

14. April 2016
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

ABO Invest AG

Breit gestreutes Windparkportfolio bietet
Potenzial für hohe Cashflows

Urteil: **Strong Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **1,49 Euro** | Kursziel: **2,10 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Snapshot..... | 3 |
| Executive Summary | 4 |
| SWOT-Analyse | 5 |
| Profil | 6 |
| Markt | 9 |
| Zahlen | 11 |
| Equity-Story | 13 |
| DCF-Bewertung..... | 15 |
| Fazit | 17 |
| Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose | 18 |
| Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen..... | 19 |
| Impressum & Disclaimer..... | 20 |

Snapshot



Stammdaten

| | |
|-------------------------------|----------------------------|
| Sitz: | Wiesbaden |
| Branche: | Stromerzeugung |
| Mitarbeiter: | 2 Vorstände, 2 Angestellte |
| Rechnungslegung: | HGB |
| ISIN: | DE000A1EWXA4 |
| Kurs: | 1,49 Euro |
| Marktsegment: | Freiverkehr Düsseldorf |
| Aktienzahl: | 44,5 Mio. Stück |
| Market Cap: | 66,3 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 228,5 Mio. Euro |
| Free-Float: | zw. 75 und 85 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 1,499 / 1,361 Euro |
| Ø Umsatz (Düs, 12 M): | 43,6 Tsd. Euro |

Kurzportrait

ABO Invest verfolgt ein klares Ziel – den Aufbau eines breit diversifizierten Windparkportfolios – und hat dabei seit der Gründung im Jahr 2010 große Fortschritte erzielt. Ende letzten Jahres zählten bereits 62 Windenergieanlagen in vier Ländern mit einer installierten Kapazität von 131,4 MW zum Bestand (sowie eine Biogasanlage mit 0,8 MW). Als mittelfristiges Ausbauziel wurde die Marke von 200 MW kommuniziert. Die Gesellschaft arbeitet eng mit dem Projektentwickler ABO Wind zusammen und verfügt so über einen guten Zugang zu neuen Objekten.

Die Stromproduktion aus dem Portfolio hat im letzten Jahr um rund 58 Prozent auf 318 GWh zugelegt, der prognostizierte Ertrag wurde damit um etwa 1 Prozent übertroffen. Daher könnten auch die in Aussicht gestellten Werte für Umsatz und EBITDA von 29,8 bzw. 22,6 Mio. Euro in etwa erreicht worden sein. Für den April hat das Unternehmen bereits die Übernahme eines weiteren Windparks angekündigt. Wir haben das Portfolio bewertet und sehen auf dieser Basis einen fairen Wert je Aktie von 2,10 Euro, das Urteil lautet „Strong Buy“.

| GJ-Ende: 31.12. | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 15,8 | 18,4 | 29,8 | 31,1 | 30,2 | 30,2 |
| EBITDA (Mio. Euro) | 12,5 | 14,1 | 22,6 | 23,6 | 23,8 | 24,0 |
| Jahresüberschuss | -4,1 | -4,1 | -2,7 | -0,7 | 0,4 | 1,1 |
| EpS | -0,16 | -0,11 | -0,06 | -0,02 | 0,01 | 0,02 |
| Dividende je Aktie | - | - | - | - | - | - |
| Umsatzwachstum | 11,9% | 16,8% | 62,0% | 4,4% | -3,0% | 0,0% |
| Gewinnwachstum | - | - | - | - | - | 176,8% |
| KUV | 4,21 | 3,60 | 2,23 | 2,13 | 2,20 | 2,20 |
| KGV | - | - | - | - | 172,5 | 62,3 |
| KCF | 11,2 | 7,6 | 3,8 | 4,3 | 4,1 | 3,9 |
| EV / EBITDA | 18,3 | 16,2 | 10,1 | 9,7 | 9,6 | 9,5 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Executive Summary

- **Breit gestreutes Portfolio in vier Ländern:** ABO Invest hat seit der Gründung im Jahr 2010 ein diversifiziertes Portfolio aus 62 Windenergieanlagen und einer Biogasanlage mit einer installierten Leistung von 132,2 MW (per 31.12.15) aufgebaut, die sich in Frankreich (56,1 MW), Deutschland (33,7 MW Wind, 0,8 MW Biogas), Irland (35 MW) und Finnland (6,6 MW) befinden. Das Unternehmen arbeitet eng mit dem Projektentwickler ABO Wind AG zusammen, von dem bislang sämtliche Objekte erworben wurden und der außerdem den Betrieb der Anlagen führt. Das ermöglicht sehr schlanke und kosteneffiziente Strukturen. Ein aus dem Aktionärskreis auf der Hauptversammlung gewählter Beirat prüft jede Investitionsentscheidung und hat ein Vetorecht, um Interessenskonflikte zwischen den beiden Gesellschaften zu vermeiden.
- **Dynamischer Wachstumsmarkt:** Viele Regierungen haben ambitionierte Ausbauziele für die Erzeugungskapazitäten aus Erneuerbaren Energien formuliert, die günstige Windkraft zählt dabei vielerorts zu den favorisierten Technologien. Im letzten Jahr wurden die weltweiten Windkraftkapazitäten um 62,7 GW resp. 17 Prozent auf 432,4 GW ausgebaut, die wichtigsten Märkte waren China, die USA und Deutschland. Der Branchenverband GWEC rechnet auch in den nächsten Jahren mit einem zweistelligen Wachstum, in Deutschland könnte der Wechsel zu einem Auktionssystem ab 2017 aber für einen Rückgang sorgen. Zudem sind wegen der hohen Nachfrage von Finanzinvestoren gerade in den attraktivsten Fällen sinkende Projektrenditen zu beobachten.
- **Kräftiger Produktionszuwachs in 2015:** Der Ausbau des Portfolios hat zu einem deutlichen Anstieg der Stromproduktion geführt. Im letzten Jahr hat der Output um rund 58 Prozent auf 318 GWh zugelegt, das CAGR seit 2011 beträgt rund 38 Prozent. Die vom Management in Aussicht gestellten operativen Kennzahlen für 2015 – ein Umsatz von 29,8 Mio. Euro (Vorjahr: 18,4 Mio. Euro) und ein EBITDA von 22,6 Mio. Euro (Vorjahr: 13,5 Mio. Euro) – könnten deswegen erreichbar sein. Das Nettoergebnis dürfte hingegen von einer Sonderabschreibung auf den Windpark Clamecy mit 1 bis 1,5 Mio. Euro belastet werden. Nach wiederholter Zielverfehlung soll das Objekt verkauft werden.
- **Starke Basis:** ABO Invest verfügt bereits jetzt über ein gut diversifiziertes Portfolio, das hohe und im Zeitablauf noch deutlich steigende freie Cashflows verspricht. Die enge Partnerschaft mit ABO Wind bietet zudem einen sehr guten Zugang zu neuen Objekten, was angesichts der starken Nachfrage in dem wachsenden Windkraftmarkt einen wichtigen Wettbewerbsvorteil darstellt. Wird das Wachstum in Richtung der kommunizierten Marke von 200 MW fortgesetzt, steigt auch der Wert des Bestands, da eine verbesserte Diversifikation am Markt mit niedrigeren Kapitalkosten honoriert wird.
- **Status-quo bietet Aufwärtspotenzial:** Wir haben in unserem Bewertungsmodell von einem weiteren Ausbau des Portfolios abstrahiert und damit den Wert des Bestands ermittelt. Angesichts der äußerst niedrigen Volatilität der Aktie und der sehr verlässlichen Cashflows halten wir im aktuellen Umfeld Eigenkapitalkosten von 6,2 Prozent für angemessen. Auf dieser Basis haben wir einen fairen Wert von 2,10 Euro je Aktie errechnet und wegen der geringen Prognoserisikos das Urteil „Strong Buy“ vergeben.

SWOT-Analyse

Stärken

- Klare Fokussierung auf den Aufbau und Betrieb eines Windparkportfolios in Ländern mit garantierter Vergütung
- Das Unternehmen kann seit mehreren Jahren mit guten Produktionszahlen und erreichten Renditezielen überzeugen
- Das Portfolio ist über mehrere Länder diversifiziert
- ABO Wind als starker Ankeraktionär und operativer Partner
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen sowie ein branchenerfahrenes Management
- Konservative Abschreibungspolitik sorgt für die Bildung stiller Reserven
- Die Aktie glänzt bislang mit einer außergewöhnlich niedrigen Volatilität

Chancen

- 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
- Attraktive Marktperspektiven: Windkraft als wichtige Stütze des weltweiten Ausbaus bei Erneuerbaren Energien
- 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

- Die Bilanz weist aktuell einen vergleichsweise hohen Leverage-Grad auf (EK-Quote 15 Prozent)
- Wegen hoher Abschreibungen auf die Windparks arbeitet ABO Invest unter dem Strich noch defizitär
- Schwache Windjahre können für unterplanmäßige Erträge sorgen
- Wegen der begrenzten Laufzeit der Anlagen erfordert ein nachhaltiges Wachstum kontinuierliche Zukäufe, das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen kann zudem die Einnahmen schmälern
- Im angelsächsischen Raum wird die Verbindung von Portfoliogesellschaften und Projektentwicklern wegen möglicher Interessenskonflikte aktuell kritisch diskutiert

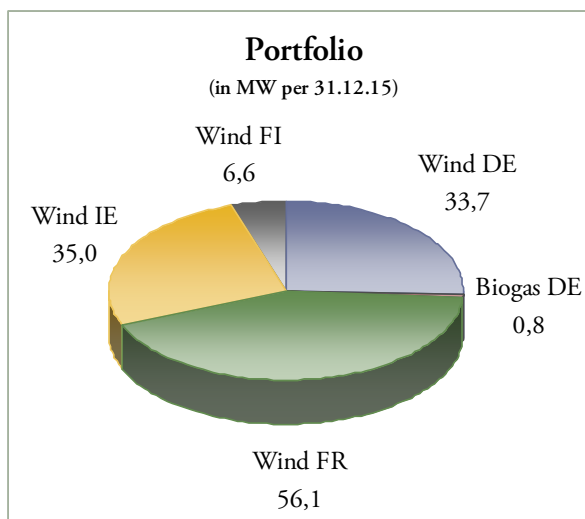
Risiken

- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern
- Die hohe Investorennachfrage könnte die Einkaufssituation erschweren und die Renditen schmälern
- Die Einführung von Auktionsmodellen erhöht die Planungsunsicherheit
- Anhaltend niedrige Inflationsraten würden den Anstieg der preisindexierten Vergütung in Irland und Frankreich dämpfen
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, in turbulenten Börsenphasen könnte die Aktienplatzierung schwieriger werden
- Ein deutlich steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren

Profil

Ausgründung von ABO Wind

Der in Wiesbaden ansässige Windparkprojektentwickler ABO Wind hat die ABO Invest 2010 gegründet, um Privatanleger am Betrieb eines Onshore-Windkraftportfolios 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 Windkraftportfolio. Durch weitere Zukäufe ist der Bestand von ABO Invest bis Ende letzten Jahres auf 62 Windenergieanlagen angewachsen, die sich auf Frankreich (28), Deutschland (18), Irland (14) und Finnland (2) verteilen und über eine kumulierte Kapazität von 131,4 MW verfügen. 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.



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. Für die zu erwartenden Rückflüsse aus dem Portfolio bietet ABO Invest ebenfalls einen Überblick. Im Investor-Relations-Bereich findet sich eine Barwertberechnung der freien Liquidität, die die Bestandsanlagen in der unterstellten 20-jährigen Betriebsdauer voraussichtlich erwirtschaften werden:

<http://www.buergerwindaktie.de/investoren/barwertprognose.html>

318 Mio. kWh in 2015 produziert

Mit einer installierten Leistung von 35 MW ist die Windfarm Glenough in Irland das mit Abstand größte Einzelobjekt im Portfolio, die Windanlagen auf der grünen Insel generierten im letzten Jahr vergütete Stromerträge von 119,4 Mio. kWh, das entspricht rund 37,5 Prozent der aus den Portfolioanlagen insgesamt eingespeisten Produktion in Höhe von 318 Mio. kWh. Dahinter folgen ein Windpark in Deutschland mit 16,8 MW, von dem ABO Invest einen Anteil von 80 Prozent hält (anteilige Jahresproduktion in 2015: 32,3 Mio. kWh, seit Februar 2015 im Konzern), und in Frankreich mit 14 MW (Jahresproduktion 2015: 30 Mio. kWh, ebenfalls seit Februar 2015 im Betrieb). Im Juli letzten Jahres ist mit dem Produktionsstart eines neuen Windparks (6,6 MW, Produktion 2015: 10 Mio. kWh) der Einstieg in den finnischen Markt gelungen.

Etappenziel: 200 MW-Portfolio

Mittelfristig soll das Portfolio auf 200 MW ausgebaut werden. Dabei wird sowohl im Bezug auf die zum Zuge kommenden Hersteller als auch hinsichtlich der regionalen Verteilung auf eine angemessene

Streuung geachtet. Insbesondere die regionale Diversifikation ist von großer Bedeutung, da die Winderträge an einzelnen Orten von den langjährigen Durchschnitten deutlich nach oben oder unten abweichen können, was sich aber über mehrere Standorte tendenziell ausgleichen sollte. Zudem setzt die Gesellschaft auf Märkte, die verlässliche Vergütungssysteme (bspw. garantierte Einspeisevergütungen) für einen substantiellen Teil des voraussichtlichen Produktionszeitraums der Anlagen bieten. Erworben wurden die Windparks bislang ausschließlich von ABO Wind, ABO Invest kann aber auch bei Dritten kaufen. ABO Wind ist bereits seit 20 Jahren in der Windparkprojektentwicklung aktiv und verfügt aktuell über eine Pipeline von über 2.000 MW.

Enge Zusammenarbeit mit ABO Wind

Die enge Zusammenarbeit mit dem Projektentwickler sorgt für 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 fungiert als Holding, die Beteiligungen an Projektgesellschaften erwirbt. Der Betrieb der Windparks ist hingegen an ABO Wind outgesourct.

Beirat mit Kontroll- und Vetorecht

ABO Invest selbst hat seit 1.1.2016 zwei angestellte Mitarbeiter sowie zwei Vorstände. Bei 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 gering, der entsprechende Aufwandsposten wird im laufenden Jahr bei ungefähr 250 Tsd. Euro liegen. Wegen der engen Verflechtung der Gesellschaften wurden zusätzliche institutionelle Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten getroffen. Neben dem Vorstand und dem Aufsichtsrat wurde ein dreiköpfiger Beirat geschaffen, der von der Hauptversammlung aus dem Kreis der Aktionäre gewählt wird. Das Gremium prüft jede Investition der ABO Invest in neue Erzeugungsanlagen und hat dabei ein Vetorecht.

| Windparks | Leistung in MW | Land | Produktion in Mio. kWh**** | | | | Prognose p.a. Mio. kWh | Produktion seit |
|--------------------------|-------------------|------|----------------------------|-------|---------|---------|---------------------------|--------------------|
| | | | 2014 | 2015 | Q1 2015 | Q1 2016 | | |
| Glenough | 35,0 | IE | 104,5 | 119,4 | 34,1 | 33,7 | 113,0 | Okt 11 |
| Cuq | 12,0 | FR | 19,6 | 19,2 | 5,3 | 5,8 | 18,6 | Dez 09 |
| Clamecy* | 8,0 | FR | 13,1 | 14,2 | 4,7 | 5,9 | 18,0 | Dez 14 |
| Couffe | 10,0 | FR | | 20,3 | 6,6 | 7,8 | 20,8 | Jan 15 |
| Souilly La Gargasse | 8,0 | FR | 15,7 | 17,9 | 5,3 | 6,8 | 18,9 | Okt 12 |
| Escamps | 4,1 | FR | 7,3 | 8,8 | 2,6 | 3,7 | 9,7 | Feb 14 |
| St. Nicolas d. Briefs | 14,0 | FR | | 30,0 | 5,0 | 12,6 | 42,1 | Feb 15 |
| Repperndorf | 6,0 | DE | 9,1 | 11,0 | 3,5 | 4,1 | 10,9 | 2009 |
| Losheim | 4,5 | DE | 2,1 | 5,9 | 1,8 | 1,5 | 6,1 | Jun 14** |
| Düngenheim | 4,0 | DE | 6,2 | 7,5 | 2,3 | 2,7 | 7,6 | 2009 |
| Framersheim II | 3,4 | DE | 6,2 | 7,2 | 2,3 | 2,7 | 7,9 | Sep 13 |
| Broich | 2,4 | DE | 4,2 | 4,6 | 1,4 | 1,6 | 4,5 | 2007 |
| Weilrod* | 13,4 | DE | | 32,3 | 5,5 | 12,0 | 39,0 | Feb 15 |
| Wennersdorf | 5,2 | DE | | | | | 6,7 | Apr 16** |
| Haapajärvi | 6,6 | FI | | 10,0 | | 5,5 | 22,0 | Jul 15 |
| Biogas: Samswegen | 0,8 | DE | 5,7 | 6,0 | 1,6 | 1,5 | 6,0 | 2010*** |

* Werte umgerechnet auf Beteiligungsquoten von 65 % (Clamecy) und 80 % (Weilrod)

** Kaufdatum

*** Anlage grundlegend überarbeitet

**** Produktion gemäß Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste

Quelle: Unternehmen

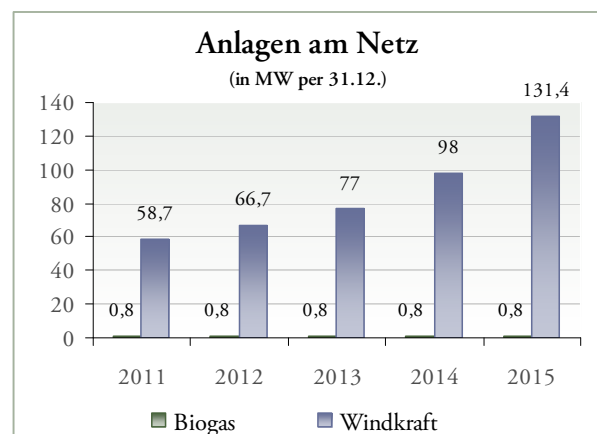
Renditeziel: 7 Prozent p.a.

Im Kern geht es bei den Prüfungen darum, ob neue Objekte die Renditeziele der Gesellschaft erfüllen können. ABO Invest hat sich als Ziel eine Wertsteigerung von mindestens 7 Prozent p.a. gesetzt, einzelne Investments müssen daher in der Regel eine Projektrendite von 7,5 bis 10 Prozent p.a. auf das einzusetzende Eigenkapital aufweisen. Die prognostizierten Energieerträge werden dabei von zwei unabhängigen Gutachtern geschätzt, danach werden noch Sicherheitsabschläge von 7 bis 9 Prozent 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 üblicherweise auch Angebote von Dritten einholt.

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 branchenüblichen Anteil von Fremdkapital zurückgegriffen, der sich in der Regel auf 75 bis 80 Prozent des Investitionsvolumens beläuft. Da das Unternehmen das Portfolio in den letzten Jahren sehr dynamisch

ausgebaut hat (siehe Grafik), wurde aber auch immer wieder neues Eigenkapital zur Finanzierung der Zukäufe über Aktienemissionen eingeworben. 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 zwischen 10 und 30 Prozent, der Rest befindet sich im Streubesitz. Als zusätzlicher Schutz für Kleinaktionäre wurde der Stimmrechtsanteil eines einzelnen Aktionärs via Satzung auf 10 Prozent begrenzt.

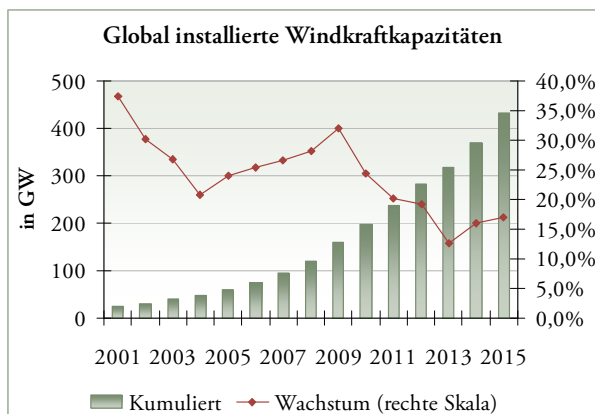


Quelle: Unternehmen

Markt

Ambitionierte Ausbauziele

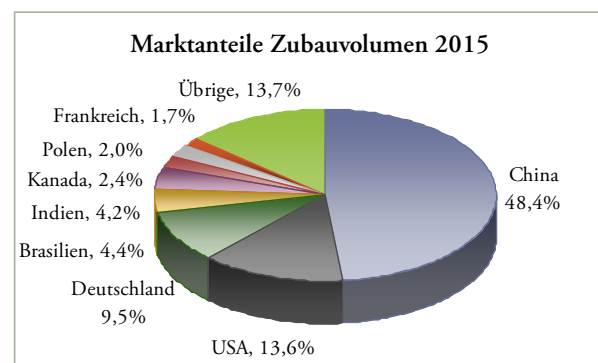
Rund um den Globus haben die Regierungen ambitionierte Ziele für eine Absenkung der CO₂-Emissionen formuliert, die insbesondere mit einem Ausbau der Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien erreicht werden sollen. In der EU soll deren Anteil am gesamten Energieverbrauch von aktuell rund 15 auf 27 Prozent bis Ende 2030 steigen. Besonders ehrgeizige Ausbaupläne hat die Bundesregierung mit der EEG-Novelle von 2014 festgehalten, hierzulande soll der Anteil des mit Erneuerbaren Energien produzierten Stroms an der Gesamtmenge von aktuell ca. 25 Prozent auf 40 bis 45 Prozent in 2025 und 55 bis 60 Prozent in 2035 steigen. Aber auch abseits von Europa werden durchaus ambitionierte Ziele beschlossen. China etwa will die die Emissionen pro BIP-Einheit bis 2020 auf 60 bis 65 Prozent des Wertes aus 2005 senken und zu diesem Zweck Windkraftanlagen mit einer Kapazität von 200 GW und Solaranlagen mit einer Zielleistung von 100 GW installieren. In den USA hat die Regierung den Clean Power Plan vorgestellt, der eine Reduktion des CO₂-Ausstoßes der Energiebranche um 32 Prozent bis 2030 vorsieht (Referenzjahr 2005). Zu diesem Zweck soll die Stromproduktion aus Kohle reduziert werden, während der Anteil der Erneuerbaren Energien von aktuell rund 14 Prozent bis auf 28 Prozent schon im Jahr 2020 steigen soll.



Quelle: GWEC

Dynamik hat 2015 noch zugenommen

Die Formulierung von Zielen garantiert natürlich nicht, dass die notwendigen Maßnahmen zu deren Erreichung auch umgesetzt werden. Das zeigen beispielhaft mehrere Märkte in Osteuropa wie etwa Bulgarien, Rumänien und Ungarn. Auch dort existieren Zielmarken für den Ausbau der Erneuerbaren Energien, die aktuelle Marktregulierung behindert aber die dafür notwendigen Investitionen. Dabei handelt es sich aber um negative Ausreißer, der globale Trend weist deutlich in Richtung eines weiteren Ausbaus der Windkraft. Im letzten Jahr wurden die weltweiten Kapazitäten um 63 GW auf 432,0 GW ausgebaut, damit wurde das Ausbauvolumen des Vorjahres (51,7 GW) deutlich übertroffen. Der mit Abstand wichtigste globale Markt bleibt China mit einem Zubau von 30,5 GW (Vorjahr 23,2 GW), aber auch in den USA hat die Dynamik angezogen (8,6 GW ggü. 4,9 GW im Vorjahr). Deutschland war mit 6,0 GW (Vorjahr 5,3 GW) der weltweit drittgrößte Markt, mit deutlichem Abstand vor Brasilien (2,8 GW) und Indien (2,6 GW).



Quelle: GWEC

Prognose übertroffen

Die Prognose des Branchenverbands GWEC für das Jahr 2015, die bei 423 GW gelegen hatte, wurde damit klar übertroffen. Das lag vor allem an den großen Märkten, die stärker gewachsen sind als er-

wartet. In den Regionen mit einer noch geringen installierten Kapazität – Afrika & Mittlerer Osten, Lateinamerika & Karibik sowie Pazifik – wurde die vergleichsweise niedrige Branchenschätzung noch verfehlt. In Europa summierte sich der Zubau auf 13,8 GW, die GWEC-Prognose hatte bei 12,5 GW gelegen. Das war aber vor allem dem starken Ausbau in Deutschland zu verdanken, die übrigen Länder sind demgegenüber deutlich abgefallen. Die Gigawattschwelle wurde im letzten Jahr lediglich von Polen (1,27 GW) und Frankreich (1,07 GW) überschritten.

Deutschland vor Systemwechsel

Für den weiteren Ausbau der Windenergie in Deutschland wird allerdings in naher Zukunft ein neuer Regulierungsrahmen gelten. Das Bundeswirtschaftsministerium will ab 2017 ein Auktionssystem einführen und hat dafür einen ersten Entwurf vorgelegt. Ziel ist es, neue Kapazitäten im Rahmen eines Preiswettbewerbs auszuschreiben, so dass die Anbieter mit den niedrigsten Vergütungsforderungen zum Zuge kommen. Damit kann auch das Zubauvolumen genau gesteuert werden. Nach aktuellem Stand der Debatte dürfte das anvisierte jährliche Kapazitätswachstum deutlich unter dem Wert aus 2015 liegen, die genaue Ausgestaltung wird allerdings noch intensiv diskutiert. Diese Form der Regulierung hat seine Funktionalität bereits unter Beweis gestellt und erfreut sich international trotz verschiedener Kritikpunkte – etwa die steigende Planungsunsicherheit für die Anbieter, die tendenzielle Bevorzugung kapitalstarker Projektentwickler und die Gefahr einer Oligopolisierung – steigender Beliebtheit. In verschie-

denen Ausgestaltungsformen gibt es Ausschreibungen heute beispielsweise bereits in Italien, der Türkei, Südafrika, Großbritannien und den USA. Mit einer Einführung in weiteren europäischen Märkten, etwa in Frankreich, ist perspektivisch zu rechnen. Denn die Regulierer versprechen sich davon sinkende Kosten, was im Ausland auch durchaus zu beobachten war. So sind in den ersten vier Auktionsrunden in Südafrika die Vergütungssätze jeweils prozentual zweistellig zurückgegangen.

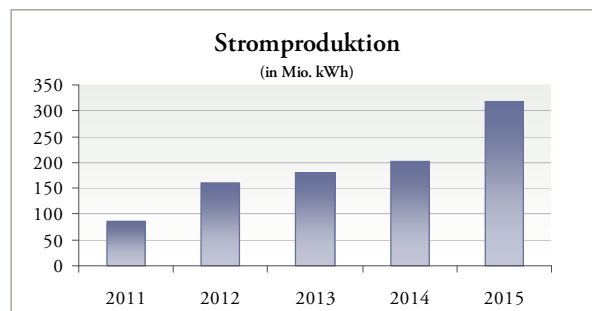
Rendite unter Druck

Das Neugeschäft für Unternehmen, die sich auf den Aufbau eines Windkraft-Portfolios fokussieren, wird damit anspruchsvoller. Sinkende Vergütungssätze im Rahmen der Ausschreibungsverfahren dürften den Renditedruck im Sektor erhöhen. Ohnehin ist hier bereits eine Abwärtstendenz zu beobachten, da die Nachfrage spürbar zugenommen hat. Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken und die Unattraktivität festverzinslicher Anlagen lässt viele Investoren zunehmend nach Realinvestitionen mit einer attraktiven Verzinsung suchen, Erzeugungskapazitäten auf Basis Erneuerbarer Energien mit kalkulierbaren Einnahmen zählen dabei zu den Favoriten. Die steigende Nachfrage stößt auf ein begrenztes Angebot hochwertiger Projekte, dessen Wachstum durch lange Vorlaufzeiten, beschränkte Flächenkapazitäten und durch zum Teil komplizierte Genehmigungsverfahren limitiert wird. Daher sind institutionellen Investoren mittlerweile bereit, Renditen von deutlich weniger als 10 Prozent p.a. zu akzeptieren – vor wenigen Jahren galt diese Marke noch als die Mindestgrenze.

Zahlen

Portfolio deutlich ausgebaut

Zentrale Aufgabe des Geschäftsmodells von ABO Invest ist es, die bestehenden Windparks effizient und rentabel zu betreiben und das Portfolio kontinuierlich auszubauen. Im letzten Jahr hat es diesbezüglich große Fortschritte gegeben. Zwei Windparks in Frankreich mit einer kumulierten Kapazität von 24 MW, die sich das Unternehmen Mitte 2014 gesichert hatte, haben zwischen Dezember 2014 und Februar 2015 den Betrieb aufgenommen und so einen maßgeblichen Beitrag zur Steigerung der Stromproduktion geleistet. Ein erfolgreicher, sogar vorzeitiger Betriebsstart war ebenfalls im Juli von dem ersten finnischen Projekt mit 6,6 MW zu vermelden. Darüber hinaus gelang im Januar letzten Jahres ein weiterer großer Zukauf, als ABO Invest 80 Prozent an dem Windpark Weilrod in Hessen mit einer installierten Kapazität von 16,8 MW erworben hat. Der mittlere Betriebsstart der Anlage, die für rund 38 Mio. Euro errichtet worden ist, war im Oktober 2014.



Quelle: Unternehmen

Produktion macht kräftigen Sprung

Der Ausbau des Portfolios hat in 2015 zu einer deutlichen Zunahme der Stromproduktion um rund 58 Prozent auf 318 GWh geführt. Das Resultat lag noch über dem Trend der letzten Jahre: Ausgehend von einem Output in Höhe von 87,4 GWh im Jahr 2011 beträgt das CAGR seitdem rund 38 Prozent. In einzelnen Jahren kann die Schwankung der Winderträge dazu führen, dass die erzeugte Strommenge von

der erwarteten abweicht. 2014 war ein europaweit schwaches Windjahr, so dass die Prognose für das Portfolio um ca. 8 Prozent verfehlt wurde. Im letzten Jahr hingegen lag die Produktion um rund ein Prozent über den Erwartungen.

Windpark Clamecy enttäuscht

Der Output der größten Anlage im Portfolio, Glenough, übertraf 2015 die Prognose um 5 Prozent, der neue finnische Windpark hat sogar um 10 Prozent besser abgeschnitten als erwartet. In Deutschland (-1 Prozent) und Frankreich (-3 Prozent) wurden die Schätzungen hingegen nicht ganz erreicht. Das positive Gesamtergebnis verdeutlicht die erfolgreiche Diversifikation. Der französische Windpark Clamecy, an dem das Unternehmen eine Beteiligung von 65 Prozent hält, lieferte mit anteilig 14,2 GWh erneut ein Resultat deutlich unter der Prognose (18 GWh). Das Management hat daher beschlossen, das Objekt zu veräußern. Die Beteiligung wird im Rahmen des Jahresabschlusses neu bewertet, was voraussichtlich zu einer Sonderabschreibung um 1 bis 1,5 Mio. Euro führen wird.

Zielgrößen erreichbar

Bereinigt um diesen Sondereffekt könnten dank des Übertreffens der Produktionsschätzung die Zielkennzahlen aus dem laufenden Geschäft in etwa erreicht worden sein. Das Unternehmen hatte für 2015 ursprünglich einen Umsatzanstieg von 18,4 auf 29,8 Mio. Euro in Aussicht gestellt, der eine Steigerung des bereinigten EBITDA von 13,5 auf 22,6 Mio. Euro ermöglichen sollte. Unter Berücksichtigung von Abschreibungen in Höhe von ca. 15,7 Mio. Euro und Zinszahlungen in Höhe von 7,8 Mio. Euro wurde das EBT in der Jahresprognose auf -0,4 Mio. Euro taxiert, gegenüber -3,4 Mio. Euro im Vorjahr. Zum Halbjahr hatte das Unternehmen bereits einen Umsatz von 13,8 Mio. Euro (Vorjahr: 9,9 Mio. Euro), ein EBITDA von 10,8 Mio. Euro (Vorjahr: 7,5

Mio. Euro) und ein EBT von -1,0 Mio. Euro (Vorjahr: -0,8 Mio. Euro) ausgewiesen.

| Geschäftszahlen | GJ 14 | GJ 15p | Änderung |
|--------------------|-------|--------|----------|
| Umsatz | 18,4 | 29,8 | +62% |
| Bereinigtes EBITDA | 13,5 | 22,6 | +67% |
| EBIT | 3,6 | 7,4 | +100% |
| EBT | -3,4 | -0,4 | - |

Quelle: Unternehmen

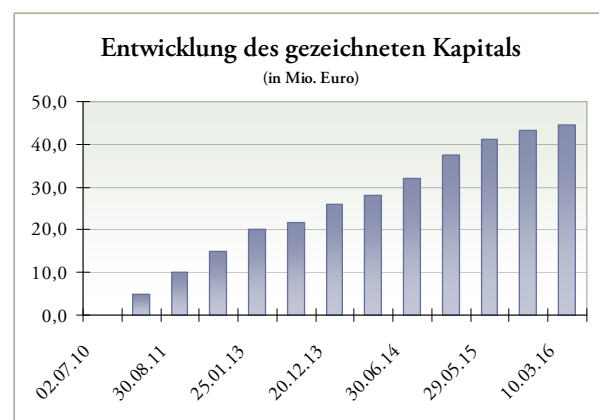
Deutlich positiver operativer Cashflow

Wegen einer konservativen Abschreibungspolitik – die Anlagen werden linear über 16 Jahre abgeschrieben, obwohl die tatsächliche Laufzeit sogar bei mehr als 20 Jahren liegen könnte – und hohen Zinslasten in den Anfangsjahren nach der Investition weist die Gesellschaft damit unter dem Strich noch einen Verlust aus. Ein besseres Bild der Ertragskraft gibt allerdings die Kapitalflussrechnung. Im ersten Halbjahr konnte der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit um 51,5 Prozent auf 9,3 Mio. Euro gesteigert werden. Der Abfluss für Investitionen reduzierte sich projektbedingt hingegen von 13,5 auf 4,8 Mio. Euro, so dass ein deutlich positiver freier Cashflow erwirtschaftet wurde. Sollte das Unternehmen – rein hypothetisch – nicht mehr über eine Akquisition neuer Windparks wachsen, würden kontinuierlich hohe Zahlungsmittelüberschüsse generiert, die an die Aktionäre ausgeschüttet werden könnten.

Wachstum mit weiteren Kapitalerhöhungen

Die Strategie sieht aber eine Fortsetzung des Portfolioausbaus vor, und zur Bereitstellung des notwendigen Eigenkapitals werden zusätzliche Kapitalerhöhungen durchgeführt (siehe Grafik). Im letzten November wurden bereits 2 Mio. Aktien zu einem Preis von 1,45 Euro platziert, um eine Reservierungszahlung für einen neuen Windpark in Finnland zu tätigen. Eine Realisierung des genehmigten und baureifen Vorhabens ist aber noch unklar, da die Einspeisevergütung aufgrund eines Ausbaudeckels noch nicht gesichert werden konnte, so dass ABO Invest die Reservierungszahlung vorerst zurückerhalten hat.

Eine Investition der Mittel in das Projekt ist aber weiterhin möglich. Im März hat das Unternehmen dessen ungeachtet eine weitere Platzierung von 1,25 Mio. Stücken zu 1,48 Euro durchgeführt. Außerdem wurde von den Gremien der Beschluss zum Erwerb eines Windparks in Wennerstorf mit einer Kapazität von 5,2 MW getroffen. Das Objekt ist bereits seit 2003 in Betrieb, die Laufzeit der Bürgerbeteiligung war zur Platzierung auf zwölf Jahre begrenzt worden. ABO Invest plant einen Erwerb zu 65 Prozent des ursprünglichen Kaufpreises.



Quelle: Unternehmen

Optimierung der Finanzierungsstruktur

Neben der Akquise neuer Objekte nutzt das Unternehmen die verfügbare Liquidität aktuell zum Rückkauf von Genussscheinen, die 2009 mit einem Volumen von 7,8 Mio. Euro emittiert worden waren. Die Verzinsung der Wertpapiere liegt bei 6,7 Prozent, so dass mit dem im Februar gestarteten Erwerb von der Umweltbank die Zinsbelastung um bis zu 0,5 Mio. Euro p.a. gesenkt werden kann. Auf diesem Weg soll zudem die Eigenkapitalquote im Konzern erhöht werden. Ebenfalls positiv im Zinsergebnis niederschlagen werden sich neue Zinskonditionen für den Kredit, der für die Finanzierung des Windparks Glenough aufgenommen wurde und der sich zum Jahresende noch auf 27 Mio. Euro belief. Die Gesellschaft beziffert den Barwertvorteil der Zinsreduktion auf 2 Mio. Euro.

Equity-Story

Langjähriger Track-record

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 beim Windpark Clamecy eingetreten ist, drohen Abschreibungen. In der Unternehmenshistorie war das aber ein Einzelfall, die Gesellschaft kann mittlerweile einen langjährigen Produktions-Track-record vorweisen. Der Großteil der Anlagen hat die mit der größten Kalkulationsunsicherheit behaftete Anfangsphase überstanden, so dass die Erträge nun gut prognostizierbar sind. Und das Portfolio ist inzwischen breit diversifiziert. Die Verteilung auf zahlreiche Standorte in verschiedenen Ländern reduziert das Risiko, dass eine schwache Windverfügbarkeit in einzelnen Regionen für unterdurchschnittliche Resultate sorgt.

Freie Cashflows steigen im Zeitablauf

Die erzielten Fortschritte sind an der Gewinnentwicklung noch nicht ablesbar, denn die typischen hohen Zinsbelastungen in den ersten Betriebsjahren und relativ hohe Abschreibungen (linear über eine konservativ bemessene Laufzeit von 16 Jahren) sorgen zunächst noch für defizitäre Ergebnisse. Bereinigt um weitere Zukäufe 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. Eine Zusatzchance bietet angesichts des deutlich gesunkenen Marktzinnsniveaus die Refinanzierung der Kredite, wie bereits die neue Vereinbarung für den Windpark in Irland verdeutlicht hat.

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. Abgerundet wird der detaillierte Einblick in die Ertragsperspektiven mit einem Barwertmodell, das auf Basis der angestrebten Verzinsung von 7 Prozent p.a. einen Hinweis auf den fairen Wert der Aktie gibt.

Wachstum mit starkem Partner

Eine zusätzliche Chance besteht im Ausbau des Portfolios. Dank des positiven Diversifikationseffekts sinkt die am Markt geforderte Verzinsung mit der Größe des Anlagenbestands, was vice versa den Wert des Portfolios erhöht. Aktuell ist die Projektentwicklung ein Verkäufermarkt, im Niedrigzinsumfeld hat die Nachfrage nach Erzeugungskapazitäten auf Basis Erneuerbarer Energien mit einer gesicherten langfristigen Vergütung stark zugenommen. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für das Wachstum einer Portfolio-gesellschaft 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. In den USA hat dieses Modell, das sich dort in den letzten vier Jahren unter dem Begriff der „Sponsored YieldCo“ etabliert hat, den Unternehmen aus dem Sektor ein enormes Wachstum ermöglicht.

Attraktiver Markt

Und letztlich dürften auch angebotsseitig ausreichend Objekte für das weitere Wachstum zur Verfü-

gung stehen. Zwar ist die Entwicklung in einzelnen Ländern in Abhängigkeit von Änderungen der Regulierung und Vergütung volatil, der globale Trend am Windmarkt ist aber klar aufwärtsgerichtet. Trotz der mittlerweile erreichten hohen Basis wurden die globalen Kapazitäten allein im letzten Jahr um 17 Prozent aufgestockt. Dabei werden insbesondere zahlreiche Länder in Europa die kommunizierten Ziele für den Ausbau der Erneuerbaren Energien mit dem

derzeitigen Tempo noch verfehlen. Zumindest für einige ist daher eine Beschleunigung zu erwarten, als relativ positiv gelten beispielsweise nun die Bedingungen in Frankreich nach der Verabschiedung eines neuen Gesetzesrahmens im letzten Jahr. Für den globalen Markt rechnet der Branchenverband GWEC weiterhin im Durchschnitt mit einem prozentual zweistelligen Kapazitätsausbau bis 2019.

DCF-Bewertung

Gutes Windjahr

Das letzte Geschäftsjahr hat mit 318 GWh sehr gute Stromerträge gebracht. Auf dieser Basis gehen wir davon aus, dass das Unternehmen einen Umsatz von 29,8 Mio. Euro und ein EBITDA von 22,6 Mio. Euro erwirtschaftet hat. Das EBIT wurde hingegen von einer unterstellten Sonderabschreibung in Höhe von 1,25 Mio. Euro auf Clamecy belastet, wir taxieren es daher auf 5,7 Mio. Euro und das EBT auf -2,1 Mio. Euro.

Basisannahmen

Für die Folgejahre gehen wir jeweils von einer normalen Windverfügbarkeit aus, was im Rahmen einer Durchschnittsbetrachtung angemessen ist. Für die einzelnen Windparks unterstellen wir eine Betriebsdauer von 20 Jahren. Nach dem Ende der garantierten Einspeisevergütung nehmen wir einen länderspezifischen Abschlag auf die realisierbaren Erträge vor (obwohl es durchaus denkbar ist, dass die Strompreise bis dahin steigen). Aufgrund der aktuell sehr niedrigen Inflation verzichten wir vorerst auf die gesetzlich vorgesehene Inflationierung der Vergütung in Irland und Frankreich. Hier besteht Upside-Potenzial, wenn die Inflation wieder anziehen sollte. Da künftige Zukäufe schwer zu erfassen sind, beschränken wir uns in unserem Modell auf den Bestand inklusive der jüngsten Übernahme in Wennerstorf. Unser Detailprognosezeitraum erstreckt sich bis zum Jahr 2030, 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, resultierend aus dem Weiterbetrieb einzelner Standorte (Stichwort Repowering), das wegen der hohen Diskontierung aber nur ein untergeordnetes Gewicht im Modell hat.

Freier Cashflow steigt deutlich

Den Basisumsatz aus dem bestehenden Portfolio in einem normalen Windjahr sehen wir infolgedessen aktuell bei rund 30 Mio. Euro, wobei wir den anvi-

sierten Verkauf von Clamecy schon berücksichtigt haben. Den daraus resultierenden freien Cashflow (vor Finanzergebnis, ohne Zukäufe) taxieren wir zunächst auf 21,4 Mio. Euro (ohne Verkaufserlös Clamecy), in den nächsten Jahren dürfte dieser bis auf einen Spitzenwert von 23,4 Mio. Euro ansteigen. Im Anschluss gehen die Zahlungsmittelüberschüsse kontinuierlich zurück, da zunächst die garantierten Einspeisevergütungen auslaufen und dann Anlagen das Ende der Plan-Lebensdauer erreichen.

Sockelgeschäft

Nach dem Ende des Detailprognosezeitraums unterstellen wir einen Sockelumsatz von 20 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 10 Prozent. Die Kerndaten der ersten acht Jahre des Modells finden sich auf der nächsten Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GU und Kapitalflussrechnung sind zudem im Anhang abgebildet.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktisikoprämie 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 einer äußerst geringen Volatilität der Aktie und der geringen Korrelation der Cashflows mit dem Marktportfolio auf lediglich 0,5. Bei einer Zielkapitalstruktur mit 80 Prozent Fremdkapital resultiert daraus ein WACC-Satz von 4,1 Prozent.

| Mio. Euro | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 31,1 | 30,2 | 30,2 | 30,2 | 30,2 | 30,2 | 30,2 | 30,2 |
| Umsatzwachstum | | -3,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT-Marge | 24,0% | 26,7% | 27,4% | 27,8% | 29,2% | 30,4% | 30,4% | 30,4% |
| EBIT | 7,5 | 8,1 | 8,3 | 8,4 | 8,8 | 9,2 | 9,2 | 9,2 |
| Steuersatz | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| NOPAT | 6,3 | 6,9 | 7,0 | 7,1 | 7,5 | 7,8 | 7,8 | 7,8 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 16,2 | 15,7 | 15,7 | 15,7 | 15,4 | 15,1 | 15,1 | 15,1 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Brutto Cashflow | 23,0 | 23,1 | 23,3 | 23,4 | 23,4 | 23,4 | 23,4 | 23,4 |
| - Zunahme Net Working Capital | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 |
| - Investitionen AV | 10,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Free Cashflow | 33,4 | 22,8 | 23,0 | 23,1 | 23,2 | 23,2 | 23,2 | 23,4 |

SMC-Schätzmodell

Kursziel: 2,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 4,1 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 94 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl von 44,5 Mio. Stück resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 2,12 Euro, woraus wir ein Kursziel von 2,10 Euro ableiten. Anhand unseres DCF-Modells sehen wir demnach für die ABO Invest-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von 42 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 sorgt dann lediglich die Windverfügbarkeit sowie technische Verfügbarkeiten, die sich aber im Zeitablauf und im Portfolio ausmitteln. Weitere Akquisitionsziele sind aktuell noch unklar, wurden in unserer Bewertung aber auch nicht berücksichtigt. Insgesamt sehen wir ein niedriges Prognoserisiko von 2 Punkten.

Fazit

Das größte Risiko von Windparkinvestments liegt in der Anfangsphase, wenn unsicher ist, ob die prognostizierten Erträge auch erreicht werden. Im Anschluss sind die Einnahmen und die erzielbaren freien Cashflows gut prognostizierbar. Dieses Stadium hat ABO Invest mit einem breit diversifizierten Portfolio mit einer installierten Leistung von 132,2 MW (per 31.12., davon 0,8 MW Biogas) bereits erreicht. Die Anlagen erwirtschaften hohe und, dank einer im Zeitablauf fortschreitenden Tilgung, steigende freie Cashflows. Das Wachstum wird mit weiteren Zukäufen vorangetrieben, als mittelfristige Zielgröße werden 200 MW anvisiert.

Je größer ein Portfolio, desto höher wird üblicherweise jedes Megawatt installierter Leistung bewertet, da der positive Diversifikationseffekt die Kapitalkosten drückt. Wir haben von diesem Wachstumseffekt abstrahiert, der ein Upside-Potenzial darstellt, und nur den Bestand bewertet. Wir sehen aktuell einen fairen Wert je Aktie von 2,10 Euro und damit eine deutliche Unterbewertung. Aufgrund des geringen Prognoserisikos vergeben wir das Urteil „Strong Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 217,8 | 192,9 | 177,2 | 161,5 | 145,7 | 130,3 | 115,2 | 100,2 | 85,1 |
| 1. Immat. VG | 10,3 | 9,9 | 9,5 | 9,1 | 8,7 | 8,3 | 7,9 | 7,5 | 7,1 |
| 2. Sachanlagen | 207,1 | 182,7 | 167,3 | 152,0 | 136,7 | 121,7 | 107,0 | 92,3 | 77,6 |
| II. UV Summe | 14,8 | 23,3 | 27,3 | 32,4 | 38,6 | 45,9 | 47,1 | 54,3 | 61,8 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 38,5 | 39,4 | 39,7 | 40,7 | 42,4 | 45,0 | 46,9 | 48,7 | 50,7 |
| II. Mezzanine Kapital | 13,0 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| III. Rückstellungen | 2,6 | 3,1 | 3,6 | 4,1 | 4,5 | 5,0 | 5,5 | 6,0 | 6,5 |
| IV. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 158,7 | 149,7 | 138,5 | 127,6 | 117,0 | 106,9 | 96,7 | 87,5 | 78,3 |
| 2. Kurzfristiges FK | 20,4 | 19,4 | 18,2 | 16,9 | 15,7 | 14,7 | 13,7 | 12,8 | 12,1 |
| BILANZSUMME | 233,2 | 216,8 | 205,1 | 194,5 | 184,9 | 176,8 | 162,9 | 155,1 | 147,5 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 29,80 | 31,12 | 30,20 | 30,20 | 30,20 | 30,20 | 30,20 | 30,20 | 30,20 |
| EBITDA | 22,57 | 23,61 | 23,80 | 24,02 | 24,14 | 24,23 | 24,26 | 24,26 | 24,26 |
| EBIT | 5,67 | 7,46 | 8,07 | 8,27 | 8,39 | 8,82 | 9,19 | 9,19 | 9,19 |
| EBT | -2,14 | 0,05 | 1,56 | 2,52 | 3,22 | 4,23 | 5,18 | 5,85 | 6,39 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | -2,95 | -0,90 | 0,26 | 1,04 | 1,65 | 2,57 | 3,54 | 4,08 | 4,51 |
| JÜ | -2,72 | -0,71 | 0,38 | 1,06 | 1,65 | 2,48 | 3,42 | 3,93 | 4,35 |
| EPS | -0,06 | -0,02 | 0,01 | 0,02 | 0,04 | 0,06 | 0,08 | 0,09 | 0,10 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,04 | 0,05 | 0,06 | 0,06 |

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ | 11,83 | 15,59 | 16,18 | 16,97 | 17,58 | 18,31 | 18,95 | 19,49 | 20,07 |
| CF aus Investition | -13,72 | -2,29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| CF Finanzierung | 4,67 | -4,93 | -12,14 | -11,88 | -11,43 | -10,99 | -17,80 | -12,22 | -12,56 |
| Liquidität Jahresanfa. | 7,77 | 10,55 | 18,92 | 22,97 | 28,06 | 34,21 | 41,54 | 42,68 | 49,95 |
| Liquidität Jahresende | 10,55 | 18,92 | 22,97 | 28,06 | 34,21 | 41,54 | 42,68 | 49,95 | 57,46 |

Kennzahlen

| Mio. Euro | 12 2015 | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | 62,0% | 4,4% | -3,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA-Marge | 75,7% | 75,9% | 78,8% | 79,5% | 79,9% | 80,2% | 80,3% | 80,3% | 80,3% |
| EBIT-Marge | 19,0% | 24,0% | 26,7% | 27,4% | 27,8% | 29,2% | 30,4% | 30,4% | 30,4% |
| EBT-Marge | -7,2% | 0,2% | 5,2% | 8,3% | 10,7% | 14,0% | 17,1% | 19,4% | 21,2% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | -9,1% | -2,3% | 1,3% | 3,5% | 5,5% | 8,2% | 11,3% | 13,0% | 14,4% |

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 (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 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

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 Bewer-

tungsverfahren 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 |
|-------|------------------|----------|---------------------|
| keine | | | |

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.