

19. Juni 2017

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

ABO Invest AG

Schwache Windverfügbarkeit sorgt für
Delle in der Geschäftsentwicklung

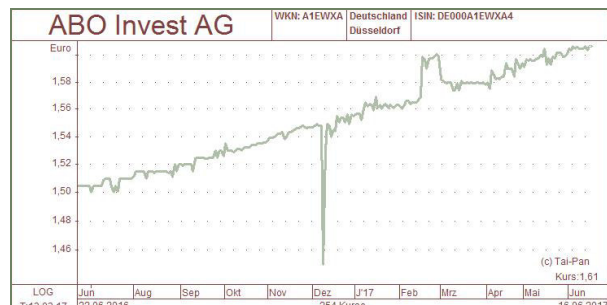
Urteil: **Buy** (zuvor: Strong Buy) | Kurs: **1,607 Euro** | Kursziel: **2,00 Euro**

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

Breite Zielspanne für 2017



Stammdaten

Sitz: Wiesbaden
Branche: Stromerzeugung
Mitarbeiter: 2 Vorstände, 2 Angestellte
Rechnungslegung: HGB

ISIN: DE000A1EWXA4
Kurs: 1,607 Euro
Marktsegment: Freiverkehr Düsseldorf
Aktienzahl: 47,5 Mio. Stück
Market Cap: 76,3 Mio. Euro
Enterprise Value: 214,2 Mio. Euro
Free-Float: ca. 10 % (12/2016)
Kurs Hoch/Tief (12 M): 1,61 / 1,45 Euro
Ø Umsatz (Düs, 12 M): 54,6 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	27,7	28,4	33,1
EBITDA (Mio. Euro)	20,6	21,2	26,1
Jahresüberschuss	-3,1	-2,8	-0,7
EpS	-0,05	-0,06	-0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-5,1%	2,5%	16,6%
Gewinnwachstum	-	-	-
KUV	2,76	2,69	2,38
KGV	-	-	-
KCF	5,7	5,4	4,3
EV / EBITDA	10,4	10,1	8,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

Aktuelle Entwicklung

Im zweiten Halbjahr 2016 war die Windverfügbarkeit in vielen Regionen Europas sehr schwach. Das hat auch ABO Invest zu spüren bekommen: Mit 302,9 Mio. kWh lag die Portfolioproduktion in 2016 um 10,3 Prozent unter der Prognose (337,5 Mio. kWh), was in der jungen Unternehmenshistorie den bislang größten negativen Ausreißer darstellt. Infolgedessen wurden die ursprünglichen Prognosen für die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen, die einen Umsatz von 31 Mio. Euro, ein EBITDA von 23 bis 24 Mio. Euro und ein EBT von 0,5 bis 1,0 Mio. Euro vorsahen, deutlich verfehlt. Letztlich sind die Erlöse in Relation zum Vorjahr um 5,1 Prozent auf 27,7 Mio. Euro gesunken. Auf dieser Basis konnte ein bereinigtes EBITDA von 20,3 Mio. Euro (-6,3 Prozent) und ein Vorsteuerergebnis von -2,3 Mio. Euro (Vorjahr: -3,3 Mio. Euro) erzielt werden. Im laufenden Jahr hat sich die Phase einer ungewöhnlich schwachen Windverfügbarkeit zunächst fortgesetzt. Die von der Gesellschaft auf der Website veröffentlichten Leistungsdaten (unter Berücksichtigung pauschaler Leitungsverluste) weisen für den Zeitraum Januar bis Mai einen Produktionsrückgang zum Vorjahr von 13,8 Prozent auf 125,8 Mio. kWh aus.

Fazit

Unter positiveren Rahmenbedingungen könnten die Ausfälle im zweiten Halbjahr zumindest teilweise kompensiert werden. Für 2017 wurde daher eine breite Zielrange ausgegeben, die einen Umsatz von 27 bis 32 Mio. Euro, ein EBITDA von 20 bis 24 Mio. Euro und ein EBT von -2 bis +2 Mio. Euro vorsieht. Wir kalkulieren in unserem Modell mit Resultaten im unteren Bereich der Zielspannen und haben für die Zukunft einen zusätzlichen Sicherheitsabschlag vorgenommen (siehe S. 4). Daraus resultiert ein neues Kursziel von 2,00 Euro je Aktie und das neue Urteil „Buy“, das aufgrund der zuletzt hohen Produktionsvolatilität von zwei auf drei Punkte erhöhte Prognoserisiko widerspiegelt.

Anhang I: Portfolio

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2015	2016	Jan-Mai 2016	Jan-Mai 2017		
Glenough	35,0	IE	119,4	105,9	46,3	43,4	-6,3%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	19,2	18,7	10,5	8,0	-23,3%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	20,3	18,3	10,3	7,6	-26,8%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	17,9	15,9	8,9	7,2	-19,6%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,8	8,1	4,9	3,6	-25,7%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	30,0	35,9	20,0	15,1	-24,7%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	5,6	4,4	-22,1%	2009
Losheim	4,5	DE	5,9	4,5	2,3	2,3	0,9%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	7,5	6,6	3,7	2,6	-30,2%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,2	5,9	3,6	2,6	-28,3%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,6	3,9	2,2	1,8	-17,5%	2007
Weilrod****	13,4	DE	32,3	32,2	17,4	13,1	-24,9%	Feb 15*
Wennerstorf*****	5,0	DE		2,7		2,5		Jun 16*
Haapajärvi	6,6	FI	10,0	18,8	8,0	9,3	16,0%	Jul 15
Biogas: Samswegen	0,8	DE	6,0	5,9	2,25	2,40	6,9%	2010**
Summe	129,3		300,0	292,9	146,0	125,8	-13,8%	

* 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

Anhang II: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	28,4	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	32,2	31,7
Umsatzwachstum		16,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	-1,6%
EBIT-Marge	14,4%	22,4%	23,2%	24,5%	25,2%	25,2%	23,7%	23,8%
EBIT	4,1	7,4	7,7	8,1	8,3	8,3	7,6	7,5
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,1	1,1
NOPAT	3,5	6,3	6,5	6,9	7,1	7,1	6,5	6,4
+ Abschreibungen & Amortisation	17,1	18,6	18,6	18,3	18,0	18,0	18,0	17,7
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	20,8	25,2	25,4	25,4	25,3	25,3	24,7	24,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0
- Investitionen AV	-50,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	-29,7	24,8	25,1	25,3	25,1	25,1	24,7	24,3

SMC Schätzmodell

Modellanpassungen

Aufgrund der schwachen Windverfügbarkeit in den ersten fünf Monaten 2017 haben wir unsere Umsatzprognose für das Gesamtjahr vorsichtshalber von 30,2 auf 28,4 Mio. Euro angepasst. EBIT und Vorsteuerergebnis sehen wir nun bei 4,1 Mio. Euro (bislang: 6,6 Mio. Euro) bzw. -2,15 Mio. Euro (bislang: 0,8 Mio. Euro). Bereits zuvor pauschal eingeplant hatten wir in unserem Modell den für das zweite Halbjahr anvisierten Erwerb des finnischen Windparks Haapajärvi II mit 23,1 MW, hier haben wir unsere Schätzdaten lediglich moderat angepasst. Eine umfangreichere Anpassung haben wir hingegen für die Jahre ab 2018 vorgenommen. Da die Portfolioerträge von 2011 bis Mitte 2016 leicht unter den Prognosen lagen und im zweiten Halbjahr 2016 so-

wie in den ersten fünf Monaten 2017 dann deutlich nach unten abgewichen sind, haben wir nun vorsichtshalber einen Sicherheitsabschlag von 3 Prozent auf den jährlichen Prognosewert (unter durchschnittlichen Windbedingungen) vorgenommen. Aus der so abgesenkten Umsatz- und Ertragsreihe resultiert ein neuer fairer Wert von 99 Mio. Euro oder rund 2,00 Euro je Aktie (voll verwässert mit einer hypothetischen Aktienzahl von 49 Mio. Stück). Dabei ist zu beachten, dass wir außer der bereits geplanten Investition in Finnland den anvisierten weiteren Portfolioausbau und dessen Wertbeitrag nicht berücksichtigt und insofern eine konservative Kalkulation vorgenommen haben.

Anhang III: 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
AKTIVA									
I. AV Summe	180,8	213,9	195,3	176,6	158,3	140,4	122,4	104,4	86,7
1. Immat. VG	10,1	9,7	9,3	8,9	8,5	8,1	7,7	7,3	6,9
2. Sachanlagen	170,3	203,9	185,6	167,4	149,5	131,9	114,3	96,7	79,5
II. UV Summe	12,6	19,6	25,0	31,6	39,5	47,9	50,7	59,8	69,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	35,5	39,6	39,0	39,3	40,6	42,8	44,0	44,9	46,2
II. Mezzanine Kapital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,4
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	136,0	168,5	157,0	145,7	134,9	124,2	113,5	104,4	95,2
2. Kurzfristiges FK	15,7	19,0	17,6	16,3	15,2	14,0	12,9	12,1	11,3
BILANZSUMME	193,8	234,0	220,8	208,7	198,3	188,8	173,6	164,7	156,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	27,68	28,37	33,07	33,07	33,07	33,07	33,07	32,19	31,68
EBITDA	20,64	21,16	26,05	26,32	26,42	26,32	26,32	25,60	25,19
EBIT	4,46	4,10	7,42	7,67	8,11	8,33	8,33	7,62	7,53
EBT	-2,33	-2,15	0,26	1,56	2,91	3,71	4,29	4,21	4,66
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,15	-2,89	-0,65	0,32	1,33	2,12	2,58	2,52	2,88
JÜ	-3,08	-2,83	-0,67	0,32	1,29	2,04	2,49	2,43	2,78
EPS	-0,05	-0,06	-0,01	0,01	0,03	0,04	0,05	0,05	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,03	0,04

Anhang IV: 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	19,82	20,35	25,03	25,18	25,46	25,50	25,55	25,07	24,75
CF aus Investition	3,76	-50,21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	-25,29	36,93	-19,67	-18,59	-17,58	-17,04	-22,76	-15,97	-15,58
Liquidität Jahresanfa.	10,82	9,12	16,18	21,54	28,14	36,02	44,48	47,28	56,38
Liquidität Jahresende	9,12	16,18	21,54	28,14	36,02	44,48	47,28	56,38	65,56

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-5,1%	2,5%	16,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	-1,6%
EBITDA-Marge	74,6%	74,6%	78,8%	79,6%	79,9%	79,6%	79,6%	79,5%	79,5%
EBIT-Marge	16,1%	14,4%	22,4%	23,2%	24,5%	25,2%	25,2%	23,7%	23,8%
EBT-Marge	-8,4%	-7,6%	0,8%	4,7%	8,8%	11,2%	13,0%	13,1%	14,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	-11,1%	-10,0%	-2,0%	1,0%	3,9%	6,2%	7,5%	7,5%	8,8%

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.tai-pan.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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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
13.03.2017	Strong Buy	2,15 Euro	1), 3), 4)
28.11.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)
12.10.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3)
13.06.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4), 5)
14.04.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und ein Comment

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.