens vurdering giver det mest retvisende billede af selskabets egenkapital. Ultimo 2016 udgør den korrigerede egenkapital DKK 147 mio. Se i øvrigt side 11 omkring renteswaps.

## RENTESWAPS

### HVORFOR KORRIGERES DER FOR RENTESWAPS?

Ifølge danske regnskabsprincipper skal der korrigeres for værdien af renteswaps på balancen, enten ved at reducere egenkapitalen med den negative værdi af selskabets renteswaps eller omvendt, hvis værdien af renteswaps var positiv. Således er egenkapitalen i Nordic Solar Energys regnskab for 2016 reduceret med EUR 2,1 mio (DKK 15,4 mio.) svarende til den samlede negative markedsværdi af de i koncernen indgåede renteswaps efter skat. For at vise et så retvisende billede af egenkapitalen som muligt ønsker Nordic Solar Energy at tage højde for de tilsvarende positive værdier af den lavere rente på de underliggende lån. Derfor er egenkapitalen i oversigten på side 8 »korrigeret egenkapital« korrigeret med værdien af de to negative renteswaps.

### Hvad er en renteswap, og hvorfor bruger Nordic Solar Energy renteswaps?

En renteswap er en aftale, hvor man via en bank låser renten fast på et ellers variabel forrentet lån. Formålet er, at fjerne usikkerheden ved eventuelle fremtidige rentesving og dermed få en mindre risiko på betalingerne.

Hvis renten stiger på det variable lån, betaler man mere i rente, men forskellen tjener man i stedet på renteswappen og man opnår derved uændrede betalinger – modsat hvis renten falder.

Nordic Solar Energy har i Belgien sikret en fast rente på hele lånet i lånets løbetid med en renteswap. Tilsvarende har vi gjort i vores ene italienske selskab. Renteswaps sikrer, at Nordic Solar Energy har meget lille renterisiko på disse lån – Nordic Solar Energy har altså i høj grad fastlåst de fremtidige rentebetalinger. I de to belgiske selskaber er det et krav fra den lokale långivende bank, at selskabet bruger en renteswap.

I de øvrige selskaber har Nordic Solar Energy også helt eller delvist fastlåst renten på gælden, men gennem optagelse af fastforrentede lån. Effekten på betalingerne af at have enten fast forrentet lån eller variabelt forrentede lån med renteswap er identiske, men de behandles dog meget forskelligt regnskabsmæssigt jf. ovenstående.

For Nordic Solar Energy betyder den negative værdi af renteswap ikke noget for den fremtidige drift. Tværtimod sikres et mere forudsigeligt resultat og en stabil likviditet, også selvom renten eventuelt skulle begynde at stige igen.

## Annual Accounts

The company has in 2016, in line with 2014 and 2015, chosen to present a consolidated statement, where the figures of all subsidiaries have been consolidated into the accounts line by line. The two newly acquired solar parks in France and Italy have been consolidated from the takeover dates, i.e. September 23 and October 13 respectively. The consolidation of the two new solar parks means that the solar parks are included with operating profits from only a few dark months where revenue is low.

The overview on page 9 shows key figures and financial ratios for the group. It shows that investments in solar energy are generally characterised by strong cash flows, even if the net result is low. This is due to all investments being made in the first year of the solar park, when the park is established, and subsequently the investments are depreciated without needing to reinvest.

In Nordic Solar Energy, the cash flows that are paid by the subsidiaries to the shareholders as dividend, are paid regardless of whether the dividend in periods exceed the

net profit/loss for the year. Thus, the shareholders are paid the entire dividend of the portfolio's strong cash flows. The overview on page 9 shows the group's »free cash position generated excl. investment activities«, which corresponds to the liquidity that is generated in the solar parks, and which may be used for dividend.

In 2016 there has, on top of the free liquidity excluding investment activity, been released cash from the reserve account in the German company Solarpark Zerre V BV & Co. KG. Apart from that, the two new solar parks purchased in 2016 has generated cash flow for the full year, which has been included in the liquidity and may be paid out as dividend.

In the overview, the equity in Nordic Solar Energy has been corrected for the negative value of the company's interest rate swaps, as this in Managements view provides the most fair representation of the company's equity. At year end 2016, the corrected equity constitutes EUR 19.7 mill. See also page 11 on interest rate swap.

## INTEREST RATE SWAP

### WHY CORRECT FOR INTEREST RATE SWAP?

According to Danish accounting principles, correction should be made for the value of interest rate swaps on the balance sheet, either by reducing the equity with the negative value of the company's interest rate swaps or vice versa, if the value of the interest rate swap is positive. The equity in Nordic Solar Energy's accounts for 2016 has thereby been reduced by EUR 2.1 mill., corresponding to the groups total negative market value of the interest rate swaps after tax. In order to show as fair a representation as possible of the equity, Nordic Solar Energy wishes to take into account the corresponding positive values of the lower interest rate of the underlying loans. This is why the equity in the overview on page 9 »corrected equity« has been corrected by the value of the two negative interest rate swaps.

### What is an interest rate swap and why does Nordic Solar Energy use interest rate swaps?

An interest rate swap is an agreement where the interest rate is fixed via a bank on an otherwise variable rate loan. The purpose is to eliminate the uncertainty of any future interest rate fluctuations and thus obtain a lower risk on

payments. If the interest rate rises on the variable loan, more is paid in interest, but the difference is made up by the interest rate swap, thus achieving unaltered payments. Vice versa if the interest rate drops.

In Belgium, Nordic Solar Energy has secured a fixed interest rate on the entire loan during the loan term with an interest rate swap. Similarly so in one of the Italian companies. Interest rate swaps ensure that Nordic Solar Energy has a minimum of interest rate risk on these loans – Nordic Solar Energy has thereby locked in future interest rate payments to a large degree. In the two Belgian companies, it is a requirement from the local lending bank that the company uses a swap.

In the remaining companies, Nordic Solar Energy has also either entirely or partly fixed the interest rate on the debt, but with fixed-rate loans. The effect on the payments of having a fixed interest rate or a variable interest rate with an interest rate swap is identical, but they are treated very differently with regard to the annual accounts, cf. the above.

For Nordic Solar Energy, the negative value of interest rate swaps does not mean anything for future operations. On the contrary, a more predictable result is ensured as well as stable liquidity, even if the interest rate should begin to rise again.

## Miljøet

»Skal verden nå det fælles mål om at begrænse den globale temperaturstigning til maksimalt 2 grader celsius, skal de resterende fossile brændstoffer blive i jorden, og både vedvarende energi og energieffektivitet skal opskaleres«. Så dramatisk indledes en ny global statusrapport fra organisationen REN21.

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

I 2016 producerede Nordic Solar Energy 28.889 MWh grøn energi, svarende til omtrent 8.250 husstandes årlige elforbrug eller en miljøbesparelse på 14.500 ton CO<sub>2</sub>.

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 1 million har i 2016 en andel af produktionen på ca. 206.000 kWh grøn energi, svarende til

energiforbruget i ca. 60 husstande. I gennemsnit bidrog en aktionær i Nordic Solar Energy i 2016 positivt med grøn strøm svarende til forbruget i omtrent 170 husstande.

Siden selskabets etablering i 2010 har Nordic Solar Energy's solparker produceret ca. 76.913 MWh grøn energi, svarende til et års elforbrug i 21.975 husstande eller en miljøbesparelse på 38.450 ton ikke-udledt CO<sub>2</sub>.

**Vedvarende energi  
er nu den største kilde  
til ny elektricitetskapacitet  
i verden.**

RENEWABLE ENERGY HAS NOW BECOME  
THE LARGEST SOURCE OF NEW POWER  
CAPACITY IN THE WORLD.

## The Environment

A new global status report from the organisation REN21 is introduced in the following dramatic way: »If the world is to achieve the common goal of limiting the global temperature increase to a maximum of 2 degrees Celsius, the rest of the fossil fuels should remain in the ground, and renewable energy and energy efficiency should be scaled up.«

Nordic Solar Energy wishes to contribute to a better environment, and to eliminating fossil fuels long-term by continuing to develop solar energy as an alternative energy source.

In 2016 Nordic Solar Energy produced 28,889 MWh green energy, corresponding to the annual electricity consumption of approximately 8,250 households or an environmental savings of 14,500 ton CO<sub>2</sub>.

Once a year, all shareholders in Nordic Solar Energy receive a certificate with a statement of each shareholders share of this green energy production.

In 2016, a shareholder with shares for 1 million DKK had a share of the production of approx. 206,000 kWh green energy, corresponding to the energy consumption of 60 households. In 2016, one shareholder in Nordic Solar Energy contributed positively with an average of green energy corresponding to the consumption of about 170 households.

Since the company was established in 2010, Nordic Solar Energy's solar parks produced approx. 76,913 MWh green energy, corresponding to one year's consumption of 21,975 households or an environmental saving of 38,450 ton CO<sub>2</sub>.

## 02

## Forretningen

### VIRKSOMHEDSPROFIL

Nordic Solar Energy køber og driver solenergianlæg – solparker – inden for den Europæiske Union. En stor del af omsætningen er garanteret af de enkelte landes støtteordninger til grøn omstilling, hvilket giver et meget forudsigeligt og stabilt forretningsgrundlag. Selskabet er ligeledes et energiselskab, der sælger solenergistrøm til elektricitetsnettet i EU. Den samlede portefølje af solparker forventes at give investorerne et afkast på den investerede kapital på minimum 6 % om året. Målet er løbende at fortsætte udbygning af porteføljen med nye anlæg.

Nordic Solar Energy er bygget på disse 4 grundpiller:

- Stabilt afkast
- Løbende årlige udbyttebetalinger
- Risikospredning
- Likviditet i aktien

Nordic Solar Energy's unikke investeringsstrategi bygger på følgende principper:

- Investeringer i solparker med minimum 6 % afkast om året i gennemsnit, målt på intern rente.
- Risikoen ved investeringerne reduceres ved:
  - Spredning af investeringerne på flere lande i EU.
  - Bygge- og projektudviklingsrisiko undgås ved kun at investere i nybyggede projekter eller solparker i drift.
- Direkte investering uden mellemhandlere og variable omkostninger skaber det bedst mulige afkast til investorerne.

- Investering, der ikke er drevet af skattespekulation.
- Ingen personlig hæftelse for investorerne.
- Der skabes likviditet i selskabets aktier gennem løbende kapitalrejsning samt muligheden for at sælge aktierne tilbage til Nordic Solar Energy.
- Exit-strategien vil enten være et samlet salg af selskabet eller eventuelt en børsnotering når porteføljen af solenergianlæg har nået en vis størrelse.

Nye investeringer finansieres dels ved optagelse af fremmed finansiering i de enkelte selskaber og dels gennem løbende kapitaludvidelser i selskabet. Derved bliver nye investorer medejere af de eksisterende solparker og eksisterende investorer bliver medejere af alle nye investeringer.

## The Business

### COMPANY PROFILE

Nordic Solar Energy purchases and operates solar energy plants – solar parks – in the European Union. A large part of the revenue is guaranteed by each country's subsidy schemes for green transition, providing a predictable and stable business base. The company is equally an energy company, selling solar energy to the electricity grid in the EU. The total portfolio of solar parks is expected to provide the investors with a return on the invested capital of a minimum of 6 % per year. The goal is to continue to develop the portfolio with new plants.

Nordic Solar Energy is built on these 4 pillars:

- Stable return
- Continuous annual dividend payments
- Risk diversification
- Share liquidity

Nordic Solar Energy's unique investment strategy is based on the following principles:

- Investments in solar parks with at least 6 % return per year on average, measured on internal rate of return.
- The investment risks are reduced by:
  - Diversifying the investments across several EU countries.
  - Eliminating construction and project development risk by investing only in new projects or in solar parks in operation.
- Direct investment without intermediaries and variable costs creates the best possible return to the investors.
- Investment that is not determined by tax speculation.
- No personal liability for the investors.
- Liquidity in the company's shares is created via continuous fundraising as well as the opportunity of selling the shares back to Nordic Solar Energy.
- The exit strategy will either be a total sale of the company, or possibly an IPO when the portfolio of solar energy plants has reached a certain size.

New investments are financed partly through debt financing in the individual companies and partly through continuous capital increase in the company. New investors thereby become co-owners of the existing solar parks and existing investors become co-owners in all new investments.





**Koncernen i tal:**

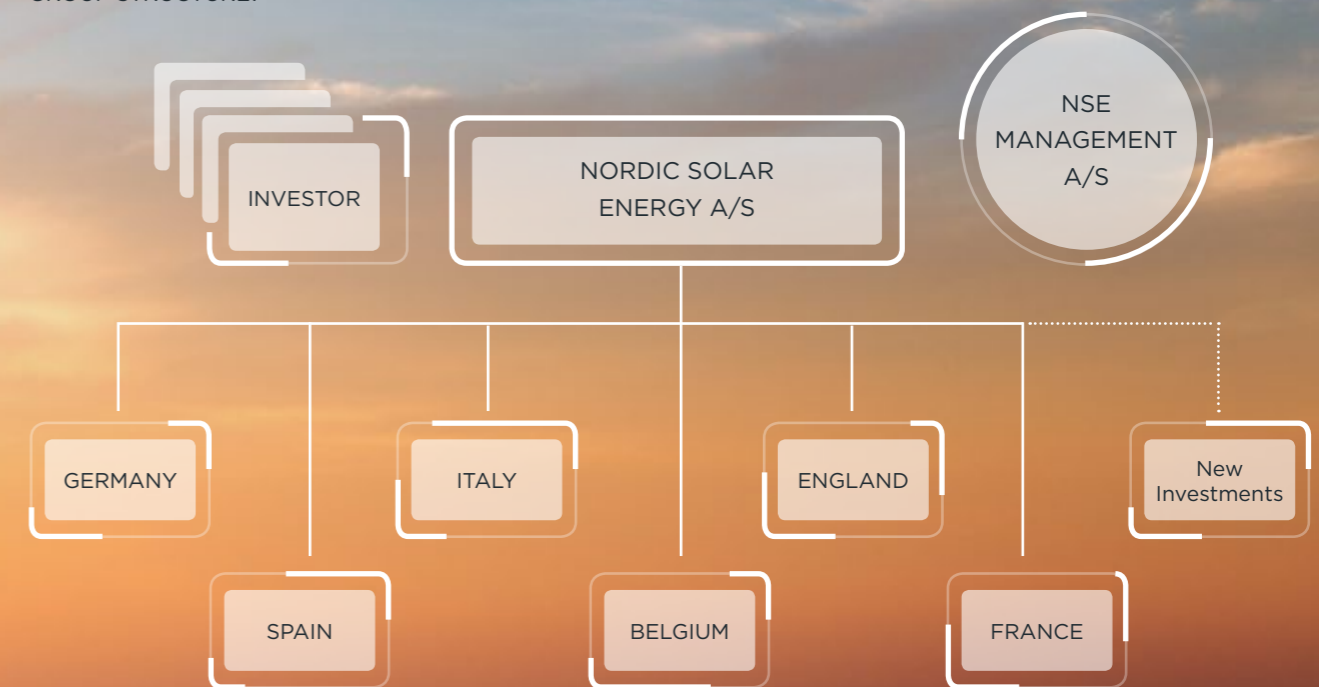
GROUP NUMBERS:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
<b>Portfolio</b>								
MWp	1	1.6	1.6	11.2	11.2	24.4	31.5	60
<b>Equity*</b>								
EUR mill.	0.7	1.3	2	4.8	11.4	16.7	19.7	30
DKK mill.	5	10	15	36	84.6	124.8	146.9	225
<b>Assets</b>								
EUR mill.	2.5	6.4	9	38.9	40.6	60.2	77.8	134
DKK mill.	19	48	67	290	303	449	579	1,000
<b>Shareholders</b>	4	8	12	24	35	65	75	100

\*Equity corrected for negative value of interest swaps

**Koncernstruktur:**

GROUP STRUCTURE:



## Historie

Selskabet blev etableret i 2010 af en række private investorer, der sammen ønskede at skabe en bred adgang til attraktive investeringer inden for solenergiproduktion.

Ud fra et ønske om at skabe værdi og vækst for selskabets aktionærer, har Nordic Solar Energy med grundighed og åbenhed som nøglebegreber de sidste 7 år opbygget en høj grad af ekspertise i solenergiindustrien. Nordic Solar Energy bestræber sig altid på at agere med integritet og ansvarlighed.

Den første solpark i porteføljen blev erhvervet i Tyskland i 2010. Den anden solpark i porteføljen ligger i Spanien og ejerandelen på 49% er erhvervet af to omgange i henholdsvis 2011 og 2013. Anlægget har været i drift siden september 2008. I 2013 investerede selskabet i yderligere

to lande, med ét solanlæg i Italien og ni i Belgien. I 2015 investerede Nordic Solar Energy i et stort anlæg i England, der mere end fordoblede den samlede produktionskapacitet. I 2016 udvidede selskabet porteføljen med en solpark i endnu et land, Frankrig, og porteføljen blev også suppleret med en ekstra solpark i Italien. Selskabets aktiver udgør EUR 78 mio. (DKK 579 mio.) ultimo 2016.

**KONCERNSTRUKTUR**

Nordic Solar Energy er et dansk registreret aktieselskab, ejet af såvel danske som udenlandske investorer med en bestyrelse valgt på generalforsamlingen. Alle investeringer skal godkendes af bestyrelsen, hvilket sikrer, at investeringer altid foretages med henblik på at give investorerne det bedst mulige afkast med en relativt lav risiko.

Bestyrelsen og direktionen investerer i selskabet på lige fod med øvrige investorer.

Selskabets daglige opgaver med kapitalrejsning, gennemførelse af investeringer samt administration og drift varetages af NSE Management A/S. Alle kontrakter mellem Nordic Solar Energy og NSE Management er gensidigt opsigelige under gældende markedsvilkår. Dette sikrer aktionærerne en fleksibel og gennemskuelig omkostningsstruktur. Nordic Solar Energy 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.

ENGLISH

## History

The company was founded in 2010 by a number of private investors, who wished to create a broad access to the attractive investments in solar energy production.

Based on a desire to create value and growth for the company's shareholders, and with thoroughness and openness as key concepts, Nordic Solar Energy has developed a high level of expertise in the solar energy industry. Nordic Solar Energy always aims to act with integrity and accountability.

The first solar park in the portfolio was acquired in Germany in 2010. The second solar park in the portfolio is located in Spain, and the ownership share of 49% was acquired over two rounds in 2011 and 2013 respectively. The plant has been in operation since September 2008. In 2013, the company invested in two more countries, with one solar plant in Italy and nine in Belgium. In 2015 Nordic Solar Energy invested in a large plant in England, more than doubling the total production capacity. In 2016, the company expanded the portfolio with a solar park in yet another country, France, and an additional solar park in Italy was also added to the portfolio. The company's assets constitute EUR 78 mill. (DKK 579 mill.) at year end 2016.

**GROUP STRUCTURE**

Nordic Solar Energy is a limited liability company registered in Denmark, owned by Danish as well as foreign investors with a Board of Directors elected at the General Meeting. All investments must be approved by the Board, which ensures that all investments are made with the purpose of providing the investors with the best possible return with a relatively low risk.

The Board and management invest in the company on equal terms with other investors.

The company's daily tasks involving fundraising, execution of investments as well as administration and operations, are handled by NSE Management A/S. All contracts between Nordic Solar Energy and NSE Management are terminable by mutual notice under prevailing market conditions. This ensures the shareholders a flexible and transparent cost structure. Thus, Nordic Solar Energy does not itself employ any personnel and the costs of investing, including e.g. due diligence, are therefore transaction-specific. A structure is thereby achieved where investments are made directly without intermediaries, and with the best possible combination of high return and variable costs.

## Afkast til aktionærerne

Afkastet til aktionærerne kommer primært fra løbende udbytter, da den overskydende likviditet fra solparkerne udloddes til aktionærerne årligt. Foruden udbytte tillægges eventuelle aktiekursstigninger. Nordic Solar Energy kunne således i 2016 notere et samlet afkast på 6,1% til aktionærerne, fordelt på DKK 6 i udbytte per aktie tillagt kursstigning fra 104,0 til 104,3.

Nordic Solar Energy har siden februar 2011 løbende lavet en månedlig, urevideret dagsværdi beregning af selskabets aktier. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i hver enkelt solparks budgetterede pengestrømme diskonteret til nutidsværdi, uden at der medregnes scrapværdier for solparkerne. Målet er at

lave en konservativ, men realistisk værdiansættelse af aktierne. Kursen anvendes ved løbende kapitaludvidelser og 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 de nye investorer, der ønsker at blive medejere af selskabet.

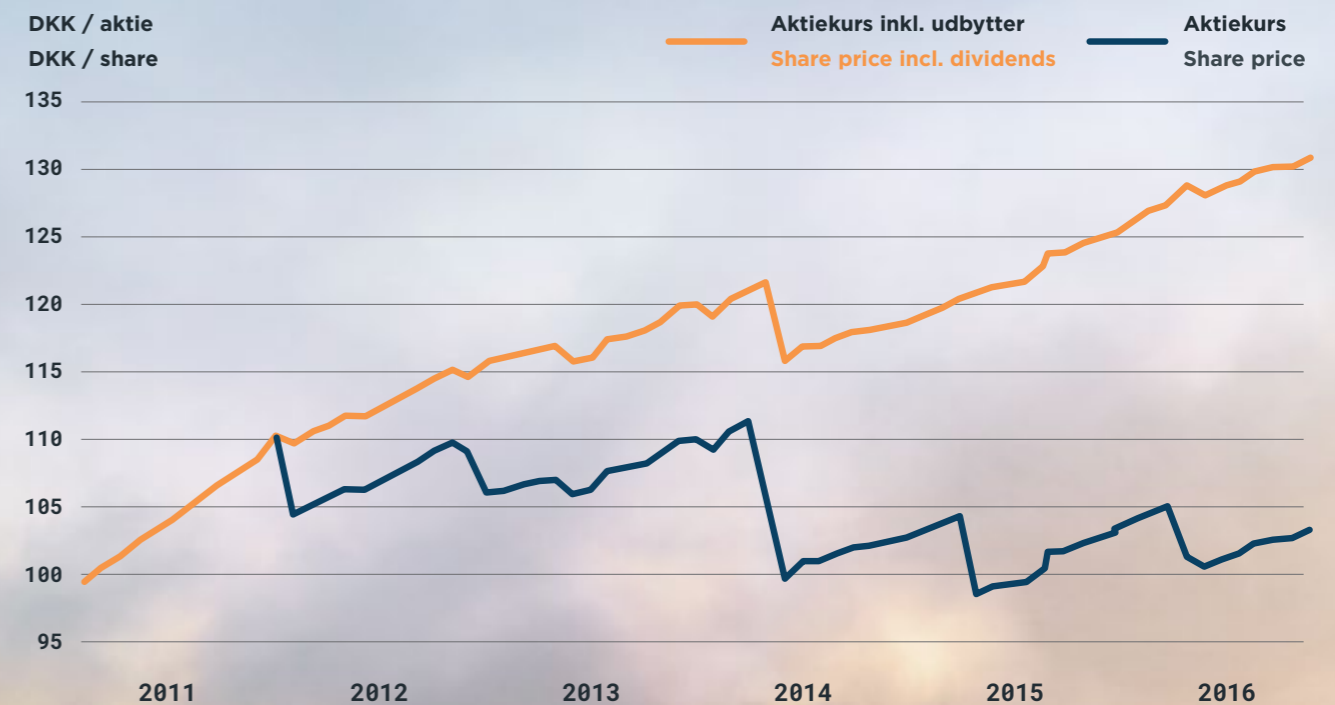
På side 19 er vist udviklingen i aktiekursen siden etableringen, og de to grafer viser henholdsvis kursen med og uden udbytter. Siden 2011 har aktierne samlet givet 35,4% i afkast. Den nederste graf, der viser den ikke-korrigerede aktiekurs, falder efter hver udbyttebetaling.

Den øverste graf er korrigeret ved at tillægge de udbetalte udbytter til aktiekursen. Der er siden 2011 betalt 31 kr. i udbytte per aktie ekskl. de DKK 5,5 i foreslået udbytte for 2016. I juni 2014 faldt aktiekursen som følge af justeringer i budgetterne på baggrund af ændringer i tilskuds-betalingerne i henholdsvis Italien og Spanien. Disse ændringer reducerede de forventede tariffer for elafregningen i begge lande, og effekten på de forventede udbytter blev straks indregnet i aktiekursen.

Den eksisterende portefølje af solparker har et samlet forventet afkast målt på intern rente på ca. 7,1%, hvilket ligeledes svarer til afkastforventningen for 2017.

## Nordic Solar Energy aktiekurs

NORDIC SOLAR ENERGY SHARE PRICE



## Return to the Shareholders

The return to the shareholders is achieved primarily from dividends, as the surplus liquidity from the solar parks is distributed to the shareholders on a yearly basis. On top of the dividend, share price increase is added. In 2016, Nordic Solar Energy realised a total return of 6.1% to the shareholders, consisting of DKK 6 in dividend per share, and a stock price increase from DKK 104.0 to DKK 104.3.

Since February 2011, Nordic Solar Energy has continuously made a monthly, unaudited fair value calculation of the value of the company's shares. The valuation is based on the budgeted cash flows for each solar park, discounted to present value, without taking into account scrap values for the solar parks. The goal is to make a conservative, but realistic valuation of the shares. The share price is used in relation to capital increases and to any resale of shares back to Nordic Solar Energy, and should thus reflect the fair value of the company's equity. The share price must be fair for the existing shareholders who are diluted by capital increases, but also fair for the new investors who wish to become co-owners of the company.

On page 19 is shown the development in share price since the company was founded, and the two diagrams show the share price with and without dividend, respectively. Since 2011, the shares have provided a total of 35.4% in return. The diagram at the bottom, showing the non-corrected share price, decreases after each dividend payment. The upper diagram is corrected by adding the paid dividends to the share price. Since 2011, DKK 31 has been paid in dividend per share, excl. the DKK 5.5 in the proposed dividend for 2016. In June 2014, the share price fell as a result of adjustments made in the budgets, based on changes in the subsidy payments from Italy and Spain respectively. These changes reduced the expected tariffs for electricity in both countries, and the effect on expected dividends was immediately calculated into the share price.

The existing portfolio of solar parks has a total expected return measured by internal rate of return, of approx. 7.1%, which corresponds to the return expectation for 2017.



## Solparkerne

Nordic Solar Energy ejer i dag 15 solparker i seks forskellige EU lande: Tyskland, Spanien, Italien, Belgien, England og Frankrig. De 10 af solparkerne er store tagbase-rede anlæg, heraf ni i Belgien og et i Italien, og de øvrige fem er jord-baserede anlæg.

Selskabets portefølje har efterhånden opnået en god geografisk spredning med investeringer i seks lande. Baseret på selskabets dagsværdi opgørelse af de enkelte aktiver, er ca. 73 % af porteføljen placeret i England, Belgien, Frankrig og Tyskland. Spanien og Italien står for de resterende 27 % af aktiverne. Målt i dagsværdi er 30 % af

anlæggene tagbaserede. Det er ifølge selskabets investeringspolitik målsætningen, at investeringer i et enkelt land maksimalt kan udgøre 1/3 af porteføljen, og at lande med valutarisiko forskellig fra DKK og EUR tilsammen ikke må udgøre mere end 1/3 af porteføljen. Denne politik er det langsigtede mål, idet der under udbygningen af porteføljen periodevis kan accepteres, at mere end 1/3 af porteføljen investeres i et enkelt land eller i en valuta forskellig fra euro og danske kroner.

### DRIFT AF SOLPARKERNE

Drift og vedligeholdelse af solparkerne varetages af lokale partnere, der sikrer højest mulig produktivitet

ved vedligeholdelse og overvågning af parkerne. Det er i flere tilfælde blevet besluttet at skifte serviceudbyder i de enkelte parker.

Generelt har solparkerne i porteføljen produceret tilfredsstillende i Nordic Solar Energy's ejerperiode. I tabellen på side 21 vises afvigelserne fra de oprindelige investeringsbudgetter for samtlige solparker. Det er alene en enkelt park i Italien, der ligger under budgettet akkumuleret, hvorimod resten af parkerne konsekvent producerer over budgettet. Sammenlagt har porteføljen i perioden siden 2010 produceret 3 % over de oprindelige investeringsbudgetter.



## The Solar Parks

At present, Nordic Solar Energy owns 15 solar parks in six different EU countries: Germany, Spain, Italy, Belgium, England and France. 10 of the solar parks are large, roof-based plants, of which 9 are in Belgium and one in Italy, and the other five are ground-mounted plants.

The company's portfolio has gradually achieved a good geographical spread with investments in six countries. Based on the fair-value assessment of the respective assets, around 73% of the portfolio is located in England, Belgium, France and Germany. Spain and Italy account for the remaining 27% of the assets. In terms of fair value, 30% of the plants are

roof-based. According to the company's investment policy, the goal is that investments in a single country constitute a maximum of 1/3 of the portfolio and that countries with a currency risk different from DKK and EUR cannot combined constitute more than 1/3 of the portfolio. This policy is the long-term goal, since during the development of the portfolio, it can at times be acceptable that more than 1/3 of the portfolio is invested in a certain country or in another currency than EUR and DKK.

### OPERATION OF THE SOLAR PARKS

Operation and maintenance of the solar parks are carried out by local partners, ensuring the highest

possible productivity through maintenance and monitoring of the parks. On several occasions, the decision has been made change to service providers in individual parks.

In general, the solar parks in the portfolio have produced satisfactory results in Nordic Solar Energy's period as owner. The table on page 21 shows the deviations from the initial investment budgets for all solar parks. Only one park in Italy is under budget accumulated, whereas the rest of the parks are consistently producing over budget. Since 2010 the portfolio has produced 3% over the original investment budgets.

Realised production versus budget  
Index original investment budget = 100

YEAR	GERMANY	SPAIN	ITALY	BELGIUM	ENGLAND	FRANCE	TOTAL
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	103
<b>Total*</b>	<b>114</b>	<b>105</b>	<b>97</b>	<b>103</b>	<b>102</b>	<b>101</b>	<b>103</b>

\*Accumulated production index under NSE ownership

# Porteføljeoverblik

## PORTFOLIO OVERVIEW

COUNTRY	NAME	PLANT TYPE	SIZE (MWp)	OWNERSHIP SHARE	YEAR BUILT	YEAR ACQUIRED	REVENUE 2016		EBITDA <sup>3)</sup> 2016		SHARE OF FAIR VALUE <sup>4)</sup>
							TEUR	TDKK	TEUR	TDKK	
Germany	Zerre V	Ground mounted	1	100%	2010	2010	279	2,079	240	1,788	4%
Spain	Beniarbeig	Ground mounted	2	49%	2008	2011/13	651	4,850	515	3,837	11%
Italy	Pellegrino	Ground mounted	1	100%	2011	2013	385	2,868	321	2,391	8%
Belgium	SEnS Solar	Roof mounted	8.2	100%	2010/11	2013	2,963	22,074	2,313	17,232	22%
UK	Folly Farm	Ground mounted	13.2	75%	2015	2015	1,485	11,063	1,078	8,031	41%
France <sup>1)</sup>	Montmayon	Ground mounted	2.8	100%	2013	2016	285	2,123	253	1,885	7%
Italy <sup>2)</sup>	Chignolo Po	Roof mounted	3.3	100%	2011	2016	235	1,751	187	1,393	8%
<b>Total</b>			<b>31.5</b>				<b>6,283</b>	<b>46,808</b>	<b>4,907</b>	<b>36,557</b>	<b>100%</b>

<sup>1)</sup> From 23/9 - 31/12 2016.

<sup>2)</sup> From 13/11 - 31/12 2016.

<sup>3)</sup> EBITDA: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation. Excl. parent company.

<sup>4)</sup> Fair value calculated based on future cash flow excluding scrap value.



# Bestyrelse & direktion

THE BOARD OF DIRECTORS AND MANAGEMENT

**Solenergi er den  
billigste energikilde i mere  
end 60 lande i verden.**

SOLAR ENERGY IS THE CHEAPEST  
ENERGY SOURCE IN MORE THAN  
60 COUNTRIES IN THE WORLD.

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



**EJVIND SANDAL**  
Formand / Chairman of the Board



**MARINUS BOOGERT**  
Næstformand / Deputy Chairman

Ejvind var, indtil han i 2014 som 70-årig deponerede bestillingen, en af de væsentligste erhvervsadvokater i Danmark. Han har gennem mange år bestridt en lang række formandsposter i bestyrelser i dansk erhvervsliv bl.a. for Vestas, Novopan Træindustri, F.E. Bording, Brøndby IF, DOT og Greentech. Han var i perioden 1987-1997 administrerende direktør i Politikens Hus. Han er nu bestyrelsesformand i Den Faberske Fond m.fl. Han ejer og udgiver The Copenhagen Post, som han også er chefredaktør for. Ejvind er investor i Nordic Solar Energy.

*Before retiring at the age of 70 in 2014, Ejvind was one of Denmark's most prominent commercial lawyers. Through many years, he has held a large number of chairman positions on boards in Danish businesses, e.g. for Vestas, Novopan Træindustri, F.E. Bording, Brøndby IF, DOT and Greentech. From 1987-1997, he was CEO of Politikens Hus. He is now Board Chairman on Den Faberske Fond, among others. He owns and publishes The Copenhagen Post, where he is also Editor-in-Chief. Ejvind is an investor in Nordic Solar Energy.*

Marinus har 17 års erfaring i solenergibranchen bl.a. fra Shell Solar, og er grundlægger af og direktør i Onestone Solar Holding 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 i 2010 og er medejer af management-selskabet NSE Management A/S, der til daglig administrerer Nordic Solar Energy. Marinus er også investor i Nordic Solar Energy.

*Marinus has 17 years of experience in the solar energy industry, from Shell Solar among others, and is the founder and Director of Onestone Solar Holding BV in Holland. In addition to thorough knowledge of the industry, Marinus also holds a Master's degree in Business from The University of Groningen. Marinus was co-founder of Nordic Solar Energy in 2010, and is co-owner of the management company NSE Management A/S, which manages the daily operations of Nordic Solar Energy. Marinus is also an investor in Nordic Solar Energy.*



PER THRANE



IBEN MAI WINSLØW



FRANK SCHYBERG



NIKOLAJ HOFF

Administrerende direktør / Managing Director

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 bestri-der bl.a. bestyrelsesposter i BB Electronics A/S, Force Technologies og tandlægen.dk, og han er formand for bestyrelsen i Gentofte Kommunes Havne. Per var blandt de første investorer i Nordic Solar Energy og er fortsat investor.

*Per is civil engineer from Danmarks Tekniske Universitet and founded Thrane & Thrane with his brother in 1981. Per was CEO of Thrane & Thrane, which was listed on NASDAQ OMX in 2001. The company is a global leader in satellite communications equipment, having at that time 600 employees and a revenue of DKK 1.2 bill. Per holds board positions in among others BB Electronics A/S, Force Technologies and tandlægen.dk, and he is Chairman of the Board in Gentofte Kommunes Havne. Per was among the first investors in Nordic Solar Energy, as he is today.*

Iben er jurist fra Københavns Universitet og advokat med møderet for landsretten samt medlem af Advokat-rådet. Udover at være grundlægger af Byggesocietets Solenergiudvalg og advokat for virksomheder i solindustrien er Iben også grundlægger af Winsløw Law Firm i København. Iben har været ekstern lektor, under-viser og censor på Københavns Universitet, og sidder i bestyrelsen for Core Bolig VI og WindSpace A/S.

*Iben holds a law degree from The University of Copenhagen and is a lawyer with bar credentials to the high court of Denmark, as well as member of the Council of The Danish Bar and Law Society. Apart from being the founder of Byggesocietets Solenergiudvalg and Lawyer for businesses in the solar industry, Iben is also founder of Winsløw Law Firm in Copenhagen. Iben has been an external Associate Professor, lecturer and examiner at The University of Copenhagen, and is a board member of Core Bolig VI and WindSpace A/S.*

Frank er bank- og forsikringsuddannet og er administ-rende 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 Karriere-udvikling, direktør og senior partner i Signium Interna-tional og tillige 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 og er medlem af VL Gruppe 10. Frank er investor i Nordic Solar Energy.

*Frank has an education from banking and insurance, and is CEO and co-owner of IQ Energy Nordic. IQ Energy Nordic delivers energy-saving solutions to businesses through-out the Nordic region. Frank has worked in the recruiting business, among other positions as CEO of Institut for Karriereudvikling, Director and senior partner in Signium International, as well as Nordic Director for Stepstone. Before this, Frank worked for 15 years in the financial sector, and he has been on the Board of several Danish organisations and businesses. Today, Frank is on the Board of Theis Vine and is a member of VL Gruppe 10. Frank is an investor in Nordic Solar Energy.*

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 13 år har han drevet investeringsselskaber. I 2010 grund-lagde Nikolaj Nordic Solar Energy og han ejer i dag majoriteten af NSE Management A/S. Nikolaj har ansvaret for den daglige drift og ledelse af Nordic Solar Energy og af managementselskabet. Nikolaj sidder i bestyrelsen i Semler Gruppen, Dulong Fine Jewelry og har tidligere bl.a. været bestyrelsesformand i Nørrebro Bryghus og Ticket to Heaven.

*Nikolaj has more than 20 years of experience with invest-ments and business operations and has worked for AT Kearney, IC Companys, VELUX Group and SR Private Brands. Nikolaj is master of economics from The University of Copenhagen, and has for the last 13 years managed investment companies. In 2010, Nikolaj founded Nordic Solar Energy, and today he owns the majority share of NSE Management A/S. Nikolaj is responsible for the daily operations and management of Nordic Solar Energy and of the management company. Nikolaj is on the Board of Semler Gruppen, Dulong Fine Jewelry and has previously also been Chairman of the Board in Nørrebro Bryghus and Ticket to Heaven.*

## 03

## Beretning 2016

## MARKEDSUDVIKLINGEN

På energiområdet tog verden et skridt i den rigtige retning i 2016, men der er stadig lang vej til en verden uden fossile brændstoffer. Solenergi udgør i dag ca. 1% af jordens energiforsyning, og vedvarende energi udgør tilsammen ca. 23%. Det forventes at vedvarende energi vil udgøre op mod 60% af verdens energiforsyning i 2040, og der er således lagt op til en kraftig vækst. Med solenergi som konkurrencedygtig energikilde i mange dele af verden er forventningerne til væksten på dette område stor. Generelt er solenergi nu

prismæssigt konkurrencedygtigt med traditionelle energikilder som kul, olie og gas på mange markeder og er flere steder i verden etableret som væsentlig energikilde. Den globale produktionskapacitet inden for solenergi oplevede sin største absolutte stigning i 2016 efter en vækst på 25% i forhold til 2015.

Solenergimarkedet boomer af flere forskellige årsager. For det første på grund af de faldende enhedsomkostninger, som har gjort teknologien mere konkurrencedygtig. Alene det seneste år er enhedsomkostninger faldet med

20% og faldet forventes at fortsætte. Derudover har væksten været baseret på øget investeringsinteresse, billig kapital samt det globale fokus på de miljømæssige konsekvenser af fossile brændstoffer, som har påvirket energipolitikken i mange lande.

Den 30. november 2016 offentliggjorde EU Kommissionen et forslag, der skal gøre EU til en global leder inden for vedvarende energi og det skal sikre, at målet om mindst 27% vedvarende energi i det endelige energiforbrug i EU i 2030 opfyldes. Det er dog ikke EU, der forventes at være den største bidrager til væksten inden for solenergi i de kommende år. Kina investerede eksempelvis i 2016 hele USD 103 mia. i solprojekter, hvilket var mere end i USA (44 mia.), Storbritannien (22 mia.) og Japan (36 mia.) tilsammen. I USA voksede solenergi i 2016 med 95% i forhold til 2015 og der er nu 374.000 ansatte i den amerikanske



## Report 2016

## MARKET DEVELOPMENT

In the energy sector, the world has taken a step in the right direction in 2016, but there is still a long way to go towards a world without fossil fuels. At present, solar energy constitutes approx. 1% of the earth's energy supply and renewable energy generation makes up for a total of approx. 23%. Renewable energy is expected to make up close to 60% of the world's energy supply in 2040, so the stage is set for strong growth. With solar energy as a competitive energy source in many parts of the world, there are great expectations to the growth in this field. In general, solar energy is now competitive in price with traditional energy sources such as coal, oil and gas in many markets, and is in several places in the world established as a significant energy source. The global production capacity in solar energy experienced its highest absolute increase in 2016, following a growth of 25% compared to 2015.

The solar energy market is booming for several reasons. First of all, costs of components are dropping, making the technology more competitive. In the past year alone, component costs have dropped by 20% and the decline is expected to continue. Market growth has also been

based on an increased interest in investment, cheap capital as well as the global focus on the environmental consequences of fossil fuels, which has influenced energy policies in many countries.

On 30 November 2016, the EU Commission published a proposal making the EU a global leader in renewable energy and ensuring that the goal of at least 27% renewable energy in the final energy consumption the EU in 2030 is met. However, EU is not expected to be the largest contributor to growth in solar energy in the coming years. E.g., China invested USD 103 bill. in 2016 in solar projects, which was more than in the US (44 bill.), Great Britain (22 bill.) and Japan (36 bill.) combined. In the US, solar energy grew in 2016 by 95% compared to 2015, and there are now 374,000 employees in the American solar energy sector, which is approx. twice as many as in the coal, oil and gas sectors combined. Thus, there were 73,615 new jobs created in this sector in 2016, corresponding to approx. 3% of all jobs in the US in 2016 being created within the solar energy industry.

Unfortunately, two important climate change indicators – global surface temperatures and the area of the Arctic sea ice – have broken many records in the first half of 2016. Each of the first six months of 2016 set a record as the warmest month globally since these were first measured

solenergisektor, hvilket er ca. dobbelt så mange som inden for kul, olie og gas tilsammen. Der kom således 73.615 nye jobs i denne sektor i 2016, hvilket svarer til at ca. 3 % af alle nye jobs i USA i 2016 blev skabt inden for solenergibranchen.

To vigtige klimaændringsindikatorer – globale overfladetemperaturer og omfanget af den arktiske havis – har desværre brudt mange uheldige rekorder gennem den første halvdel af 2016. Hver af de første seks måneder af 2016 satte rekord som den varmeste respektive måned globalt, siden man i 1880 begyndte at måle disse. Seks måneders perioden fra januar til juni havde i gennemsnit en temperatur der var 1,3 C° varmere end ved slutningen af det nittende århundrede.

De kommende år forventes en yderligere reduktion af omkostningerne til etablering af nye solenergianlæg, og med fortsat politisk opbakning i

Europa til transformation af energi-systemer fra fossile brændstoffer over mod vedvarende energiløsninger som bl.a. solenergi, forventer vi fortsat at se en branche i vækst.

#### MARKEDSRISIKO

Den overordnede markedsrisiko for en solparkejer er stadig i høj grad knyttet til de statsgaranterede salgspriser på strøm, de såkaldte feed-in-tariffer. Det er vores vurdering, at risikoen for indgreb med tilbagevirkende kraft i EU – det vil sige indgreb i tariffer på eksisterende anlæg, der påvirker investorenes afkast – bliver mindre og mindre i takt med den løbende harmonisering og branchens udvikling.

Vi har gennem en årrække set en løbende tilpasning af tarifferne i EU, således at de faldende etableringsomkostninger ved solenergianlæg også kommer skatteyderne til gode gennem faldende omkostninger ved omstillingen til grøn energi.

Ifølge EU bør medlemslandene undgå uanmeldte eller tilbagevirkende ændringer i støtteordninger, da dette underminerer investorenes tillid og forhindrer fremtidige investeringer. EU har en række anbefalinger og vejledninger til medlemslandene til brug ved etablering af vedvarende energistøtteordninger, og vi ser i højere og højere grad, at nye støtteordninger etableres i tråd med disse vejledninger.

Andre markedsrisici er generelle skatte- eller afgiftsmæssige ændringer i de enkelte lande. Ændringer i tariffer, skatter og afgifter påvirker indtjeningen i solparkerne, og dermed det fremtidige afkast.

Nordic Solar Energy's risikospredning med en etableret portefølje af solparker i forskellige EU-lande reducerer følsomheden af det enkelte lands politiske beslutninger, hvilket reducerer markedsrisikoen. Dette er et af de

unikke karakteristika ved en investering i Nordic Solar Energy.

Endelig er udviklingen i energipriserne en parameter, der kan påvirke afkastet på solenergiinvesteringer. Årsagen er, at de fleste støttesystemer er baseret på, at én andel af den afregningspris, man modtager, er et fast eller indekseret tilskud, og den anden del af afregningsprisen er salg af strøm til markedspris. Nordic Solar Energy har i dag ca. 80 % af omsætningen fra statstilskud og ca. 20 % af omsætningen fra salg af strøm til markedspris.

Energiprisen på engrosmarkedet er i mange år steget mere end inflationen, og denne udvikling forventer de fleste markedsdeltagere vil fortsætte i de kommende år. I 2016 skete der imidlertid det, at de meget lave olie, og gaspriser pressede energipriserne ned, hvilket også påvirkede elpriserne i negativ retning over hele Europa. For Nordic Solar Energy betød dette

et fald i indtjeningen på salg af strøm i specielt Italien, Belgien og Spanien. Udviklingen i 2016 har ikke fået markedsdeltagerne til at ændre på forventningen om stigende priser på engrosmarkedet for elektricitet i de kommende år.

#### FINANSIEL RISIKO

Den finansielle risiko for en solparkejer er generelt lav, idet lånefinansieringsdelen for de fleste solparker er baseret på uopsigelige lån, der ikke har hæftelse fra moderselskabet, og overvejende har fast rente. Dette er også tilfældet for Nordic Solar Energy's gældsfinansiering, hvor kun en mindre del af lånefinansieringen er med variabel rente.

Valutakurs er en anden finansiell risiko i Nordic Solar Energys portefølje efter investeringen i England i 2015. Valutarisikoen i engelske pund (GBP) er reduceret ved at lånet svarende til ca. 60 % af investeringen, er optaget i

GBP. Selskabet har en valutarisiko på de udbytter i GBP der veksles over de næste 24 år. Afkastet på investeringen er således påvirket af udsving i pundkursen.

#### NORDIC SOLAR ENERGYS UDVIKLING 2016

Nordic Solar Energy fortsatte væksten i 2016, idet selskabet investerede i to nye solparker til en samlet enterprise value af EUR 23,5 mio. (DKK 175 mio.). I september blev der investeret i en 2,8 MWp solpark i Frankrig, oprindeligt sat i drift i 2013, til lidt over EUR 13 mio. (DKK 100 mio.). I oktober blev der investeret i et tagbaseret 3,3 MWp solanlæg i det nordlige Italien, der har været i drift siden 2011, til lidt under EUR 10 mio. (DKK 75 mio.). I den franske solpark refinansierede selskabet gælden efter købet, som en del af købsaftalen. Det betød, at der i den forbindelse var omkostninger på EUR 0,86 mio. (DKK 6,4 mio.) ved at indfri den

in 1880. The six-month period from January until June had an average temperature that was 1.3°C warmer than at the end of the nineteenth century.

A further reduction in costs is expected in the coming years for establishing new solar energy plants, and with continued political support in Europe for transitioning energy systems from fossil fuels toward renewable energy solutions, such as solar energy, we expect to see an industry in continued growth.

#### MARKET RISK

The primary market risk for a solar park owner is still mainly associated with the government guaranteed sales price of electricity, the so-called feed-in tariffs. We consider the risk of retroactive interventions in the EU – i.e. interventions in tariffs for existing plants that affect the investors' returns – to be lower and lower in line with the continual harmonisation and development of the industry.

Through several years, we have seen a continual adaptation of the tariffs in the EU, meaning that reduced establishment costs of solar energy plants will also benefit the tax payers through lower costs when transitioning to green energy.

According to EU, the member states should avoid unannounced or retroactive changes in the subsidies, as this

undermines the investors' trust and prevents future investments. EU has a number of recommendations and guidelines for the member states to be used when establishing subsidy programs for renewable energy, and we are seeing an increase in subsidy schemes in line with these guidelines.

Other market risks generally include tax or fiscal changes in the individual countries. Changes in tariffs, taxes and charges affect the earnings in the solar parks, and thereby also the future return.

Nordic Solar Energy's risk diversification with an established portfolio of solar parks in different EU countries reduces the sensitivity to the individual country's political decisions, which reduces the market risk. This is one of the unique features of an investment in Nordic Solar Energy.

Finally, the development in the energy prices is a parameter that may affect the return on solar energy investments. The reason being that most subsidy systems are based on one share of the settlement price received being a fixed or indexed tariff, and the other portion of the settlement price being the sale of electricity at market price. At present, Nordic Solar Energy has approx. 80 % of revenue from government subsidies and approx. 20 % of the revenue from sale of electricity at market price.

The energy price on the wholesale market has been steadily increasing for many years in real terms, and most market participants expect this to continue in the coming years. However, in 2016 the very low oil and gas prices pushed down the energy prices, which also affected the electricity prices in a negative direction all over Europe. For Nordic Solar Energy, this meant a drop in the earnings on the sale of electricity especially in Italy, Belgium and Spain. The development in 2016 has not affected market participants' expectations of rising prices on the wholesale market for electricity in the coming years.

#### FINANCIAL RISK

The financial risk for a solar park owner is generally low, since the debt financing portion for most solar parks is based on non-recourse loans, without any guarantee from the borrower, and mainly with fixed interest. This is also the case for Nordic Solar Energy's debt financing, where only a smaller part of the loan financing has a variable interest rate.

The exchange rate is another financial risk in Nordic Solar Energy's portfolio after the investment in England in 2015. The currency risk in British sterling (GBP) is reduced by the loan corresponding to approx. 60 % of the investment being taken in GBP. The company has a currency risks on the dividends in GBP which will be realised over the next

24 years. The return is therefore affected by fluctuations in the sterling exchange rate.

#### DEVELOPMENT OF NORDIC SOLAR ENERGY 2016

Nordic Solar Energy continued growing in 2016, as the company invested in 2 new solar parks for a total value of EUR 23.5 mill. (DKK 175 mill.). In September investments were made in a 2.8 MWp solar park in France, initially put into operation in 2013, totalling a little more than EUR 13 mill. (DKK 100 mill.). In October investments were made in a 3.3 MWp solar park in northern Italy, which has been in operation since 2011, totalling a little under EUR 10 mill. (DKK 75 mill.). In the French solar park, we refinanced the debt after the purchase, as part of the purchase agreement. This meant that there was a breakage fee on the previous financing of EUR 0.86 mill. (DKK 6.4 mill.). This cost was outweighed by a new, larger financing with a low, fixed interest rate. Since the financing was part of the purchase agreement, this has not been charged as an expense in Nordic Solar Energy's accounts, but recognised as part of the purchase costs. However, refinancing costs are charged as expenses in the local accounts, where they are deductible. In the Italian solar park, the company took over the existing financing.

The equity portion of the two investments were financed through the company's so-called loan program. The



gamle finansiering. Omkostningerne ved låneomlægningen blev mere end opvejet af de lavere renteudgifter på det nye lån. Da refinansieringen var en del af købsaftalen, er dette ikke udgiftsført i Nordic Solar Energys regnskab, men indregnet som en del af købsomkostningerne. Til gengæld er refinansieringsomkostninger udgiftsført i de lokale regnskaber, hvor de er fradragsberettigede. I den italienske solpark overtog selskabet den eksisterende finansiering.

Egenkapitaldelen af de to investeringer blev finansieret igennem selskabets såkaldte låneprogram. Programmet er en bridgefinansiering, altså en midlertidig finansiering, hvor aktionærerne sammen med et pengeinstitut og andre investorer stiller den fornødne kapital til rådighed. Efterfølgende har en stor del af investorerne valgt at konvertere deres lån til selskabet til ny aktiekapital. Samlet

set blev der i 2016 tegnet nye aktier for i alt EUR 4,4 mio. (DKK 32,7 mio.), svarende til en forøgelse af egenkapitalen med knap 30 %.

I 2017-18 arbejder Nordic Solar Energy frem mod en fordobling af selskabets aktiver og en yderligere risikospredning i porteføljen. I den anledning er der i starten af året åbnet et nyt låneprogram til sikring af den fremtidige vækst som sammen med en investeringskredit fra et pengeinstitut giver plads til egenkapitalinvestering for ca. EUR 20 mio. (DKK 150 mio.), hvoraf ca. 80 % er sikret.

#### FAIF-LOVEN

Væksten i Nordic Solar Energy betyder, at selskabets administrator NSE Management i løbet af 2017 skal ansøge Finanstilsynet om en udvidet tilladelse som »forvalter af alternative investeringsfonde« Faif. Grænseværdierne, omfattet af Faif-loven om

aktiver under administration på EUR 100 mio. (DKK 745 mio.), forventes overskredet i løbet af 2017. Faif-loven implementerer EU Direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde. Direktivet har til formål at skabe en ensartet regulering i EU af de selskaber, der blandt andet administrerer den type fonde, der sædvanligvis betegnes som private equity-fonde, hedge-fonde og andre former for kollektive investeringer.

Et af de nye krav bliver blandt andet at der etableres separate risiko- og likviditetsstyringsfunktioner hos forvalteren. Et andet krav bliver at en ekstern, af finanstilsynet godkendt depositar, skal kontrollere selskabets betalingsstrømme, herunder særligt betalinger foretaget af eller på vegne af investorerne i Nordic Solar Energy. Derudover skal depositaren sikre, at handel med kapitalandele i selskabet sker i overensstemmelse

med vedtægter og bestemmelser, og at beregning af indre værdi sker i overensstemmelse med lovgivningen og selskabets vedtægter og politikker.

Den øgede administration som en tilladelse som forvalter medfører, herunder de nye krav om at forvalteren indsender en række mere detaljerede oplysninger m.v. vil medføre øgede omkostninger i Nordic Solar Energy. Det er forventningen, at det i det første år vil koste omkring 0,25 % i afkast pr. aktie, men med den planlagte vækst, vil omkostningen pr. aktie hurtigt falde og således ikke påvirke afkastet væsentligt.

program is a bridge financing, that is a temporary financing, where the shareholders collaborate with a financial institution and other investors to provide the necessary capital. Subsequently, many of the investors have chosen to convert their loans to the company to new equity. In 2016 new shares were subscribed for a total of EUR 4.4 mill. (DKK 32.7 mill.) corresponding to an increase in equity of almost 30 %.

In 2017-18, Nordic Solar Energy will be working towards a doubling of the company's assets and an additional risk diversification in the portfolio. To that end, a new loan program was opened at the end of the year, to ensure the future growth which, along with an investment credit from a financial institution, makes room for equity investment of approx. EUR 20 mill. (DKK 150 mill.), of which approx. 80 % is secured.

#### AIFM ACT

The growth in Nordic Solar Energy means that the company's administrator NSE Management must apply to the FSA in 2017 for an extended authorisation as »manager of alternative investment funds« AIFM. The limit values comprised by the AIFM Act on assets under administration of EUR 100 mill. (DKK 745 mill.) are expected to be surpassed in 2017. The AIFM Act implements EU Directive 2011/61/EU on managers of alternative investment funds.

The Directive has the objective of creating a uniform regulation in EU of the companies that among other things manage this type of fund, normally designated as private equity funds, hedge funds and other kind of collective investments.

One of the new requirements is that separate risk and liquidity management functions shall be set up with the asset manager. Another requirement will be that an external depository, approved by the FSA, will review the company's cash flows, including especially payments made by or on behalf of the investors in Nordic Solar Energy. The depository will also ensure that trade with capital shares in the company is done in accordance with regulations and provisions, and that calculation of book value will be done in accordance with legislation and the company's regulations and policies.

The increase in administrative work involved in the requirement of authorisation, including the new requirements that the asset manager submit a number of more detailed data with regard to the AIFM regulations, will involve higher costs for Nordic Solar Energy. It is expected to cost about 0.25 % per share in return during the first year, but with the planned growth, the cost per share will quickly drop and thus not affect the return significantly.



**DRIFT**

I 2016 producerede solparkerne pænt i forhold til budgettet og uden nævneværdige driftsproblemer, undtagen på et enkelt anlæg i Italien. Selskabets teknikere har i år haft ekstra fokus på optimeringsmuligheder, og specielt anlægget i Pellegrino i Italien er blevet grundigt gennemgået. Gennem en periode har der været observeret uregelmæssige produktionsdata fra Pellegrino, og der er foretaget en større undersøgelse af anlægget. En af årsagerne til den noget ustabile produktion har været problemer med software i vekselretterne (inverterne), som nu er blevet opdateret med ny software.

I juni og juli skinnede solen ikke nær så meget, som budgetteret, og det gav nogle mindre gode måneder produktionsmæssigt. Dog gjorde høj produktion i de resterende måneder af året, at produktionen endte på et lille plus. Samlet set har det

produktionsmæssigt været et tilfredsstillende år med en produktion på 28.889 MWh, 2 % bedre end budgettet.

En opgørelse af 7 års drift viser en årlig gennemsnitlig merproduktion for hele porteføljen på 3 % sammenlignet med de oprindelige investeringsbudgetter målt fra investeringstidspunktet.

**2016-REGNSKABET**

Nordic Solar Energy har i 2016, som de foregående to år, valgt at præsentere et konsolideret koncernregnskab, hvor samtlige datterselskabers regnskabstal er konsolideret ind linje for linje. De nye solparkeres regnskaber er konsolideret ind fra overtagedesdagen, henholdsvis 23. september og 13. oktober.

I 2016 blev omsætningen på EUR 6,3 mio. (DKK 46,8 mio.) og et resultat før renter og afskrivninger på EUR 4,6 mio. (DKK 34,4 mio.). Resultatet før skat for året var på EUR 60.380

(DKK 0,45 mio.) med et resultat efter skat og minoritetsinteresser på EUR -24.967 (DKK -0,19 mio.). Resultatet for året er lidt lavere end forventet, hvilket afspejler flere forhold. For det første har lavere elpriser reduceret omsætningen. For det andet har Folly Farm i England været påvirket negativt af valutakursregulering i forhold til engelske pund og tilbageførsel af TEUR 68 (DKK 0,5 mio.) i ekstraordinært tilskud fra 2015 regnskabet. Endelig er selskabet blevet pålagt øgede skatter på leje af tage i Belgien, hvilket dog til en vis grad opvejes af lavere jordskatter i Italien.

Som det fremgår er pengestrømmene fra driften fortsat stærke og væsentligt højere end nettoresultatet. Det skyldes, at der ikke er løbende investeringer i de eksisterende anlæg ud over den almindelige vedligeholdelse. Til gengæld er der relativt store afskrivninger og rentebetalinger, der reducerer resultatet. I

pengestrømsopgørelsen, fremgår det, at selskabets pengestrømme fra driften var EUR 2,3 mio. (DKK 17,2 mio.).

Udbyttet og selskabets resultat kan umiddelbart ikke sammenlignes, idet det udbetalte udbytte afhænger af selskabets pengestrømme fra solparkerne. Når pengestrømmene fra de eksisterende parker opgøres, skal resultatet således tillægges afskrivninger og udskudt skat, og så fratrækkes tilbagebetaling af gæld i solparkerne. Således er der ca. EUR 0,7 mio. (DKK 5,0 mio.) i "tilnærmet fri likviditet genereret eksklusive investeringsaktiviteter". Der har derudover været en reduktion i kapitalbindingen på reservekontoen i det tyske selskab Zerze V, samt pengestrømme genereret i de nytilkøbte solparker for hele året, som gør at der kan udbetales det foreslåede udbytte, hvilket er højere end den tilnærmede frie likviditet. Samlet er der ca. EUR 1,0 mio. (DKK 7,7 mio.) i fri

likviditet der kan udbetales til aktionærerne som udbytte.

Udbyttet for 2016, foreslået på generalforsamlingen, udgør DKK 5,5 pr. aktie (EUR 0,74) for aktier med fuld udbytteret for 2016. Nye aktier, udstedt i december 2016, modtager udbytte, for så vidt udbyttet overstiger DKK 5,5 (EUR 0,74) pr. aktie og da alene for det overskydende beløb. Ved det foreslåede udbytte svarer det til at disse aktier modtager DKK 0 i udbytte. Det samlede udbytte er foreslået til DKK 7.668.721 (EUR 1.029.359).

Nordic Solar Energy's solparker er indregnet i balancen til historisk kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger hvorimod den kurs, der løbende udstedes aktier til, udregnes i henhold til dagsværdimetoden, hvor værdien af egenkapitalen i hver enkelt solpark opgøres ud fra den interne rente i projektet.

**UDVIKLINGEN I 2017**

Der har ikke siden regnskabsårets afslutning været væsentlige ændringer i selskabet som påvirker årsrapporten. Nordic Solar Energy har etableret nye låneprogrammer og inklusive den eksisterende investeringskredit er der således kapitaltilsagn i selskabet til nye egenkapitalinvesteringer på op til EUR 16,8 mio. (DKK 125 mio.).

**FORVENTNINGER TIL DET KOMMENDE ÅR**

2017 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 7 % for 2017.

**OPERATIONS**

In 2016 the solar parks had a good production compared to budget, and without major operational problems, except for one plant in Italy. Technicians of the company have this year focused on opportunities for optimization, and especially the plant in Pellegrino in Italy has been reviewed thoroughly. Over a period, irregular production data from Pellegrino has been observed, and a major examination of the plant has been executed. One of the reasons for the somewhat unstable production has been problems with software in the inverters, and has now been updated with new software.

In June and July there was far too little sunshine compared to budget, giving somewhat poorer months in terms of production. However, high production from the remaining months of the year resulted in an overall small surplus. Overall it has been a satisfactory year in terms of production, with a production of 28,889 MWh, 2% better than expected in budget.

A review of the last 7 years of production show an average excess production for the portfolio of 3% per year, compared to the initial investment budgets measured at the time of investment.

**FINANCIAL REPORT 2016**

In 2016, Nordic Solar Energy has, as in the previous two

years, chosen to present consolidated group accounts, where all subsidiaries' accounts are consolidated line by line. The new solar parks are consolidated from the date of the final consolidation, which is 23 September and 13 October, respectively.

In 2016, the revenue was EUR 6.3 mill. (DKK 46.8 mill.) and result before taxes and depreciations were EUR 4.6 mill. (DKK 34.4 mill.). Result before taxes for the year was EUR 60,380 (DKK 0,45 mill.) with a result after taxes and minorities of EUR -24,967 (DKK -0,19 mill). The year's result is a little lower than expected, reflecting several factors. First of all, lower electricity prices have reduced the revenue. Secondly, Folly Farm in England has been negatively influenced by the GBP exchange rate and reversal of TEUR 68 (DKK 0,5 mio.) in extraordinary surplus from the 2015 accounts. Finally, the company has been required to pay higher taxes on roof leases in Belgium, which, however, is outweighed to a certain degree by lower land taxes in Italy.

As shown, the cash flows from the operations continue to be strong, and significantly higher than the net profit. This is because there are no further investments in the existing plants, beyond general maintenance. However, there are relatively large depreciations and interest payments, reducing the result. The cash flow shows that the

company's cash flows from operations was EUR 2,3 mill. (DKK 17,2 mill.).

The dividend and the company's result cannot be compared directly, since the paid dividend depends on the company's cash flows from the solar parks. When the cash flows from the existing parks are calculated, depreciations and deferred taxes should be added, and then the repayment of debt in the solar parks deducted. Thus there is approx. EUR 0,7 mill. (DKK 5,0 mill.) in "approximate free liquidity generated excl. investment activities". In addition to this there has been a reduction in the restricted cash in the reserve account in Germany, as well as the cash flows generated by the newly acquired solar parks for the full year, which allows a payment of the proposed dividend which is higher than the approximate free liquidity. Collectively there is approx. EUR 1.0 mill. (DKK 7.7 mill.) in available liquidity which can be paid out to shareholders as dividend.

The dividend for 2016, proposed at the annual general meeting constitutes DKK 5.5 per share (EUR 0.74) for shares with full dividend rights for 2016. New shares issued in December 2016 receive dividend if the dividend exceeds DKK 5.5 (EUR 0.74) per share, and then only for the excess amount. At the proposed dividend, this correspond to DKK 0 in dividend for these shares.

The total dividend is proposed to be DKK 7,668,721 (EUR 1,029,359).

Nordic Solar Energy's solar parks are valued in the balance sheet by the equity method, whereas the price that shares are continually issued at is calculated by the fair value method, where the value of the equity in each single solar park is calculated based on the internal rate of return for the project.

**DEVELOPMENT IN 2017**

Since the end of the fiscal year, there have been no significant events in the company affecting the annual report. Nordic Solar Energy has established new loan programs, and including the existing investment credit, there is capital commitments in the company for new equity investments of up to EUR 16.8 mill. (DKK 125 mill.).

**EXPECTATIONS FOR THE COMING YEAR**

2017 looks to be yet another good year of growth for Nordic Solar Energy, where further investments are expected, and the strategy of developing a diversified portfolio of solar energy plants in different EU countries will be continued.

Nordic Solar Energy expects a return to the shareholders of 7% for 2017.

## 04

## Årsregnskab



## RESULTATOPGØRELSE 1. JANUAR – 31. DECEMBER 2016

Alle beløb er i EUR

Note henvisning markeret med firkant x

Se noter fra side 43

	Koncern		Moderselskab	
	2016	2015	2016	2015
<b>Nettoomsætning</b>	<b>6.283.058</b>	<b>5.451.746</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Andre driftsindtægter	50	0	184.745	125.709
Direkte omkostninger	-1.124.029	-1.018.551	0	0
Andre eksterne omkostninger	-500.211	-386.917	-360.993	-241.079
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4.658.868</b>	<b>4.046.278</b>	<b>-176.248</b>	<b>-115.370</b>
Personaleomkostninger <span style="float: right;">1</span>	-43.000	-36.000	-43.000	-36.000
<b>Resultat før af- og nedskrivninger (EBITDA)</b>	<b>4.615.868</b>	<b>4.010.278</b>	<b>-219.248</b>	<b>-151.370</b>
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	-2.688.665	-2.149.198	0	0
<b>Resultat før finansielle poster</b>	<b>1.927.203</b>	<b>1.861.080</b>	<b>-219.248</b>	<b>-151.370</b>
Indtægter/tab fra kapitalandele i tilknyttede virksomheder <span style="float: right;">2</span>	0	0	-552.769	-318.368
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder <span style="float: right;">3</span>	0	0	115.476	104.981
Finansielle indtægter <span style="float: right;">4</span>	70.545	197.403	920.805	694.363
Finansielle omkostninger	-1.937.368	-1.853.890	-134.227	-187.244
<b>Resultat før skat</b>	<b>60.380</b>	<b>204.593</b>	<b>130.037</b>	<b>142.362</b>
Skat af årets resultat <span style="float: right;">5</span>	-102.758	-177.450	-155.004	-115.219
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	<b>-42.378</b>	<b>27.143</b>	<b>-24.967</b>	<b>27.143</b>
<b>Forslag til resultatdisponering</b>				
Foreslået udbytte	1.029.359	748.786	1.029.359	748.786
Minoritetsaktionærers andel af resultat	-17.411	0	0	0
Overført overskud	-1.054.326	-721.643	-1.054.326	-721.643
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	<b>-42.378</b>	<b>27.143</b>	<b>-24.967</b>	<b>27.143</b>

## BALANCE PR. 31. DECEMBER 2016

Alle beløb er i EUR

Note henvisning markeret med firkant **x**

	Koncern		Moderselskab	
	2016	2015	2016	2015
<b>AKTIVER</b>				
Solenergianlæg	66.789.277	49.226.852	0	0
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	192.787	199.676	0	0
<b>Materielle anlægsaktiver</b> <b>6</b>	<b>66.982.064</b>	<b>49.426.528</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder <b>7</b>	0	0	2.849.136	2.083.210
Kapitalandele i associerede virksomheder <b>8</b>	0	0	1.249.745	1.134.269
Tilgodehavender i tilknyttede virksomheder <b>9</b>	0	0	14.197.773	12.787.448
Tilgodehavender i associerede virksomheder <b>9</b>	0	0	1.290.739	1.408.071
Andre værdipapirer og kapitalandele <b>9</b>	30.709	28.622	30.709	28.622
Udskudt skatteaktiv	1.900.017	1.872.045	0	0
<b>Finansielle anlægsaktiver</b>	<b>1.930.726</b>	<b>1.900.667</b>	<b>19.618.102</b>	<b>17.441.620</b>
<b>Anlægsaktiver i alt</b>	<b>68.912.790</b>	<b>51.327.195</b>	<b>19.618.102</b>	<b>17.441.620</b>
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	1.283.103	842.558	36.370	0
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0	0	578.154	38.861
Andre tilgodehavender	1.281.314	79.289	50.426	8.505
Periodeafgrænsningsposter	291.552	88.475	0	0
<b>Tilgodehavender</b>	<b>2.855.969</b>	<b>1.010.322</b>	<b>664.950</b>	<b>47.366</b>
<b>Likvide beholdninger</b>	<b>5.996.900</b>	<b>7.897.192</b>	<b>936.852</b>	<b>567.177</b>
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>	<b>8.852.869</b>	<b>8.907.514</b>	<b>1.601.802</b>	<b>614.543</b>
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>77.765.659</b>	<b>60.234.709</b>	<b>21.219.904</b>	<b>18.056.163</b>

	Koncern		Moderselskab	
	2016	2015	2016	2015
<b>PASSIVER</b>				
Selskabskapital <b>10</b>	5.276.577	4.181.680	5.276.577	4.181.680
Reserve for sikringsinstrumenter	-2.070.456	-2.077.854	0	0
Overført resultat	13.492.910	11.815.209	11.422.454	9.737.355
Foreslået udbytte for regnskabsåret	1.029.359	748.786	1.029.359	748.786
<b>Nordic Solar Energy A/S' egenkapital i alt</b>	<b>17.728.390</b>	<b>14.667.821</b>	<b>17.728.390</b>	<b>14.667.821</b>
Minoritetsaktionærers andel af egenkapital	-80.034	-72.954	0	0
<b>Koncernens egenkapital i alt</b>	<b>17.648.356</b>	<b>14.594.867</b>	<b>17.728.390</b>	<b>14.667.821</b>
Hensættelse til udskudt skat	246.792	206.780	0	0
Andre hensættelser	316.148	0	0	0
<b>Hensatte forpligtelser i alt</b>	<b>562.940</b>	<b>206.780</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Gæld til kreditinstitutter	26.545.772	14.810.434	0	0
Andre kreditinstitutter	21.478.962	18.245.473	1.824.081	0
Anden gæld	4.024.309	4.273.333	0	0
<b>Langfristede gældsforpligtelser</b>	<b>52.049.043</b>	<b>37.329.240</b>	<b>1.824.081</b>	<b>0</b>
Gæld til kreditinstitutter	3.081.242	808.786	0	0
Kreditinstitutter	1.347.384	2.992.486	208.322	0
Leverandører af varer og tjenesteydelser	507.991	176.125	24.729	21.542
Gæld til selskabsdeltagere og ledelse	1.290.338	3.354.247	1.290.338	3.354.247
Selskabsskat	333.962	34.621	128.084	0
Anden gæld	944.403	737.557	15.960	12.553
<b>Kortfristede gældsforpligtelser</b>	<b>7.505.320</b>	<b>8.103.822</b>	<b>1.667.433</b>	<b>3.388.342</b>
<b>Gældsforpligtelser i alt</b>	<b>59.554.363</b>	<b>45.433.062</b>	<b>3.491.514</b>	<b>3.388.342</b>
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>77.765.659</b>	<b>60.234.709</b>	<b>21.219.904</b>	<b>18.056.163</b>

Eventualposter m.v.

**11**

## EGENKAPITALOPGØRELSE

Alle beløb er i EUR

### KONCERN

	Selskabs- kapital	Reserve for sikrings- instrumenter	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt Nordic Solar Energy A/S	Minoritets- aktionærers andel af egenkapital	I alt koncernen
Egenkapital 1. januar 2016	4.181.680	-2.077.854	11.815.209	748.786	14.667.821	-72.954	14.594.867
Kapitalforhøjelse	1.094.897	0	3.291.695	0	4.386.592	0	4.386.592
Betalt ordinært udbytte	0	0	0	-748.786	-748.786	0	-748.786
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	0	11.321	0	0	11.321	0	11.321
Valutakursregulering	0	0	-522.673	0	-522.673	10.331	512.342
Omkostninger ved kapitalforhøjelse	0	0	-36.995	0	-36.995	0	-36.995
Årets resultat	0	0	-1.054.326	1.029.359	-24.967	-17.411	-42.378
Skat af egenkapital bevægelser	0	-3.923	0	0	-3.923	0	-3.923
<b>EGENKAPITAL I ALT 31. DECEMBER 2016</b>	<b>5.276.577</b>	<b>-2.070.456</b>	<b>13.492.910</b>	<b>1.029.359</b>	<b>17.728.390</b>	<b>-80.034</b>	<b>17.648.356</b>

Reserve for sikringsinstrumenter vedrører rentesikringsaftaler, hvor variabelt forrentede lån er sikret til fast rente. Den negative dagsværdi kan henføres til fremtidige estimerede forskelsrenter (merrenter) baseret på renteniveauet ved udgangen af 2016 og den forventede renteutvikling i rentesikringens løbetid. Hvis lånene havde været indgået med fast rente, ville reduktionen i egenkapitalen ikke fremkomme.

### MODERSELSKAB

	Selskabs- kapital	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital 1. januar 2016	4.181.680	9.737.355	748.786	14.667.821
Kontant kapitalforhøjelse	1.094.897	3.291.695	0	4.386.592
Betalt ordinært udbytte	0	0	-748.786	-748.786
Omkostninger ved kapitalforhøjelse	0	-36.995	0	-36.995
Egenkapitalposter i tilknyttede virksomheder	0	-515.275	0	-515.275
Årets resultat	0	-1.054.326	1.029.359	-24.967
<b>EGENKAPITAL 31. DECEMBER 2016</b>	<b>5.276.577</b>	<b>11.422.454</b>	<b>1.029.359</b>	<b>17.728.390</b>

**KONSOLIDERET PENGESTRØMSOPGØRELSE***Alle beløb er i EUR***DRIFTSAKTIVITETER**

	2016	2015
Årets resultat	-42.378	27.143
Finansielle indtægter	-70.545	-197.404
Finansielle udgifter	1.937.368	1.853.891
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	2.688.665	2.149.198
Skat af årest resultat	102.758	177.450
Ændringer i tilgodehavender	-534.120	812.463
Ændringer i kreditorer og anden gæld	203.160	90.959
<b>Pengestrømme fra driftsaktiviteter før finansielle indtægter og udgifter</b>	<b>4.284.908</b>	<b>4.913.700</b>
Finansielle indtægter modtaget	68.529	152.150
Finansielle udgifter betalt	-1.960.462	-1.573.071
<b>Pengestrømme fra ordinære aktiviteter</b>	<b>2.392.975</b>	<b>3.492.779</b>
Betalt selskabsskat	-78.386	-54.653
Andre justeringer	-5.107	173.925
<b>PENGESTRØMME FRA DRIFTSAKTIVITETER</b>	<b>2.309.482</b>	<b>3.612.051</b>

**INVESTERINGSAKTIVITETER**

Køb af solparker via datterselskaber	-5.820.923	-9.298.293
Salg af solparker via datterselskaber	0	1.380.596
<b>PENGESTRØMME FRA INVESTERINGSAKTIVITETER</b>	<b>-5.820.923</b>	<b>-7.917.697</b>

**FINANSIERINGSAKTIVITETER**

Tilbagebetaling af projektrelaterede lån	-2.000.530	-1.565.546
Træk på investeringsfaciliteter	195.114	2.127.707
Kontant kapitalforhøjelse/gældskonvertering	4.349.599	6.124.615
Betalt udbytte	-748.786	-607.596
Andre justeringer	0	14.071
<b>PENGESTRØMME FRA FINANSIERINGSAKTIVITETER</b>	<b>1.795.397</b>	<b>6.093.251</b>
<b>ÆNDRINGER I PENGESTRØMME</b>	<b>-1.716.044</b>	<b>1.787.605</b>

**LIKVIDER PRIMO**

Tilgængelige likvider	5.749.587	4.911.156
Bundne likvider	2.147.605	1.254.805
Kursreguleringer på likvider	-184.248	-56.374
<b>LIKVIDER VED PERIODENS BEGYNDELSE</b>	<b>7.712.944</b>	<b>6.109.587</b>

**LIKVIDER ULTIMO**

Tilgængelige likvider	3.729.398	5.749.587
Bundne likvider	2.267.502	2.147.605
<b>LIKVIDER VED PERIODENS SLUTNING</b>	<b>5.996.900</b>	<b>7.897.192</b>

# Noter til årsregnskabet

*Beløb er i EUR hvor andet ikke er angivet*

1 PERSONALEOMKOSTNINGER	Koncern		Moderselskab	
	2016	2015	2016	2015
Bestyrelses honorar	43.000	36.000	43.000	36.000
	<b>43.000</b>	<b>36.000</b>	<b>43.000</b>	<b>36.000</b>

**2 INDTÆGTER/TAB FRA KAPITALANDELE I TILKNYTTED E VIRKSOMHEDER**

	Moderselskab	
	2016	2015
Andel af overskud i tilknyttede virksomheder	81.840	185.876
Andel af underskud i tilknyttede virksomheder	-596.834	-466.250
Afskrivning af forskelsværdier	-37.775	-37.994
	<b>-552.769</b>	<b>-318.368</b>

**3 INDTÆGTER FRA KAPITALANDELE I ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER**

	Moderselskab	
	2016	2015
Andel af overskud i associerede virksomheder	113.885	103.390
Afskrivning af forskelsværdier	1.591	1.591
	<b>115.476</b>	<b>104.981</b>

**4 FINANSIELLE INDTÆGTER**

	Koncern		Moderselskab	
	2016	2015	2016	2015
Indtægter fra værdipapirer, der er klassificeret som anlægsaktiver	2.087	594	2.087	594
Renteindtægter fra tilknyttede virksomheder	0	0	861.237	643.875
Renteindtægter fra associerede virksomheder	0	0	39.468	42.005
Andre finansielle indtægter	68.458	196.809	18.013	7.889
	<b>70.545</b>	<b>197.403</b>	<b>920.805</b>	<b>694.363</b>

**5 SKAT AF ÅRETS RESULTAT**

	Koncern		Moderselskab	
	2016	2015	2016	2015
Årets aktuelle skat	102.625	82.840	139.769	115.219
Årets udskudte skat	-22.190	-83.030	0	0
Regulering af skat vedrørende tidligere år	18.400	-11.700	15.235	0
	<b>98.835</b>	<b>-11.890</b>	<b>155.004</b>	<b>115.219</b>
<b>Der fordeler sig således:</b>				
Skat af årets resultat	102.758	177.450	155.004	115.219
Skat af egenkapitalbevægelser	-3.923	-189.340	0	0
	<b>98.835</b>	<b>-11.890</b>	<b>155.004</b>	<b>115.219</b>

**6 MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER**

	Koncern	
	Solenergi-anlæg	Andre anlæg, driftsmateriel og inventar
Kostpris 1. januar 2016	57.048.936	232.068
Tilgang ved virksomhedskøb	22.418.078	0
Kursregulering	-2.230.154	0
<b>Kostpris 31. december 2016</b>	<b>77.236.860</b>	<b>232.068</b>
Af- og nedskrivninger 1. januar 2016	7.822.084	32.393
Årets afskrivninger	2.681.777	6.888
Kursregulering	-56.278	0
<b>Af- og nedskrivninger 31. december 2016</b>	<b>10.447.583</b>	<b>39.281</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIGE VÆRDI 31. DECEMBER 2016</b>	<b>66.789.277</b>	<b>192.787</b>
Heraf regnskabsmæssig værdi af leasede aktiver	24.560.301	0

**7 KAPITALANDELE I TILKNYTTED E VIRKSOMHEDER**

	Moderselskab	
	2016	2015
Kostpris 1. januar	2.478.085	2.478.085
Tilgang i årets løb	850.000	0
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>3.328.085</b>	<b>2.478.085</b>
Værdireguleringer 1. januar	-1.568.818	-1.417.611
Valutakursregulering	-522.673	-154.689
Årets resultat	-514.994	-280.374
Udbytte til moderselskabet	-143.000	-47.500
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	7.398	369.350
Afskrivning på forskelsværdier	-37.773	-37.994
<b>Værdireguleringer 31. december</b>	<b>-2.779.860</b>	<b>-1.568.818</b>
Kapitalandele med negativ værdi nedskrevet over tilgodehavender	2.300.911	1.173.943
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER</b>	<b>2.849.136</b>	<b>2.083.210</b>

## Kapitalandele i tilknyttede virksomheder specificerer sig således:

NAVN	Hjemsted	Selskabskapital	Stemme og ejerandel	Egenkapital	Årets resultat
<b>Direkte ejede datterselskaber</b>					
Solarpark Zerrew BV & Co. KG	Wiesbaden, Germany	EUR 50.000	100%	227.896	60.845
NSE Italy s.r.l.	Florence, Italy	EUR 10.000	100%	1.457.149	20.995
NSE Flandern ApS	Gentofte, Denmark	DKK 80.000	100%	-2.809.434	-566.078
NSE France SAS	Paris, France	EUR 850.000	100%	819.244	-30.756
<b>Indirekte ejede datterselskaber</b>					
NSE Pellegrino s.r.l.	Florence, Italy	EUR 10.000	100%*	1.530.907	89.281
NSE Chignolo Po s.r.l.	Florence, Italy	EUR 10.000	100%*	280.069	-31.613
SEnS Solar BV Amsterdam	Amsterdam, Netherlands	EUR 35.000	100%*	1.526.579	161.180
SEnS Solar Belgie BVBA	Gent, Belgium	EUR 729.000	100%*	868.158	65.000
SEnS Solar Belgie II BVBA	Gent, Belgium	EUR 991.000	100%*	1.230.999	139.217
Folly Farm Solar Park Limited	London, UK	GBP 100	75%*	-320.136	-69.643
Parc Solaire De Montmayon SAS	Paris, France	EUR 37.000	100%*	426.090	23.022

\*NSE Pellegrino s.r.l. indgår som 100% ejet datterselskab i NSE Italy s.r.l.

NSE Chignolo Po s.r.l. indgår som 100% ejet datterselskab i NSE Italy s.r.l.

SEnS Solar BV indgår som 100% ejet datterselskab i NSE Flandern ApS.

SEnS Solar Belgie BVBA indgår som 100% ejet datterselskab i SEnS Solar BV.

SEnS Solar Belgie II BVBA indgår som 100% ejet datterselskab i SEnS Solar BV.

Folly Farm Solar Park Limited indgår som 75% ejet datterselskab i NSE Flandern ApS.

Parc Solarie De Montmayon SAS indgår som 100% ejet datterselskab i NSE France SAS.

## 8 KAPITALANDELE I ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER

	Moderselskab	
	2016	2015
Kostpris 1. januar	755.522	755.522
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>755.522</b>	<b>755.522</b>
Værdireguleringer 1. januar	378.747	273.766
Årets resultat	113.885	103.390
Afskrivning på forskelsværdier	1.591	1.591
<b>Værdireguleringer 31. december</b>	<b>494.223</b>	<b>378.747</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER</b>	<b>1.249.745</b>	<b>1.134.269</b>

## Kapitalandele i associerede virksomheder specificerer sig således:

Navn	HJEMSTED	STEMME OG EJERANDEL	EGENKAPITAL	ÅRETS RESULTAT
ESF Spanien 0424 GmbH	Breklum, Germany	49%	2.599.198	232.418

## 9 FINANSIELLE ANLÆGSAKTIVER

	Moderselskab		
	Tilgodehavender i tilknyttede virksomheder	Tilgodehavender i associerede virksomheder	Andre værdipapirer og kapitalandele
Kostpris 1. januar 2016	13.961.391	1.408.071	26.635
Tilgang/afgang i årets løb	2.537.293	-117.332	0
<b>Kostpris 31. december 2016</b>	<b>16.498.684</b>	<b>1.290.739</b>	<b>26.635</b>
Værdireguleringer 1. januar	-1.173.944	0	1.987
Årets værdireguleringer	-1.126.967	0	2.087
<b>Værdireguleringer 31. december 2016</b>	<b>-2.300.911</b>	<b>0</b>	<b>4.074</b>
<b>REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER 2016</b>	<b>14.197.773</b>	<b>1.290.739</b>	<b>30.709</b>



## 04

## Financial Statements

## 10 SELSKABSKAPITAL

Selskabskapitalen består af 1.572.679 aktier à nominelt DKK 25 heraf 178.366 aktier der for regnskabsåret 2016 alene er berettiget til udbytte, såfremt dette overstiger DKK 5,50 (EUR 0,74) pr. aktie og da alene for det overskydende beløb. Derudover har ingen aktier særlige rettigheder.

Selskabskapitalen har udviklet sig således:

	2016	2015	2014	2013	2012
Selskabskapital 1. januar	4.181.680	2.599.459	1.753.778	1.136.184	448.912
Tilgang i året	1.094.897	1.582.221	845.681	617.594	687.272
<b>SELSKABS-KAPITAL 31. DECEMBER</b>	<b>5.276.577</b>	<b>4.181.680</b>	<b>2.599.459</b>	<b>1.753.778</b>	<b>1.136.184</b>

## 11 EVENTUALPOSTER M.V.

## Moderselskabet

Modervirksomheden indgår i sam-beskatning med de danske tilknyt-tede virksomheder. Selskaberne hæfter ubegrænset og solidarisk for danske selskabsskatter samt kildeskatter på udbytte, renter og royalties inden for sambeskatnings-kredsen. Den samlede indregnede danske selsskabsskat i koncernen udgør EUR 0. Eventuelle senere korrektioner til selskabsskatter og kildeskatter kan medføre at selskabs-hæftelse udgør et for de danske selskaber større beløb.

Moderselskabet har udstedt støtte-erklæringer til NSE Flandern ApS og Folly Farm Solar Park Limited gældende frem til 31. maj 2018.

Selskabet har ydet et lån til det asso-cierede selskab ESF Spanien O424 GmbH på TEUR 1.291 inkl. akkumule-rede 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 HSH Nordbank AG.

Lån fra datterselskabet NSE Flandern ApS til Folly Farm Solar Park Limited på TEUR 3.369 er efterstillet Folly Farm Solar Park Limited's lån i Triodos bank på TEUR 9.831.

Selskabets lån til datterselskabet NSE France SAS på TEUR 1.258 er efterstillet NSE France SAS's lån hos Natixis TEUR 11.950.

## Koncern

Likvide beholdninger på TEUR 2.092 er stillet til sikkerhed for gæld til kreditinstitutter på TEUR 41.110.

Koncernen er part i verserende skat-tesag i Italien. Efter ledelsens og koncernens italienske advokats vur-dering forventes udfaldet heraf ikke at få væsentlig negativ betydning for koncernen.

Koncernen har indgået aftaler til levering af fremtidige ydelser ved-rørende leje af jord samt drift- og vedligeholdelse. Værdien af disse kontrakter udgør TEUR 718 til forfald indenfor 12 måneder, TEUR 2.031 til forfald fra 1-5 år og TEUR 6.342 til forfald efter 5 år.

## INCOME STATEMENT 1 JANUARY - 31 DECEMBER 2016

All figures are in EUR  
Note reference in square **x**

	Group		Parent Company	
	2016	2015	2016	2015
Revenue	6,283,058	5,451,746	0	0
Other operating income	50	0	184,745	125,709
Direct cost	-1,124,029	-1,018,551	0	0
Other external expenses	-500,211	-386,917	-360,993	-241,079
Gross profit/Loss	4,658,868	4,046,278	-176,248	-115,370
Staff costs <b>1</b>	-43,000	-36,000	-43,000	-36,000
Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	4,615,868	4,010,278	-219,248	-151,370
Depreciation and impairment of property, plant and equipment	-2,688,665	-2,149,198	0	0
Profit/loss before financial income and expenses	1,927,203	1,861,080	-219,248	-151,370
Income/loss from investments in subsidiaries <b>2</b>	0	0	-552,769	-318,368
Income from investments in associates <b>3</b>	0	0	115,476	104,981
Financial income <b>4</b>	70,545	197,403	920,805	694,363
Financial costs	-1,937,368	-1,853,890	-134,227	-187,244
Profit/loss before tax	60,380	204,593	130,037	142,362
Tax on profit/loss for the year <b>5</b>	-102,758	-177,450	-155,004	-115,219
<b>NET PROFIT/LOSS FOR THE YEAR</b>	<b>-42,378</b>	<b>27,143</b>	<b>-24,967</b>	<b>27,143</b>
Proposed profit distribution				
Proposed dividend for the year	1,029,359	748,786	1,029,359	748,786
Minority shareholders share of profit/loss for the year	-17,411	0	0	0
Retained earnings	-1,054,326	-721,643	-1,054,326	-721,643
<b>NET PROFIT/LOSS FOR THE YEAR</b>	<b>-42,378</b>	<b>27,143</b>	<b>-24,967</b>	<b>27,143</b>

## BALANCE SHEET AT 31 DECEMBER 2016

All figures are in EUR  
Note reference in square x

	Group		Parent Company	
	2016	2015	2016	2015
<b>ASSETS</b>				
Solar Parks	66,789,277	49,226,852	0	0
Other fixtures and fittings, tools and equipment	192,787	199,676	0	0
<b>Property, plant and equipment</b> <sup>6</sup>	<b>66,982,064</b>	<b>49,426,528</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Investments in subsidiaries <sup>7</sup>	0	0	2,849,136	2,083,210
Investments in associates <sup>8</sup>	0	0	1,249,745	1,134,269
Receivables from subsidiaries <sup>9</sup>	0	0	14,197,773	12,787,448
Receivables from associates <sup>9</sup>	0	0	1,290,739	1,408,071
Other fixed asset investments <sup>9</sup>	30,709	28,622	30,709	28,622
Deferred tax asset	1,900,017	1,872,045	0	0
<b>Fixed asset investments</b>	<b>1,930,726</b>	<b>1,900,667</b>	<b>19,618,102</b>	<b>17,441,620</b>
<b>Fixed asset investments Total</b>	<b>68,912,790</b>	<b>51,327,195</b>	<b>19,618,102</b>	<b>17,441,620</b>
Trade receivables	1,283,103	842,558	36,370	0
Receivables from subsidiaries	0	0	578,154	38,861
Other receivables	1,281,314	79,289	50,426	8,505
Prepayments	291,552	88,475	0	0
<b>Receivables</b>	<b>2,855,969</b>	<b>1,010,322</b>	<b>664,950</b>	<b>47,366</b>
Cash at bank and in hand	<b>5,996,900</b>	<b>7,897,192</b>	<b>936,852</b>	<b>567,177</b>
<b>Current assets total</b>	<b>8,852,869</b>	<b>8,907,514</b>	<b>1,601,802</b>	<b>614,543</b>
<b>ASSETS TOTAL</b>	<b>77,765,659</b>	<b>60,234,709</b>	<b>21,219,904</b>	<b>18,056,163</b>

	Group		Parent Company	
	2016	2015	2016	2015
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>				
Share capital <sup>10</sup>	5,276,577	4,181,680	5,276,577	4,181,680
Reserve for hedging	-2,070,456	-2,077,854	0	0
Retained earnings	13,492,910	11,815,209	11,422,454	9,737,355
Proposed dividend for the year	1,029,359	748,786	1,029,359	748,786
<b>Nordic Solar Energy A/S' equity in total</b>	<b>17,728,390</b>	<b>14,667,821</b>	<b>17,728,390</b>	<b>14,667,821</b>
Minority shareholders share of equity	-80,034	-72,954	0	0
<b>Group equity in total</b>	<b>17,648,356</b>	<b>14,594,867</b>	<b>17,728,390</b>	<b>14,667,821</b>
Provision for deferred tax	246,792	206,780	0	0
Other provisions	316,148	0	0	0
<b>Provisions total</b>	<b>562,940</b>	<b>206,780</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Mortgage loans	26,545,772	14,810,434	0	0
Other credit institutions	21,478,962	18,245,473	1,824,081	0
Other payables	4,024,309	4,273,333	0	0
<b>Long-term debt</b>	<b>52,049,043</b>	<b>37,329,240</b>	<b>1,824,081</b>	<b>0</b>
Mortgage loans	3,081,242	808,786	0	0
Other credit institutions	1,347,384	2,992,486	208,322	0
Trade payables	507,991	176,125	24,729	21,542
Payables to shareholders	1,290,338	3,354,247	1,290,338	3,354,247
Corporation tax	333,962	34,621	128,084	0
Other payables	944,403	737,557	15,960	12,553
<b>Short-term debt</b>	<b>7,505,320</b>	<b>8,103,822</b>	<b>1,667,433</b>	<b>3,388,342</b>
<b>Debt total</b>	<b>59,554,363</b>	<b>45,433,062</b>	<b>3,491,514</b>	<b>3,388,342</b>
<b>LIABILITIES AND EQUITY TOTAL</b>	<b>77,765,659</b>	<b>60,234,709</b>	<b>21,219,904</b>	<b>18,056,163</b>
Contingent assets, liabilities and other financial obligations <sup>11</sup>				

## EQUITY

All figures are in EUR

## GROUP

	Share capital	Reserve for hedging	Retained earnings	Proposed dividend	Total Nordic Solar Energy A/S	Minority shareholders share of equity	Group equity in total
Equity at 1 January 2016	4,181,680	-2,077,854	11,815,209	748,786	14,667,821	-72,954	14,594,867
Capital increase	1,094,897	0	3,291,695	0	4,386,592	0	4,386,592
Ordinary dividend paid	0	0	0	-748,786	-748,786	0	-748,786
Fair value adjustment of hedging instruments	0	11,321	0	0	11,321	0	11,321
Exchange adjustment	0	0	-522,673	0	-522,673	10,331	512,342
Capital increase costs	0	0	-36,995	0	-36,995	0	-36,995
Net profit/loss for the year	0	0	-1,054,326	1,029,359	-24,967	-17,411	-42,378
Changes in tax of equity	0	-3,923	0	0	-3,923	0	-3,923
<b>EQUITY IN TOTAL 31 DECEMBER 2016</b>	<b>5,276,577</b>	<b>-2,070,456</b>	<b>13,492,910</b>	<b>1,029,359</b>	<b>17,728,390</b>	<b>-80,034</b>	<b>17,648,356</b>

Reserve for hedging relates to interest swaps, where loans with variable interest rates have been swapped to fixed interest rate. The negative fair value relates to future difference interests (interest expenses) based on the interest rate level at year-end 2016 and the expected interest rate development in the interest swap maturity.

## PARENT COMPANY

	SHARE CAPITAL	RETAINED EARNINGS	PROPOSED DIVIDEND	TOTAL
Equity at 1 January 2016	4,181,680	9,737,355	748,786	14,667,821
Cash capital increase	1,094,897	3,291,695	0	4,386,592
Ordinary dividend paid	0	0	-748,786	-748,786
Capital increase costs	0	-36,995	0	-36,995
Equity transactions in subsidiaries	0	-515,275	0	-515,275
Net profit/loss for the year	0	-1,054,326	1,029,359	-24,967
<b>EQUITY AT 31 DECEMBER 2016</b>	<b>5,276,577</b>	<b>11,422,454</b>	<b>1,029,359</b>	<b>17,728,390</b>

## CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

All figures are in EUR

	2016	2015
<b>OPERATING ACTIVITIES</b>		
Net profit/loss for the year	-42,378	27,143
Financial income	-70,545	-197,404
Financial expenses	1,937,368	1,853,891
Depreciation and impairment of property, plant and equipment	2,688,665	2,149,198
Tax on profit/loss for the year	102,758	177,450
Change in receivables	-534,120	812,463
Change in trade payables, etc	203,160	90,959
<b>Cash flows from operating activities before financial income and expenses</b>	<b>4,284,908</b>	<b>4,913,700</b>
Financial income received	68,529	152,150
Financial expenses paid	-1,960,462	-1,573,071
<b>Cash flows from ordinary activities</b>	<b>2,392,975</b>	<b>3,492,779</b>
Corporation tax paid	-78,386	-54,653
Other adjustments	-5,107	173,925
<b>CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES</b>	<b>2,309,482</b>	<b>3,612,051</b>
<b>INVESTING ACTIVITIES</b>		
Solar Parks investments made through subsidiaries	-5,820,923	-9,298,293
Sale of Solar Park investments through subsidiaries	0	1,380,596
<b>CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES</b>	<b>-5,820,923</b>	<b>-7,917,697</b>
<b>FINANCIAL ACTIVITIES</b>		
Repayment of project related loans	-2,000,530	-1,565,546
Investment facilities	195,114	2,127,707
Cash capital increase/increase through conversion of loans	4,349,599	6,124,615
Dividend paid	-748,786	-607,596
Other adjustments	0	14,071
<b>CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES</b>	<b>1,795,397</b>	<b>6,093,251</b>
<b>CHANGE IN CASH AND CASH EQUIVALENTS</b>	<b>-1,716,044</b>	<b>1,787,605</b>
<b>CASH BEGINNING OF THE YEAR</b>		
Cash at bank and in hand	5,749,587	4,911,156
Reserve accounts	2,147,605	1,254,805
Exchange gains/losses on cash	-184,248	-56,374
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT THE BEGINNING OF PERIOD</b>	<b>7,712,944</b>	<b>6,109,587</b>
<b>CASH END OF PERIOD</b>		
Cash at bank and in hand	3,729,398	5,749,587
Reserve accounts	2,267,502	2,147,605
<b>CASH AND CASH EQUIVALENTS AT THE END OF PERIOD</b>	<b>5,996,900</b>	<b>7,897,192</b>

## Notes to the Financial Statements

All figures are in EUR

### 1 STAFF COSTS

	Group		Parent Company	
	2016	2015	2016	2015
Fee to Board of Directors	43,000	36,000	43,000	36,000
	<b>43,000</b>	<b>36,000</b>	<b>43,000</b>	<b>36,000</b>

### 2 INCOME/LOSS FROM INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES

	Parent Company	
	2016	2015
Share of profits of subsidiaries	81,840	185,876
Share of losses of subsidiaries	-596,834	-466,250
Depreciation of revaluations	-37,775	-37,994
	<b>-552,769</b>	<b>-318,368</b>

### 3 INCOME FROM INVESTMENTS IN ASSOCIATES

	Parent Company	
	2016	2015
Share of profits of associates	113,885	103,390
Depreciation of revaluations	1,591	1,591
	<b>115,476</b>	<b>104,981</b>

**4 FINANCIAL INCOME**

	Group		Parent Company	
	2016	2015	2016	2015
Income from fixed asset investments	2,087	594	2,087	594
Interest received from subsidiaries	0	0	861,237	643,875
Interest received from associates	0	0	39,468	42,005
Other financial income	68,458	196,809	18,013	7,889
	<b>70,545</b>	<b>197,403</b>	<b>920,805</b>	<b>694,363</b>

**6 PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT**

	Solar Parks	Other fixtures and fittings, tools and equipment
Cost at 1 January 2016	57,048,936	232,068
Additions from acquisitions	22,418,078	0
Currency conversion	-2,230,154	0
<b>Cost at 31 December 2016</b>	<b>77,236,860</b>	<b>232,068</b>
Impairment losses and depreciation at 1 January 2016	7,822,084	32,393
Depreciation for the year	2,681,777	6,888
Currency conversion	-56,278	0
<b>Impairment losses and depreciation at 31 December 2016</b>	<b>10,447,583</b>	<b>39,281</b>
<b>CARRYING AMOUNT AT 31 DECEMBER 2016</b>	<b>66,789,277</b>	<b>192,787</b>
Thereof value of leased assets	24,560,301	0

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

	Group		Parent Company	
	2016	2015	2016	2015
Current tax for the year	102,625	82,840	139,769	115,219
Deferred tax for the year	-22,190	-83,030	0	0
Adjustment of tax concerning previous years	18,400	-11,700	15,235	0
	<b>98,835</b>	<b>-11,890</b>	<b>155,004</b>	<b>115,219</b>
<b>Which breaks down as follows:</b>				
Tax on profit/loss for the year	102,758	177,450	155,004	115,219
Tax on changes in equity	-3,923	-189,340	0	0
	<b>98,835</b>	<b>-11,890</b>	<b>155,004</b>	<b>115,219</b>

**7 INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES**

	Parent Company	
	2016	2015
Cost at 1 January	2,478,085	2,478,085
Additions for the year	850,000	0
<b>Cost at 31 December</b>	<b>3,328,085</b>	<b>2,478,085</b>
Revaluations at 1 January	-1,568,818	-1,417,611
Exchange adjustment	-522,673	-154,689
Net profit/loss for the year	-514,994	-280,374
Dividend to the Parent Company	-143,000	-47,500
Fair value adjustment of hedging instruments	7,398	369,350
Depreciation of revaluations	-37,773	-37,994
<b>Revaluations at 31 December</b>	<b>-2,779,860</b>	<b>-1,568,818</b>
Equity investments with negative net asset value amortised over receivables	2,300,911	1,173,943
<b>CARRYING AMOUNT AT 31 DECEMBER</b>	<b>2,849,136</b>	<b>2,083,210</b>

Investments in subsidiaries are specified as follows:

NAME	Place of Registered Office	Share Capital	Votes and Ownership	Equity	Net profit/loss for the year
<b>Directly owned subsidiaries</b>					
Solarpark Zerrew BV & Co. KG	Wiesbaden, Germany	EUR 50,000	100%	227,896	60,845
NSE Italy s.r.l.	Florence, Italy	EUR 10,000	100%	1,457,149	20,995
NSE Flandern ApS	Gentofte, Denmark	DKK 80,000	100%	-2,809,434	-566,078
NSE France SAS	Paris, France	EUR 850,000	100%	819,244	-30,756
<b>Indirectly owned subsidiaries</b>					
NSE Pellegrino s.r.l.	Florence, Italy	EUR 10,000	100%*	1,530,907	89,281
NSE Chignolo Po s.r.l.	Florence, Italy	EUR 10,000	100%*	280,069	-31,613
SEnS Solar BV Amsterdam,	Amsterdam, Netherlands	EUR 35,000	100%*	1,526,579	161,180
SEnS Solar Belgie BVBA	Gent, Belgium	EUR 729,000	100%*	868,158	65,000
SEnS Solar Belgie II BVBA	Gent, Belgium	EUR 991,000	100%*	1,230,999	139,217
Folly Farm Solar Park Limited	London, UK	GBP 100	75%*	-320,136	-69,643
Parc Solaire De Montmayon SAS	Paris, France	EUR 37,000	100%*	426,090	23,022

\*NSE Pellegrino s.r.l. is a fully owned subsidiary of NSE Italy s.r.l.

NSE Chignolo Po s.r.l. is a fully owned subsidiary of NSE Italy s.r.l.

SEnS Solar BV is a fully owned subsidiary of NSE Flandern ApS.

SEnS Solar Belgie BVBA is a fully owned subsidiary of SEnS Solar BV.

SEnS Solar Belgie II BVBA is a fully owned subsidiary of SEnS Solar BV.

Folly Farm Solar Park Limited is owned 75% by NSE Flandern ApS.

Parc Solaire De Montmayon SAS is a fully owned subsidiary of NSE France SAS.

## 8 INVESTMENTS IN ASSOCIATES

	Parent Company	
	2016	2015
Cost at 1 January	755,522	755,522
<b>Cost at 31 December</b>	<b>755,522</b>	<b>755,522</b>
Revaluations at 1 January	378,747	273,766
Net profit/loss for the year	113,885	103,390
Depreciation of revaluations	1,591	1,591
<b>Revaluations at 31 December</b>	<b>494,223</b>	<b>378,747</b>
<b>CARRYING AMOUNT AT 31 DECEMBER</b>	<b>1,249,745</b>	<b>1,134,269</b>

Investments in associates are specified as follows:

NAME	Place of registered office	Votes and ownership	Equity	Net profit/loss for the year
ESF Spanien 0424 GmbH	Breklum, Germany	49%	2,599,198	232,418

## 9 FIXED ASSET INVESTMENTS

	Parent Company		
	Receivables from subsidiaries	Receivables from associates	Other fixed assets investments
Cost at 1 January 2016	13,961,391	1,408,071	26,635
Additions/disposals for the year	2,537,293	-117,332	0
<b>Cost at 31 December 2016</b>	<b>16,498,684</b>	<b>1,290,739</b>	<b>26,635</b>
Revaluations at 1 January	-1,173,944	0	1,987
Revaluations for the year	-1,126,967	0	2,087
<b>Revaluations at 31 December 2016</b>	<b>-2,300,911</b>	<b>0</b>	<b>4,074</b>
<b>CARRYING AMOUNT AT 31 DECEMBER 2016</b>	<b>14,197,773</b>	<b>1,290,739</b>	<b>30,709</b>

## 10 SHARE CAPITAL

The share capital consists of 1,572,679 shares of a nominal value of DKK 25 of which 178,366 shares only carries rights to dividend for the financial year 2016 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.

The share capital has developed as follows:

	2016	2015	2014	2013	2012
Share capital at 1 January	4,181,680	2,599,459	1,753,778	1,136,184	448,912
Additions for the year	1,094,897	1,582,221	845,681	617,594	687,272
<b>SHARE CAPITAL 31. DECEMBER</b>	<b>5,276,577</b>	<b>4,181,680</b>	<b>2,599,459</b>	<b>1,753,778</b>	<b>1,136,184</b>

## 11 CONTINGENT ASSETS, LIABILITIES AND OTHER FINANCIAL OBLIGATIONS

### Parent Company

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 consolidated amounts to EUR 0. Any subsequent corrections to the corporate taxes and withholding taxes can lead to another amount.

The Parent Company has issued a letter of financial support to the subsidiaries NSE Flandern ApS and Folly Farm Solar Park Limited until May 31st 2018.

The Company has provided a loan to the associate ESF Spain 0424 GmbH of TEUR 1,291 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 subsidiary NSE Flandern ApS to Folly Farm Solar Park Limited amounting to TEUR 3,369 have been

subordinated Folly Farm Solar Park Limited's loan in Triodos bank TEUR 9,831.

The company's loan to subsidiary NSE France SAS TEUR 1,258 is subordinated NSE France SAS's loan in Natixis TEUR 11,950.

### Group

Liquid holdings of TEUR 2,092 are pledged as security for debt to creditors of TEUR 41,110.

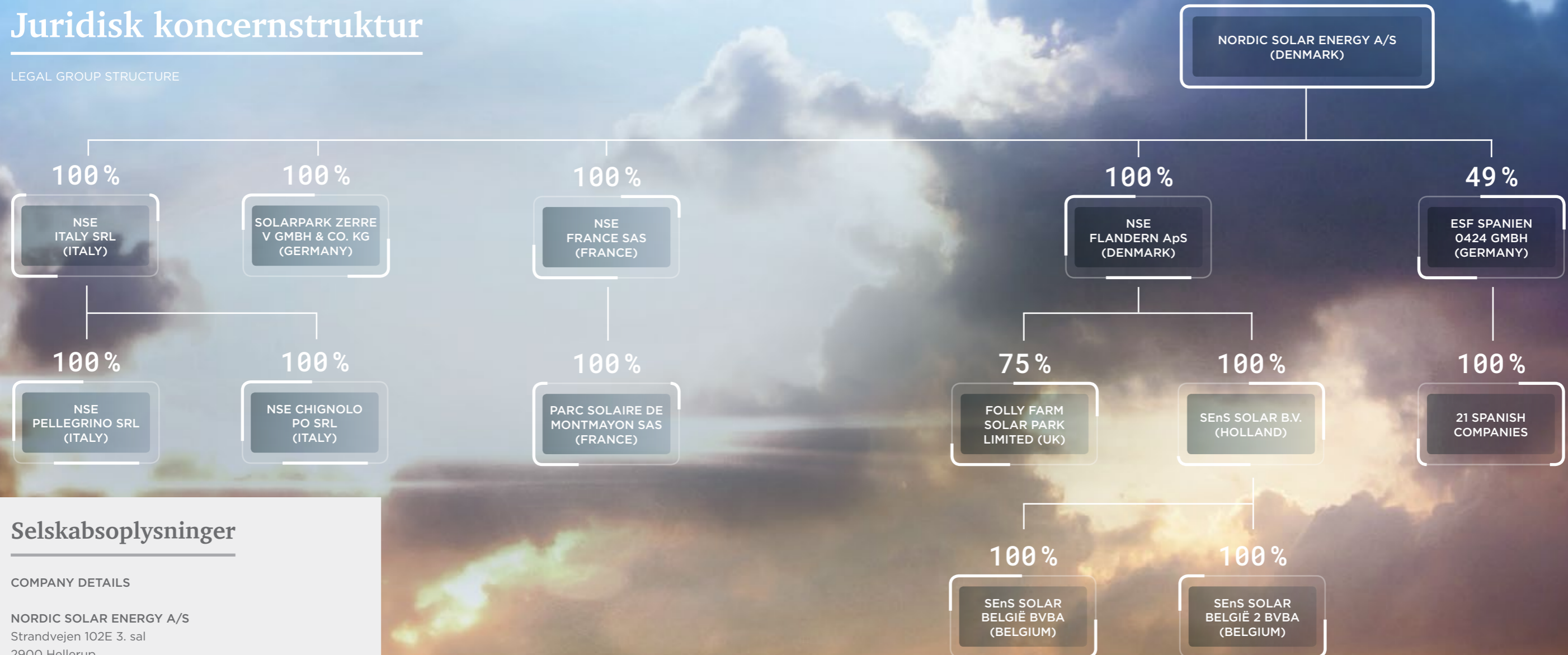
The Group is involved in a pending tax case in Italy. The management and the Group's Italian lawyer is of the opinion that the expected outcome thereof will have no material negative impact on the Group.

The group has entered into long-term agreements concerning land lease and supply of O&M services. The value of these contracts amount to TEUR 718 due within 12 months, TEUR 2,031 due within 1-5 years and TEUR 6,342 due after 5 years.



# 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

Ejvind Sandal, formand / Chairman  
Marinus Boogert, næstformand / Deputy Chairman  
Per Thrane  
Iben Mai Winsløw  
Frank Schyberg

### DIREKTION / EXECUTIVE MANAGEMENT

Nikolaj Hoff, adm. direktør / Managing Director

### REVISION / AUDITORS

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Strandvejen 44  
2900 Hellerup



# Regnskabsprincipper

Årsrapporten for Nordic Solar Energy A/S for 2016 er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for virksomheder i regnskabsklasse B.

Tilvalg af koncernregnskab, hoved- og nøgletal samt pengestrømsopgørelse er foretaget efter årsregnskabslovens regler for klasse C-virksomheder.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Årsrapporten for 2016 er aflagt i EUR.

## GENERELT OM INDREGNING OG MÅLING

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med at de indtjenes,

herudover indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. I resultatopgørelsen indregnes ligeledes alle omkostninger, herunder afskrivninger og nedskrivninger. Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når det er sandsynligt at fremtidige økonomiske fordele vil fragå selskabet, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og

forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Visse finansielle aktiver og forpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvorved der indregnes en konstant effektiv rente over løbetiden. Amortiseret kostpris opgøres som oprindelig kostpris med fradrag af eventuelle afdrag samt tillæg/fradrag af den akkumulerede amortisering af forskellen mellem kostpris og nominelt beløb.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige tab og risici, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

## KONCERNREGNSKABET

Koncernregnskabet omfatter moder-virksomheden Nordic Solar Energy A/S og dattervirksomheder, hvori Nordic Solar Energy A/S direkte eller indirekte besidder mere end 50 % af stemmerettighederne eller på anden måde har bestemmende indflydelse. Virksomheder, hvori koncernen besidder mellem 20 % og 50 % af stemmerettighederne og udøver betydelig, men ikke bestemmende indflydelse, betragtes som associerede virksomheder, jf. koncernoversigten.

Fælles ledede virksomheder indregnes ved pro ratakonsolidering. Ved pro ratakonsolidering indregnes

selskabets forholdsmæssige andel af den fælles ledede virksomheds aktiver, forpligtelser, indtægter og omkostninger. Indregningen og målingen sker i overensstemmelse med den anvendte regnskabspraksis. I noterne oplyses om øvrige forpligtelser, som selskabet hæfter for i tilknytning til de fælles ledede virksomheder, som følge af solidarisk hæftelse.

Ved konsolideringen foretages eliminering af koncerninterne indtægter og omkostninger, aktiebesiddelser, interne mellemværender og udbytter samt realiserede og urealiserede fortjenester og tab ved transaktioner mellem konsoliderede virksomheder.

Kapitalandele i dattervirksomheder udlignes med den forholdsmæssige andel af dattervirksomheders dagsværdi af nettoaktiver og forpligtelser på anskaffelsestidspunktet.

Nyerhvervede eller nystiftede virksomheder indregnes i koncernregnskabet fra anskaffelsestidspunktet. Solgte eller afviklede virksomheder, indregnes i den konsoliderede resultatopgørelse frem til afståelsestidspunktet.

Sammenligningstal korrigeres ikke for nyhvervede, solgte eller afviklede virksomheder.

## Accounting Policies

The annual report of Nordic Solar Energy A/S for 2016 has been prepared in accordance with the provisions of the Danish Financial Statements Act applying to enterprises of reporting class B.

Additions of consolidated financial statements, financial highlights and cash flow are made according to the Danish Financial Statements Act for class C companies.

The accounting policies applied are consistent with those applied last year.

The annual report for 2016 is presented in EUR.

### BASIS OF RECOGNITION AND MEASUREMENT

Income is recognised in the income statement as earned, including value adjustments of financial assets and liabilities. All expenses, including amortisation, depreciation and impairment losses, are also recognised in the income statement. Assets are recognised in the balance sheet when it is probable that future economic benefits will flow to the enterprise and the value of the asset can be measured reliably.

Liabilities are recognised in the balance sheet when it is probable that future economic benefits will flow from the enterprise and the value of the liability can be measured reliably.

On initial recognition, assets and liabilities are measured at cost. On subsequent recognition, assets and liabilities are measured as described below for each individual accounting item. Certain financial assets and liabilities are measured at amortised cost using the effective interest method. Amortised cost is calculated as the historic cost less any instalments and plus/less the accumulated amortisation of the difference between the cost and the nominal amount. On recognition and measurement, allowance is made for predictable losses and risks which occur before the annual report is presented and which confirm or invalidate matters existing at the balance sheet date.

### CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS

The consolidated financial statements comprise the Parent Company Nordic Solar Energy A/S and subsidiaries in which the Parent Company, directly or indirectly, holds more than 50 % of the voting rights or otherwise has

a controlling interest. Entities in which the Group holds between 20 % and 50 % of the voting rights and over which it exercises significant influence, but which it does not control, are considered associates, cf. the group chart.

Joint ventures are included by proportionate consolidation. This means the Company's proportionate share of the jointly controlled assets, liabilities, income and expenses are recognised. Recognition and measurement are done in accordance with the Company's accounting policies. The notes include information about other liabilities for which the Company is liable in connection with the joint ventures as a consequence of joint and several liability.

On consolidation, intra-group income and expenses, holdings of shares, intra-group balances and dividends as well as realised and unrealised gains and losses on intra-group transactions are eliminated.

Investments in subsidiaries are set off against the proportionate share of the subsidiaries' fair value of net assets and liabilities at the acquisition date. Entities acquired or formed during the year are recognised in the consolidated

financial statements from the date of acquisition. Entities disposed of are recognised in the consolidated income statement until the date of disposal.

Comparative figures are not corrected for acquisitions or disposals.



## RESULTATOPGØRELSEN

### NETTOOMSÆTNING

Nettoomsætning indregnes i resultatopgørelsen, såfremt levering og risikoovergang til køber har fundet sted inden årets udgang. I nettoomsætningen indgår indtægter fra leveret solenergi. Nettoomsætningen indregnes eksklusiv moms, afgifter, og med fradrag af rabatter i forbindelsen med salget.

### DIREKTE OMKOSTNINGER

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

### ANDRE DRIFTSINDTÆGTER

Andre driftsindtægter indeholder regnskabsposter af sekundær karakter i forhold til virksomhedens aktivitet.

### ANDRE DRIFTSOMKOSTNINGER

Andre driftsomkostninger indeholder regnskabsposter af sekundær karakter i forhold til virksomhedens aktivitet.

### PERSONALEOMKOSTNINGER

Personaleomkostninger omfatter bestyrelses honorar.

### ANDRE EKSTERNE OMKOSTNINGER

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

### AF- OG NEDSKRIVNINGER

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

### FINANSIELLE INDTÆGTER OG OMKOSTNINGER

Finansielle indtægter og omkostninger indeholder renter, kursgevinster og -tab vedrørende værdipapirer, gæld og transaktioner i fremmed valuta, amortisering af finansielle aktiver og forpligtelser samt tillæg og godtgørelser under acontoskatteordningen m.v.

### INDTÆGTER AF KAPITALANDELE I DATTERVIRKSOMHEDER OG ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER

I resultatopgørelsen indregnes den forholdsmæssige andel af resultat for året med fradrag af afskrivning af forskelsværdier under posterne »Indtægter af kapitalandele i dattervirksomheder« og »Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder«.

### SKAT AF ÅRETS RESULTAT

Skat af årets resultat, som består af årets aktuelle skat og forskydning i udskudt skat, indregnes i resultatopgørelsen med den del, der kan henføres til årets resultat, og direkte på egenkapitalen med den del, der kan henføres til posteringer direkte på egenkapitalen. Modervirksomheden er omfattet af de danske regler om tvungen sambeskatning af koncernens danske dattervirksomheder. Dattervirksomheder indgår i sambeskatningen fra det tidspunkt, hvor de indgår i konsolideringen i koncernregnskabet og frem til det tidspunkt, hvor de udgår fra konsolideringen.

Modervirksomheden er administrations-selskab for sambeskatningen og afregner som følge heraf alle betalinger af selskabsskat med skattemyndighederne.



## INCOME STATEMENT

### REVENUE

Revenue is recognised in the income statement, if the supply and risk has been transferred within year end. Revenue includes income from delivered solar energy. Revenue is recognised exclusive VAT, taxes and discounts related to sale.

### DIRECT COST

Direct cost includes the costs used in generating the year's revenue.

### OTHER OPERATING INCOME

Other operating income comprises items of a secondary nature relative to the Company's activities.

### OTHER OPERATING COST

Other operating expenses include items of a secondary nature in relation to the Company's activity.

### STAFF COSTS

Staff costs comprise board fee.

### OTHER EXTERNAL EXPENSES

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

### 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 EXPENSES

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

### INCOME FROM INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES AND ASSOCIATES

The items »Income from investments in subsidiaries« and »Income from investments in associates« in the income statement include the proportionate share of the profit for the year less revaluation amortisation.

### TAX ON PROFIT/LOSS FOR THE YEAR

Tax for the year consists of current tax for the year and changes in deferred tax for the year. The tax attributable to the profit for the year is recognised in the income statement, whereas the tax attributable to equity transactions is recognised directly in equity. The Parent Company is subject to the Danish rules on compulsory joint taxation of the Group's Danish subsidiaries. Subsidiaries participate in the joint taxation arrangement from the time when they are included in the consolidated financial statements and until the time when they withdraw from the consolidation.

The Parent Company acts as management company for all jointly taxed entities and, in its capacity as such, pays all income taxes to the Danish tax authorities.

## BALANCEN

### MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Materielle anlægsaktiver måles til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger. Afskrivningsgrundlaget er kostpris med fradrag af forventet restværdi efter afsluttet brugstid. Kostpris omfatter anskaffelsesprisen og omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til brug.

Kostprisen på et samlet aktiv opdeles i separate bestanddele, der afskrives hver for sig, hvis brugstiden på de enkelte bestanddele er forskellig.

Der foretages lineære afskrivninger over den forventede brugstid, baseret på følgende vurdering af aktivernes forventede brugstider:

- Solenergianlæg	op til 26 år
- Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	3-10 år

### KAPITALANDELE I DATTERVIRKSOMHEDER OG ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER

Kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder måles som den forholdsmæssige andel af virksomhedernes indre værdi opgjort efter koncernens regnskabspraksis med fradrag eller tillæg af urealiserede koncerninterne avancer og tab og med tillæg eller fradrag af resterende værdi af positiv eller negativ goodwill opgjort efter overtagelsesmetoden.

Kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder med regnskabsmæssig negativ indre værdi måles til 0 kr., og et eventuelt tilgodehavende hos disse virksomheder nedskrives, i det omfang tilgodehavendet er uerholdeligt. I det omfang modervirksomheden har en retlig eller faktisk forpligtelse til at dække en

underbalance, der overstiger tilgodehavendet, indregnes det resterende beløb under hensatte forpligtelser.

Nettoopskrivning af kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder bindes som reserve for nettoopskrivning efter den indre værdi metode under egenkapitalen, i det omfang den regnskabsmæssige værdi overstiger kostprisen. Udbyttet fra dattervirksomheder, der forventes vedtaget inden godkendelsen af årsrapporten for Nordic Solar Energy A/S, bindes ikke på opskrivningsreserven.

### MINORITETSINTERESSER

Ved opgørelse af koncernresultat og koncernegenkapital anføres den del af dattervirksomhedens resultat og egenkapital, der kan henføres til minoritetsinteresser, som en særskilt post i resultatdisponeringen

henholdsvis som en del af egenkapitalen. Minoritetsinteresser indregnes på grundlag af omvurderingen af overtagne aktiver og forpligtelser til dagsværdi på tidspunktet for erhvervelse af dattervirksomheder.

Ved efterfølgende ændringer i minoritetsinteresser medtages den ændrede andel i resultatet fra tidspunktet for ændringen.

### ANDRE VÆRDIPAPIRER OG KAPITALANDELE, ANLÆGSAKTIVER

Andre værdipapirer og kapitalandele måles til dagsværdi.

### VÆRDI-FORRINGELSE AF ANLÆGSAKTIVER

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



Investortur til Folly Farm solpark, England i oktober 2016.

Investor trip to Folly Farm solar park, England in October 2016.

Foreligger der indikationer på værdiforringelse, foretages nedskrivningstest af hver enkelt aktiv henholdsvis gruppe af aktiver. Der foretages nedskrivning til genindvindingsværdien, hvis denne er lavere end den regnskabsmæssige værdi.

### TILGODEHAVENDER

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris.

### PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

Periodeafgrænsningsposter, indregnet under omsætningsaktiver, omfatter afholdte omkostninger vedrørende efterfølgende regnskabsår.

## BALANCE SHEET

### PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT

Property, plant and equipment are measured at cost less accumulated depreciation and impairment losses.

The depreciable amount is cost less the expected residual value at the end of the useful life.

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

Where individual parts of an item of property, plant and equipment have different useful lives, the cost is divided into separate parts, which are depreciated separately. Depreciation is provided on a straight-line basis over the expected useful life of the asset based on the following expected useful lifetime:

- Solar facilities	up to 26 years
- Other fixtures and equipment	3-10 years

### INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES AND ASSOCIATES

Investments in subsidiaries and investments in associates are measured as the proportionate ownership share of the

net asset value of the enterprises calculated on the basis of the fair values of identifiable net assets at the time of acquisition with deduction or addition of unrealised inter-company profits or losses and with addition of any remaining value of positive differences (goodwill) and deduction of any remaining value of negative differences (negative goodwill).

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. Net revaluations of investments in subsidiaries and associates are committed to the net revaluation reserve according to the equity method to the extent that the carrying amount exceeds the cost. Dividends from subsidiaries which are expected to be declared before the annual report of Nordic Solar Energy A/S is adopted, are not taken to the net revaluation reserve.

### MINORITY INTERESTS

In assessing the group's financial results and equity, the

part of the subsidiary's result and equity which can be attributed to minority interests, is posted as a separate item in the financial statement as part of equity. Minority interests are recognised as fair value based on the re-evaluation of acquired assets and liabilities at the time of subsidiary acquisition.

In consequent minority interest adjustments, the changed share of the result is included from the time of the adjustment.

### OTHER SECURITIES AND INVESTMENTS, FIXED ASSETS

Investments are measured at fair value.

### IMPAIRMENT OF FIXED ASSETS

The carrying amount of intangible assets, 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).

### RECEIVABLES

Receivables are measured at amortised cost.

### PREPAYMENTS

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

## EGENKAPITAL

### UDBYTTE

Foreslået udbytte vises som en særskilt post under egenkapitalen. Udbytte indregnes som en forpligtelse på tidspunktet for vedtagelse på generalforsamlingen.

### SELSKABSSKAT OG UDSKUDT SKAT

Aktuelle skatteforpligtelser og tilgodehavende aktuel skat indregnes i balancen som beregnet skat af årets skattepligtige indkomst, reguleret for skat af tidligere års skattepligtige indkomster og for betalte aconto skatter.

Udskudt skat måles efter den balanceorienterede gældsmetode af alle midlertidige forskelle mellem regnskabsmæssig og skattemæssig værdi af aktiver og forpligtelser.

Udskudt skat måles på grundlag af de skatteregler og skattesatser, der med balancedagens lovgivning vil være gældende, når den udskudte skat forventes udløst som aktuel skat.

### HENSATTE FORPLIGTELSE

Hensatte forpligtelser omfatter earn out vedrørende køb af solpark. Hensatte forpligtelser 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 forbrug af selskabets økonomiske ressourcer.

### GÆLDSFORPLIGTELSE

Finansielle gældsforpligtelser indregnes ved låneoptagelse til det modtagne provenu efter fradrag af

afholdte transaktionsomkostninger. I efterfølgende perioder måles de finansielle forpligtelser til amortiseret kostpris svarende til den kapitaliserede værdi ved anvendelse af den effektive rente, så forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi indregnes i resultatopgørelsen over låneperioden.

Øvrige gældsforpligtelser måles til nettorealiseringsværdi.

### OMREGNING AF FREMMED VALUTA

Transaktioner i fremmed valuta omregnes ved første indregning til transaktionsdagens kurs.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen som en finansiel post.



## EQUITY

### DIVIDEND

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.

### INCOME TAX AND DEFERRED TAX

Current tax liabilities and current tax receivables are recognised in the balance sheet as the estimated tax on the taxable income for the year, adjusted for tax on the taxable income for previous years and tax paid on account.

Deferred tax is measured according to the liability method on all temporary differences between the carrying amount and the tax base of assets and liabilities. Deferred tax is measured on the basis of the taxation rules and taxation rates applicable at the balance sheet date when the deferred tax is expected to crystallise as current tax.

### PROVISIONS

Provisions include earn out in relation to purchase of solar park. Provisions are recognized when the group as a consequence of a previous event has a legal or actual provision, and it is likely that the redemption of the provision

will cause spending of economic resources of the company.

### LIABILITIES

Financial liabilities are recognised on the raising of the loan at the proceeds received net of transaction costs incurred. On subsequent recognition, the financial liabilities 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.

Other debts are measured at net realisable value.

### FOREIGN CURRENCY TRANSLATION

On initial recognition, foreign currency transactions are translated applying the exchange rate at the transaction date.

Foreign-exchange differences arising between the exchange rates at the transaction date and at the date of payment are recognised in the income statement as financial income or financial expenses.

Tilgodehavender, gæld og andre monetære poster i fremmed valuta omregnes til balancedagens valutakurs. Forskellen, mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for tilgodehavendets eller gældsforpligtelsens opståen eller indregning i seneste årsregnskab indregnes i resultatopgørelsen under finansielle indtægter og omkostninger.

Udenlandske dattervirksomheder og associerede virksomheder anses for at være selvstændige enheder.

Poster i resultatopgørelsen omregnes til en gennemsnitlig valutakurs for måneden, og balanceposterne omregnes til balancedagens valutakurs. Kursdifferencer, opstået ved omregning af udenlandske dattervirksomheders egenkapital ved årets begyndelse til balancedagens valutakurs og ved omregning af

resultatopgørelser fra gennemsnitskurser til balancedagens valutakurs, indregnes direkte i egenkapitalen. Kursregulering af mellemværender med selvstændige udenlandske dattervirksomheder, der anses for en del af den samlede investering i dattervirksomheden, indregnes direkte på egenkapitalen. Tilsvarende indregnes valutakursgevinster og tab på lån og afledte finansielle instrumenter indgået til sikring af nettoinvestering i udenlandske dattervirksomheder direkte i egenkapitalen.

#### AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER

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

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

#### 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.

#### PENGESTRØM FRA DRIFTSAKTIVITET

Pengestrøm fra driftsaktiviteten opgøres som årets resultat reguleret for ændring i driftskapitalen og ikke kontante resultatposter som af- og nedskrivninger og hensatte forpligtelser. Driftskapitalen omfatter omsætningsaktiver minus kortfristede gældsforpligtelser eksklusive de poster, der indgår i likvider.

#### PENGESTRØM FRA INVESTERINGSAKTIVITET

Pengestrøm fra investeringsaktiviteten omfatter pengestrømme fra køb og salg af immaterielle, materielle og finansielle anlægsaktiver.

#### PENGESTRØM FRA FINANSIERINGSAKTIVITET

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

#### LIKVIDER

Likvide midler består af af frie og bundne indestående i banker. Pengestrømsopgørelsen kan ikke udledes direkte af det offentliggjorte regnskabsmateriale.

Receivables and payables and other monetary items denominated in foreign currencies are translated at the exchange rates at the balance sheet date. The difference between the exchange rates at the balance sheet date and the date at which the receivable or payable arose or was recognised in the latest financial statements is recognised in the income statement as financial income or financial expenses.

Foreign subsidiaries and associates are considered independent entities. Income statement items are translated at an average exchange rate for the month, and balance sheet items are translated at the exchange rates at the balance sheet date. Foreign exchange differences arising on translation of the opening balance of equity of foreign subsidiaries at the exchange rates at the balance sheet date and on translation of income statements from the average exchange rates at the transaction date to the exchange rates at the balance sheet date are recognised directly in equity.

Foreign exchange adjustments of balances with independent foreign subsidiaries which are considered part of the total investment in the subsidiary are recognised directly in equity. Correspondingly, foreign exchange gains and losses on loans and derivative financial instruments

entered into to hedge net investments in foreign subsidiaries are recognised directly in equity.

#### 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.

#### CASH FLOW STATEMENT

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

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

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

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

Cash and cash equivalents comprise free and reserved cash in banks. The cash flow statement cannot be immediately derived from the published financial records.




**DIREKTION**  
**EXECUTIVE MANAGEMENT**
**NIKOLAJ HOFF**  
*Administrerende direktør*  
*Managing Director*
**BESTYRELSE**  
**BOARD OF DIRECTORS**
**EJVIND SANDAL**  
*Formand*  
*Chairman*
**MARINUS BOOGERT**  
*Næstformand*  
*Deputy Chairman*
**PER THRANE**
**IBEN MAI WINSLØW**
**FRANK SCHYBERG**

## Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 for Nordic Solar Energy A/S.

Årsrapporten 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 2016 og resultatet af koncernens og selskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016. Ledelsesberetningen indeholder efter

vores opfattelse en retvisende redegørelse for de forhold, beretningen omhandler.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Hellerup, den 20. april 2017

## 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 2016.

The annual report 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 2016 and of

the results of its operations as well as the consolidated cash flows for the financial year 1 January - 31 December 2016. In our opinion, Management's Review includes a fair account of the matters dealt with.

The annual report is recommended for adoption.

Hellerup, 20<sup>th</sup>. April 2017

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til kapitalejerne i Nordic Solar Energy A/S

## KONKLUSION

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet og årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens og selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet af koncernens og selskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2016 i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Vi har revideret koncernregnskabet og årsregnskabet for Nordic Solar Energy A/S for regnskabsåret

1. januar – 31. december 2016, der omfatter resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for såvel koncernen som selskabet, samt 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 og 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 regnskabet 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 afdække 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 samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som brugerne træffer på grundlag af regnskabet.

## Independent Auditor's Report

To the Shareholders of Nordic Solar Energy A/S

### OPINION

In our opinion, the Consolidated Financial Statements and the Parent Company Financial Statements give a true and fair view of the financial position of the Group and the Parent Company at 31 December 2016, and of the results of the Group's and the Parent Company's operations as well as the consolidated cash flows for the financial year 1 January – 31 December 2016 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 2016, 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 consolidated statement of cash flows («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 Financials 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 and Parent Company Financial Statements that give a true and fair view in accordance with the Danish Financial Statements Act. Management carries furthermore the responsibility 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 to influence the economic decisions of users taken on the basis of these Financial Statements.

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 revisions-handlinger, 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 20. april 2017

PRICEWATERHOUSECOOPERS  
Statsautoriseret  
Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 77 12 31

Se underskrifter herunder

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, April 20<sup>th</sup> 2017

PRICEWATERHOUSECOOPERS  
Statsautoriseret  
Revisionspartnerselskab  
CVR No 33 77 12 31



**HENRIK ØDEGAARD**  
Statsautoriseret revisor  
State Authorised Public Accountant



**KRISTIAN PEDERSEN**  
Statsautoriseret revisor  
State Authorised Public Accountant







Nordic Solar  
Energy A/S

