

10. April 2018  
Research-Studie

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# ABO Invest AG

## Produktionspotenzial deutlich gesteigert

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,50 Euro | Kursziel: 2,00 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

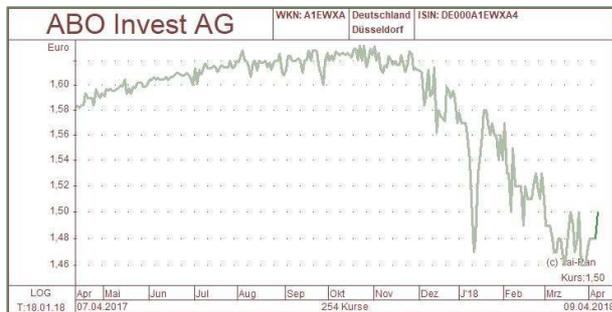
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis.....	2
Snapshot .....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil.....	6
Marktumfeld .....	9
Zahlen.....	12
Equity-Story .....	14
DCF-Bewertung.....	16
Fazit.....	19
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	20
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	21
Impressum & Disclaimer.....	22

# Snapshot



## Kurzportrait

ABO Invest hat seit der Gründung im Jahr 2010 ein großes Windpark-Portfolio aufgebaut. Die installierte Leistung dieses Portfolios betrug Ende letzten Jahres 151,6 MW und verteilte sich auf 69 Windanlagen in Frankreich, Irland, Deutschland und Frankreich. Die Anteile der einzelnen Länder an der Jahresproduktion sind inzwischen annähernd gleichverteilt. Zum Bestand zählt darüber hinaus eine Biogasanlage mit 0,8 MW.

Die Gesellschaft arbeitet eng mit dem Projektentwickler ABO Wind zusammen und verfügt dadurch über einen guten Zugang zu neuen Objekten. Der Ausbau des Portfolios hat die Stromproduktion zunächst stark wachsen lassen, doch in den letzten zwei Jahren sorgte die schwache Windverfügbarkeit in vielen Regionen Europas für rückläufige Erlöse. Dennoch ist dem Unternehmen im letzten Jahr mit einer großen Erweiterung eines Windparks in Finnland ein wichtiger Expansionsschritt gelungen, mit dem das jährliche Produktionspotenzial unter durchschnittlichen Windbedingungen von 330 auf 400 Mio. kWh erhöht wurde. Weitere Wachstumschancen bieten sich aktuell im Repowering-Geschäft.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Wiesbaden
<b>Branche:</b>	Stromerzeugung
<b>Mitarbeiter:</b>	2 Vorstände, 2 Angestellte
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Kurs:</b>	1,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr Düsseldorf
<b>Aktienzahl:</b>	49,0 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	73,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	251,9 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 91 % (01/2018)
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	1,633 Euro / 1,44 Euro
<b>Ø Umsatz (Düs, 12 M):</b>	44,1 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	29,2	27,7	26,0	35,0	35,7	36,4
EBITDA (Mio. Euro)	21,8	20,6	18,7	26,2	26,7	27,2
Jahresüberschuss	-4,0	-3,1	-3,8	-0,4	0,4	1,4
EpS	-0,06	-0,05	-0,08	-0,01	0,01	0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	58,5%	-5,1%	-6,1%	34,6%	2,0%	2,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	266,7%
KUV	2,71	2,65	2,83	2,10	2,21	2,17
KGV	-	-	-	-	206,8	56,4
KCF	3,3	5,5	7,3	3,9	3,7	3,5
EV / EBITDA	11,5	12,2	13,5	9,6	9,6	9,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Executive Summary

---

- **Portfolio mit Normproduktion von 400 Mio. kWh:** ABO Invest hat ein Portfolio von Stromerzeugungskapazitäten aufgebaut, das aus Windparks mit einer kumulierten (um Fremdanteile bereinigten) installierten Leistung von 151,6 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 in Höhe von aktuell 400 Mio. kWh unter durchschnittlichen Windverhältnissen annähernd gleichverteilt sind. Das Management strebt einen weiteren Ausbau des Portfolios an, wobei für neue Projekte eine Eigenkapitalrendite von mindestens 5 bis 6 Prozent angestrebt wird. Die Entwicklung wird in enger Zusammenarbeit mit dem Partner ABO Wind vorangetrieben.
- **Schwieriger Markt:** Der Kauf von Windparks ist aktuell ein schwieriges Geschäft. Die hohe Nachfrage von Investoren und deutlich sinkende Vergütungen für die Stromerzeugung nach der Einführung von Auktionsmodellen in der Genehmigungspraxis haben zu niedrigen Renditen geführt. Für ABO Invest bieten sich aktuell deswegen eher im Bereich älterer Bestandsanlagen, die für ein Repowering in Frage kommen, interessante Chancen. Perspektivisch dürfte sich der Markt aber wieder normalisieren. Aufgrund weiter sinkender Levelised Cost of Energy (LCOE) von neuen Windparks dürfte der Markt mittelfristig ohne Förderung auskommen, was zu der notwendigen Ausweitung des Angebots beitragen dürfte.
- **Zwei schwache Jahre:** In den Jahren 2016 und 2017 lag die Windverfügbarkeit in vielen Regionen Europas deutlich unter den langfristigen Durchschnittswerten. ABO Invest hat in beiden Perioden einen Rückgang der Produktion hinnehmen müssen, wodurch sich der anvisierte Break-even nach hinten verschoben hat. Die Einbußen der einzelnen Windparks gegenüber ihren Normwerten lassen sich aber fast vollständig durch die unterdurchschnittliche regionale Windverfügbarkeit erklären, was das Management als Indiz wertet, dass das Portfolio die Erwartungen unter Normbedingungen weitgehend erfüllen wird. Der Jahresstart 2018 ist bereits besser ausgefallen, bis Ende März hat die Produktion aus dem Bestand um rund 9 Prozent zugelegt. Unter Berücksichtigung der Kapazitätserweiterung in Finnland betrug die Output-Steigerung sogar 28 Prozent auf 115,7 Mio. kWh.
- **Substanzstarkes Geschäftsmodell:** Der Einfluss der Windverfügbarkeit auf die Ergebnisse einzelner Jahre kann nicht gemindert werden, doch stellt er den mit Abstand größten externen „Störfaktor“ im Modell dar. Abgesehen davon sind die durchschnittlich zu erwartenden Einnahmen aus dem Portfolio gut kalkulierbar, und somit auch die Erwartung hoher und im Zeitablauf steigender Cashflows. Mit dem weiteren Ausbau der Kapazitäten wird das Potenzial kontinuierlich erhöht, wobei aktuell im Repowering gute Wachstumschancen gesehen werden.
- **Kursrückgang als Einstiegschance:** Wir haben das weitere Wachstum über den Kauf von Windparks im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise nur in einem sehr geringen Umfang in unserem Modell berücksichtigt. Der von uns ermittelte faire Wert in Höhe von 2,00 Euro je Aktie beruht daher weitgehend auf dem jetzigen Bestand. Der deutliche Kursrückgang der Aktie in den letzten Monaten, den wir vor allem auf die schwachen Produktionszahlen im zweiten Jahr in Folge zurückführen, ist unseres Erachtens aus fundamentalen Erwägungen nicht gerechtfertigt, da es keine Anhaltspunkte dafür gibt, dass das Portfolio die Normwerte auch im mehrjährigen Durchschnitt deutlich verfehlen sollte. Insofern sehen wir darin eine attraktive Einstiegschance und bleiben beim Votum „Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Klare Fokussierung auf den Aufbau und Betrieb eines Windparkportfolios in Ländern mit garantierter Vergütung
- Das Portfolio wurde in den letzten Jahren deutlich ausgebaut und ist über mehrere Länder diversifiziert
- ABO Wind fungiert als Ankeraktionär und operativer Partner
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen sowie ein branchenerfahrenes Management
- Konservative Abschreibungspolitik sorgt für die Bildung stiller Reserven
- Der laufende Betrieb der Anlagen ist sehr Cash-flow-stark

## Chancen

- Rein statistisch betrachtet sollte es bald wieder bessere Windjahre geben, was für einen starken Gewinnhebel sorgen würde
- Bestandsprojekte erwirtschaften bei einer im Zeitablauf abnehmenden Zinsbelastung kontinuierlich steigende freie Cashflows
- Das Kapital kann für die Akquise weiterer Windparks eingesetzt werden
- Enge Zusammenarbeit mit ABO Wind sichert Zugang zu Projektpipeline
- Die am Markt geforderte Rendite sinkt mit der Größe des Portfolios, vice versa steigt der Wert des Anlagenbestands
- Die voraussichtliche Anlagenlaufzeit von 20 Jahren könnte übertroffen werden und für Zusatzrenditen sorgen

## Schwächen

- Zwei schwache Windjahre in Folge haben für eine rückläufige Produktion gesorgt und den Break-even nach hinten verschoben
- Es gibt keine Handlungsoptionen für das Management, um negative Effekte der Windverfügbarkeit zu kompensieren
- Die Bilanz weist aktuell einen vergleichsweise hohen Leverage-Grad auf (EK-Quote ca. 16 Prozent)
- Die begrenzte Laufzeit der Anlagen erfordert kontinuierliche Zukäufe für nachhaltiges Wachstum, das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen kann zudem die Einnahmen schmälern
- Eine enge Verbindung von Portfoliogesellschaften und Projektentwicklern birgt die Gefahr von Interessenskonflikten

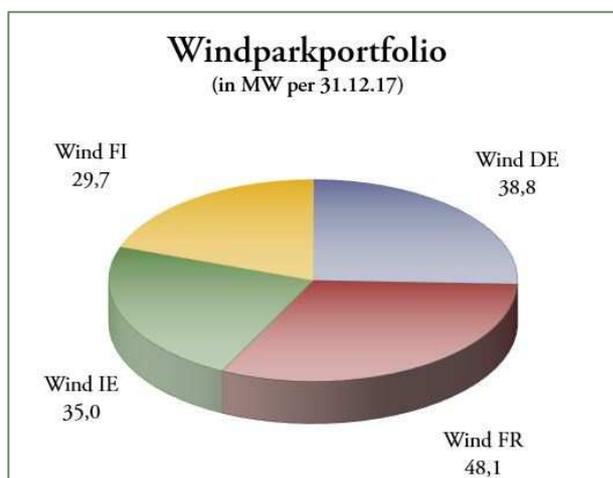
## Risiken

- Die Windparks könnten die angestrebten Einnahmen verfehlen, wenn sich die Windprognosen als zu optimistisch erweisen
- Die hohe Nachfrage und die Einführung von Auktionsmodellen drücken die Renditen neuer Projekte
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, was insbesondere in turbulenten Börsenphasen schwierig werden könnte
- Ein deutlich steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren
- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern

# Profil

## Diversifiziertes Windparkportfolio

Der in Wiesbaden ansässige Windparkprojektentwickler ABO Wind hat die ABO Invest AG 2010 gegründet, um Privatanleger am Betrieb eines Onshore-Windparkportfolios zu beteiligen und die Stromproduktion aus einem Eigenbestand von Anlagen als zweites Standbein zu etablieren. Mit dem Erwerb der aus fünf Projektgesellschaften bestehenden Eurowind AG legte ABO Invest Ende 2010 den Grundstein für ein europaweit gestreutes Portfolio. Durch weitere Zukäufe ist der Bestand bis Ende letzten Jahres auf 69 Windenergieanlagen angewachsen, die sich auf Frankreich (24), Deutschland (22), Irland (14) und Finnland (9) verteilen und über eine kumulierte Kapazität von rund 155 MW verfügen, wovon ABO Invest nach Abzug von Minderheitsanteilen rund 151,6 MW zuzurechnen sind. Darüber hinaus gehört eine Biogasanlage in Deutschland mit 0,8 MW zum Portfolio. Seit August 2011 wird ABO Invest im Freiverkehr der Börse Düsseldorf gehandelt, im laufenden Jahr wurde der Handel an der Hamburger Börse aufgenommen.

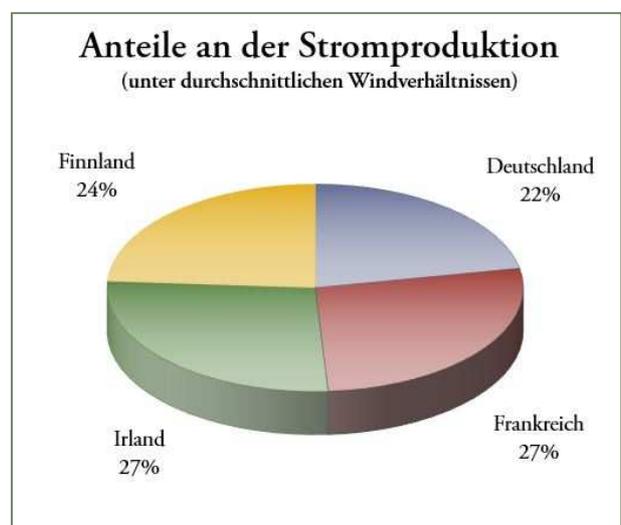


Quelle: Unternehmen

## Streuung dient der Risikoreduktion

Die jährlichen Erträge des Windparkportfolios 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 Standor-

ten ist die Jahresproduktion von ABO Invest unter durchschnittlichen Windverhältnissen inzwischen annähernd gleich verteilt auf die vier Länder, in denen das Unternehmen aktiv ist (siehe Grafik). Dabei setzt das Unternehmen auf Länder mit stabilen Rahmenbedingungen, in denen für einen großen Teil der Laufzeit der Anlagen garantierte Einspeisevergütungen gewährt werden.



Quelle: Unternehmen

## Hohe Transparenz

Im Hinblick auf die operativen Daten des Portfolios bietet ABO Invest eine hohe Transparenz. Auf der Website des Unternehmens sind die Tages-, Monats- und Jahresproduktionswerte der einzelnen Windparks abrufbar, auch ein Abgleich mit den erwarteten Erträgen wird ausgewiesen. Die Produktionsdaten werden pauschal um Leitungsverluste bereinigt (ca. 3 Prozent im Durchschnitt) und entsprechen daher nur näherungsweise den tatsächlichen Resultaten. Eine Zusammenfassung der wichtigsten auf der Website veröffentlichten Daten bietet die Tabelle auf der nächsten Seite.

## Große Investition in Finnland

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 generierten im letzten Jahr vergütete Stromerträge von ca. 91,4 Mio. kWh, was rund 32 Prozent der aus den Portfolioanlagen insgesamt eingespeisten Produktion in Höhe von etwa 283 Mio. kWh entsprach (Daten laut Website mit pauschalen Leistungsverlusten). Ein im Jahr 2015 erworbener relativ kleiner Windpark in Finnland (zwei Anlagen mit insgesamt 6,6 MW) konnte im letzten Jahr durch eine Investition in Höhe von 57,3 Mio. Euro um sieben neue Anlagen (mit je 3,3 MW) auf 29,7 MW erweitert werden und ist jetzt die Nummer zwei im Bestand. Da die Erweiterungsmaßnahme erst im Dezember erfolgt ist, ist sie aus den finnischen Produktionszahlen in 2017 (18,6 Mio. kWh) allerdings noch nicht ersichtlich. Dahinter folgen ein Windpark in Deutschland mit 16,8 MW, an dem ABO Invest einen Anteil von 80 Prozent hält (anteilige Jahresproduktion in 2017: 34 Mio. kWh), und einer in Frankreich mit 14 MW (Jahresproduktion 2016: 34,3 Mio. kWh).

## Enge Zusammenarbeit mit ABO Wind

Die neuen Anlagen in Finnland wurden ebenso wie alle anderen Objekte im Portfolio von ABO Wind erworben. Die ABO Wind AG ist bereits seit über 20 Jahren in der Windparkprojektentwicklung aktiv und verfügt über eine große Pipeline weiterer Projekte. ABO Invest steht es frei, Windparks auch von anderen Anbietern zu kaufen, aber die enge Zusammenarbeit mit ABO Wind bietet einige Vorteile, etwa einen frühzeitigen und kostengünstigen Zugang zu neuen Objekten. Dank der langjährigen Erfahrung mit diesem Modell sind beispielsweise die Kosten der Projektprüfung geringer als bei einem anderweitigen Erwerb am Markt. Zudem ermöglicht das der Gesellschaft sehr schlanke Strukturen. ABO Invest selbst hat seit Anfang 2016 zwei angestellte Mitarbeiter sowie zwei Vorstände. Bei den letzteren handelt es sich um Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger, die ebenfalls zum Vorstand von ABO Wind gehören. Die Vergütung für das Personal ist in Relation zur Unternehmensgröße überschaubar, der entsprechende Aufwandsposten wird im laufenden Jahr im mittleren sechsstelligen Bereich liegen. ABO Invest fungiert als Holding, die Beteiligungen an Projektgesellschaften erwirbt. Der Betrieb der Windparks ist hingegen an ABO Wind outgesourct.

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2016	2017	Q1 2017	Q1 2018		
Glenough	35,0	IE	105,9	91,4	32,7	30,6	-6,5%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	18,7	17,4	5,0	5,8	17,0%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	18,3	17,3	5,1	7,6	49,2%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	15,9	16,4	5,6	6,3	13,0%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,1	8,1	2,7	3,2	17,4%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	35,9	34,3	9,9	12,0	20,3%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	9,6	11,0	3,3	3,8	14,0%	2009
Losheim	4,5	DE	4,5	5,1	1,8	2,3	23,1%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	6,6	7,1	2,0	2,3	16,7%	2009
Framersheim II	3,4	DE	5,9	7,0	1,9	2,3	19,4%	Sep 13
Broich	2,4	DE	3,9	4,2	1,4	1,4	7,0%	2007
Weilrod****	13,4	DE	32,2	34,0	9,5	11,4	19,0%	Feb 15*
Wennerstorf*****	5,0	DE	2,7	5,8	1,6	1,9	22,3%	Jun 16*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	18,8	18,6	6,4	23,2	264,1%	Jul15+Dez17*
<b>Biogas: Samswegen</b>	0,8	DE	5,9	5,2	1,5	1,5	-0,7%	2010**
<b>Summe</b>	<b>152,4</b>		<b>292,9</b>	<b>283,0</b>	<b>90,5</b>	<b>115,7</b>	<b>27,9%</b>	

\* Kaufdatum (in Finnland von Haapajärvi II)

\*\* Anlage grundlegend überarbeitet

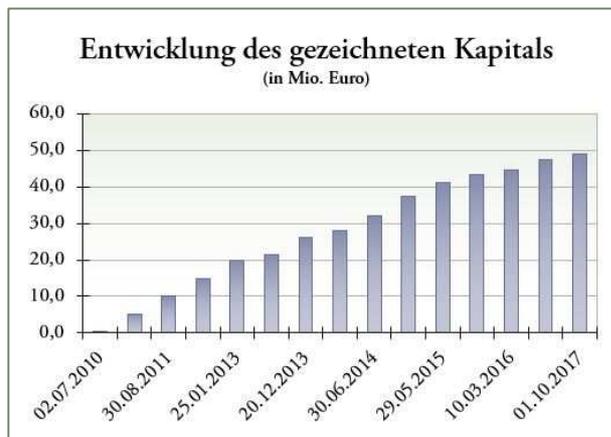
\*\*\* Produktion gemäß Website inklusive pauschalierter Leistungsverluste ohne verkauften Windpark Clamecy

\*\*\*\* Werte umgerechnet auf Beteiligungsquote von 80 Prozent (Weilrod) bzw. 96,8 Prozent (Wennerstorf)

Quelle: Unternehmen

## Renditeziel als wichtiges Prüfkriterium

Für den Akquisitionsprozess setzt sich ABO Invest ein Renditeziel, das neue Objekte erfüllen müssen, wobei dieses in Abhängigkeit von den Marktbedingungen angepasst werden kann. Wurde zunächst eine Projektrendite von mindestens 7,5 Prozent p.a. auf das einzusetzende Eigenkapital anvisiert, so hat das aktuelle Marktumfeld mit sinkenden Renditen (siehe Marktteil) eine Anpassung auf jetzt 5 bis 6 Prozent erforderlich gemacht. Die prognostizierten Energieerträge werden dabei von zwei unabhängigen Gutachtern geschätzt, danach werden noch Sicherheitsabschläge von ca. 6 Prozent (für technische Verfügbarkeit, Leitungsverluste) vorgenommen. So wird der sogenannte P75-Wert ermittelt: Demzufolge wird der erwartete Energieertrag im langjährigen Durchschnitt mit einer Wahrscheinlichkeit von 75 Prozent erreicht oder übertroffen. Die Preisfindung im Ankauf wird auch dadurch bestätigt, dass ABO Wind für neue Projekte Angebote von Dritten einholt.

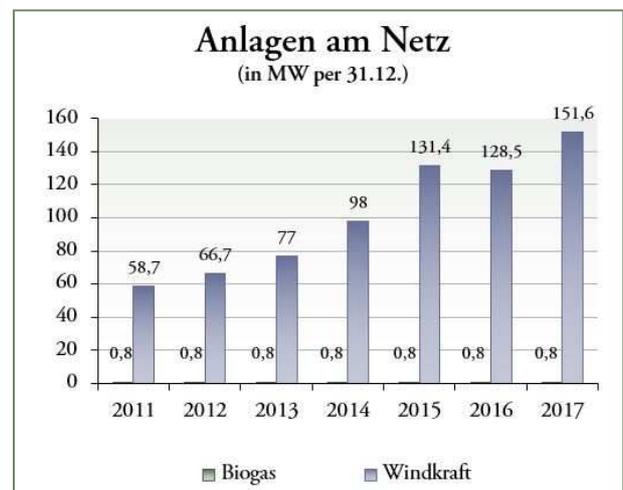


Quelle: Unternehmen

## Wachstum mit Kapitalerhöhungen

Die Finanzierung von Zukäufen erfolgt zum Teil aus den Cashflows, die mit dem Betrieb der Windanlagen generiert werden. Zudem wird auf einen branchenüb-

lichen Anteil von Fremdkapital zurückgegriffen, der sich in der Regel auf 75 bis 80 Prozent des Investitionsvolumens beläuft. Der dynamische Ausbau des Portfolios in der Vergangenheit (siehe Grafik am Absatzende) wurde aber auch immer wieder mit der Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals flankiert. Nachdem das gezeichnete Kapital der Gesellschaft noch vor fünf Jahren bei 15 Mio. Euro (31.12.2012) gelegen hat, führte die bislang letzte Platzierung im Herbst 2017 um nominal 1,5 Mio. Euro (und brutto 2,5 Mio. Euro) zu einem Anstieg auf 49 Mio. Euro per Ende 2017. Eine Schlüsselrolle spielt dabei ebenfalls ABO Wind: Das Unternehmen zeichnet üblicherweise die jungen Aktien und platziert diese im Anschluss weiter. Infolgedessen schwankt der Anteil des Projektentwicklers an ABO Invest im Zeitablauf und kann sich temporär deutlich erhöhen. Im Januar dieses Jahres lag er bei 9 Prozent. Damit ist der Windparkentwickler der größte Einzelaktionär, die übrigen Anteile befinden sich im Streubesitz. Als zusätzlicher Schutz für Kleinaktionäre wurde der Stimmrechtsanteil eines einzelnen Aktionärs via Satzung auf 10 Prozent begrenzt.



Quelle: Unternehmen

# Marktumfeld

## Zubauvolumen derzeit rückläufig

Die Windkraftkapazitäten werden weltweit weiter ausgebaut, doch das Ausbautempo war in den letzten beiden Jahren rückläufig. In 2017 summierte sich die neu installierte Leistung auf 52,6 GW, was 3,2 Prozent weniger als im Vorjahr und sogar 16,5 Prozent weniger als im Rekordjahr 2015 mit damals rund 63 GW war. Zu diesem Rückgang beigetragen haben die weitere Beruhigung im chinesischen Markt (von 23,3 auf 19,5 GW), der global aber immer noch mit Abstand die Nummer eins darstellt, sowie die Verlangsamung in den USA (von 8,2 auf 7,0 GW). In der EU hat das Volumen der neu installierten Windkraftkapazitäten dagegen um 25 Prozent auf 15,6 GW zugenommen. Ein wichtiger Treiber war der Ausbau der Offshore-Kapazitäten (+101 Prozent), aber auch der Onshore-Markt hat mit 14,3 Prozent deutlich zugelegt (Datenquellen für diesen Absatz: GWEC, AWEA, WindEurope).

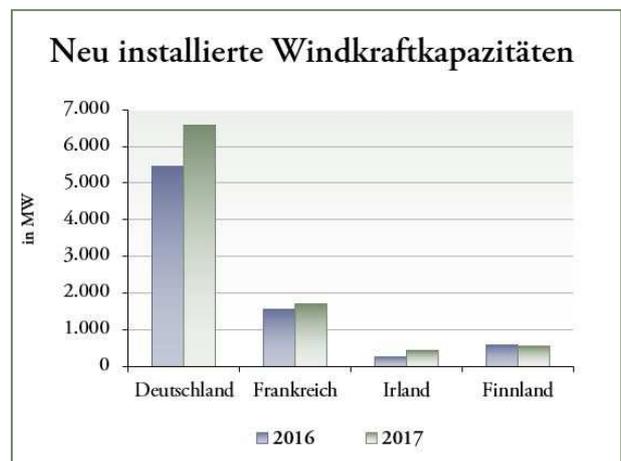


Quelle: GWEC

## Deutschland wichtigster europäischer Markt

In den Ländern, in denen ABO Invest derzeit aktiv ist, lag der Kapazitätsausbau überwiegend über dem Vorjahresniveau. Mit 6,58 GW, einem Zuwachs von 20,9 Prozent gegenüber 2016, war Deutschland einmal mehr der größte Markt in Europa. Im Onshore-Bereich wurde isoliert betrachtet ein Wachstum um 15,3 Prozent auf 5,33 GW generiert, was einen neuen historischen Höchststand darstellte. Der französische

Markt ist moderater gewachsen, der Anstieg um 8,5 Prozent auf 1,69 GW resultierte nahezu ausschließlich aus Onshore-Projekten. Relativ klein sind dagegen weiterhin die Märkte in Finnland (-6,1 Prozent auf 0,54 GW) und Irland (+67,1 Prozent auf 0,43 GW), wobei die Ausbaudynamik auf der grünen Insel zuletzt deutlich zugenommen hat (Datenquelle für diesen Absatz: WindEurope).



Quelle: WindEurope

## Branche im Umbruch

Der weitere Ausbau der Windenergie wird vor allem durch zwei Faktoren beeinflusst. Zum einen hat der kräftige Ausbau dieser volatilen Stromgewinnungsart die Anforderungen an das Netzdesign deutlich erhöht, weswegen Länder mit einem hohen Windstromanteil (wie etwa Deutschland) zunächst noch ihre Netz- und Speicherkapazitäten erweitern müssen. Darüber hinaus decken vielerorts die Großhandelspreise für Strom noch nicht die Gesamtkosten der Windenergieerzeugung, so dass die politisch festgelegte Förderung eine zentrale Determinante des Ausbaus bleibt. Das System mit vorab festgelegten Einspeisevergütungen, das der Windkraft zum Durchbruch verholfen hat, wird inzwischen rund um den Globus zunehmend durch Auktionsverfahren ersetzt. Im Rahmen dessen stehen Projekte im Wettbewerb um einen Zuschlag für ein vorgegebenes Ausbauvolumen und konkurrieren über den geforderten Fördersatz.

## Deutscher Markt vor starkem Rückgang

Der Wechsel der Regulierung wird in Deutschland in den nächsten Jahren zu einem stark sinkenden Netzanschluss von neuen Windparks führen. Der jüngste Anstieg war lediglich ein nachlaufender Effekt des Genehmigungsbooms vor der Einführung des Auktionsystems. Der Bundesverband WindEnergie (BWE) und VDMA Power Systems rechnen für das laufende Jahr daher nur noch mit einem Zubau von maximal 3,5 GW, der sich noch zu einem großen Teil aus Bestandsgenehmigungen der Vergangenheit speist. Danach ist ein weiterer deutlicher Rückgang absehbar – wenn die Politik nicht zeitnah umsteuert. Denn mit dem Wechsel auf das Auktionssystem im letzten Jahr wurde das ausgeschriebene Volumen zunächst auf 2,8 GW gedeckelt. Darüber hinaus konnten in 2017 Bürgerwindparks auch dann an den Ausschreibungsrunden teilnehmen, wenn noch keine Genehmigung nach dem Bundes-Immissionsschutzgesetz (BImSchG) vorlag. In den ersten drei Auktionsrunden entfielen daraufhin, gemessen an der Zuschlagsmenge, zwischen 95 und 99 Prozent der Zuschläge auf diese Gruppe. Nun müssen die Vorhaben zunächst die Genehmigungshürden überspringen. Außerdem besteht für diese Projekte eine verlängerte Realisierungsfrist von 54 Monaten statt ansonsten 30 Monaten, so dass sich hieraus eine größere Delle im Ausbaupfad in Deutschland ergeben könnte.

## Politische Anpassungsmaßnahmen

Die problematische Bestimmung wurde probeweise für die ersten beiden Auktionsrunden in 2018 wieder abgeschafft. Auch darüber hinaus könnte die neue Bundesregierung die Rahmenbedingungen für die Branche wieder verbessern. Der Koalitionsvertrag sieht als Option Sonderausschreibungen für die Windenergie in Höhe von jeweils 2 GW in 2019 und 2020 vor, wobei die Realisierung unter dem Vorbehalt steht, dass die Netzinfrastruktur einen weiteren Zubau verkraftet.

## Förderung sinkt deutlich

Der Wechsel auf das Auktionsmodell hat die Einspeisevergütungen in Deutschland stark sinken lassen. Lag das Niveau Ende 2016 noch bei ca. 90 Euro je MWh, so reduzierte sich der geforderte Zuschlag im Jahresverlauf 2017 von zunächst 57,1 bis auf 38,2 Euro je MWh. Die Runden waren allerdings auch von hohen

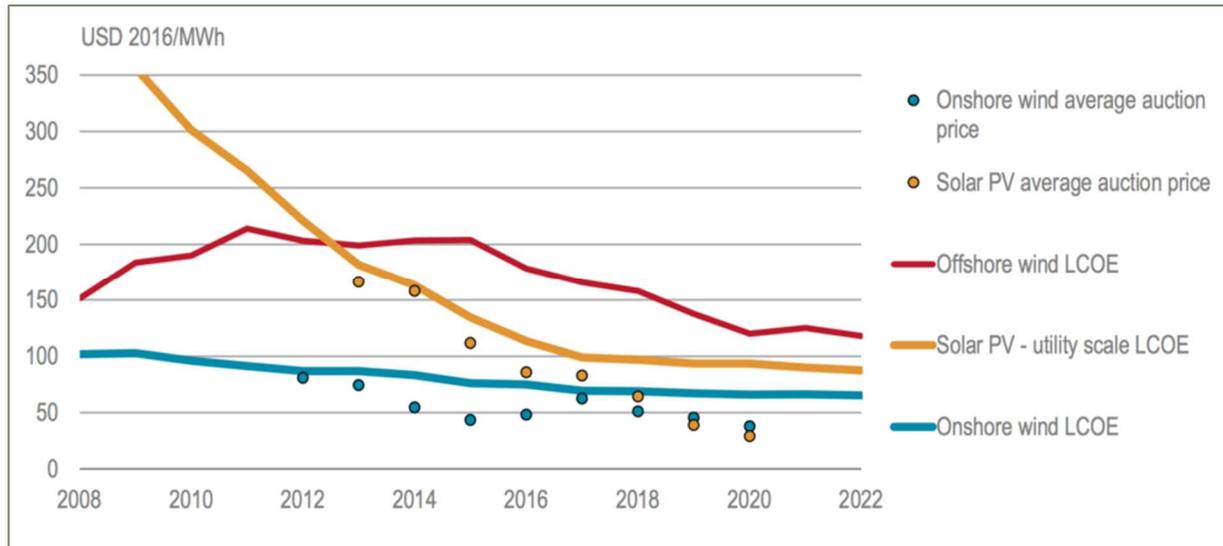
Zuschlagsquoten für Bürgerwindprojekte ohne BImSchG-Genehmigungen geprägt. In der ersten Ausschreibung im laufenden Jahr, bei der diese Projekte nicht mehr zu einer Teilnahme berechtigt waren, erhöhte sich die Förderung wieder auf 47,3 Euro je MWh.

Auktionsrunden	Volumen Zuschläge		Preis
	MW	MW	EUR/MWh
Mai 17	800	807	57,1
August 17	1.000	1.013	42,8
November 17	1.000	1.000	38,2
Februar 18	700	709	47,3

Quelle: Bundesnetzagentur

## Weiteres Wachstum in Frankreich

Auch Frankreich hat inzwischen ein Auktionssystem eingeführt. In einer ersten Ausschreibungsrunde (über 500 MW) erhielten Projekte mit einer durchschnittlichen Vergütung von 65 Euro pro MWh den Zuschlag, was gegenüber dem vorherigen Niveau (82 Euro je MWh) einen deutlichen Rückgang bedeutete. Auch der geltende Fördersatz für kleinere Windparks in Höhe von 72 Euro je MWh wurde unterschritten. Dieser resultiert aus einer großzügigen Ausnahmeregelung hinsichtlich einer Teilnahme am Auktionssystem. Windparks mit maximal sechs Turbinen und höchstens 18 MW müssen nicht an den Ausschreibungen teilnehmen, sondern können eine direkte Förderung zu dem genannten Referenzpreis beantragen. Im Vergleich zu Deutschland sind die Zuschläge in Frankreich damit immer noch relativ hoch. Das liegt auch daran, dass die Projektrealisation schwieriger ist und in der Vergangenheit – beispielsweise wegen langwieriger Genehmigungsverfahren und umfangreicher Einspruchsmöglichkeiten vor Gericht – im Durchschnitt zwischen sieben und neun Jahre gedauert hat. Die Möglichkeiten, die Technologie währenddessen immer an den neusten Stand anzupassen, sind begrenzt. Unter anderem wegen dieser Hürde hat Frankreich das anvisierte Ausbautempo zuletzt verfehlt. Im letzten November hat die Regierung daher im Rahmen eines 10-Punkte-Plans verschiedene Maßnahmen verabschiedet, die eine deutliche Beschleunigung des gesamten Genehmigungs- und Realisierungsprozesses zum Ziel haben. In den nächsten fünf Jahren sollen damit die Onshore-Kapazitäten von



“Global average levelised cost of energy (LCOE) and auction results for projects by commissioning date”;  
 Quelle: Renewables 2017, IEA

13,8 GW Ende 2017 auf 26 GW fast verdoppelt werden.

### Aktuell ein Verkäufermarkt

Dank der relativ hohen Vergütungen und des angestrebten hohen Ausbausvolumens ist Frankreich derzeit einer der attraktivsten Märkte für Windenergieinvestitionen in Europa. Allerdings spiegelt sich das auch in hohen Preisen für Projekte wider. Noch Anfang dieses Jahrzehnts lagen die Eigenkapitalrenditen auch in stabilen europäischen Märkten im zweistelligen Bereich. Doch mit dem starken Rückgang der Leitzinsen und der gleichzeitig deutlich gestiegenen Nachfrage nach Sachwertinvestitionen sind die erzielbaren Werte massiv gesunken. Beschränkt sich die Kalkulation auf die Mindestlaufzeit von 20 Jahren, führen die aktuellen Preise nach Angaben von ABO Invest zu Renditen von 3 bis 4 Prozent. Das Unternehmen muss daher nach Möglichkeiten suchen, aus Sondersituationen heraus bessere Margen zu erzielen, um die eigenen Renditeansprüche zu erfüllen. Im letzten Jahr war das der synergetische Ausbau des finnischen Windparks, aktuell bieten beispielsweise Repowering-Projekte bessere Chancen.

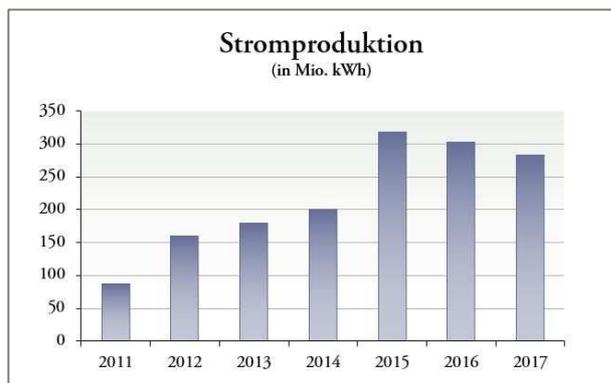
### Positiver Trend

Das dürfte aber letztlich ein Übergangsphänomen darstellen. Die Marktbeobachter vom Global Wind Energy Council gehen davon aus, dass der Markt durch die fortgesetzten Kostensenkungen mittelfristig in einem freien Spiel von Angebot und Nachfrage ohne staatliche Förderung münden wird (Quelle: GWEC: „Global Wind Power Capacity Grows by 52.6 GW“). Die Levelised Cost of Energy (LCOE) von Windprojekten, also die Gesamtkosten der Stromproduktion in Relation zum Output, sind bereits in den letzten Jahren deutlich gesunken (siehe Grafik). Und die aktuellen Auktionsergebnisse deuten an, dass sich dieser Trend weiter fortsetzen wird (Quelle: Renewables 2017, IEA). Erste Offshore-Projekte, etwa in Deutschland und den Niederlanden, die über lange Zeit deutlich höhere Fördersätze als Onshore-Projekte benötigt hatten, erhielten zuletzt in Auktionsrunden einen Zuschlag ohne Förderung („Zero bid“), was letztlich die positiven Preis- und Kostenerwartungen auf Seiten der Projektentwickler widerspiegelt. Diese Entwicklung könnte zu einem großen Schub für den Repowering-Markt führen, wenn veraltete Anlagen ohne Förderung durch neue, deutlich leistungsstärkere ersetzt werden könnten. Damit würde sich das Angebot nach unserer Einschätzung voraussichtlich deutlich vergrößern und die Struktur wieder zugunsten der Nachfrage verschieben.

# Zahlen

## Zwei zentrale Faktoren

Die Erlöse und Erträge von ABO Invest werden durch zwei zentrale Determinanten bestimmt. Zum einen handelt es sich um das Produktionspotenzial des Anlagenbestands. Durch den kontinuierlichen Ausbau des Windparkportfolios hat sich die installierte Leistung in den letzten Jahren stark erhöht, zwischen 2012 und 2017 betrug das durchschnittliche Wachstum rund 18 Prozent auf zuletzt 151,6 MW (ohne Biogas). Zum anderen wird der konkrete Stromertrag – neben der technischen Verfügbarkeit, die aber in der Regel relativ hoch ausfällt – maßgeblich von dem tatsächlich anfallenden Windvolumen determiniert. Das Unternehmen gibt für jedes Jahr den Normwert für die Produktion des Portfolios bekannt, der auf der gemessenen oder geschätzten durchschnittlichen Windverfügbarkeit an den einzelnen Standorten basiert.

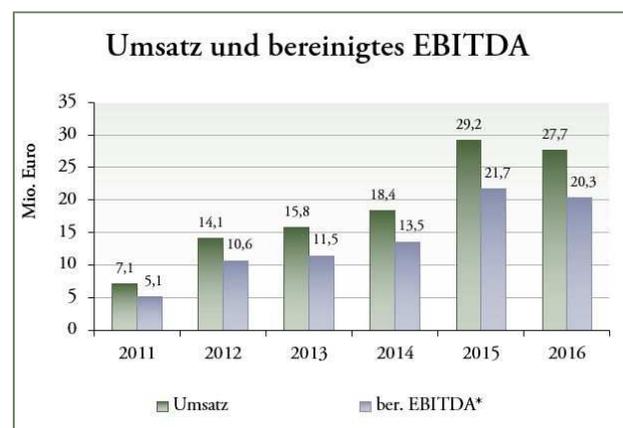


Quelle: Unternehmen

## Schwankungen liegen im Rahmen

In den letzten beiden Jahren ist das verfügbare Windvolumen von den historischen Mittelwerten deutlich nach unten abgewichen. Im Jahr 2016 führte das dazu, dass die tatsächliche Produktion in Höhe von 303 Mio. kWh um 10,4 Prozent unter dem Zielwert lag. Noch größer ist die Diskrepanz in der letzten Periode ausgefallen, als mit einem Output von 283 Mio. kWh der Normwert in Höhe von 331 Mio. kWh sogar um 14,5 Prozent unterschritten wurde. Dabei haben aber auch negative Sonderfaktoren eine Rolle gespielt, die vor allem die Performance des irischen Windparks beeinträchtigt haben. Wegen Arbeiten am Übertragungs- und Verteilnetz konnte dort über meh-

re Wochen kein Strom eingespeist werden. Für den extern bedingten Produktionsausfall im Portfolio hat ABO Invest in 2017 rund 11 Mio. kWh zusätzlich vergütet bekommen, wobei damit nur ein Teil des gesamten Verlusts kompensiert wurde. Bereinigt um diese Einbuße entsprach die Produktionsminderung im letzten Jahr in etwa dem Wert, der sich auch aus den regionalen Windindizes errechnen lässt. Mit anderen Worten: Der Output lässt sich nahezu vollständig durch die unterdurchschnittliche regionale Windverfügbarkeit erklären und resultiert nicht aus einer individuellen Underperformance der eigenen Windparks. Da dies auch für das Jahr 2016 gilt, sieht das Unternehmen das als Bestätigung, dass das Portfolio unter durchschnittlichen Bedingungen in der Langfristbetrachtung auch die erwarteten Erträge, d.h. die Normwerte, zumindest annähernd liefern wird.



\* Operatives EBITDA bereinigt um sonst. betriebliche Erträge und Einmaleffekte; Quelle: Unternehmen

## Planzahlen in 2016 verfehlt

Temporär sorgt eine schwache Windverfügbarkeit dennoch naturgemäß für eine Planverfehlung bei den Geschäftszahlen. Auf Basis des Zieloutputs von 339 Mio. kWh Strom im Fall eines durchschnittlichen Windvolumens hatte das Management für das Geschäftsjahr 2016 einen Konzernumsatz von 31,0 Mio. Euro, ein EBITDA zwischen 23 und 24 Mio. Euro sowie einen Vorsteuergewinn von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Wegen der unterdurchschnittlichen Produktion beliefen sich Umsatz und E-

BITDA letztlich auf 27,7 Mio. Euro bzw. 20,3 Mio. Euro, während das Vorsteuerergebnis mit -2,3 Mio. Euro klar negativ blieb. Damit wurde der langjährige Wachstumspfad der wichtigsten Kennzahlen temporär unterbrochen (siehe Graphik).

### Auch 2017 noch keine Besserung

Für das Jahr 2017 wurde die Prognose im letzten Geschäftsbericht daher in Abhängigkeit von der Windverfügbarkeit formuliert: Auf Basis einer erwarteten Stromproduktion in der Bandbreite von 290 bis 350 Mio. kWh (mit einem Normwert von 330 Mio. kWh) wurde ein Umsatz von 27 bis 32 Mio. Euro (Norm: 30 Mio. Euro) sowie ein EBITDA von 20 bis 24 Mio. Euro (Norm: 22 Mio. Euro) angekündigt. Ein durchschnittliches Windjahr hätte plangemäß einen Vorsteuergewinn von 0,2 bis 0,3 Mio. Euro ermöglicht. Schon nach dem ersten Halbjahr war allerdings klar, dass die Normwerte nicht erreicht werden, die Abweichung nach unten betrug in den ersten sechs Monaten bereits 14 Prozent. Dementsprechend reduzierten sich per Ende Juni Umsatz und EBITDA um 16,6 Prozent auf 13,2 Mio. Euro bzw. um 22,1 Prozent auf 9,6 Mio. Euro. Der Vorsteuergewinn drehte dabei von 0,4 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf -1,4 Mio. Euro. Im zweiten Halbjahr haben sich die Produktionsbedingungen nicht wesentlich verbessert, so dass der Gesamtoutput mit 294 Mio. kWh – inklusive der Ausfallvergütung für 11 Mio. kWh – das untere Ende der Range knapp übertroffen hat. Das Unternehmen hat vor diesem Hintergrund bereits im Januar vermeldet, dass das Jahresergebnis in jedem Fall negativ ausfallen wird.

Geschäftszahlen	HJ16	HJ17	Änderung
Umsatz	15,87	13,23	-16,6%
EBITDA	12,34	9,60	-22,1%
EBIT	4,08	1,66	-59,5%
EBT	0,36	-1,36	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-0,21	-1,73	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

### Fortsetzung der Expansion

Für das Geschäftsmodell von ABO Invest waren zwei windschwache Jahre in Folge durchaus ein Stresstest, da trotz unerwartet niedriger Einnahmen Zins und Tilgung für die Kredite unverändert geleistet werden mussten. Dies ist der Gesellschaft aus eigener Kraft gelungen, und der Vorstand hat in der ersten Meldung zum Geschäftsjahr 2017 im Januar auf die weiterhin gute Liquidität hingewiesen. Dazu beigetragen hat auch eine Kapitalerhöhung im letzten Herbst um 1,5 Mio. Aktien zu einem Preis von 1,64 Euro, die rund 2,5 Mio. Euro eingebracht hat. Auf dieser Basis sind weitere Investitionen in neue Windparks anvisiert. Bislang wurden aber noch keine konkreten Projekte kommuniziert.

### Potenzial deutlich gestiegen

Die Finanzierung für den im Dezember 2017 vollzogenen Kauf von Haapajärvi II, der eine Erweiterung des bestehenden finnischen Windparks darstellt, war damals bereits gesichert. Mit der Transaktion wurde die installierte Kapazität des Portfolios um 23,1 MW erweitert. Nach Angaben des Unternehmens hat sich damit die in diesem Jahr unter durchschnittlichen Windbedingungen zu erwartende Stromproduktion auf 400 Mio. kWh erhöht, was einer Steigerung um rund 21 Prozent gegenüber 2017 entspricht. Und die Chancen stehen gut, dass dieses Potenzial stärker ausgeschöpft wird. Im ersten Quartal haben zwar erneut einige Windparks ihren Normwert unterschritten, aber fast genauso viele haben diesen auch übertroffen. Infolgedessen ist die Produktion (bereinigt um den Ausbau in Finnland) um rund 9 Prozent gestiegen. Inklusive der zusätzlichen Kapazitäten beträgt die Output-Steigerung sogar 28 Prozent auf 115,7 Mio. kWh (Daten von der Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste).

# Equity-Story

## Breit diversifiziertes Portfolio

ABO Invest verfolgt ein Geschäftsmodell, das eine hohe Verlässlichkeit und eine gute Visibilität der künftigen Rückflüsse bietet. Das Unternehmen investiert in Windparks an Standorten, an denen das Regulierungsumfeld kalkulierbare Stromvergütungen für einen Großteil der Lebensdauer der Investition garantiert. Der größte Risikofaktor bleibt vor diesem Hintergrund, dass die einzelnen Objekte die – konservativ kalkulierten – Erträge nicht erreichen. In diesem Fall, der etwa beim mittlerweile veräußerten Windpark Clamecy eingetreten war, drohen Abschreibungen. In der Unternehmenshistorie war das aber ein Einzelfall. Die Gesellschaft kann mittlerweile einen langjährigen Produktions-Track-record vorweisen. Zwar kann es immer mal wieder Phasen mit einer geringen Windverfügbarkeit geben, wie das in den letzten beiden Jahren der Fall war, aber auf lange Sicht mittelt sich das tendenziell aus, zumal das Portfolio inzwischen breit diversifiziert ist. Die Verteilung auf zahlreiche Standorte in verschiedenen Ländern reduziert das Risiko, dass eine schwache Windverfügbarkeit in einzelnen Regionen für unterdurchschnittliche Resultate sorgt.

## Stresstest bestanden

Dennoch waren die letzten beiden Jahre zweifelsohne ein Stresstest für das Geschäftsmodell, denn die Windverfügbarkeit ist über einen relativ langen Zeitraum und in mehreren Regionen sehr niedrig ausgefallen. Vor diesem Hintergrund ist es sehr erfreulich, dass die Zins- und Tilgungsleistungen für alle Windparks ohne Einschränkungen fortgesetzt werden konnten. Damit wurde der Beleg erbracht, dass das operative Geschäft auch unter schlechten Rahmenbedingungen stabil weiterläuft. Entsprechend groß ist der Hebel, wenn eine bessere Windverfügbarkeit für eine höhere Stromproduktion sorgt.

## Auch positive Abweichungen möglich

Mit den Produktionszahlen im ersten Quartal des aktuellen Jahres (+9 Prozent aus dem Bestand, +28 Prozent inkl. neuer Anlagen) deutet sich schon an, dass ABO Invest 2018 auch bereinigt um den Kapazitäts-

ausbau deutlich besser abschneiden könnte als im Vorjahr. Nach zwei Perioden mit einer stark unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit steigt schon allein statistisch die Wahrscheinlichkeit, dass zumindest die Normwerte wieder erreicht werden könnten. Eine positive Abweichung nach oben dürfte früher oder später ebenso einmal eintreten. Da zusätzliche Einnahmen auf Basis einer weitgehend fixen Kostenbasis mit sehr hohen Margen verbunden sind, würde sich das sehr positiv auf den Gewinn auswirken.

## Freie Cashflows steigen im Zeitablauf

Bislang sind die erzielten Fortschritte im Nettogewinn noch nicht ablesbar. In den letzten zwei Jahren hat insbesondere die schwache Windverfügbarkeit eine deutliche Verbesserung verhindert, und generell sind die Ergebnisse in den ersten Betriebsjahren eines Windparks noch durch hohe Zinszahlungen und Abschreibungen (linear über eine konservativ bemessene Laufzeit von 16 Jahren) belastet. Bereinigt um Zukaufe ist der freie Cashflow aber bereits jetzt stark positiv. Und er steigt im Zeitablauf wegen der fortschreitenden Tilgung und der damit sinkenden Zinsbelastung weiter an.

## Hohe Transparenz

Das gut kalkulierbare Geschäftsmodell flankiert das Unternehmen mit einer außerordentlich hohen Transparenz. Die aktuelle Verfügbarkeit der Produktionsdaten aus den Windparks sorgt dafür, dass die Erlöse im Prinzip in Echtzeit sichtbar sind. Der Abgleich mit den Vorjahres- und den Solldaten liefert darüber hinaus einen Einblick in die relative Performance.

## Wachstum mit starkem Partner

Eine zusätzliche Chance besteht in dem Ausbau des Portfolios, der u.a. die Möglichkeit zum Leverage der Strukturkosten bietet. Dank des positiven Diversifikationseffekts sinkt zudem die am Markt geforderte Verzinsung mit der Größe des Anlagenbestands, was vice versa den Wert des Portfolios erhöht. Aktuell ist die Projektentwicklung ein Verkäufermarkt, da im Nied-

rigzinsumfeld die Nachfrage nach Erzeugungskapazitäten auf Basis Erneuerbarer Energien mit einer gesicherten langfristigen Vergütung stark zugenommen hat, während das Angebot nur begrenzt erweiterbar war und ist. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für das Wachstum einer Portfoliogesellschaft ist in diesem Umfeld der Zugang zu aussichtsreichen Projekten. ABO Invest hat diesen durch die enge Zusammenarbeit mit ABO Wind sichergestellt. Zwar kauft das Unternehmen trotzdem zu Marktkonditionen ein, aber die langjährige Kooperation sorgt für niedrigere Kosten in der Due Diligence. Da ABO Invest konservativ kalkuliert, ist der Ausbau des Portfolios aktuell trotzdem eine schwierige Aufgabe. Attraktive Projekte in europäischen Ländern mit stabilen Rahmenbedingungen bieten derzeit – nach dem Berechnungsschema der Gesellschaft – in der Regel nicht die geforderte Rendite von 5 bis 6 Prozent. Zusammen mit dem Partner ABO Wind können jedoch alternative Wege für das weitere Wachstum umgesetzt werden, weswegen sich der Fokus aktuell insbesondere auf Repowering-Projekte richtet.

### Aktienkurs zurückgekommen

In den letzten Jahren ist es ABO Invest immer wieder gelungen, attraktive neue Projekte zu akquirieren.

Auch die letztjährige Erweiterung in Finnland war ein großer Schritt nach vorne. Das Wachstum des Produktionspotenzials hatte der Aktienkurs mit einem sehr stetigen Aufwärtstrend abgebildet, der aber in den letzten Monaten unterbrochen wurde. Die starke Kurskorrektur werten wir als Reaktion darauf, dass der Output im Jahr 2017 erneut deutlich unter dem Normwert geblieben ist (was durch die Ist-Zahlen auf der Homepage schon relativ früh erkennbar war). Der Abgleich mit den regionalen Windindizes hat aber ergeben, dass die Einbußen fast vollständig mit der regionalen Windverfügbarkeit zu erklären sind und dass die Windparks ihre Normproduktion im langjährigen Durchschnitt nahezu erreichen sollten. Damit beschränken sich die Einbußen auf entgangene Einspeisevergütungen, die wegen der zeitlichen Begrenzung der Rechte im Prinzip ersatzlos verloren sind. Allerdings kann durch überplanmäßige Jahre bis zum Ende der Vereinbarung auch noch eine Kompensation erfolgen. Per Saldo steht daher ein gestiegenes Produktionspotenzial einem deutlich gesunkenen Aktienkurs gegenüber. Allein aus dieser Überlegung heraus hat sich die Attraktivität eines Aktieninvestments deutlich erhöht.

# DCF-Bewertung

## Potenzial: 400 Mio. kWh

Aus dem Bestand heraus besteht nach der Erweiterung des Windparks in Finnland unter durchschnittlichen Windbedingungen mittlerweile ein Produktionspotenzial von rund 400 Mio. kWh. Die ersten zweieinhalb Monate im laufenden Jahr deuten an, dass dieses Potenzial in 2018 realisiert werden könnte. Allerdings steht der deutlich größere Teil der Produktionszeit noch aus, was mit entsprechenden Unwägbarkeiten verbunden ist, wie die vergangenen Jahre gezeigt haben. Wir arbeiten daher inzwischen grundsätzlich mit einem Abschlag von 3 Prozent auf den Normwert des Portfolios. Für die laufende Periode resultiert daraus nach unseren Berechnungen ein Umsatz von 35,0 Mio. Euro, der einen Anstieg des EBITDA auf 26,2 Mio. Euro und des EBIT auf 6,7 Mio. Euro ermöglichen würde. Unter dieser Voraussetzung sollte ABO Invest auch auf Vorsteuerbasis den Break-even schaffen.

## Vorsichtige Annahmen zur Expansion

Im letzten Herbst hat ABO Invest eine weitere Kapitalerhöhung platziert und 2,5 Mio. Euro eingenommen, die in neue Windparks investiert werden sollen. Aktuell ist das Umfeld für Zukäufe in den Kernmärkten aber schwierig. Da andere Interessenten deutlich aggressiver kalkulieren als ABO Invest – etwa hinsichtlich der Anlagenlaufzeit und der Strompreise nach dem Ende der Einspeisevergütungen – fällt es der Gesellschaft derzeit schwer, Objekte zu erwerben, die nach dem eigenen Bewertungsschema eine Zielverzinsung von 5 bis 6 Prozent bieten. Wir haben deswegen im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise zunächst keinen großen Zukauf eines neu gebauten Windparks einkalkuliert. Chancen bieten sich aber im Repowering-Geschäft. Ältere Windparks, bei denen das Ende der Einspeisevergütung schon deutlich näher gerückt ist, können durchaus zu attraktiveren Konditionen erworben werden. Das Unternehmen würde sich damit die Chance sichern, auch von der Modernisierung der Objekte nachhaltig zu profitieren.

## Repowering-Potenzial

Die erste große Ausbauwelle der Windenergiekapazitäten in Deutschland ist vor rund 20 Jahren gestartet. Damit gibt es eine hohe Zahl von Objekten, deren Einspeisevergütung ausläuft, deren Technik veraltet ist und die damit ein hohes Potenzial für ein Repowering bieten. Auf diesem Weg kann die installierte Leistung an attraktiven Standorten ohne zusätzlichen Flächenverbrauch deutlich gesteigert werden. Für Unternehmen wie ABO Invest bietet es sich an, bestehende Windparks zu erwerben, wenn noch für einige Jahre Einspeisevergütungen vorliegen. Die Anlagen können dann weiterbetrieben werden, solange das wirtschaftlich sinnvoll ist, und im Anschluss an einen Projektentwickler wie den Partner ABO Wind verkauft werden. Sinn macht eine solche Transaktion besonders dann, wenn mit der Veräußerung ein Vorkaufsrecht für einen repowerten Windpark verbunden wird. Auf diesem Weg kann ABO Invest durch einen günstigeren Kaufpreis (nach dem Repowering) auch an der Marge, die die Entwicklung bietet, teilweise partizipieren und in Relation zum aktuellen Marktniveau höhere Renditen erzielen.

## Integration in das Modell

Wir unterstellen, dass ABO Invest im laufenden Jahr einen Windpark, der repowert werden soll, erwerben wird. Für die vier Folgejahre nehmen wir ebenfalls jeweils eine weitere Transaktion an. Die damit erzielbaren Resultate hängen von den einzelnen Abschlüssen ab, die sich durchaus deutlich unterscheiden können. Vereinfachend arbeiten wir mit einem vorsichtig kalkulierten „Standardprojekt“ in Deutschland mit einer Leistung von 5 MW, eine Restlaufzeit der Einspeisevergütung von zehn Jahren und einer Vergütungshöhe von 88 Euro je MWh. Der Beitrag zur Jahresproduktion liegt gemittelt bei 7,5 Mio. kWh. Der Kauf eines solchen Durchschnittsprojekts schlägt mit 2,5 Mio. Euro zu Buche (bei einem Fremdkapitalanteil von 40 Prozent, resultierend aus der Restprojektfinanzierung nach Tilgung), nach fünf Jahren unterstellen wir die Einleitung des Repowering mit einem Restverkaufserlös von 30 Prozent der Anschaffungskosten. Den Rückkauf eines Objekts nach Repower-

ing lassen wir hingegen noch außen vor, da die Konditionen, die sich für Windparks in einigen Jahren bieten, aktuell nicht seriös prognostizierbar sind. Da hier der potenziell größere Werthebel besteht, sehen wir darin ein deutliches Upside-Potenzial außerhalb unserer Kalkulation.

### Weitere Aktienemissionen

Durch den im Modell berücksichtigten Kauf von fünf Repowering-Projekten sehen wir weiteren Finanzierungsbedarf. Der Erwerb dürfte teilweise aus dem Cashflow finanziert werden, dennoch haben wir für den Zeitraum 2018 bis 2021 jeweils eine Kapitalerhöhung von 1,5 Mio. Euro unterstellt. Den Preis der Anteile lassen wir von 1,50 Euro sukzessive um vorsichtig kalkulierten 10 Cent je Aktie ansteigen, so dass insgesamt rund 3,65 Mio. neue Aktien emittiert werden. Auf dieser Basis rechnen wir mit einer voll verwässerten Aktienzahl von 52,7 Mio. Stück.

### Keine Abgänge aus dem Bestand

Mit dem Kauf von bestehenden Windparks wird das vorhandene große Portfolio punktuell ergänzt. Außer dem Verkauf von neu erworbenen Repowering-Projekten im Zeitablauf unterstellen wir keine weiteren Veräußerungen. Für die künftige Produktion gehen wir, wie oben angedeutet, davon aus, dass diese im Durchschnitt 3 Prozent unter den Normwerten liegt,

was wir als angemessen vorsichtige Kalkulation erachten. Für die einzelnen Windparks unterstellen wir eine Betriebsdauer von 20 Jahren. Für die Auslandsprojekte, deren garantierte Einspeisevergütung vor dem Ende der Betriebsdauer ausläuft, nehmen wir für die Restlaufzeit einen länderspezifischen Abschlag auf die realisierbaren Erträge vor (obwohl es durchaus denkbar ist, dass die Strompreise bis dahin steigen). Aufgrund der zwischenzeitlich negativen Inflation in Europa hatten wir bislang auf die gesetzlich vorgesehene Inflationierung der Vergütung in Irland und Frankreich verzichtet. Da die Preise inzwischen wieder deutlich steigen, erhöhen wir die Einspeisevergütung nun um 0,6 Prozent p.a. für Frankreich und um 0,3 Prozent p.a. für Irland, was im langfristigen Durchschnitt eine konservative Taxe darstellt. Unser Detailprognosezeitraum erstreckt sich bis zum Jahr 2032, was zwar ungewöhnlich lang, aber in diesem Fall angemessen ist, da erst dann die meisten Anlagen den Endpunkt der Betriebsdauer in etwa erreicht haben. Für den Zeitraum danach unterstellen wir ein gewisses Basisgeschäft (20 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 10 Prozent) mit dem Weiterbetrieb einzelner Standorte (Stichwort Repowering), das wegen der hohen Diskontierung aber nur ein untergeordnetes Gewicht im Modell hat. Die Kerndaten der ersten acht Jahre des Modells finden sich auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung sind zudem im Anhang abgebildet.

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	35,0	35,7	36,4	37,1	37,8	37,7	36,6	36,1
Umsatzwachstum		2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	-0,4%	-2,8%	-1,5%
EBIT-Marge	19,3%	19,7%	20,9%	22,1%	22,7%	23,8%	23,8%	23,7%
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,8	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>NOPAT</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	19,4	19,7	19,6	19,5	19,7	19,4	18,8	18,6
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>26,4</b>	<b>26,9</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>27,2</b>	<b>27,3</b>	<b>26,5</b>	<b>26,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1
- Investitionen AV	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	0,8	0,8	0,8
<b>Free Cashflow</b>	<b>23,6</b>	<b>24,3</b>	<b>24,0</b>	<b>24,1</b>	<b>24,5</b>	<b>28,1</b>	<b>27,3</b>	<b>26,9</b>

SMC Schätzmodell

## Diskontierungszins

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 sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Das Beta taxieren wir angesichts der relativ stabilen Cashflows in Relation zum Marktportfolio auf lediglich 0,75. Bei einer Zielkapitalstruktur mit 80 Prozent Fremdkapital resultiert daraus ein WACC-Satz von 3,9 Prozent.

## Kursziel: 2,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 3,9 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 107 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine voll verwässerte Aktienzahl von 52,7 Mio. Stück resultiert daraus

ein fairer Wert je Aktie von 2,02 Euro (bislang 2,00 Euro), weshalb wir ein unverändertes Kursziel von 2,00 Euro ansetzen. Anhand unseres DCF-Modells sehen wir demnach für die ABO Invest-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von rund 33 Prozent.

## Niedriges Prognoserisiko

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. Das Geschäft von ABO Invest ist außerordentlich transparent und gut planbar. Nach den ersten beiden Betriebsjahren sind die künftigen Erträge von Windparks in der Regel gut abschätzbar. Für Volatilität in den einzelnen Jahren sorgen dann lediglich die Windverfügbarkeit sowie technische Verfügbarkeiten, die sich aber im Zeitablauf und im Portfolio ausmitteln. In den letzten zwei Jahren hat sich aber gezeigt, dass das schwankende Windvolumen temporär einen relativ starken Effekt auf die Zahlen hat. Zudem haben wir den Zukauf von Repowering-Objekten unterstellt, deren Daten aktuell noch mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet sind. In Summe sehen wir immer noch ein leicht unterdurchschnittliches Prognoserisiko und vergeben 3 Punkte.

## Fazit

---

Die letzten beiden Jahre sind für ABO Invest erlös- und ertragsseitig enttäuschend verlaufen. Die Windverfügbarkeit in vielen Regionen Europas lag erheblich unter den langjährigen Durchschnittswerten, so dass die Produktion des Windparkportfolios die Normwerte deutlich unterschritten hat. Eine gute Nachricht konnte aus dieser Zeit trotzdem abgeleitet werden: Die Einbußen der Windparks entsprachen in etwa dem, was aufgrund der Abweichung der tatsächlichen Windverfügbarkeit von den Mittelwerten in den einzelnen Regionen zu erwarten gewesen ist. Das kann als Hinweis gewertet werden, dass das Portfolio über einen längeren Zeitraum die Normwerte zumindest nahezu erreicht.

Strukturell hat ABO Invest in den letzten zwei Jahren aber einen großen Schritt nach vorn gemacht, vor allem durch den Ausbau des Windparks in Finnland von 6,6 auf 29,7 MW. Die Anbindung der neuen Anlagen an das Bestandsobjekt ermöglicht eine Eigenkapitalrendite, die deutlich über dem aktuellen Marktniveau liegt. Positiv beeinflusst wurde die Ertragslage zudem durch den Rückkauf von relativ hoch verzinsten Genussscheinen im ersten Halbjahr 2016 (sowie eine günstige Refinanzierung von Glenough bereits in 2015).

Weitere große Zukäufe sind im aktuellen Umfeld schwierig, da bei einer konservativen Kalkulation, wie sie ABO Invest vornimmt, kaum attraktive Projekte mit einer angestrebten Eigenkapitalverzinsung von 5 bis 6 Prozent verfügbar sind. Das Unternehmen könnte aber verstärkt in Bestandswindparks investieren, die in einigen Jahren für das Repowering zur Verfügung stehen.

Wir haben einen solchen moderaten Expansionspfad modelliert und damit einen fairen Wert 2,00 Euro je Aktie errechnet. Den nach den schwachen Produktionszahlen der letzten beiden Jahre seit Dezember zu beobachtenden Kursrückgang halten wir für nicht gerechtfertigt, da es keine stichhaltigen Anhaltspunkte dafür gibt, dass das Portfolio das Produktionspotenzial im langjährigen Durchschnitt deutlich unterschreiten wird. Insofern stufen wir das reduzierte Kursniveau als günstige Einstiegsgelegenheit ein und vergeben weiter das Urteil „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	223,0	206,1	188,9	171,8	154,8	137,6	117,4	97,8	78,5
1. Immat. VG	9,8	9,4	9,1	8,7	8,3	7,9	7,5	7,1	6,7
2. Sachanlagen	212,9	196,3	179,5	162,8	146,2	129,4	109,7	90,5	71,5
II. UV Summe	16,6	23,4	31,2	40,3	50,1	54,3	65,4	79,5	93,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	38,8	39,8	41,7	44,6	48,4	51,4	55,3	59,6	64,2
II. Mezzanine Kapital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,9	2,1	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	189,8	178,4	167,0	155,9	144,7	133,4	120,3	110,3	100,4
2. Kurzfristiges FK	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>240,2</b>	<b>230,0</b>	<b>220,6</b>	<b>212,6</b>	<b>205,4</b>	<b>192,4</b>	<b>183,3</b>	<b>177,8</b>	<b>172,6</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	26,00	34,98	35,70	36,41	37,12	37,83	37,68	36,62	36,07
EBITDA	18,67	26,19	26,71	27,23	27,75	28,27	28,38	27,57	27,15
EBIT	2,95	6,74	7,03	7,61	8,21	8,60	8,97	8,73	8,56
EBT	-3,06	0,39	1,23	2,52	3,65	4,61	5,58	5,99	6,43
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,86	-0,46	0,38	1,42	2,26	3,07	3,89	4,24	4,62
JÜ	-3,79	-0,44	0,38	1,40	2,21	2,99	3,80	4,14	4,50
EPS	-0,08	-0,01	0,01	0,03	0,05	0,06	0,08	0,08	0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	16,14	25,21	26,08	26,68	27,08	27,64	27,96	27,30	27,14
CF aus Investition	-57,98	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	0,75	0,75	0,75
CF Finanzierung	44,23	-16,30	-15,92	-15,25	-14,96	-21,18	-17,50	-13,92	-13,60
Liquidität Jahresanfa.	9,12	11,50	17,91	25,57	34,50	44,12	48,08	59,29	73,41
Liquidität Jahresende	11,50	17,91	25,57	34,50	44,12	48,08	59,29	73,41	87,70

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-6,1%	34,6%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	-0,4%	-2,8%	-1,5%
EBITDA-Marge	71,8%	74,9%	74,8%	74,8%	74,8%	74,7%	75,3%	75,3%	75,3%
EBIT-Marge	11,4%	19,3%	19,7%	20,9%	22,1%	22,7%	23,8%	23,8%	23,7%
EBT-Marge	-11,8%	1,1%	3,5%	6,9%	9,8%	12,2%	14,8%	16,4%	17,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-14,6%	-1,3%	1,1%	3,9%	6,0%	7,9%	10,1%	11,3%	12,5%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 10.04.2018 um 07:50 Uhr fertiggestellt und am 10.04.2018 um 07:55 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.
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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
18.01.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
11.10.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
19.06.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
13.03.2017	Strong Buy	2,15 Euro	1), 3), 4)
28.11.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)
12.10.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3)
13.06.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4), 5)
14.04.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)

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