

16. März 2021
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



clearvise AG

Mit neuer Strategie wird ein dynamischer
Portfolioausbau anvisiert

Urteil: Buy (zuvor: Hold) | Kurs: 2,62 € | Kursziel: 3,50 € (zuvor: 2,20 €)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	9
Strategie.....	14
Zahlen	17
Equity-Story	19
DCF-Bewertung.....	21
Fazit	24
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	25
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	26
Impressum & Disclaimer.....	27

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	3
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	ABO:GR
ISIN:	DE000A1EWXA4
Kurs (DUS):	2,62 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr Düsseldorf, Hamburg u. München
Aktienanzahl:	49,0 Mio. Stück
Market-Cap:	128,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	250,2 Mio. Euro
Free Float:	ca. 73 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	3,06 / 1,71 Euro
Ø Umsatz (DUS, 12 M):	81,4 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

clearvise hat seit der Gründung im Jahr 2010 ein Windpark-Portfolio aufgebaut, das sich aktuell auf 66 Anlagen in Frankreich, Irland, Deutschland und Finnland mit einer installierten Leistung von rund 150 MW verteilt. Zum Bestand zählt darüber hinaus eine Biogasanlage mit 0,8 MW. Nachdem in der Vergangenheit ausschließlich Windparks von ABO Wind erworben worden sind, wurde 2020 unter einer neuen Führung eine strategische Wende vollzogen, mit der sich clearvise von dem engen Partner emanzipiert hat. Nun verfolgt das Unternehmen eine deutlich flexiblere Expansionsstrategie, die auf drei Säulen beruht. Dazu gehört weiterhin der Erwerb von fertigen Windparks, der aber nicht mehr ausschließlich gegen Cash (clearValue) erfolgt, sondern alternativ auch via Sachkapitalerhöhung (clearSwitch) umgesetzt werden soll. Zudem strebt clearvise nun verstärkt Partnerschaften mit regionalen Projektentwicklern an (clearPartners) und will sich auch an Projekten beteiligen, für die noch keine Baureife besteht. Mit der eigenen Expertise für die Finanzierung und die Vermarktung (Abschluss von Stromlieferverträgen) will clearvise maßgeblich zu deren Realisierung beitragen und sich im Gegenzug bessere Einstiegskonditionen sichern.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	31,7	33,1	37,0	35,3	40,5	45,7
EBITDA (Mio. Euro)	25,5	26,0	28,0	26,3	29,9	35,6
Jahresüberschuss	-1,4	-0,4	2,4	-1,5	-1,6	-0,5
EpS	-0,03	-0,03	0,05	-0,03	-0,03	-0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Umsatzwachstum	19,9%	4,5%	11,7%	-4,6%	14,8%	12,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	5,79	3,88	3,47	3,64	4,53	4,01
KGV	-	-	52,5	-	-	-
KCF	5,8	7,5	6,1	7,1	6,1	5,0
EV / EBITDA	9,8	9,6	8,9	9,5	8,4	7,0
Dividendenrendite	0,0%	0,4%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Executive Summary

- **Portfolio mit Normproduktion von mehr als 400 Mio. kWh:** clearwise hat ein Portfolio von Stromerzeugungskapazitäten aufgebaut, das aus Windparks mit einer kumulierten installierten Leistung von rund 150 MW und einer Biogasanlage mit einer Leistung von 0,8 MW besteht. Die Windanlagen verteilen sich auf die Länder Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland, wobei die Anteile der einzelnen Länder an der Normproduktion (entspricht der Produktion unter durchschnittlichen Windverhältnissen) in Höhe von rund 405 Mio. kWh (Jahr 2020) annähernd gleichverteilt sind.
- **Photovoltaikmarkt attraktiv:** Der Kauf von Windparks zu attraktiven Konditionen war in den letzten Jahren schwierig. Eine hohe und im Trend noch steigende Nachfrage traf in Europa auf einen per Saldo stagnierenden Zubau. Etwas besser gestaltet sich die Situation im Photovoltaikmarkt, der nicht zuletzt aufgrund der stark gesunkenen Errichtungskosten in den letzten Jahren, selbst im Coronajahr 2020, ein deutliches Wachstum gezeigt hat.
- **Drei-Säulen-Strategie:** clearwise hat seinen Investitionsfokus erweitert und erwägt nun unter anderem auch den Kauf von Solarparks. Dabei verfolgt das Management eine neue Expansionsstrategie, die auf drei Säulen basiert. Zu ihren Kernelementen gehört die Zusammenarbeit mit regionalen Projektentwicklern („clearPartners“). Im Fall einer solchen Kooperation investiert das Unternehmen auch früher in Projekte, als das bislang der Fall war (da waren die Windparks in der Regel im Bau oder fertiggestellt), und unterstützt die weitere Entwicklung. Außerdem sind nun auch Sachkapitalerhöhungen zur Übernahme von Portfolios („clearSwitch“) neben dem klassischen Kauf gegen Cash („clearValue“) angedacht.
- **Starkes Fundament:** Durch das große und reife Portfolio, das operativ hoch profitabel ist und einen hohen freien Cashflow erwirtschaftet, verfügt clearwise über eine starke Expansionsbasis. Im letzten Jahr hat die Portfolioproduktion das obere Ende der vom Management kommunizierten Zielspanne, das um ca. 4,5 Prozent über dem Normwert lag, leicht überschritten. Auf dieser Basis dürften auch die oberen Werte für den Umsatz (37 Mio. Euro) und das Konzern-EBITDA (28 Mio. Euro) in etwa erreicht oder sogar leicht übertroffen worden sein.
- **Wertsteigerung mit Wachstum:** Wir gehen davon aus, dass clearwise das Portfolio dank der neuen Wachstumsstrategie deutlich ausbauen wird. Nachdem wir zuletzt nur den Bestand bewertet hatten (mit einem Kursziel von 2,20 Euro), haben wir nun die positiven Effekte einer dynamischen Expansion einkalkuliert und rechnen in diesem Jahr sowie in den beiden Folgeperioden jeweils mit einem Ausbau um 50 MW. Darin enthalten sind sowohl weitere Windparks als auch – erstmals – Photovoltaikkapazitäten. Dank der unterstellten Wachstumsstrategie, der Annahme einer verlängerten Anlagenlaufzeit (25 statt 20 Jahre) und dem reduzierten Diskontierungszins (Marktrisikoprämie gesunken, höheres Leverage) hat sich unser Kursziel auf 3,50 Euro erhöht. Wir sehen damit noch substanzielles Kurspotenzial und stufen die Aktie von „Hold“ auf „Buy“ hoch.

SWOT-Analyse

Stärken

- Breit diversifiziertes Windparkportfolio, das sich, gemessen an der jährlichen Normproduktion, gleichmäßig auf vier Länder verteilt.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für über acht Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Sehr erfahrenes und in der Branche gut vernetztes Management.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen.
- Konservative Abschreibungspolitik sorgt für die Bildung stiller Reserven.
- Der laufende Betrieb der Anlagen ist sehr Cash-flow-stark.

Chancen

- Die Bestandswindparks erreichen in den nächsten Jahren sukzessive das „goldene“ Ende – nach vollständiger Abschreibung und Schuldentilgung werden hohe freie Cashflows erwirtschaftet.
- Die Zahlungsmittelüberschüsse aus dem Portfolio bieten eine starke Basis für Zukäufe.
- Das Management hat eine Drei-Säulen-Strategie für das künftige Wachstum ausgearbeitet und plant einen deutlichen Portfolioausbau.
- Eine Verbesserung der Diversifikation des Portfolios, etwa durch Investments in Photovoltaik, und eine steigende installierte Leistung werden am Markt üblicherweise mit einer höheren Bewertung je Megawatt belohnt.
- clearvise will künftig in vertretbarem Umfang auch besondere Opportunitäten (etwa in verwandten Technologiefeldern oder Ländern außerhalb Europas) nutzen. Im Erfolgsfall verspricht das Überrenditen.

Schwächen

- In den letzten Jahren blieb die Produktion meist unter dem Normwert. Dieser könnte daher das Potenzial etwas überschätzen.
- Negative Abweichungen der Windverfügbarkeit von den Planwerten können nicht anderweitig kompensiert werden.
- Die Konzernbilanz weist aktuell eine hohe Verschuldung auf (EK-Quote ca. 20 Prozent).
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

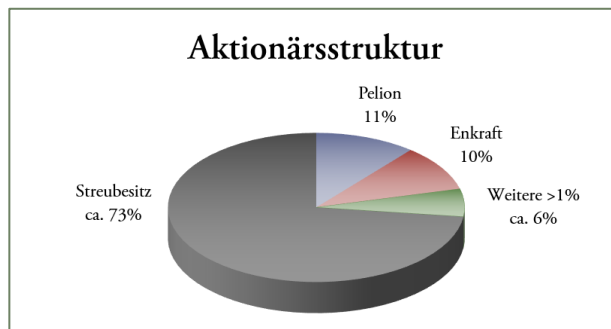
Risiken

- Die neue Strategie muss ihren Praxistest erst noch bestehen.
- Mehrere Jahre mit einem unterdurchschnittlichen Windaufkommen in Folge könnten ein Hinweis auf negative klimatische Veränderungen darstellen.
- Eine hohe Nachfrage sorgt für Druck auf die Renditen von Wind- und Solarparks.
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, was insbesondere in turbulenten Börsenphasen schwierig sein könnte.
- Ein deutlich steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren.
- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern.

Profil

Neuer Name, neue Strategie

Das Jahr 2020 markiert eine Zäsur in der Geschichte der 2010 gegründeten Gesellschaft. Die ABO Invest AG hat sich in clearwise AG umbenannt und damit den Abnabelungsprozess vom vormaligen engen Partner ABO Wind unterstrichen. Der Projektentwickler hatte ABO Invest ursprünglich gegründet, um Privatanleger am Betrieb eines Onshore-Windparkportfolios zu beteiligen und die Stromproduktion aus einem Eigenbestand von Anlagen als zweites Standbein zu etablieren. In der Folgezeit hat die Gesellschaft ausschließlich Projekte von ABO Wind erworben und der Vorstand war für beide Unternehmen aktiv. Diese Konstruktion wurde im letzten Jahr abgeschafft. clearwise wird seitdem von einem neuen Managementteam geleitet, das eine neue Strategie ausgearbeitet hat, um insbesondere den in den vergangenen Jahren nur noch sporadisch erfolgten Ausbau des Portfolios nun wieder dynamisch voranzutreiben. Begleitet wurde dies von einer Verlegung der operativen Leitung nach Frankfurt, der Firmensitz liegt aber weiter in Wiesbaden.



Quelle: Unternehmen

Zwei Aktionäre halten jeweils über 10 %

Der Wandel der Gesellschaft wurde auch von größeren Änderungen im Aktionariat begleitet. War in der Vergangenheit ABO Wind lange Zeit der mit Abstand größte Einzelaktionär, so halten heute sechs Aktionäre einen Anteil von jeweils mehr als 1 Prozent, aus denen die Enkraft GmbH mit 10,0 Prozent und die Pelion Green Future Alpha GmbH mit 11 Prozent herausragen. Den Free-Float beziffert das Unternehmen auf

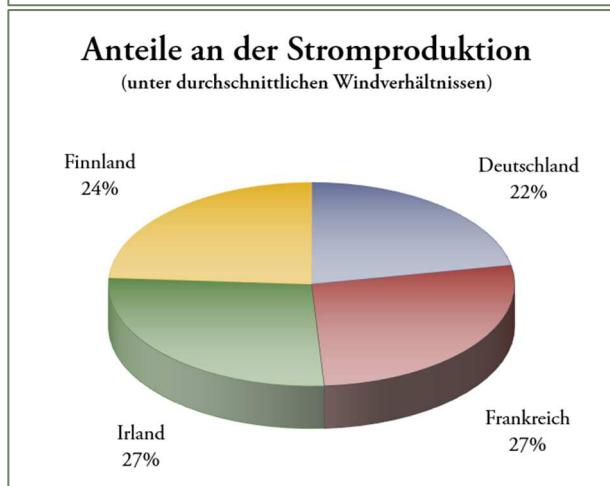
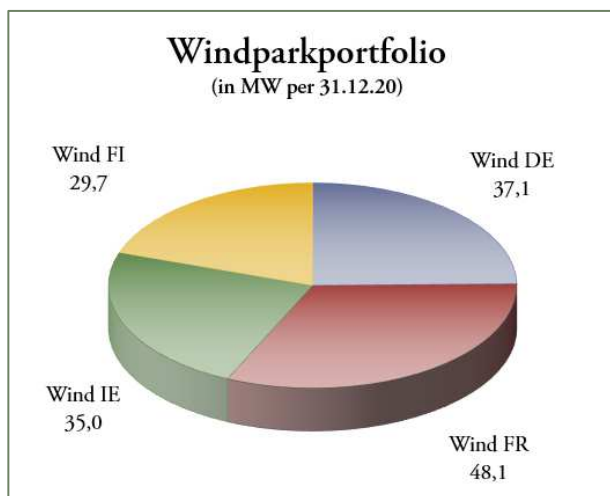
ca. 73 Prozent. Derzeit notiert die Aktie im Freiverkehr der Regionalbörsen Düsseldorf, Hamburg und München, die Aufnahme des Xetra-Handels ist für das erste Halbjahr 2021 geplant.

Neues Management

Seit Juli 2021 führt nun Petra Leue-Bahns, die zuvor die Bereiche Finanzierung, Vertrieb und kaufmännische Geschäftsentwicklung bei ABO Wind geleitet hat und in der Branche bestens vernetzt ist, clearwise als Alleinvorständin. Eine weitere Schlüsselposition – die kaufmännische Leitung – wurde mit Manuel Sieth besetzt, der zuvor bei einem deutschen Versicherungskonzern ein Portfolio aus Windenergie- und Photovoltaikanlagen betreut hat und sich nun vor allem um Akquisitionen und die Optimierung des Beteiligungsportfolios kümmert. Neben Frau Leue-Bahns und Herrn Sieth sind noch zwei weitere leitende Positionen vorgesehen, von denen eine – das technische Portfoliomanagement – bereits mit Martin Kwidzinski besetzt werden konnte, der diese Funktion zuvor bereits bei der ABO Wind Betriebs GmbH innehatte, während der Posten des kaufmännischen Portfoliomanagers in naher Zukunft besetzt werden soll.

Breit gestreutes Windparkportfolio

Mit einem international diversifizierten Windparkportfolio, das seit der Gründung sukzessive aufgebaut wurde, verfügt Clearwise über eine starke Basis für die angestrebte Expansion. Aktuell besitzt die Gesellschaft 66 Windenergieanlagen, die sich auf Frankreich (24), Deutschland (19), Irland (14) und Finnland (9) verteilen und über eine kumulierte Kapazität von rund 150 MW verfügen (siehe folgende Abbildung). Darüber hinaus gehört eine Biogasanlage in Deutschland mit 0,8 MW zum Portfolio. Im Durchschnitt besteht im Windkraftportfolio noch eine zugesicherte Einspeisevergütung für mehr als acht Jahre, der durchschnittliche Tarif beträgt 87 Euro je produzierter Megawatt-Stunde (MWh).



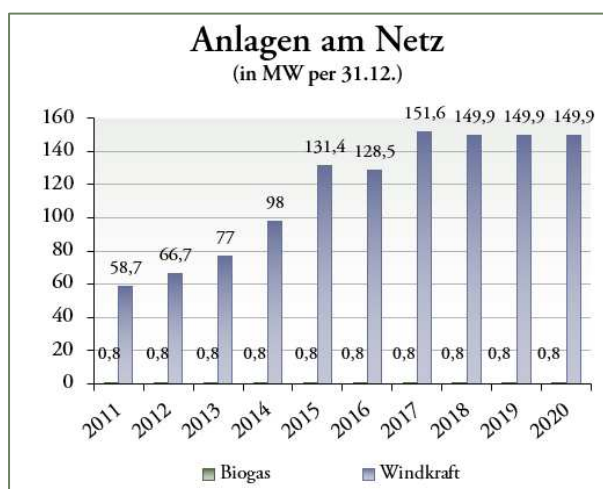
Quelle: Unternehmen

Streuung dient der Risikoreduktion

Die jährlichen Erträge aus dem Portfolio schwanken in Abhängigkeit von der Windverfügbarkeit, die regional sehr unterschiedlich ausfallen kann. Die Streuung der Investitionen über verschiedene Regionen und Länder sorgt daher für einen Diversifikationseffekt. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Windverfügbarkeit an verschiedenen Standorten ist die Jahresproduktion von clearvise unter durchschnittlichen Windverhältnissen inzwischen annähernd gleich verteilt auf die vier Länder, in denen das Unternehmen bislang aktiv ist (siehe voranstehende Grafik).

Große Windparks in allen vier Ländern

Mit einer installierten Leistung von 35 MW ist die größtenteils im Oktober 2011 in Betrieb genommene Windfarm Glenough in Irland (eine der Anlagen mit 2,5 MW läuft erst seit Januar 2013) das größte Einzelobjekt im Portfolio. Die Windanlagen auf der grünen Insel haben im letzten Jahr mehr als 113 Mio. kWh Strom produziert (die tatsächlich vergüteten Stromerträge sind etwas niedriger), was etwas mehr als einem Viertel des Portfolio-Outputs in Höhe von ca. 433 Mio. kWh entspricht (die vergüteten Stromerträge aus dem Portfolio dürften hingegen bei ca. 426 Mio. kWh gelegen haben). Die Nummer zwei im Portfolio ist ein Windpark in Finnland, der vor vier Jahren durch den Bau von sieben neuen Anlagen um 23,1 MW auf 29,7 MW erweitert werden konnte und im letzten Jahr rund 109 Mio. kWh produziert hat. Dahinter folgen ein Windpark in Deutschland mit 16,8 MW (Jahresproduktion in 2020: 51 Mio. kWh), und einer in Frankreich mit 14 MW (Jahresproduktion 2020: 40 Mio. kWh).



Quelle: Unternehmen

Seit Ende 2017 nur geringe Änderungen

Die Erweiterung des Windparks in Finnland war im Dezember 2017 der letzte große Zugang zum Portfolio, seitdem verharrt die installierte Leistung nahezu unverändert bei etwa mehr als 150 MW (inklusive der Biogasanlage, siehe Abbildung). Der leichte Rückgang im Jahr 2018 resultierte aus dem Verkauf eines älteren 5 MW-Windparks, der sich für ein Repowering eignete. Im selben Jahr konnte die Gesellschaft den An-

teil am Windpark Weilrod (mit 16,8 MW) in Deutschland von 80 auf 100 Prozent aufstocken, was den Abgang des verkauften Objekts im Hinblick auf

die installierte Leistung fast kompensiert hat. Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick der Leistungsdaten des aktuellen Portfolios.

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh			Änderung 19/20 in %	Produktion seit
			2018	2019	2020*		
Glenough	35,0	IE	97,2	99,9	113,6	13,7%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	17,3	18,2	19,3	6,3%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	19,4	21,0	23,4	11,7%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	17,4	19,3	21,5	11,0%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,7	10,3	10,9	5,0%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	36,2	39,1	40,2	2,7%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	9,8	9,9	10,6	6,5%	2009
Losheim	4,5	DE	5,9	5,8	6,6	14,2%	Jun 14**
Düngenheim	4,0	DE	6,2	7,5	8,2	10,4%	2009
Framersheim II	3,4	DE	6,3	7,1	8,0	12,0%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,1	4,5	4,6	2,1%	2007
Weilrod	16,8	DE	43,7	45,2	51,3	13,5%	Feb 15**
Haapajärvi I+II	29,7	FI	89,0	91,5	108,9	19,0%	Jul15+Dez17**
Biogas: Samswegen	0,8	DE	6,2	5,8	6,2	6,6%	2010***
Summe	150,7		367,4	385,2	433,1	12,4%	

* Die Produktionszahlen für 2020 sind noch unbereinigt (brutto), die tatsächlich vergüteten Erträge lagen bei ca. 426 Mio. kWh. Da die Produktionszahlen aus 2018 und 2019 bereinigt sind, wird der Zuwachs etwas überzeichnet.

** Kaufdatum (Weilrod im März 2018 von 80 auf 100 % aufgestockt)

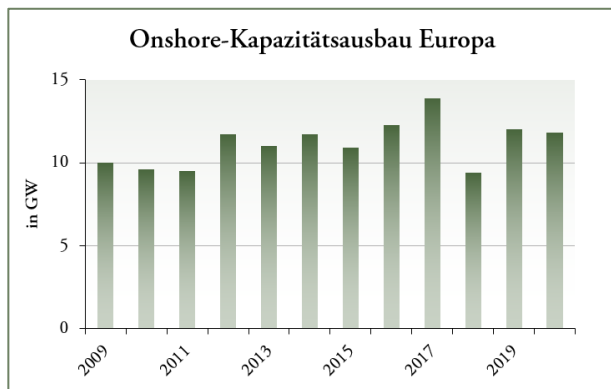
*** Anlage grundlegend überarbeitet

Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Markt in der Transformation

In der bisherigen Historie des Unternehmens war der Fokus auf den Aufbau eines Portfolios von Windkraftanlagen in Europa gerichtet. Dabei wird die Verfügbarkeit von Akquisitionskandidaten maßgeblich vom dem Neubauvolumen beeinflusst. Der Ausbau der europäischen Windkraftkapazitäten an Land (onshore) hat in den letzten zehn Jahren per Saldo stagniert. Nachdem der Zubau in der ersten Hälfte des Jahrzehnts um die Marke von 10 GW schwankte und 2017 ein historischer Höchststand von 13,9 GW markiert wurde, folgte im Anschluss zunächst eine deutliche Kontraktion. Diese war eine Begleiterscheinung der politisch eingeleiteten Transformation zu einer stärker wettbewerbsorientierten Marktordnung. Im Zuge dessen wurden feste, im politischen Prozess festgelegte Einspeisevergütungen durch Ausschreibungsmodelle ersetzt, in deren Rahmen ein Bietprozess auf Basis der Vergütungsforderungen stattfindet (Datenquelle für diesen und die folgenden Absätze, soweit nicht anders vermerkt: WindEurope).

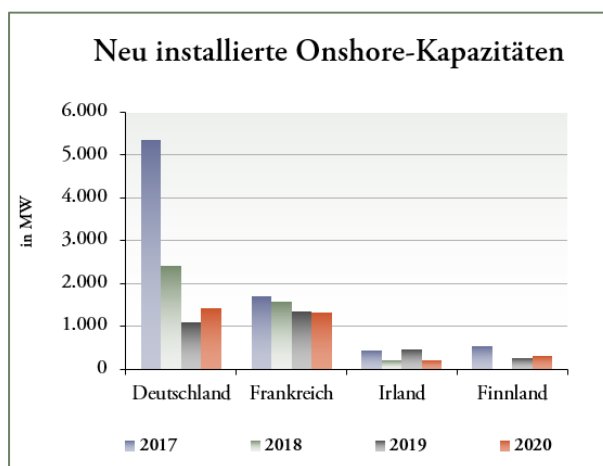


Quelle: WindEurope

Einbruch in Deutschland

Der Wandel wurde zum Teil mit einer relativ restriktiven Deckelung des Ausbauvolumens verknüpft, insbesondere in Deutschland, auf das noch 2017 als damals größtem Einzelmarkt mit 5,3 GW mehr als 40 Prozent der brutto zugebauten Kapazitäten der EU-28 (inkl. UK) entfielen. Die zunächst gültige Begren-

zung des Ausschreibungsvolumens auf 2,8 GW und eine anfängliche Fehlkonstruktion der Auktionsbedingungen, die eine sehr hohe Zuschlagsquote für Projekte noch vor der Genehmigung nach dem Bundes-Immissionsschutzgesetz bedingte (was eine lange Frist bis zur Realisierung zur Folge hatte), ließ den Onshore-Zubau hierzulande aber bis auf nur noch etwas mehr als 1 GW in 2019 absacken.



Quelle: WindEurope

Per Saldo Stagnation

Im letzten Jahr hat sich der deutsche Markt mit einem Anstieg um 33 Prozent auf 1,4 GW etwas erholt, bewegte sich im historischen Kontext aber immer noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Auch in den anderen Märkten, in denen clearvise bisher aktiv war, hat sich noch keine Trendwende hin zu einem deutlich höheren Kapazitätsausbau vollzogen. In Frankreich, dem viertgrößten Onshore-Markt in Europa in 2020, war das Volumen das dritte Jahr in Folge rückläufig und summierte sich auf 1,3 GW, Irland (0,2 GW) und Finnland (0,3 GW) verharren im Nischenstatus. Da aber zugleich in einigen Ländern, etwa in Norwegen (von 0,8 auf 1,5 GW) und in der Türkei (von 0,7 auf 1,2 GW), der Kapazitätsausbau deutlich gestiegen ist, übertraf das Volumen der neu

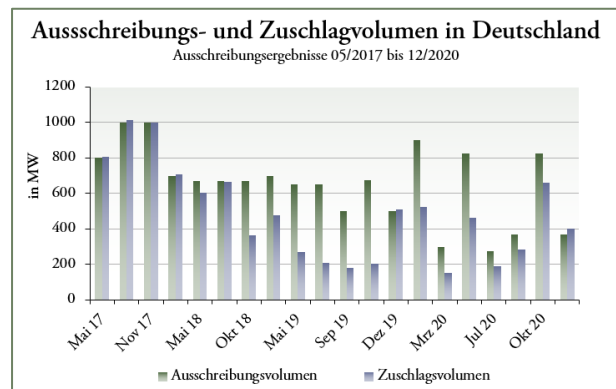
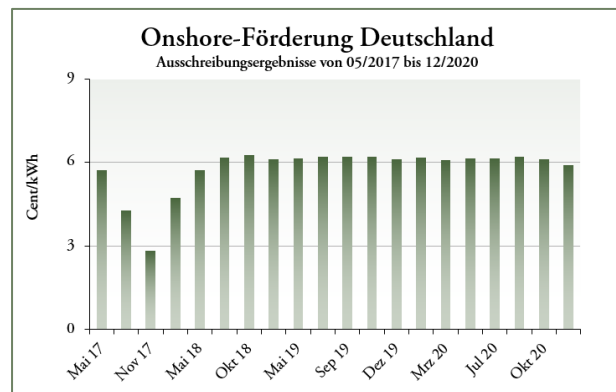
installierten Onshore-Kapazitäten in Europa mit 11,8 GW minimal das Vorjahresniveau (11,7 GW).

Genehmigungsprozesse bremsen

Zusammen mit den installierten Offshore-Kapazitäten lag der gesamte Zubau in Europa mit 14,7 GW aber um 6 Prozent unter dem Vorjahreswert. Das war rund ein Fünftel weniger, als der Branchenverband WindEurope – vor Corona – prognostiziert hatte. Die Pandemie hat aber in etlichen Fällen zu Verzögerungen in der Projektrealisation geführt. Zugleich sind die Genehmigungsprozesse weiterhin ein Flaschenhals für die Branche. So ist die von der Politik anvisierte starke Beschleunigung in Frankreich noch nicht gelungen, und auch für Deutschland beklagt der Bundesverband Windenergie „eine schwerwiegende Diskrepanz zwischen Ausschreibungsvolumen und Genehmigungen“. In Italien müssen Projektentwickler nach den Ausführungen von Wind Europa im aktuellen Jahresbericht weiterhin mehrere Jahre auf Antworten der Behörden zu geplanten Vorhaben warten.

Wenig Wettbewerb in Ausschreibungen

Die zu geringe Zahl an Genehmigungen führt bislang dazu, dass es keinen echten Wettbewerb in den Ausschreibungen gibt. In Italien waren im letzten Jahr in allen drei Gebotsrunden nicht ausreichend Projekte vorhanden, so dass statt der anvisierten 3,9 GW im Gesamtjahr nur 2,7 GW den Zuschlag erhielten. Ganz ähnlich war die Lage in Deutschland: Erst bei der letzten Runde im Dezember lag das eingereichte Volumen erstmals im Jahr über der Ausschreibungsmenge, so dass kumuliert in 2020 statt der ausgeschriebenen rund 3,9 GW nur knapp 2,7 GW ausgewählt werden konnten. Das mangelnde Angebot macht sich auch in der Preisfindung bemerkbar. In Deutschland bewegte sich der Zuschlagspreis von August 2018 bis Oktober 2020 knapp über der Marke von 6 Cent pro kWh und ist erst in der Dezemberauktion mit 5,9 Cent pro kWh knapp darunter gerutscht. Ein ähnliches Preisniveau wurde in Frankreich und Griechenland in mehreren Ausschreibungsrunden in 2020 ermittelt, in Italien und Irland lag es sogar noch höher und in Polen etwas niedriger (Datenquelle: Bundesnetzagentur, WindEurope).



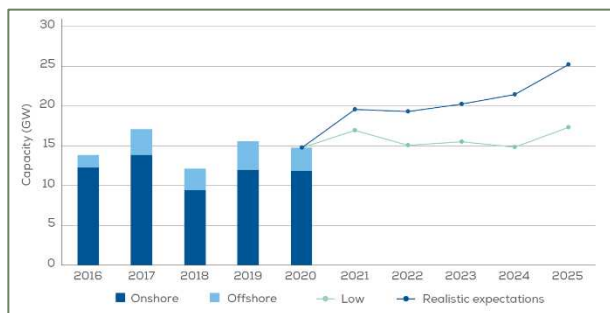
Quelle: Bundesnetzagentur

Ehrgeizige Klimaziele

Im Hinblick auf die ambitionierten Klimaziele der EU wird das geringe Ausbautempo von den Branchenverbänden kritisch bewertet. Bislang war vorgesehen, dass der Anteil der Erneuerbaren Energien am gesamten Bruttoendenergieverbrauch in der Europäischen Union von 18 Prozent im Jahr 2018 auf 32 Prozent in 2030 steigen soll. Auf dieser Basis haben sich die Länder individuelle Ziele für den Zeitraum gesetzt. So strebt beispielsweise Frankreich eine Steigerung des Anteils der Erneuerbaren am Stromverbrauch von 20 auf 33 Prozent an, Spanien ist mit einem anvisierten Anstieg von einem Drittel auf 74 Prozent noch deutlich ehrgeiziger. Deutschland wiederum peilt 65 Prozent an, nach 42 Prozent noch im Jahr 2019. Doch das Tempo muss eventuell weiter erhöht werden, denn die EU-Kommission arbeitet im Rahmen des „Green Deal“ an noch ehrgeizigeren Vorgaben. Während im Moment noch eine Reduktion des CO₂-Ausstoßes bis 2030 um rund 40 Prozent gegenüber dem Stand von 1990 als Ziel gilt, wird aktuell eine Verschärfung auf -55 Prozent diskutiert.

Beschleunigung möglich

Der Bundesverband Windenergie rechnet für Deutschland in diesem Jahr mit einem Onshore-Zubau von 2,0 bis 2,5 GW, wobei der obere Wert nur erreichbar ist, wenn die negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Prozessabläufe nicht zu groß ausfallen. Damit die von der Politik formulierten Ausbauziele erreicht werden, sind nach Darstellung des Verbandes aber Genehmigungen für 5 bis 6 GW pro Jahr nötig. Daher wird auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Rahmenbedingungen weiter zu verbessern. Ähnlich fällt die Conclusio von WindEurope für Europa aus. Der Branchenverband hält eine Beschleunigung des Ausbautempos in diesem Jahr auf knapp 20 GW (onshore und offshore) für möglich, was zum Teil aber ein Nachholeffekt aus verschobenen Projekten darstellt. Ab 2023 soll das Volumen dann aber weiter steigen, bis auf 25 GW in 2025. Voraussetzung für dieses als „realistisch“ benannte Szenario ist unter anderem, dass die Genehmigungsprozesse verbessert werden und die Leistungserstellung nicht nachhaltig unter der Pandemie leidet. Andernfalls sieht die pessimistischere Schätzung („low“) nahezu eine Stagnation des Zubauvolumens vor (Quelle: WindEurope).



Jährlicher Ausbau der Windkraftkapazitäten, Istzahlen und Prognose; Quelle: WindEurope

Repowering wird wichtiger

Eine weitere zentrale Determinante für das künftige Branchenwachstum sieht der Branchenverband in guten Rahmenbedingungen für das Repowering von Altanlagen, das zunehmend an Bedeutung gewinnt. In Europa wurden im letzten Jahr Windkraftanlagen im Umfang von 388 MW abgeschaltet, zugleich stammten 345 MW der neu installierten Kapazität aus Repowering-Projekten. Das Volumen dürfte in den

nächsten Jahren deutlich ansteigen, wenn nach Verbandsschätzung Anlagen mit einer Kapazität von 26 GW die Altersgrenze von 20 Jahren überschreiten werden, 10 GW davon werden sogar schon älter als 25 Jahre sein. WindEurope erwartet daher bis 2025 Repowering-Projekte im Umfang von 4,4 GW.

Neue Herausforderungen

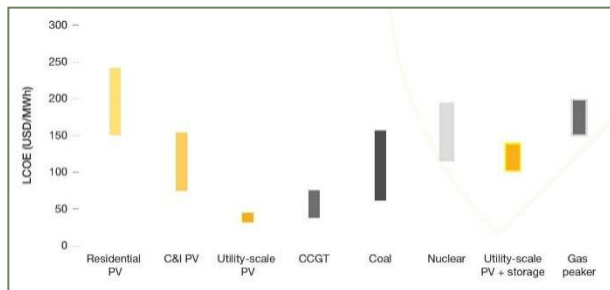
Die potenziellen Repowering-Projekte sind Teil des großen Bestandsmarktes, der neben neuen Projekten ein großes Betätigungsfeld für clearvise bietet. Per Ende 2020 waren in Europa rund 220 GW an Windkraftkapazitäten installiert, davon entfielen etwa die Hälfte auf die drei Märkte Deutschland (63 GW, 29 Prozent), Spanien (27 GW, 12 Prozent) und UK (24 GW, 11 Prozent). Der Anteil der Onshore-Anlagen an den gesamten Installationen betrug 195 GW oder knapp 89 Prozent. Mit dem steigenden Alter der Bestandsanlagen rückt für einen Käufer allerdings der potenziell erzielbare Strompreis nach dem Ende einer festen Einspeisevergütung in den Fokus, auch, um die Frage Repowering oder Weiterbetrieb zu beantworten. Daher sind hier zusätzliche Kompetenzen gefragt, insbesondere die Prognose künftiger Strompreise und die Verhandlung von individuellen Strombezugsverträgen (Power Purchase Agreements – PPA) mit größeren Abnehmern.

PPAs auf dem Vormarsch

Power Purchase Agreements gewinnen in Europa zunehmend an Bedeutung. Per Ende Dezember 2020 bestanden insgesamt 145 PPAs für eine Kapazität von 11,1 GW, mit 73 Prozent der installierten Leistung entfiel der Großteil davon auf Windkraftanlagen. Die Vorreiter des PPA-Trends waren neben Norwegen und Schweden auch Italien und Spanien. Aber auch in Deutschland nimmt das Volumen der individuell ausgehandelten Strombezugsverträge jetzt deutlich zu. Isoliert betrachtet war im letzten Jahr, in dem allein mehr als 3 GW an Neuverträgen abgeschlossen wurden, eine Schwerpunktverlagerung im Markt zu beobachten. Mit einem Anteil von 53 Prozent hat Photovoltaik die Führungsrolle bei den PPAs übernommen, und Spanien war der mit Abstand wichtigste Einzelmarkt (Quelle: Renewable Market Watch).

PV-Kosten stark gesunken

Dass Photovoltaik im PPA-Markt an Bedeutung gewinnt, liegt vor allem an den deutlich gesunkenen Kosten dieser Technologie, weswegen PV-Anlagen inzwischen an günstigen Standorten ohne Förderung wettbewerbsfähig sind – das gilt insbesondere für solare Großkraftwerke („Utility-scale“). Innerhalb der letzten zehn Jahre sind die weltweiten „Levelized Cost of Energy“ (LCOE) nach Berechnungen der Investmentbank Lazard um fast 90 Prozent auf 40 US-Dollar pro MWh gesunken, damit ist Solarenergie inzwischen im globalen Durchschnitt die günstigste Erzeugungsart (siehe Abbildung).

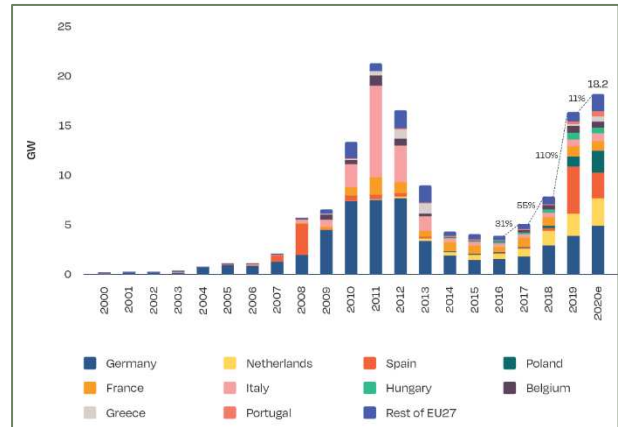


Legende: C&I PV: Commercial and Industrial PV-Projekte; CCGT: Combined cycle gas turbine; Quelle: Lazard / SolarPower Europe

Wachstum auch in 2020...

Trotzdem war im Jahresverlauf 2020 zunächst fraglich, ob sich der Trend zum Ausbau der Photovoltaikkapazitäten in Europa fortsetzen lässt. Denn die Corona-Pandemie erschwerte nicht nur die Prozessabläufe beim Bau von Solarparks, sondern sie führte aufgrund des zwischenzeitlich stark dämpfenden Effekts auf die wirtschaftlichen Aktivitäten auch zu einem deutlichen Absacken der Stromgroßhandelspreise in vielen Ländern. Damit haben sich die Rahmenparameter für die Wirtschaftlichkeit geändert, was u.a. Auswirkungen auf die Projektfinanzierung hatte. Infolgedessen lag der Ausbau der Photovoltaikkapazitäten im letzten Jahr mit 18,2 GWp um 12 Prozent unter den Erwartungen, die der Branchenverband SolarPower Europe vor der Pandemie formuliert hatte. Dennoch stellte dieser Wert ein beachtliches Wachstum um 11 Prozent zum Vorjahr dar, und damit die vierte Steigerung in Folge (siehe Grafik). Einen deutlichen Zuwachs gab es in Deutschland (von 3,9 auf

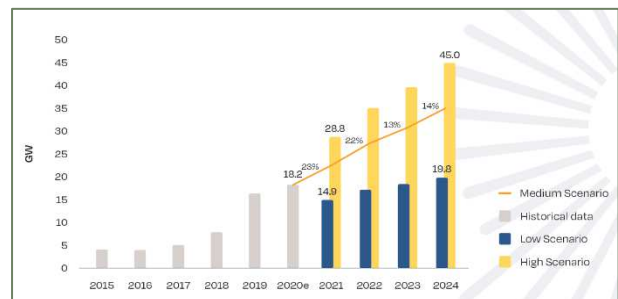
4,8 GWp), den Niederlanden (von 2,3 auf 2,8 GWp) und Polen (von 1,0 auf 2,2 GWp).



Neu installierte PV-Kapazitäten; Quelle: SolarPower Europe

...und darüber hinaus

SolarPower Europe sieht damit den Wachstumstrend des Marktes intakt und rechnet für 2021 im mittleren Prognoseszenario mit einer weiteren deutlichen Steigerung der neu installierten PV-Kapazität um 23 Prozent auf 22,4 GW. Als Treiber des Marktes werden insbesondere der weiter anhaltende Trend zu sinkenden Erzeugungskosten und die damit wachsenden Möglichkeiten, Projekte auch ohne Förderung zu realisieren, gesehen. Außerdem verspricht sich der Verband von dem europäischen Aufbauplan „Next Generation EU“ mit einem Volumen von mehr als 670 Mrd. Euro signifikante positive Impulse für den Sektor, da dieser explizit Investitionen zur Erreichung der EU-Klimaziele stimulieren soll.



Marktprognose; Quelle: SolarPower Europe

Zukäufe im PV-Markt leichter

Angesichts des dynamischen Wachstumstrends dürfte es Unternehmen, die Portfolios aus Erzeugungskapazitäten auf- oder ausbauen wollen, im Photovoltaikmarkt voraussichtlich etwas leichter fallen, neue Projekte zu attraktiven Konditionen zu erwerben, als es im Bereich der Onshore-Windkraft der Fall ist. In Letzterem waren die Renditen in den letzten Jahren bereits deutlich unter Druck geraten, da dem stagnierenden Zubauvolumen eine deutlich steigende Nachfrage gegenüberstand. Der Branchenverband Wind-Europe hatte dazu in der Studie „Financing and Investment Trends“ konstatiert, dass institutionelle Investoren zum Teil sehr aggressive Gebote abgegeben haben. Unter konservativen Annahmen, etwa zur künftigen Strompreisentwicklung, resultierten aus der Relation der Preise zu den erwarteten Einnahmen nicht selten nur noch Eigenkapitalrenditen von 3 bis 4 Prozent.

Große Wettbewerber

Für clearvise ist der Aufbau von Kapazitäten im PV-Bereich aber ohnehin attraktiv, da das Unternehmen diesen bislang noch nicht abdeckt. Damit verzichtet

das Unternehmen bisher auf einen wichtigen Diversifikationseffekt. Die Mischung aus Windkraft- und Photovoltaikanlagen bietet nämlich neben der grundsätzlichen Risikodiversifikation hinsichtlich der Erzeugungsorten den großen Vorteil einer Glättung der Cashflows im Jahresverlauf, da sich die üblichen Zeiträume mit einer hohen Produktion bei Solar (später Frühling, Sommer, früher Herbst) und Wind (Herbst, Winter, Frühling) unterscheiden. Börsennotierte Big Player in Europa mit Portfolios von mehr als 1 GW, wie Neoen aus Frankreich oder Encavis aus Deutschland, verfolgen schon seit Jahren eine entsprechende Diversifikationsstrategie. Neben zahlreichen notierten Wettbewerbern, zu denen in Deutschland insbesondere auch noch die Gesellschaft 7C Solarparken zählt (die ihr Solarparkportfolio inzwischen auch um Windkraftkapazitäten erweitert), sind im Sektor aber auch noch diverse andere große Akteure aktiv – etwa Versicherungen oder Versorger. Angesichts der kapitalstarken Konkurrenz empfiehlt sich für clearvise eine Nischenstrategie im Bereich von Projekten, die für die großen Konkurrenten nicht groß genug sind oder zu denen ihnen ein passender Zugang (etwa in Form von Kooperationen) fehlt.

Strategie

Positionierung als IPP

Mit der Umbenennung in clearvise hat die Gesellschaft die Unabhängigkeit von ABO Wind auch in der Namensgebung zum Ausdruck gebracht. Das Unternehmen definiert sich nun als unabhängiger Stromerzeuger (Independent Power Producer, IPP), dessen Kernkompetenzen im Management des eigenen Portfolios sowie in der Akquise neuer Anlagen liegen. Nachdem früher ausschließlich Projekte von ABO Wind erworben wurden, will das Unternehmen nun systematisch verschiedene Akquisitionskanäle nutzen und ist auch offen für neue Kooperationen.

Aktives Portfoliomanagement

Das aktive Portfoliomanagement stellt das Rückgrat der Aktivitäten dar, weswegen mit der Erweiterung des Managementteams auch die Kapazitäten und das Know-how für die Portfoliosteuerung und -optimierung ausgebaut wurden. Damit sollen Effizienzreserven im Bestand gehoben und die reibungslose Integration neuer Anlagen sichergestellt werden. Zu den ersten Maßnahmen gehört die Optimierung der Finanzierungsvereinbarungen von Projektgesellschaften sowie der steuer- und gesellschaftsrechtlichen Strukturen. So war die Dachgesellschaft bislang nicht vorsteuerabzugsfähig, was durch eine neue Definition der Aufgaben und eine Satzungsänderung behoben werden konnte. Eine weitere Initiative adressiert die vorhandene IT-Infrastruktur, die an die steigenden Anforderungen für das aktive Asset Management angepasst wird. Auf operativer Ebene nimmt sich das neue Team beispielsweise die Operation & Maintenance-Verträge vor. Hier wurde in der Vergangenheit weitgehend auf – relativ kostspielige – Vollwartungsverträge zurückgegriffen, nun wird die in Abhängigkeit von den spezifischen Gegebenheiten individuell beste Lösung (etwa durch einen Rückgriff auf Versicherungen) entwickelt.

PPAs im Fokus

Ein besonderes Augenmerk des Managements liegt auf der Verhandlung von Power-Purchase-Agreements, die in der Branche immer wichtiger werden. Das Team verfügt bereits über das notwendige Know-how in diesem Bereich, und das große Portfolio aus Windparks, die in den nächsten Jahren sukzessive aus der festen Einspeisevergütung herauslaufen, bietet viel Potenzial für Anschlussvereinbarungen. Denn die durchschnittliche Lebenszeit der Anlagen wird inzwischen auf 25 Jahre geschätzt, so dass selbst für deutsche Windparks (mit einer festen Einspeisevergütung von 20 Jahren) noch ein attraktives Vermarktungspotenzial besteht. Da die Anlagen zu dem Zeitpunkt vollständig abgeschrieben und die Kredite getilgt sind, sind die Einnahmen aus zusätzlichen Laufzeitjahren sehr margenstark und sorgen für einen hohen freien Cashflow – das wird als das sogenannte „goldene Ende“ der Lebenszeit eines Windparks bezeichnet.

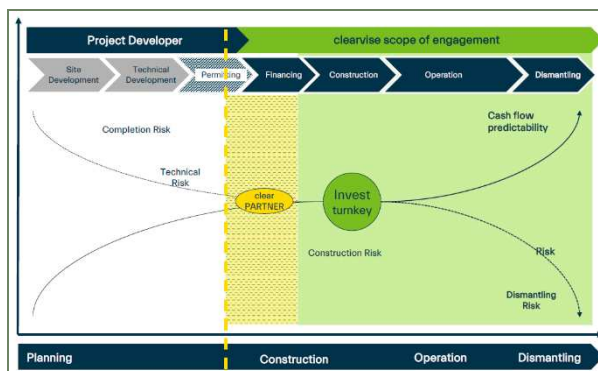
Systematische Projektakquise

Zum aktiven Portfoliomanagement wird auch der opportunistische Verkauf von Bestandsanlagen zählen – wenn sich eine attraktive Gelegenheit oder aber die Chance zum Repowering ergibt. Das wird aber nur punktuell eine Option sein, der klare Fokus der Gesellschaft ist nun auf Wachstum durch einen dynamischen Ausbau des Portfolios gerichtet. Das Management hat für die systematische Akquise von neuen Anlagen eine Strategie mit drei Säulen ausgearbeitet, die nun umgesetzt wird.

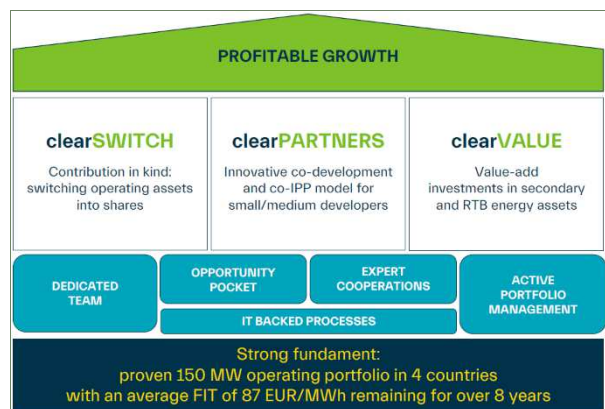
Drei-Säulen-Strategie

Eine Säule des Wachstums, die mit „clearValue“ bezeichnet wurde, wird weiter der klassische Kauf von Anlagen bleiben, wobei das Management nun verstärkt nach Nischen abseits strukturierter Ausschreibungsprozesse sucht, da diese eine Erfüllung der eigenen Renditevorstellungen – die sich auf eine Eigenkapitalrendite über das gesamte Portfolio von ca. 6 bis 8 Prozent belaufen – kaum erlauben. Stattdessen wird

der Markt im Hinblick auf Sondersituationen (etwa mit operativem Verbesserungspotenzial) gescreent und es werden die Gespräche mit kleineren, regionalen Entwicklern intensiviert. Diesen bietet clearvise im Rahmen der zweiten Säule, „clearPartners“, nun auch eine frühzeitige Beteiligung an fortgeschritten, im Idealfall schon baureifen Projekten an – in der Vergangenheit lag der Fokus hingegen auf bereits fertiggestellten Windparks. Damit erhöht das Unternehmen das Investitionsrisiko mit Augenmaß, kann mit dem eigenen Know-how, etwa bezüglich der Finanzierung eines Projekts, aber auch aktiv zu dessen Begrenzung beitragen und die Entwickler bei der Realisierung unterstützen.



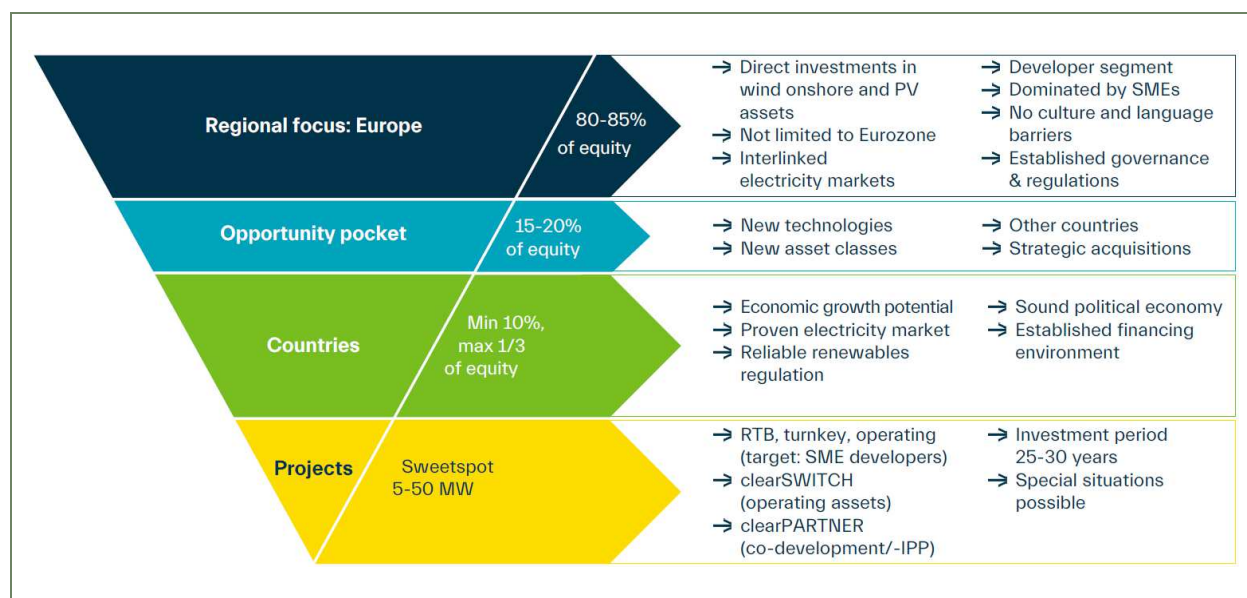
clearPartners-Modell im Projektzeitablauf; Quelle: Unternehmen



Drei-Säulen-Strategie; Quelle: Unternehmen

Aktie als Akquisitionswährung

Die dritte Säule der Strategie, „clearSwitch“, zielt auf einen alternativen Weg ab, um größere Bestandsportfolios zu erwerben. Statt einer Zahlung können die Portfolios im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung gegen Ausgabe von Aktien eingebracht werden. Der Verkäufer tauscht so ein einzelnes großes Sachinvestment gegen eine liquide Beteiligung an einem diversifizierten Portfolio. Für clearvise schafft diese Methode die Möglichkeit, die Eigenkapitalbasis auch noch auf einem anderen Weg als über die Thesaurierung von Gewinnen oder klassische Kapitalerhöhungen zu stärken. Das Management hat sich vorgenommen, die Eigenkapitalquote auf der Gruppenebene von zuletzt 20 Prozent auf mindestens 25 Prozent zu steigern. Die



Erweiterter Investitionsfokus; Quelle: Unternehmen

Hauptversammlung hat dieses Ziel bereits mit der Schaffung eines großzügigen genehmigten Kapitals, das die Erhöhung des Grundkapitals, ggf. in mehreren Schritten, um bis zu 24,5 Mio. Aktien ermöglicht, unterstützt.

Fokus erweitert

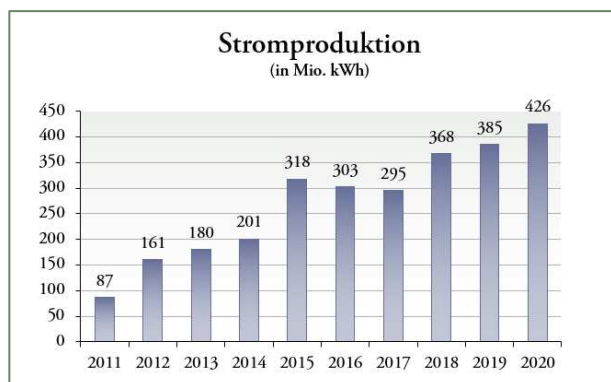
Die Investmentstrategie beschränkt sich aber nun nicht mehr ausschließlich auf Windparks, sondern umfasst auch Photovoltaikprojekte. Bezüglich der Größenordnung sollen Akquisekandidaten eine installierte (oder geplante) Leistung von 5 bis 50 MW aufweisen, denn damit bleibt das Unternehmen gezielt im unteren Marktsegment, das insbesondere auch von kleineren Entwicklern adressiert wird. Etwa

80 bis 85 Prozent der Eigenmittel sollen in diesem Bereich in etablierten europäischen Märkten investiert werden. Der übrige Teil ist für besondere Opportunitäten reserviert – das können weitere Länder, neue Technologien oder andere Assetklassen sein (siehe Abbildung auf der vorherigen Seite). Das Management wird wie bisher auf eine angemessene Diversifikation der Aktivitäten achten, daher soll kein Land auf einen Anteil von mehr als einem Drittel des investierten Eigenkapitals kommen. Gleichwohl wird auch ein Mindestanteil von 10 Prozent als Ziel ausgegeben, damit das Portfolio nicht zu stark zerfasert und einzelnen Märkten eine ausreichende Aufmerksamkeit gewidmet werden kann.

Zahlen

Abhängig von der Windverfügbarkeit

Für die Windparks des Portfolios bestehen noch feste Einspeisevergütungen, so dass die Erlöse des Unternehmens maßgeblich durch die technische Verfügbarkeit der Anlagen und die Windverfügbarkeit determiniert werden. Während sich die Erstgenannte in den letzten Jahren durchweg auf einem relativ hohen Niveau bewegte, waren die Jahre 2016 bis 2019 von einer im historischen Vergleich eher schwachen Windverfügbarkeit geprägt. Der Normwert für den Output des Portfolios unter durchschnittlichen Bedingungen wurde in ersten drei Jahren um ca. 9 bis 10 Prozent und in 2019 um knapp 5 Prozent unterschritten.



Vergütete Stromerträge; Quelle: Unternehmen

Jahr 2020 überdurchschnittlich

Im letzten Jahr hat das Unternehmen endlich wieder einmal von überdurchschnittlichen Windverhältnissen profitiert. Die vergüteten Stromerträge konnten um etwas mehr als 10 Prozent auf ca. 426 Mio. kWh gesteigert werden und lagen damit um mehr als 4 Prozent über dem Normwert. Damit wurde auch ein neuer historischer Höchststand markiert.

Halbjahreszahlen zeigen Hebeleffekt

Diese positive Entwicklung hatte sich im ersten Halbjahr 2020 schon abgezeichnet, per Mitte Juni hatte der Output sogar um 8,3 Prozent über dem Normwert gelegen. Die Sechsmonatszahlen haben daher auch sehr anschaulich verdeutlicht, welch großen He-

beleffekt gute Produktionszahlen auf das Ergebnis und den Cashflow ausüben. Während sich der Umsatz der Gesellschaft von Januar bis Juni 2020 um 13,4 Prozent auf 19,5 Mio. Euro erhöhte, konnten das EBIT um 21,3 Prozent auf 5,8 Mio. Euro und das Periodenergebnis um 127,7 Prozent auf 2,3 Mio. Euro verbessert werden. Und das, obwohl im Vergleichszeitraum aus 2019 ein sonstiger betrieblicher Ertrag aus dem Verkauf des Windparks Wennerstorf in Höhe von 1,1 Mio. Euro verbucht worden war, weshalb der Zuwachs beim EBITDA – auf unbereinigter Basis – auch leicht unterproportional ausgefallen ist. Das bereinigte Wachstum betrug aber rund 15 Prozent.

Geschäftszahlen	6M 19	6M 20	Änderung
Umsatz	17,2	19,5	+13,4%
EBITDA	14,2	15,1	+6,4%
EBIT	4,8	5,8	+21,3%
EBT	1,8	3,2	+75,0%
Periodenergebnis	1,0	2,3	+127,7%
CF lfd. Geschäft	14,1	16,0	+13,9%
CF Investition	-0,01	-0,02	-
FCF	14,1	16,0	+13,9%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Hoher freier Cashflow

Der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit hat sich im ersten Halbjahr 2020 um 13,9 Prozent auf 16 Mio. Euro erhöht. Da die Gesellschaft gleichzeitig nur minimale Ausgaben für Investitionen getätigt hat, entsprach der operative Cashflow nahezu dem Free-Cashflow. Damit konnte die Gesellschaft 82,1 Prozent der Erlöse als Zahlungsmittelüberschuss vor dem Finanzierungsaldo verbuchen.

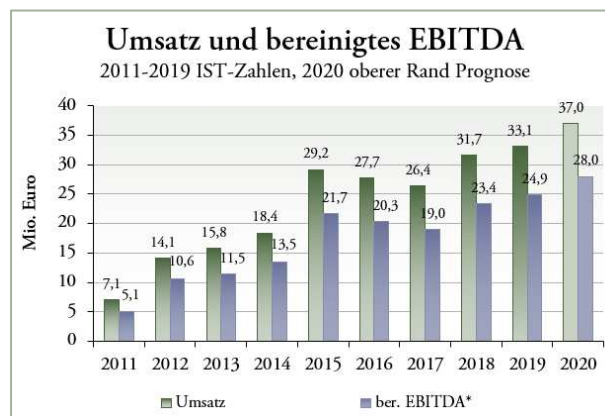
Bilanz gestärkt

Mit dem Überschuss und dem hohen freien Cashflow wurde die Bilanz weiter gestärkt. Zum Stichtag Mitte Juni belief sich die ausgewiesene Konzernliquidität auf 19,7 Mio. Euro (Jahresanfang: 14,7 Mio. Euro), das entsprach rund 10 Prozent der gegenüber Ende 2019 um 2,8 Prozent auf 197,4 Mio. Euro reduzierten Bilanzsumme. Auch die Eigenkapitalposition hat sich verbessert: absolut erhöhte sie sich um 6,2 Prozent auf 39,7 Mio. Euro und in Relation zur Bilanzsumme von 18,4 auf 20,1 Prozent. Das Fremdkapital besteht zum überwiegenden Teil aus längerfristigen Non-recourse-Projektfinanzierungen für einzelne Windparkgesellschaften.

Am oberen Rand der Prognose

Zahlen für das gesamte Geschäftsjahr 2020 hat clearvise noch nicht veröffentlicht. Als Prognose hatte das Management Zielspannen in Abhängigkeit von der Produktion ausgegeben. Diese sahen bei einem Output von 364 bis 423 Mio. kWh, was einem Korridor von -10,1 bis +4,5 Prozent um den Normwert (405 Mio. kWh) entsprach, einen Umsatz von 31,7 bis 37,0 Mio. Euro, ein EBITDA von 23,1 bis 28,0 Mio. Euro und ein EBIT von 4,5 bis 9,3 Mio. Euro vor. Das Vorsteuerergebnis sollte sich auf der Basis zwischen -1,3 und +3,5 Mio. Euro bewegen. Wie oben ausgeführt, hat die Produktion nun das obere Ende

der Spanne etwas übertroffen. Damit könnten die Zahlen der Gesellschaft ebenfalls am oberen Ende der Bandbreiten (die wir in der folgenden Abbildung eingetragen haben) oder leicht darüber liegen.



* bereinigt um sonstige betriebliche Erträge aus Einmaleffekten; Quelle: Unternehmen

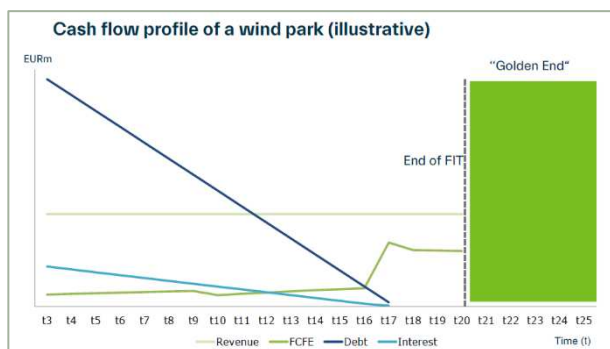
Schwacher Start

Zu Jahresbeginn 2021 war die Windverfügbarkeit wieder eher schwach. Vor allem im Januar lag die Produktion daher sehr deutlich unter dem Normwert, während im Februar ein Aufholprozess eingesetzt hat. Doch in Summe der beiden Monate lag der Output noch um einen zweistelligen Prozentsatz unter dem Durchschnittswert.

Equity-Story

Starke Basis

clearvise verfügt durch das über Jahre aufgebaute Portfolio über eine starke Basis für die weitere Expansion. Unter durchschnittlichen Windbedingungen produzieren die Anlagen entsprechend der Planwerte aus 2020 rund 405 Mio. kWh Strom, womit ein Umsatz von fast 35 Mio. Euro und ein EBITDA von 26 Mio. Euro generiert werden können. Fällt die Windverfügbarkeit überdurchschnittlich aus, was im letzten Jahr der Fall war, fließt der Großteil der zusätzlichen Erlöse in das Ergebnis. Ein Anstieg der Produktion um 4,5 Prozent über den Normwert – diesen Wert hat die Gesellschaft in 2020 fast punktgenau erreicht –, führt nach der damaligen Planrechnung zu Mehrerlösen in Höhe von 2,4 Mio. Euro, die eine Verbesserung des EBITDA um 2 Mio. Euro bewirken.



Quelle: Unternehmen

Das „Goldene Ende“

Die zugesicherte Einspeisevergütung für die Windparks des Portfolios hat noch eine durchschnittliche Laufzeit von mehr als 8 Jahren und bietet damit eine sehr gute Kalkulationsbasis für die künftigen Einnahmen. Aber auch nach dem Ende der fixen Einspeisevergütung ist das Ertragspotenzial noch beträchtlich. Denn die Anlagen sind dann bereits voll abgeschrieben – clearvise unterstellt eine konservative Nutzungsdauer von 16 Jahren – und die Kredite getilgt. Damit kann günstig Strom produziert werden, was Potenzial für den Abschluss lukrativer PPAs bietet. Für Windparks ist inzwischen eine Nutzungsdauer von 25 Jah-

ren realistisch, die letzten Jahre stellen damit das „Goldene Ende“ der Produktionszeit dar.

Hohes Ausschüttungspotenzial

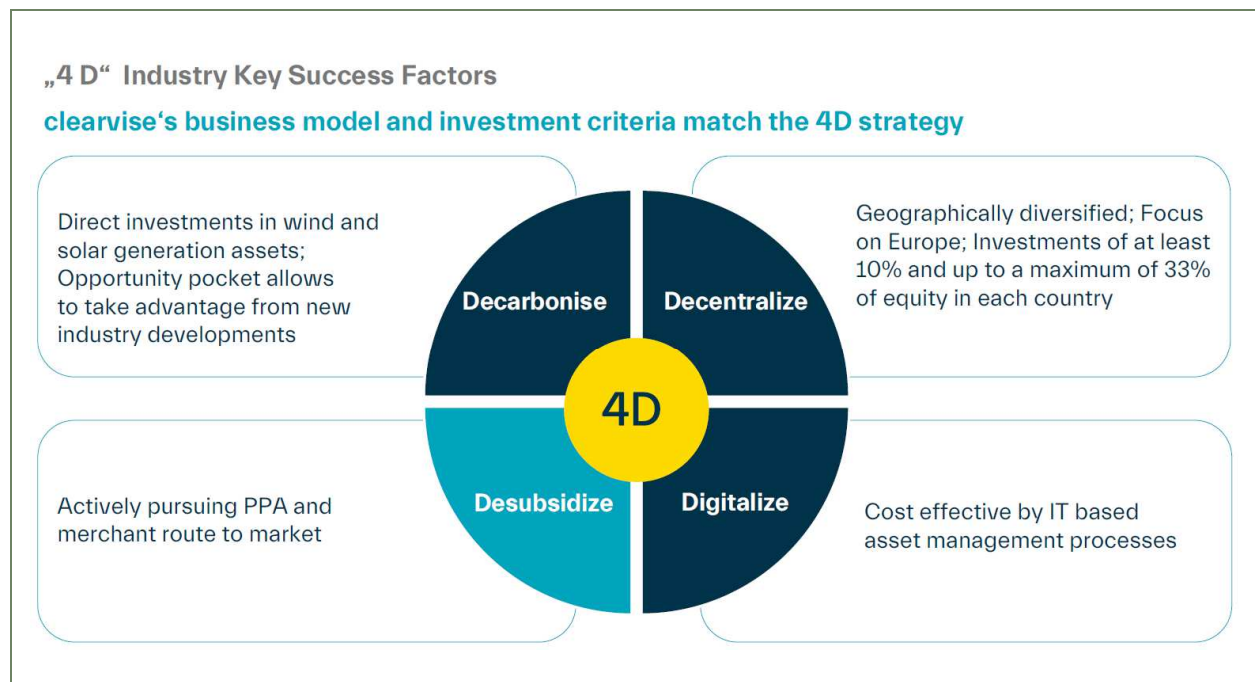
In den ersten Jahren des Portfolioaufbaus verursachen die hohen Abschreibungen und die starke Zinsbelastung zunächst Verluste. Diese Phase prägte die Geschäftszahlen der Gesellschaft im letzten Jahrzehnt. Inzwischen wurden die Kredite aber bereits zu einem substantziellen Teil abgetragen, so dass das Unternehmen in die Gewinnzone vorgestoßen ist. Bereits im Jahr 2019 wurde daher die Ausschüttung von Dividenden (für die Finanzperiode 2018) gestartet. Steigende Gewinne aus dem Bestand, nicht zuletzt wegen des „Goldenen Endes“, bieten künftig Potenzial für höhere Dividenden.

EU als Markttreiber

Allerdings ist es denkbar, dass die Gesellschaft die erwirtschafteten Cashflows aus dem Bestand zu einem substantziellen Teil in das Wachstum reinvestiert, denn der Markt bietet aktuell attraktive Opportunitäten. Vor allem der Ausbau der Produktionskapazitäten im Bereich der Photovoltaik entwickelt sich in Europa sehr dynamisch. Aber auch im Windsegment könnte das Zubauvolumen künftig wieder steigen und damit für ein größeres Angebot sorgen. Die ehrgeizigen Klimaziele der EU und deren Verknüpfung mit dem europäischen Aufbauplan „Next Generation EU“ sollten eigentlich für deutlich höhere Investitionen im Sektor sorgen.

Mehrgleisige Strategie

In der Vergangenheit hat das Unternehmen de facto nur Projekte des langjährigen Partners ABO Wind erworben, was in den letzten Jahren aber nur noch punktuell zu Zukäufen geführt hat. Unter dem neuen Namen clearvise und mit neuem Management hat sich die Gesellschaft nun emanzipiert und eine eigene



Quelle: Unternehmen

Strategie für den Ausbau des Portfolios entwickelt, mit der das Wachstum forciert werden soll. Diese basiert auf drei Säulen und beinhaltet als Neuerung die Option, Bestandsportfolios über Sachkapitalerhöhungen zu erwerben. Klassische Zukäufe (gegen Cash) bilden den zweiten Strang, für den der Markt aber nun intensiv gescreent wird, um attraktive Sondersituationen zu identifizieren, die überdurchschnittliche Renditen ermöglichen. Zugleich wird aber auch die Verbindung zu kleineren, regionalen Entwicklern gestärkt. Diesen wird als dritte Säule der Strategie auch eine Partnerschaft inklusive eines Einstiegs bei Projekten schon vor Baubeginn angeboten. So soll eine Pipeline aufgebaut werden, im Gegenzug trägt clearvise etwas mehr Risiko. Mit der eigenen Kompetenz, etwa in Finanzierungsfragen, kann aber aktiv zu dessen Begrenzung beigetragen werden.

Megatrends im Blick

clearvise kann den Partnern zudem mit der eigenen Kompetenz bei der Aushandlung von PPAs helfen – eine Expertise, die in der Branche immer wichtiger wird. Feste Einspeisevergütungen werden nämlich sukzessive von individuellen Bezugsverträgen abgelöst (der sogenannte „Desubsidize“-Prozess). Darüber hinaus setzt die clearvise-Strategie auf drei weitere Megatrends: die Decarbonisierung (mit dem Ausbau der Kapazitäten im Bereich Wind, Solar und neuer Technologien), die Dezentralisierung (mit einer anvisierten Stärkung der Länderdiversifikation) und schließlich die Digitalisierung (im eigenen Asset Management). Diese „4Ds“ sieht das Management als wesentliche Erfolgsfaktoren, deren Berücksichtigung zu einer positiven Entwicklung des Unternehmens maßgeblich beitragen soll.

DCF-Bewertung

Neu aufgestellt

Begleitet von der Umfirmierung in clearvise hat sich die Gesellschaft im letzten Jahr neu aufgestellt, um die sich bietenden Wachstumschancen im Markt für Erneuerbare Energien besser nutzen zu können. Das neue Management hat eine Drei-Säulen-Strategie ausgearbeitet, um den Zugang zu potenziellen Akquisitionen zu verbessern. Neben dem klassischen Kauf (gegen Cash) können Bestandsportfolien nun auch via Sachkapitalerhöhung übernommen werden, außerdem ist der Einstieg in weit fortgeschrittene Projekte noch vor dem Baustart möglich. Das Unternehmen kann somit wesentlich flexibler agieren und unterschiedliche Modelle anbieten. In Verbindung mit dem über lange Jahre aufgebauten Kontaktnetzwerk der Führungsmannschaft und der Kompetenz in immer wichtiger werdenden Bereichen – etwa der Verhandlung und dem Abschluss von PPAs – gehen wir davon aus, dass das Portfolio künftig wieder dynamisch ausgebaut wird.

Umstellung auf Wachstums-Modell

Bislang hatten wir als Basis unserer Bewertung nur die Cashflows aus dem Bestandsportfolio genommen, da der Wachstumsprozess in den letzten Jahren zum Erliegen gekommen war und wir zunächst abwarten wollten, welcher Weg zur Forcierung des Wachstums eingeschlagen wird. Mit den überzeugenden Plänen halten wir eine Revitalisierung des Wachstumsprozesses noch im laufenden Jahr nun für sehr wahrscheinlich. Angesichts der kommunizierten Zielgröße neuer Objekte, die zwischen 5 und 50 MW liegt und damit in Relation zum 150-MW-Bestand eine beträchtliche Größenordnung erreichen kann, würde eine Vernachlässigung von Zukäufen das künftige Ertragspotenzial deutlich unterschätzen. Daher wechseln wir nun von einem Bestands- auf ein Expansionsmodell.

50 MW p.a. bis 2023

Gleichwohl ist es sehr schwer prognostizierbar, welche konkreten Projekte clearvise letztlich erwerben wird.

Wir stützen uns daher auf sehr pauschale Annahmen, die die positiven Effekte aber zumindest näherungsweise abbilden. Konkret rechnen wir mit Zukäufen von jeweils 50 MW p.a. bis Ende 2023. Dabei unterstellen wir eine Mischung von 60 Prozent Photovoltaik und 40 Prozent Windkraft (andere Technologien bleiben unberücksichtigt). Die Projekte sind so konzipiert, dass sie eine Eigenkapitalrendite von 7 Prozent bieten, das halten wir mit der ausgearbeiteten Strategie im Durchschnitt für erreichbar.

Finanzierungsannahmen

Für diesen Portfolioausbau rechnen wir mit Investitionen von insgesamt 165 Mio. Euro bis Ende 2023. Zur Finanzierung kann teilweise auf den hohen Cashflow aus dem Bestand zurückgegriffen werden, zugleich wird clearvise bei Bedarf aber auch neues Eigenkapital einwerben. Mit einem genehmigten Kapital von bis zu 24,5 Mio. Aktien besteht dafür ein ausreichender Spielraum. Das Management strebt eine Verbesserung der Eigenkapitalquote von 20 auf 25 Prozent an, daher dürfte künftig für die Akquisitionsfinanzierung anteilig etwas weniger Fremdkapital genutzt werden als in der Vergangenheit. Wir gehen in unserem Modell davon aus, dass bis Ende 2023 insgesamt 21 Mio. Aktien platziert werden und rechnen auf voll verwässerter Basis mit einer hypothetischen Stückzahl von 70 Mio.

Erst Steady-state, dann Sockelumsatz

Für die neuen Projekte unterstellen wir vereinfachend, dass sie im Jahr der Anschaffung einen Produktionsbeitrag von einem Drittel ihres Potenzials leisten. Die Laufzeit von Windkraft- und Photovoltaikanlagen taxieren wir im Einklang mit dem Management nun auf 25 bzw. 30 Jahre. Ab dem Jahr 2024 unterstellen wir zunächst keine weiteren Zukäufe. Erst mit dem Jahr 2035 gehen wir davon aus, dass freie Liquidität und Fremdfinanzierungsreserven für Reinvestitionen genutzt werden, um einen Sockelbestand von Anlagen

mit einem Sockel-Cashflow von 10 Mio. Euro zu erhalten. Das entspricht einem Drittel des Free-Cashflow, den wir für die Jahre von 2024 bis 2035 im Durchschnitt erwarten. Diese Daten stellen die Basis für die Ermittlung des Terminal Value dar. Diese konservative Fortführungshypothese erscheint uns realistischer als die alternative Langfristannahme, dass die Geschäftstätigkeit perspektivisch ausläuft.

Bestand: 3 Prozent unter Norm

Für die neu hinzukommenden Anlagen gehen wir vereinfachend davon aus, dass diese ihr Potenzial unter durchschnittlichen Bedingungen erreichen. Für den vorhandenen Bestand ist uns diese Annahme zu optimistisch. Zwar wurde im letzten Jahr der Normwert um mehr als 4 Prozent übertroffen, in den vier Jahren davor wurde er aber jeweils deutlich unterschritten. Wir bleiben daher bei der bisherigen Annahme, dass die Produktion der vorhandenen Windparks im Durchschnitt um 3 Prozent unter dem Normwert liegen wird.

Auslaufende Förderung

Die garantierten Einspeisevergütungen für die Bestandwindparks laufen sukzessive aus. Während die

ersten Objekte (Cuq in Frankreich und Losheim in Deutschland) bereits 2024 das Ende des Förderzeitraums erreichen, liegt das Schlussjahr für die meisten Objekte (nämlich für 10 von insgesamt 14, wenn man Haapajärvi I und II als einzelne Parks zählt) im Zeitraum von 2026 bis 2029. Im Anschluss ist ein Weiterbetrieb zu Marktbedingungen möglich, wobei aktuell schwer abzuschätzen ist, wie sich bis dahin der Strompreis entwickelt. Aufgrund der geplanten umfangreichen Abschaltungen von günstigen Grundlastkraftwerken (Atom, Kohle) in Europa erscheint es nicht unplausibel, von deutlich steigenden Strompreisen auszugehen. Wir haben dennoch pauschal nach dem Ende der Förderung eine Halbierung der jährlichen Einnahmen unterstellt.

Längere Betriebsdauer

Die gesamte Betriebsdauer haben wir nun auf einheitlich 25 Jahre bei Windkraft und 30 Jahre bei Photovoltaikanlagen taxiert. Das entspricht dem aktuellen Kenntnisstand. Bislang hatten wir nur mit einer Betriebsdauer von 20 Jahren für die Bestandwindparks gerechnet, was sich aber als zu konservativ erwiesen hat. Die wesentlichen Cashflow-Daten in den ersten acht Jahren des Modells, die sich aus diesen Annah-

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	35,3	40,5	45,7	48,7	48,8	47,5	47,5	42,2
Umsatzwachstum		14,8%	12,8%	6,6%	0,1%	-2,6%	0,1%	-11,1%
EBIT-Marge	18,7%	17,6%	20,7%	21,1%	21,8%	20,3%	26,3%	20,1%
EBIT	6,6	7,1	9,4	10,3	10,6	9,6	12,5	8,5
Steuersatz	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,6	1,8	2,4	2,6	2,7	2,4	3,1	2,1
NOPAT	4,9	5,3	7,1	7,7	8,0	7,2	9,4	6,4
+ Abschreibungen & Amortisation	19,7	22,8	26,2	28,5	28,1	28,1	25,2	25,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	24,8	28,3	33,4	36,3	36,3	35,5	34,8	31,7
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
- Investitionen AV	-55,3	-55,1	-55,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	-30,6	-27,0	-21,9	36,3	36,3	35,5	34,9	31,8

SMC-Schätzmodell

men ergeben, finden sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung sind zudem im Anhang abgebildet.

Diskontierungszins abgesenkt

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir in allen unseren Modellen zu Jahresbeginn die Marktrisikoprämie von 6,5 auf 5,8 Prozent abgesenkt, da das nach einer aktuellen Erhebung dem Durchschnittswert in Deutschland entspricht (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Den sicheren Zins taxieren wir hingegen unverändert auf 1,0 Prozent (als langfristigen Durchschnittswert der Umlaufrendite), und das Beta liegt angesichts der stabilen Cashflows in Relation zum Marktportfolio weiterhin mit 0,75 auf einem unterdurchschnittlichen Niveau. Bei einer geschätzten durchschnittlichen Kapitalstruktur mit 65 Prozent Fremdkapital im Detailprognosezeitraum resultiert daraus ein WACC-Satz von 4,0 Prozent.

Kursziel 3,50 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 4,0 Prozent) ergibt sich aus die-

sen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 244 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine hypothetisch voll verwässerte Aktienzahl von 70 Mio. resultiert daraus ein fairer Wert von 3,49 Euro je Aktie, woraus wir 3,50 Euro als neues Kursziel ableiten. Die starke Anhebung gegenüber unserem letzten Kursziel (2,20 Euro) resultiert aus der Integration der Wachstumsstrategie in unser Modell und einer unterstellten längeren Anlagenlaufzeit (für Wind 25 statt 20 Jahre). Außerdem hat eine Aktualisierung der Basisdaten zu einer Reduktion des Diskontierungszinses geführt.

Prognoserisiko jetzt etwas höher

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Bislang hatten wir unser Modell nur auf dem vorhandenen Anlagenbestand aufgebaut und daher das Prognoserisiko als leicht unterdurchschnittlich (3 Punkte) eingestuft. Jetzt haben wir zusätzlich ein deutliches Wachstum eingeplant, was mit einer höheren Schätzunsicherheit einhergeht, da der Zeitpunkt von Zukäufen und die genauen Parameter neuer Anlagen noch unbekannt sind. Daher stufen wir das Prognoserisiko jetzt auf einen leicht überdurchschnittlichen Wert von 4 Punkten hoch.

Fazit

Im Jahr 2020 waren die Windverhältnisse nach mehreren schwachen Jahren endlich mal wieder günstig. clearvise hat davon profitiert und die Produktion um etwas mehr als 10 Prozent auf ca. 426 Mio. kWh erhöht, womit sie um mehr als 4 Prozent über dem Normwert unter durchschnittlichen Bedingungen gelegen hat.

Das Management hatte im letzten Geschäftsbericht Zielspannen für die Jahresresultate ausgegeben und am oberen Ende mit einer Produktion von 423 Mio. kWh gerechnet. Da dieser Wert nun leicht überschritten wurde, stehen die Chancen gut, dass die damit korrespondierenden Umsatz- und Gewinnziele ebenfalls zumindest erreicht wurden. Die Guidance sah am oberen Ende einen Umsatz von 37,0 Mio. Euro, ein EBITDA von 28,0 Mio. Euro und ein EBIT von 9,3 Mio. Euro vor. Daraus sollte dann ein Vorsteuergewinn von 3,5 Mio. Euro erwirtschaftet werden.

Im Hinblick auf den Unternehmenswert als noch wichtiger stufen wir ein, dass die Gesellschaft mit dem neuen Managementteam nun einer klaren Wachstumsstrategie folgt. Wir gehen davon aus, dass das Portfolio nach einer mehrjährigen Wachstumspause schon im laufenden Jahr deutlich erweitert wird und haben das in unser Modell integriert.

Zusammen mit anderen positiven Effekten, vor allem einer etwas verlängerten Anlagenlaufzeit (von zuvor unterstellten zu konservativen 20 Jahren auf 25 Jahre) und einer Reduktion des Diskontierungszinses (wegen einer niedrigeren Marktrisikoprämie und einem höheren Leverage) hat das zu einer starken Erhöhung unseres Kursziels geführt, welches wir nun auf 3,50 Euro taxieren (bisher: 2,20 Euro). Wir erwarten also deutliche positive Effekte der anvisierten Expansion und stufen die Aktie von „Hold“ auf „Buy“ hoch.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	164,5	200,1	232,4	261,3	232,9	204,9	176,9	151,8	126,7
1. Immat. VG	6,4	6,0	5,6	5,2	4,9	4,6	4,3	4,0	3,7
2. Sachanlagen	157,9	193,9	226,6	255,9	227,8	200,1	172,4	147,6	122,8
II. UV Summe	20,9	23,1	23,6	34,0	33,3	39,5	51,5	66,0	78,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	39,3	54,2	68,5	83,9	79,4	80,1	79,4	82,1	80,6
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	2,6	2,7	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,7	3,9
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	120,6	136,7	156,5	176,8	155,7	136,3	123,1	111,6	101,8
2. Kurzfristiges FK	18,9	25,6	29,0	32,5	28,9	25,5	23,2	21,2	19,5
BILANZSUMME	186,3	224,1	257,0	296,2	267,2	245,3	229,3	218,7	205,9

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	36,96	35,26	40,49	45,69	48,72	48,76	47,49	47,52	42,23
EBITDA	28,03	26,28	29,90	35,64	38,75	38,74	37,73	37,72	33,65
EBIT	9,37	6,58	7,11	9,44	10,27	10,61	9,62	12,52	8,47
EBT	4,09	-0,03	-0,06	1,51	3,53	4,77	4,52	8,21	4,91
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,45	-1,54	-1,63	-0,54	0,90	1,74	1,46	4,13	2,67
JÜ	2,45	-1,54	-1,63	-0,54	0,90	1,74	1,46	4,13	2,67
EPS	0,05	-0,03	-0,03	-0,01	0,02	0,04	0,03	0,08	0,05
Dividende	0,02	0,02	0,02	0,08	0,02	0,03	0,02	0,06	0,04

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	26,37	24,77	28,47	33,90	36,95	36,53	35,66	34,97	33,01
CF aus Investition	-0,10	-55,25	-55,10	-55,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CF Finanzierung	-25,06	32,54	26,97	31,32	-37,40	-30,21	-23,36	-20,20	-20,41
Liquidität Jahresanfa.	14,68	15,89	17,95	18,28	28,40	27,86	34,08	46,28	60,95
Liquidität Jahresende	15,89	17,95	18,28	28,40	27,86	34,08	46,28	60,95	73,45

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	11,7%	-4,6%	14,8%	12,8%	6,6%	0,1%	-2,6%	0,1%	-11,1%
EBITDA-Marge	75,8%	74,5%	73,8%	78,0%	79,5%	79,5%	79,5%	79,4%	79,7%
EBIT-Marge	25,3%	18,7%	17,6%	20,7%	21,1%	21,8%	20,3%	26,3%	20,1%
EBT-Marge	11,1%	-0,1%	-0,1%	3,3%	7,2%	9,8%	9,5%	17,3%	11,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,6%	-4,4%	-4,0%	-1,2%	1,8%	3,6%	3,1%	8,7%	6,3%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 16.03.2021 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 16.03.2021 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
16.09.2020	Hold	2,20 Euro	1), 3)
05.06.2020	Hold	2,15 Euro	1), 3), 4)
09.03.2020	Hold	2,10 Euro	1), 3), 4)
07.10.2019	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
20.05.2019	Buy	2,05 Euro	1), 3), 4)
23.04.2019	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.