

13. März 2017  
**Research Studie**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## **ABO Invest AG**

Hohe Cashflows als gesunde  
Wachstumsbasis

Urteil: **Strong Buy** (unverändert) | Kurs: **1,574 Euro** | Kursziel: **2,15 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

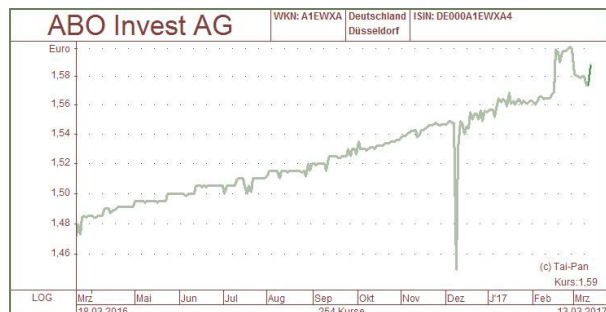
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

# Inhaltsverzeichnis

---

Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Markt .....	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 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 128,5 MW (ohne Minderheitsanteile) zum Bestand sowie eine Biogasanlage mit 0,8 MW. 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 in den letzten fünf Jahren, trotz eines leichten Rückgangs in 2016, um durchschnittlich 28 Prozent p.a. zugelegt, auch das CAGR von Umsatz und EBITDA lag im deutlich zweistelligen Bereich. Der weitere Portfolioausbau dürfte sich in diesen Kennzahlen künftig positiv niederschlagen. Das Unternehmen hat im Januar eine Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 4,7 Mio. Euro angekündigt, um mit diesen Mitteln weitere Windparks zu erwerben. Pro Jahr soll das Portfolio um ca. 20 MW wachsen.

## 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>	1,574 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr Düsseldorf
<b>Aktienzahl:</b>	47,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	74,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	221,5 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 10 % (12/2016)
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	1,601 / 1,45 Euro
<b>Ø Umsatz (Düs, 12 M):</b>	63,5 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	18,4	29,2	27,5	30,2	34,1	34,1
EBITDA (Mio. Euro)	14,1	21,8	20,0	23,2	27,2	27,3
Jahresüberschuss	-4,1	-4,0	-2,1	-0,2	1,6	2,3
EpS	-0,11	-0,06	-0,05	0,00	0,03	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	16,8%	58,5%	-5,7%	10,0%	12,7%	0,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	45,4%
KUV	4,19	2,56	2,72	2,47	2,26	2,26
KGV	-	-	-	-	48,9	33,6
KCF	12,7	5,3	5,2	4,6	3,9	3,8
EV / EBITDA	15,7	10,2	11,1	9,5	8,2	8,2
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 129,3 MW (per 31.12.16, bereinigt um Minderheitsanteile) aufgebaut, die sich in Frankreich (48,1 MW), Deutschland (38,8 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.
- **Wachstumsmarkt im Wandel:** Weltweit wurden die Windkraftkapazitäten zur Stromerzeugung in den letzten Jahren stark ausgebaut, 2016 wurden 54,5 GW neu installiert. Hinter China (23,3 GW) und den USA (8,2 GW) war Deutschland mit 5,4 GW der drittgrößte Markt. Hierzulande wurde mit der EEG-Novelle in 2017 der Wechsel auf ein Auktionsmodell für die Vergabe neuer Projekte vollzogen, das sich mehr und mehr zum Standard der Branchenregulierung entwickelt. Die bisherigen Erfahrungen aus Märkten mit Auktionsmodellen zeigen, dass dadurch zumindest in der Anfangsphase Druck auf die Vergütungen ausgeübt wird. Insgesamt bleiben die Einzelmärkte volatil in Abhängigkeit von der Ausgestaltung der Förderung, die Renditen neuer Projekte sind in den letzten Jahren gesunken.
- **Delle im langfristigen Wachstumstrend:** Der erfolgreiche Ausbau des Windparkportfolios hat seit 2011 zu einem durchschnittlichen Anstieg der Stromproduktion um 28 Prozent p.a. geführt. Auf isolierter Basis haben aber im letzten Jahr der Verkauf der Anteile an einem französischen Windpark und eine europaweit schwache Windverfügbarkeit zu einem Outputrückgang von rund 4 Prozent geführt. Umsatz und EBITDA dürften daher unter den Werten aus 2015 liegen, nachdem die Kennzahlen in den fünf Jahren zuvor mehr als vervierfacht worden sind. Das noch defizitäre Nettoergebnis konnte 2016 dank deutlicher Verbesserungen im Finanzergebnis voraussichtlich reduziert 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 bis 2020 fortgesetzt, steigt auch der Wert des Bestands, da eine verbesserte Diversifikation am Markt mit niedrigeren Kapitalkosten honoriert wird.
- **Konservatives Modell zeigt Unterbewertung:** Wir haben in unserem Bewertungsmodell vor allem den Wert des Bestands ermittelt und lediglich einen weiteren Ausbau um 20 MW unterstellt. Das weitere Wachstumspotenzial stellt damit ein Upside-Potenzial dar. Dennoch liegt der faire Wert mit 2,15 Euro je Aktie deutlich über dem aktuellen Kurs, so dass wir – angesichts eines deutlich unterdurchschnittlichen Prognoserisikos – weiter das Urteil „Strong Buy“ vergeben.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Klare Fokussierung auf den Aufbau und Betrieb eines Windparkportfolios in Ländern mit garantierter Vergütung
- Die Stromproduktion konnte in den letzten Jahren stark ausgeweitet werden
- Das Portfolio ist über mehrere Länder diversifiziert
- ABO Wind fungiert 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 der 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 19 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
- Eine enge Verbindung von Portfoliogesellschaften und Projektentwicklern birgt die Gefahr von Interessenskonflikten

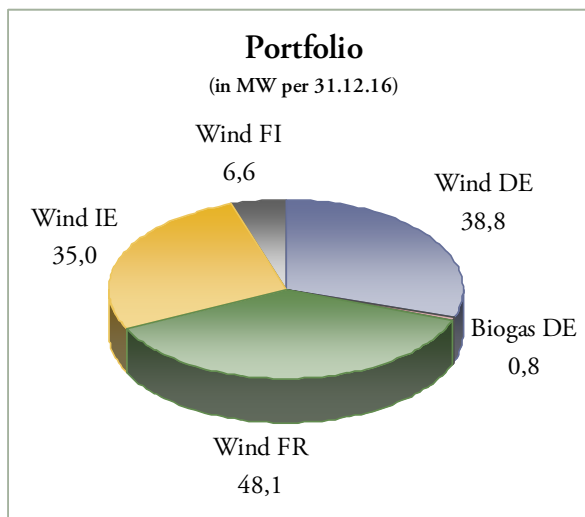
## Risiken

- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern
- Eine hohe Nachfrage und die Einführung von Auktionsmodellen drücken die Renditen neuer Projekte
- Klimatische Änderungen könnten dazu führen, dass sich die Windprognosen als zu optimistisch erweisen
- 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 AG 2010 gegründet, um Privatanleger am Betrieb eines On-shore-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 (24), Deutschland (22), Irland (14) und Finnland (2) verteilen und über eine kumulierte Kapazität von 132 MW verfügen, wovon ABO Invest nach Abzug von Minderheitsanteilen 128,5 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.



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.

## Rund 300 Mio. kWh in 2016 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 vergrößerte Stromerträge von ca. 106 Mio. kWh, das entspricht rund 35 Prozent der aus den Portfolioanlagen insgesamt eingespeisten Produktion in Höhe von etwa 300 Mio. kWh (Daten laut Website mit pauschalen Leistungsverlusten). Dahinter folgen ein Windpark in Deutschland mit 16,8 MW, an dem ABO Invest einen Anteil von 80 Prozent hält (anteilige Jahresproduktion in 2016: 32,2 Mio. kWh), und einer in Frankreich mit 14 MW (Jahresproduktion 2016: 35,9 Mio. kWh). Im Juli 2015 ist mit dem Produktionsstart eines neuen Windparks (6,6 MW, Produktion 2016: 18,8 Mio. kWh) der Einstieg in den finnischen Markt gelungen.

## Ausbauziel: 20 MW pro Jahr

Als Wachstumsziel hat das Management eine Aufstockung der Kapazitäten um 20 MW pro Jahr formuliert. Auf dieser Grundlage würde das Portfolio im Jahr 2020 die Marke von 200 MW und fünf Jahre später die Grenze von 300 MW übertreffen. 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 Windenerträge 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 substantziellen Teil des voraussichtlichen Produktionszeitraums der Anlagen bieten. Erworben wurden die Windparks bislang ausschließlich von ABO Wind, ABO Invest kann aber auch bei Dritten kaufen. Die ABO Wind AG ist bereits seit über 20 Jahren in der Windparkprojektentwicklung aktiv und verfügt aktuell über eine Pipeline von über 2.500 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 selbst hat seit Anfang 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 in Relation zur Unternehmensgröße überschaubar, der entsprechende Aufwandsposten wird im laufenden Jahr bei ungefähr 600 Tsd. Euro liegen. ABO Invest fungiert als Holding, die Beteiligungen an Projektgesellschaften erwirbt. Der Betrieb der Windparks ist hingegen an ABO Wind outsourct.

### 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. Zuletzt war eine Projektrendite von mindestens 7,5 Prozent p.a. auf das einzusetzende Eigenkapital anvisiert worden. Die prognostizierten Energieerträge werden dabei von

	Leistung	Land	Produktion in Mio. kWh****				Änderung	Produktion
			2015	2016	Jan-Feb 2016*	Jan-Feb 2017		
<b>Windparks</b>	<b>in MW</b>						<b>in %</b>	<b>seit</b>
Glenough	35,0	IE	119,4	105,9	24,2	21,4	-11,5%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	19,2	18,7	3,4	3,6	5,9%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	20,3	18,3	5,2	3,2	-37,6%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	17,9	15,9	4,9	3,4	-30,3%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,8	8,1	2,6	1,7	-35,3%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	30,0	35,9	9,1	6,3	-30,1%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	3,0	2,1	-32,2%	2009
Losheim	4,5	DE	5,9	4,5	0,9	1,1	28,3%	Jun 14**
Düngenheim	4,0	DE	7,5	6,6	2,0	1,2	-41,6%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,2	5,9	1,9	1,3	-34,8%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,6	3,9	1,2	0,9	-25,1%	2007
Weilrod*****	13,4	DE	32,3	32,2	8,4	5,2	-37,8%	Feb 15**
Wennerstorf*****	5,0	DE		2,7		1,0		Jun 16**
Haapajärvi	6,6	FI	10,0	18,8	3,7	4,0	8,9%	Jul 15
<b>Biogas: Samswegen</b>	<b>0,8</b>	<b>DE</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,3</b>	<b>-37,9%</b>	<b>2010***</b>
<b>Summe</b>	<b>129,3</b>		<b>300,0</b>	<b>292,9</b>	<b>71,5</b>	<b>57,1</b>	<b>-20,2%</b>	

\* Zur besseren Vergleichbarkeit bereinigt um 29.02.2016

\*\* Kaufdatum

\*\*\* Anlage grundlegend überarbeitet

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

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

Quelle: Unternehmen

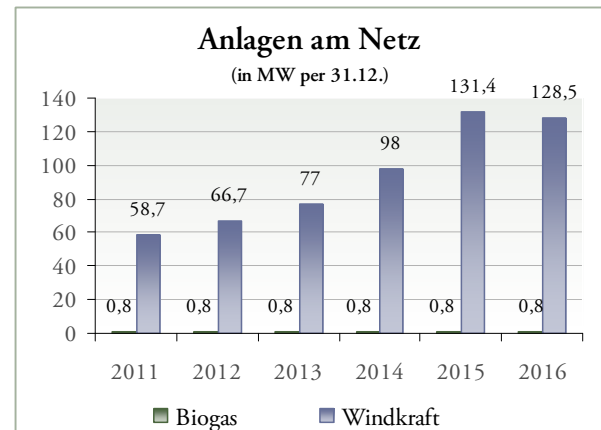


zwei unabhängigen Gutachtern geschätzt, danach werden noch Sicherheitsabschläge von 7 bis 9 Prozent vorgenommen. So wird der sogenannte P75-Wert ermittelt: Demzufolge wird der erwartete Energieertrag im langjährigen Durchschnitt mit einer Wahrscheinlichkeit von 75 Prozent erreicht oder übertroffen. Die 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 – 2016 führte der Verkauf der Anteile an einem französischen Windpark zu einem kleinen Rückgang), wurde zur Finanzierung der Zukäufe auch immer wieder neues Eigenkapital 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.



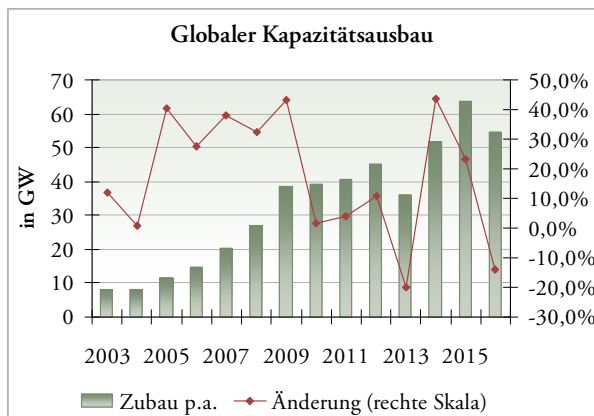
Quelle: Unternehmen



# Markt

## Windenergie weltweit Favorit

Ein großer Teil der weltweit neu installierten Kapazitäten zur Stromerzeugung entfällt mittlerweile auf die Windkraft. Neben der Förderung durch die Politik ist das vor allem auf die rapide gesunkenen Kosten zurückzuführen. Der gewichtete Durchschnitt der Investitionssumme zur Errichtung von 1 MW hat sich zwischen 1983 und 2015 von 4.766 US-Dollar auf 1.550 US-Dollar reduziert, das entspricht einem Rückgang um mehr als zwei Drittel. Nach aktuellen Erhebungen sind Onshore-Windkraftanlagen inzwischen in der Lage, Strom in Abhängigkeit von den lokalen Gegebenheiten in einer Spanne von 4 bis 9 Cent pro kWh zu produzieren (Quelle für die Daten: Renewables 2016, Global Status Report). In Europa lag infolgedessen im letzten Jahr der Anteil der Windkraft am kumulierten Zubau von Stromerzeugungskapazitäten bei 51 Prozent (Quelle: WindEurope).

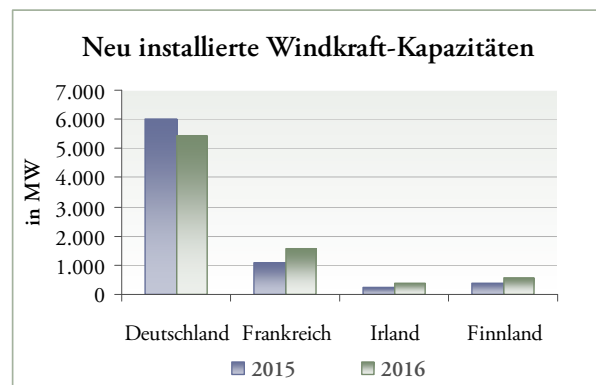


Quelle: GWEC

## Pause nach rasantem Wachstum

Nach einem kräftigen Anstieg in den Vorjahren war das kumulierte Zubauvolumen – onshore und offshore – in 2016 trotzdem erstmals wieder rückläufig. In Europa lagen die neu installierten Kapazitäten mit 12,5 GW um 3 Prozent unter dem Vorjahreswert (Quelle: WindEurope). Weltweit wurden 54,5 GW installiert, ein Rückgang um 14,2 Prozent. Ursächlich

dafür war insbesondere ein Minus in den größten Märkten. In China, auch 2016 wieder mit Abstand die globale Nummer eins, reduzierte sich das Volumen von 30,8 auf 23,3 GW, dahinter folgten die USA mit 8,2 GW (Vorjahr: 8,6 GW).



Quelle: WindEurope

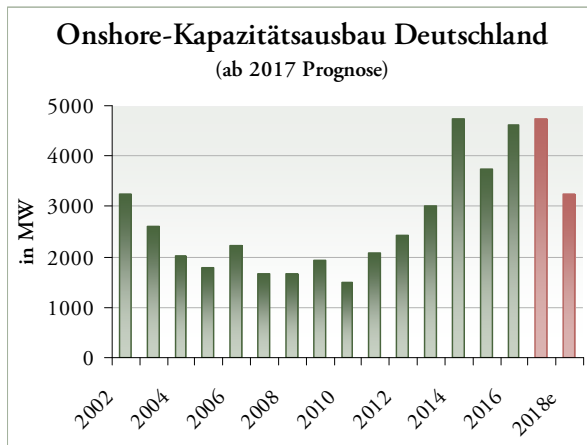
## Gemischtes Bild in den Zielmärkten

Deutschland hat sich mit 5,4 GW (onshore und offshore, Vorjahr 6,0 GW) auf Platz drei behauptet. Auf den hiesigen Markt entfällt ein großer Teil der Kapazitäten von ABO Invest, darüber hinaus ist das Unternehmen aktuell in drei weiteren Ländern aktiv, in denen das Ausbaувolumen im Gegensatz zum Heimatmarkt im letzten Jahr zulegen konnte. Von relativ niedrigem Niveau aus erhöhte sich die neu installierte Leistung in Irland um 71 Prozent auf 384 MW und in Finnland um 50 Prozent auf 570 MW. In Frankreich lag der Zubau mit 1.561 MW um 45 Prozent über dem Vorjahreswert.

## EU mit ehrgeizigen Zielen

Die EU hat ambitionierte Ziele für den weiteren Ausbau der Erneuerbaren Energien formuliert, bis 2020 soll der Anteil am Gesamtenergieverbrauch von 12,5 Prozent in 2014 auf 20 Prozent steigen (Quelle: Eurostat). Da Windkraft, wie ausgeführt, eine zentrale Rolle für den weiteren Ausbau spielt, sind die

Wachstumsperspektiven für den Sektor grundsätzlich intakt. Die Entwicklungspfade in den einzelnen Ländern hängen aber stark von der nationalen Förderung und Regulierung ab, deren Trends in Europa nicht einheitlich sind.



Quelle: BWE

### Trendwende in Deutschland

Das liegt u.a. daran, dass die Anpassung der vorhandenen Infrastruktur mit dem Ausbau der Erneuerbaren Energien nicht Schritt hält. In Deutschland waren die Investitionen im Bereich Windenergie stark auf den Norden fokussiert, der Strombedarf ist aber im Süden erheblich ausgeprägter. Der Ausbau der Stromtrassen ist derzeit zu langsam, um das Ungleichgewicht in naher Zukunft auszugleichen, Speichermöglichkeiten im größeren Umfang fehlen ebenfalls. Daher hat die Bundesregierung das Zubauvolumen im Onshore-Bereich mit dem EEG 2017 auf zunächst 2.800 MW p.a. gedeckelt (und zusätzliche Restriktionen für die sog. Netzausbaugebiete im Norden eingeführt). Die Projekte werden künftig im Rahmen von Ausschreibungsrunden vergeben, damit wird das Mengenwachstum gut steuerbar. In einer Übergangsphase wird das Kapazitätswachstum trotzdem noch deutlich höher ausfallen. Aufgrund von bereits vorliegenden Genehmigungen für Anlagen mit einer kumulierten Leistung von 8.840 MW per Ende Januar rechnen der Bundesverband WindEnergie BWE und VDMA Power Systems für das laufende Jahr mit einem Ausbaukorridor von 4,5 bis 5 GW, in 2018 dürften es immer noch zwischen 3 und

3,5 GW werden (in der Grafik ist der Mittelwert abgetragen).

### Ambitionierte Pläne in Frankreich

In anderen Ländern könnte hingegen die jährlich installierte Kapazität weiter zulegen. So wurden 2015 die Branchenbedingungen in Frankreich mit einer neuen Rahmengesetzgebung verbessert, die einen sehr ehrgeizigen Anteil der Erneuerbaren Energien am Gesamtenergieverbrauch von 32 Prozent bis 2030 vorsieht (ggü. 8,6 Prozent in 2014, Quelle: Eurostat). Per Ende letzten Jahres betrug die installierte Kapazität 12 GW, die Ausbaupläne sehen etwas mehr als eine Verdopplung schon bis Ende des Jahrzehnts vor. Auch, wenn das vor dem Hintergrund der aktuellen Zahlen ambitioniert erscheint, deutet sich mit dem Zubauvolumen in 2016 zumindest ein insgesamt erhöhtes Ausbauniveau an.

### Ausbautempo in Irland und Finnland ungewiss

Diffiziler ist die Lage in anderen Märkten, in denen ABO Invest bereits aktiv ist. Irland gilt zwar als Land mit hohem Ausbaupotenzial, das dank eines Förderregimes mit attraktiven Tarifen über 15 Jahre auch prinzipiell realisierbar ist. Die Netzinfrastruktur stellt allerdings einen gravierenden Engpass dar. Trotzdem ist die Ausbaubeschleunigung in 2016 ein Hoffnungsschimmer für eine höhere Marktdynamik. In Finnland wurde das Windenergie-Ausbaukontingent bis 2020, für das eine Einspeisevergütung vorgesehen war, bereits ausgeschöpft, eine Anschlussregelung fehlt bislang. Als eine mögliche Folgelösung gilt die Ausschreibung von neuen Projekten, in Verbindung mit einer Markt- oder Investitionsprämie.

### Systemwechsel in der Regulierung

Der Wechsel auf ein Ausschreibungs- bzw. Auktionsmodell zeichnet sich darüber hinaus auch in Frankreich ab. Damit entwickelt sich dieses Regulierungssystem zunehmend zum Standard für die Branche. Für den Gesetzgeber bietet das große Vorteile, neben der genauen Volumensteuerung wird so auch ein Wettbewerb um die niedrigsten Vergütungen entfacht. Die Erfahrungen aus Ländern, die bereits

über längere Zeit auf Auktionsverfahren für Erneuerbare-Energien-Projekte zurückgreifen, zeigen, dass davon ein spürbarer Abwärtsdruck auf die Tarife ausgeht. Das schmälert tendenziell die Attraktivität von Projekten für Investoren und dürfte für Kostendruck in der gesamten Wertschöpfungskette sorgen.

### **Nutzung der besten Opportunitäten**

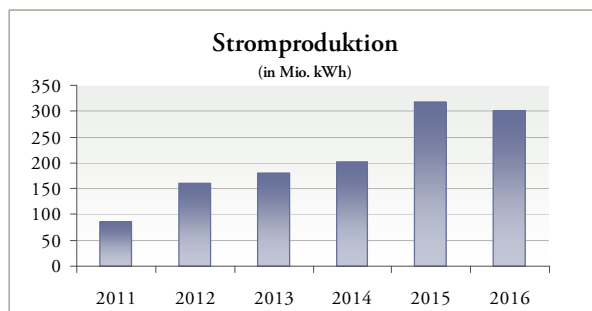
Für Unternehmen, die sich auf den Aufbau eines Windpark-Portfolios fokussieren, ist es deutlich anspruchsvoller geworden, neue Projekte zu identifizieren, die den eigenen Renditeansprüchen genügen. Denn während die Vergütungen durch den Regulierungswechsel unter Druck stehen, ist die Nachfrage nach hochwertigen Projekten wegen der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken und der Unat-

traktivität festverzinslicher Anlagen unverändert hoch. Institutionelle Investoren sind mittlerweile bereit, Renditen von deutlich weniger als 10 Prozent p.a. zu akzeptieren – vor wenigen Jahren galt diese Marke noch als die Mindestgrenze. Ein Vorteil für ABO Invest stellt in diesem Marktumfeld die enge Verbindung zu ABO Wind dar. Zwar werden Projekte auch über diesen Kanal grundsätzlich zu Marktpreisen erworben (die durch externe Gebote verifiziert werden), aber die lange und intensive Geschäftsbeziehung senkt die Prüfungskosten und schafft so einen Wettbewerbsvorteil. Die breite Entwicklungspipeline des Partners schafft zahlreiche Zukaufoptionen. Generell hat ABO Invest als flexibler Investor die Chance, immer dort zu wachsen, wo sich aktuell die besten Opportunitäten bieten.

# Zahlen

## Konsolidierung nach Wachstumssprung

Zentraler Fokus des Geschäftsmodells von ABO Invest ist es, die bestehenden Windparks effizient und rentabel zu betreiben und das Portfolio kontinuierlich auszubauen. Nach einem großen Wachstumssprung in 2014/15 wurde in der Finanzperiode 2016 nur ein kleiner Zukauf umgesetzt, das Unternehmen hat 86 Prozent der Anteile an dem bereits seit 2003 im Betrieb befindlichen Windpark Wennerstorf in Niedersachsen mit einer anteiligen installierten Leistung von 5,0 MW erworben. Demgegenüber wurde die 65-prozentige Beteiligung an dem französischen Windpark Clamecy (anteilige installierte Leistung: 8,0 MW) verkauft, nachdem die Resultate in den Jahren zuvor deutlich unter den ursprünglichen Prognosen gelegen hatten.

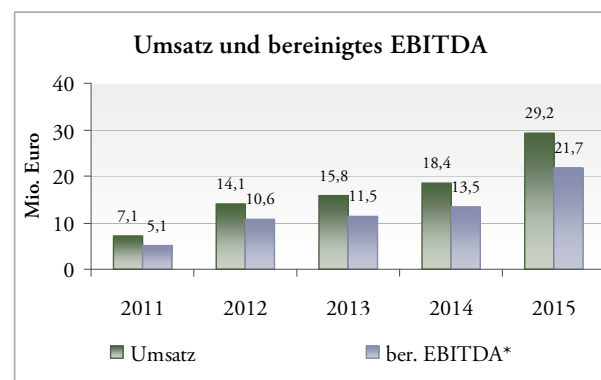


Quelle: Unternehmen

## Produktion steigt um 28 Prozent p.a.

Der Portfolioausbau der letzten Jahre ging mit einer deutlichen Steigerung der Stromproduktion einher, seit 2011 beträgt das CAGR 28 Prozent. In 2016 ist der Output isoliert betrachtet allerdings erstmals zurückgegangen, was zum Teil auf den Verkauf von Clamecy, vor allem aber auf eine europaweit schwache Windverfügbarkeit zurückzuführen war. Gemäß den Daten auf der Website reduzierte sich die Produktion um ca. 4 Prozent auf rund 300 Mio. kWh. Zahlreiche Windparks, u.a. auch die größte Anlage Glenough (-11,3 Prozent), verzeichneten zweistellige Einbußen. Das konnte auch durch den gestiegenen Beitrag der Windparks Haapajärvi in Finnland

(+88,3 Prozent auf 18,8 Mio. kWh) sowie Saint Nicolas des Biéfs in Frankreich (+19,8 Prozent auf 35,9 Mio. kWh), deren Output erstmals über ein volles Jahr angefallen ist, und den Beitrag von Wennerstorf (2,7 Mio. kWh) nicht aufgefangen werden.



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

## Erlöswachstum bis 2015...

Das Produktionswachstum der Vorjahre hat sich im Erlöswachstum positiv niedergeschlagen, der Umsatz konnte von 2011 bis 2015 um durchschnittlich 16,9 Prozent p.a. bis auf 29,2 Mio. Euro ausgeweitet werden. Die im Vergleich zur Produktionssteigerung geringere Rate veranschaulicht die im Zeitablauf sinkende Durchschnittsvergütung je kWh, da die Einspeisetarife von neuen Objekten niedriger ausgefallen sind. Das Geschäft glänzt mit einer außerordentlich hohen operativen Profitabilität, das um sonstige betriebliche Erträge und Einmaleffekte bereinigte EBITDA belief sich 2015 auf 21,7 Mio. Euro, was einer Marge von rund 74 Prozent entspricht. Unter dem Strich ist wegen der hohen Abschreibungen (17 Mio. Euro) und Zinszahlungen (8,1 Mio. Euro) noch ein Verlust von 4,2 Mio. Euro angefallen. Der operative Cashflow (vor Zinszahlungen) war mit 22,4 Mio. Euro aber schon stark positiv.

## ...und Delle in 2016

Wie die Produktionsdaten veranschaulicht haben, konnte der Wachstumstrend der Erlöse in 2016 nicht fortgesetzt werden. Wegen der schwachen Windverfügbarkeit hat das Unternehmen Ende November die Umsatzprognose von ca. 31 auf etwa 29 Mio. Euro abgesenkt (siehe Tabelle). Damit einhergehend wurden auch die Erwartungen für das EBITDA (von 23 bis 24 Mio. Euro auf ca. 21,7 Mio. Euro) und das Vorsteuerergebnis (von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro auf -0,5 bis -1,0 Mio. Euro) angepasst. Diese Zahlen galten unter der Voraussetzung durchschnittlicher Windverhältnisse in den letzten sechs Wochen des Jahres. Die Windverfügbarkeit war allerdings auch im Dezember schwach, so dass die Resultate noch unterschritten werden dürften.

Geschäftszahlen	GJ 15	GJ 16p	Änderung
Umsatz	29,2	29,0	-0,7%
ber. EBITDA	21,7	21,7	0%
EBT	-3,3	-0,5 bis -1,0	-

Quelle: Unternehmen

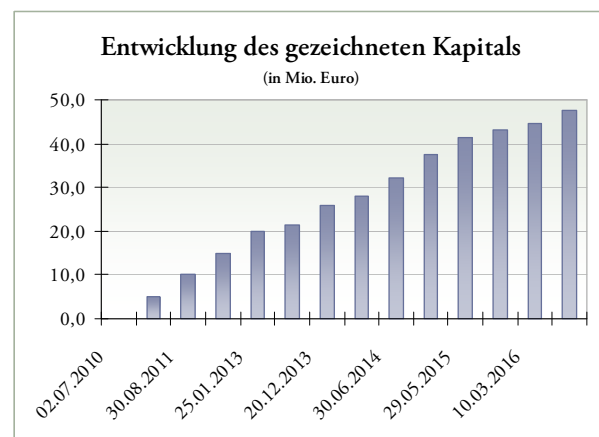
## Zinskosten können reduziert werden

Doch obwohl der Umsatz und das bereinigte EBITDA damit unter dem Vorjahreswert liegen dürften, zeichnet sich auf der Ebene des Vorsteuer- und Nettoergebnisses eine Verbesserung ab. Diese ist insbesondere auf günstigere Finanzierungskonditionen zurückzuführen. Im Herbst 2015 konnte die Restschuld für Glenough mit einem Volumen von 27 Mio. Euro refinanziert werden, der Zinssatz reduzierte sich damit von 6,1 auf 3,6 Prozent, was zu einer Entlastung von ca. 0,6 Mio. Euro in 2016 führte. Darüber hinaus hat ABO Invest im ersten Halb-

jahr 2016 Genussscheine mit einem Volumen von 7,8 Mio. Euro zurückgekauft, die mit einer Laufzeit bis 2023 und einem Kupon von 6,7 Prozent versehen waren. Die jährliche Entlastung dieser Maßnahme beträgt 0,5 Mio. Euro und ist anteilig schon im letzten Jahr angefallen.

## Weitere Kapitalerhöhung

Das Portfoliowachstum wurde in den letzten Jahren immer anteilig mit Eigenkapital unterlegt, das Unternehmen hat dafür in regelmäßigen Abständen Kapitalerhöhungen durchgeführt (siehe Grafik). Diese werden üblicherweise von ABO Wind gezeichnet und im Anschluss weiterplatziert, der Emissionspreis orientiert sich immer am aktuellen Aktienkurs. Ende Januar hat das Unternehmen eine weitere Platzierung von 3 Mio. Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre zu einem Kurs von 1,57 Euro angekündigt. Der Bruttoemissionserlös in Höhe von 4,71 Mio. Euro soll genutzt werden, um weitere Windparks zu erwerben.



Quelle: Unternehmen

## 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 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 im Winter 2016/17 der Fall ist, aber in längeren Zeiträumen mittelt sich das tendenziell aus, zumal das Portfolio inzwischen bereits breit diversifiziert ist (siehe Tabelle). Die Verteilung auf zahlreiche Standorte in verschiedenen Ländern reduziert das Risiko, dass eine schwache Windverfügbarkeit in einzelnen Regionen für unterdurchschnittliche Resultate sorgt.

Stromerträge (Plan/Ist- Abweichung)	DE	FR	IE	FI	Port- folio
2011	-0,4%	1,4%	10,6%		5,0%
2012	-0,2%	-1,4%	-3,6%		-2,7%
2013	-9,1%	-5,2%	2,2%		-1,1%
2014	-15,8%	-10,4%	-4,0%		-7,8%
2015	-1,4%	-2,8%	4,9%	10,5%	0,7%
2016 HJ1	-5,0%	6,9%	-10,9%	-8,3%	-2,7%
Seit 2011	-4,9%	-2,3%	-0,6%	0,5%	-1,9%

Quelle: Unternehmen

### 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 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 Marktzinsniveaus die Refinanzierung der Kredite, wie bereits die Anschlussvereinbarung 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.

### 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 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. In den USA hat dieses Modell, das sich dort in diesem Jahrzehnt unter dem Begriff der „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 Verfügung stehen. Zwar ist die Entwicklung in einzelnen Ländern in Abhängigkeit von Änderungen der Regulierung und Vergütung sowie von der vorhandenen Netzinfrastruktur volatil, der globale Trend zu einem weiteren kräftigen Ausbau der Windkraftkapazitäten

ist aber intakt. Ein großer Teil der Investitionen in neue Stromerzeugungskapazitäten entfällt inzwischen auf die Windkraft. Trotzdem 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 Jahr 2015. In Irland und Finnland besteht hinsichtlich der Windverfügbarkeit und möglicher Standorte noch ein hohes Wachstumspotenzial, zu dessen Realisierung müssten aber noch die passenden Rahmenbedingungen geschaffen werden.



## DCF-Bewertung

### Schwache Windverfügbarkeit in 2016

Mit einer Stromproduktion von ca. 300 GWh lag der Output im letzten Jahr wegen der schwachen Windverfügbarkeit unter dem Vorjahreswert (318 GWh). Auf dieser Basis gehen wir davon aus, dass die Erlöse von 29,2 auf 27,5 Mio. Euro gesunken sind. Das EBITDA taxieren wir nun auf 20,0 Mio. Euro, EBIT und EBT sehen wir bei 4,2 bzw. -2,4 Mio. Euro. Unter dem Strich dürfte ein Verlust von -2,1 Mio. Euro angefallen sein.

### Abschläge auch in 2017

Unter durchschnittlichen Windverhältnissen taxieren wir das Erlöspotenzial des Bestands auf 30,2 Mio. Euro für 2017. In den Monaten Januar und Februar, in denen üblicherweise etwa 20 Prozent der Jahresproduktion generiert wird, lag der Stromoutput aufgrund einer weiterhin schwachen Windverfügbarkeit allerdings rund 20 Prozent unter dem Vorjahreswert. Durch einen starken Märzauftakt konnte das teilweise wieder aufgeholt werden. Dennoch kalkulieren wir im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise nun mit Erlösen aus dem Bestand in Höhe von 29,2 Mio. Euro im Gesamtjahr, was einem Abschlag von rund 3 Prozent entspricht.

### Investition des eingeworbenen Kapitals

Im laufenden Jahr dürfte das Unternehmen wieder größere Investitionen in neue Windparks tätigen, nachdem im letzten Jahr lediglich Anteile an dem bestehenden Objekt in Wennerstorf erworben wurden und die kumulierte Portfoliokapazität wegen des Verkaufs der Anteile an Clamecy sogar gesunken ist. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen mit den Mitteln aus der Kapitalerhöhung und einer weiteren kleineren Emission im Umfang von 1,5 Mio. Aktien insgesamt 36 Mio. Euro in den Erwerb von Windparks mit einer Gesamtkapazität von 20 MW investieren wird. Die durchschnittliche Einspeisevergütung der Portfoliozugänge taxieren wir auf 7,5 Cents pro kWh. Von dem künftig zu erwartenden Jahresoutput setzen wir für 2017 nur 25 Prozent an.

Auf dieser Basis erwarten wir für das laufende Jahr einen Umsatz von 30,2 Mio. Euro, ein EBITDA von 23,2 Mio. Euro und ein EBIT von 6,6 Mio. Euro.

### Modellannahmen ab 2018

Obwohl das Management einen Portfolioausbau von 20 MW p.a. anvisiert und der Markt ein derartiges Wachstumstempo durchaus auch erlauben sollte, abstrahieren wir in unserem Modell von weiteren Zukäufen. Die zeitliche Realisation von weiteren Investitionen und die Konditionen wären aktuell nur mit einer sehr hohen Schätzunsicherheit zu prognostizieren, dem steht eine sehr verlässliche Basis aus dem aktuellen Portfolio gegenüber. Ab 2018 gehen wir jeweils von einer normalen Windverfügbarkeit aus, was im Rahmen einer Durchschnittsbetrachtung angemessen ist. Wir sehen den Basisumsatz aus dem Portfolio mit einer ganzjährigen Verfügbarkeit der neuen Anlagen aus 2017 bei 34,1 Mio. Euro. 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 noch relativ 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. Eben solches stellen auch die Wertbeiträge aus künftigen Zukäufen dar. Unser Detailprognosezeitraum erstreckt sich bis zum Jahr 2031, 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 mit dem Weiterbetrieb einzelner Standorte (Stichwort Repowering), das wegen der hohen Diskontierung aber nur ein untergeordnetes Gewicht im Modell hat.

## Freier Cashflow steigt deutlich

Aus dem Basisumsatz von 34,1 Mio. Euro ab 2018 resultiert annahmegemäß zunächst ein freier Cashflow (vor Finanzergebnis, ohne Zukäufe) von 25,6 Mio. Euro. Dieser dürfte in den Folgejahren bis auf einen Spitzenwert von 26 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 dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV 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 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkos-

tenzsatz 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 einer äußerst geringen Volatilität der Aktie und der geringen Korrelation der Cashflows mit dem Marktportfolio auf lediglich 0,6. Bei einer Zielkapitalstruktur mit 80 Prozent Fremdkapital resultiert daraus ein WACC-Satz von 3,7 Prozent.

## Kursziel: 2,15 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 3,7 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 105 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine voll verwässerte Aktienzahl von 49 Mio. Stück (womit wir zur Realisierung des Wachstums in 2017 eine weitere Emission von 1,5 Mio. Stück unterstellt haben) resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 2,15 Euro, was unserem Kursziel entspricht. Anhand unseres DCF-Modells sehen wir demnach für die ABO In-

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	30,2	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	33,2	32,7
Umsatzwachstum		12,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	-1,6%
EBIT-Marge	21,9%	27,8%	28,2%	29,4%	30,5%	30,5%	29,1%	29,2%
<b>EBIT</b>	<b>6,6</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,0	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,4	1,4
<b>NOPAT</b>	<b>5,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	16,6	17,7	17,7	17,4	17,1	17,1	17,1	16,7
+ 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>22,5</b>	<b>26,0</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>	<b>25,5</b>	<b>25,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0
- Investitionen AV	-36,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>-14,1</b>	<b>25,6</b>	<b>25,8</b>	<b>26,0</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>25,5</b>	<b>25,1</b>

SMC-Schätzmodell

vest-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von 36,4 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. Die letzten Monate haben allerdings mit einer relativ deutlichen Abweichung nach unten negativ überrascht. Weitere Akquisitionsziele sind aktuell noch unklar, wurden in unserer Prognose aber auch nur sehr vorsichtig berücksichtigt. Insgesamt sehen wir auf dieser Basis ein unterdurchschnittliches Prognoserisiko von 2 Punkten.

## Fazit

---

ABO Invest durchlebt aktuell eine temporäre operative Flaute. Die Windverfügbarkeit im Winter war in vielen Regionen deutlich unterdurchschnittlich. Das Unternehmen musste daraufhin die Prognose für 2016 absenken. Auch die ersten beiden Monate der aktuellen Finanzperiode waren schwach, der Märzanfang dann aber besser. Schwankungen der Winderträge gehören allerdings zum Geschäft, die Langfristbetrachtung der letzten Jahre zeigt, dass sie sich bei einer ausreichenden geographischen Diversifikation im Zeitablauf tendenziell ausgleichen.

Diese Volatilität ändert aber nichts an dem attraktiven und stabilen Geschäftsmodell. Die Windparks generieren dank garantierter Einspeisevergütungen hohe und gut planbare Cashflows, die nach Anlaufverlusten (durch hohe Abschreibungen) perspektivisch auch für hohe Gewinne sorgen werden.

Im aktuellen Umfeld ist es allerdings schwieriger geworden, das Portfolio weiter auszubauen, da eine hohe Nachfrage nach attraktiven Objekten und sinkende Vergütungen für Renditedruck sorgen. ABO Invest profitiert allerdings von der engen Anbindung an den Projektentwickler ABO Wind und hat so einen frühzeitigen Zugang zu neuen Vorhaben mit relativ geringen Prüfkosten, die einen Wettbewerbsvorteil schaffen. Vor diesem Hintergrund plant das Management einen Ausbau des Portfolios um 20 MW pro Jahr.

Wir haben deutlich vorsichtiger kalkuliert und den Wert des aktuellen Bestands und der absehbaren Investitionen in diesem Jahr berechnet. Dennoch liegt der faire Wert mit 2,15 Euro deutlich über dem aktuellen Kurs. Trotz der relativ enttäuschenden Resultate der letzten Monate stufen wir das Prognoserisiko nach wie vor als deutlich unterdurchschnittlich ein, weswegen wir das Votum „Strong Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	180,4	200,1	182,4	164,6	147,3	130,2	113,1	96,1	79,4
1. Immat. VG	10,4	9,9	9,5	9,1	8,7	8,3	7,9	7,5	7,1
2. Sachanlagen	169,7	189,8	172,5	155,2	138,2	121,5	104,9	88,2	71,9
II. UV Summe	19,7	26,7	32,5	39,4	47,7	56,7	58,6	67,6	76,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	36,6	43,4	45,0	47,3	50,5	54,8	56,9	58,6	60,8
II. Mezzanine Kapital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,1	4,3	4,5
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	138,9	156,8	144,6	132,7	121,4	110,0	98,8	89,6	80,5
2. Kurzfristiges FK	17,0	18,6	17,1	15,7	14,5	13,3	12,1	11,2	10,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>200,4</b>	<b>227,1</b>	<b>215,1</b>	<b>204,4</b>	<b>195,3</b>	<b>187,2</b>	<b>172,0</b>	<b>164,0</b>	<b>156,3</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	27,49	30,24	34,09	34,09	34,09	34,09	34,09	33,18	32,66
EBITDA	20,04	23,23	27,18	27,32	27,42	27,46	27,46	26,71	26,28
EBIT	4,17	6,62	9,47	9,60	10,04	10,40	10,40	9,65	9,55
EBT	-2,35	0,83	3,12	4,13	5,41	6,38	6,99	6,89	7,32
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,56	-0,17	1,54	2,29	3,26	4,30	4,79	4,71	5,06
JÜ	-2,08	-0,19	1,58	2,29	3,15	4,15	4,63	4,55	4,88
EPS	-0,05	0,00	0,03	0,05	0,06	0,08	0,09	0,09	0,10
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06	0,06	0,06	0,06

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	20,87	22,13	25,48	25,62	25,97	26,25	26,31	25,79	25,45
CF aus Investition	2,00	-36,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	-20,55	21,22	-19,74	-18,66	-17,70	-17,26	-24,41	-16,81	-16,41
Liquidität Jahresanfa.	10,82	13,14	20,21	25,95	32,91	41,18	50,17	52,07	61,05
Liquidität Jahresende	13,14	20,21	25,95	32,91	41,18	50,17	52,07	61,05	70,10

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-5,7%	10,0%	12,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	-1,6%
EBITDA-Marge	72,9%	76,8%	79,7%	80,1%	80,4%	80,5%	80,5%	80,5%	80,5%
EBIT-Marge	15,2%	21,9%	27,8%	28,2%	29,4%	30,5%	30,5%	29,1%	29,2%
EBT-Marge	-8,6%	2,8%	9,2%	12,1%	15,9%	18,7%	20,5%	20,8%	22,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-7,6%	-0,6%	4,6%	6,7%	9,2%	12,2%	13,6%	13,7%	14,9%

# 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 (§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
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.