

9. Oktober 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



ABO Invest AG

Portfolioausbau sorgt für Wachstum

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,43 Euro | Kursziel: 1,90 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

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

ISIN: DE000A1EWXA4
Kurs: 1,43 Euro
Marktsegment: Freiverkehr Düsseldorf
Aktienzahl: 49,0 Mio. Stück
Market Cap: 70,1 Mio. Euro
Enterprise Value: 227,6 Mio. Euro

Free-Float: ca. 91 % (01/2018)
Kurs Hoch/Tief (12 M): 1,633 Euro / 1,33 Euro
Ø Umsatz (Düs, 12 M): 36,6 Tsd. Euro

Ende letzten Jahres hatte ABO Invest den Windpark Haapajärvi II erworben und damit die installierte Leistung des Portfolios deutlich ausgebaut. Infolgedessen hat die Stromproduktion im ersten Halbjahr 2018 von 143 auf 190 Mio. kWh zugenommen, was ein Umsatzwachstum um 26,9 Prozent auf 16,8 Mio. Euro ermöglichte. Der Anstieg der Kosten blieb demgegenüber unterproportional, so dass das EBITDA um 34,5 Prozent auf 12,9 Mio. Euro und das EBIT um 103,3 Prozent auf 3,4 Mio. Euro verbessert wurden. Das Potenzial des Portfolios konnte ABO Invest damit aber nicht ausschöpfen, da die Windverfügbarkeit – wie schon in 2016 und 2017 – deutlich unter den durchschnittlichen Normwerten blieb. Das hat sich auch im dritten Quartal fortgesetzt. Nach neun Monaten liegt die Produktion gemäß den Daten auf der Website (inklusive pauschalierter Leitungsverluste) zwar mit ca. 245 Mio. kWh um rund 22 Prozent über dem Vorjahreswert, aber zwischen 14 und 15 Prozent unter dem Normwert. Obwohl ein Aufholprozess im Schlussquartal möglich ist, gehen wir nun davon aus, dass auch die Jahresproduktion die Durchschnittsgröße weit verfehlt (Abweichung -10 Prozent). Dennoch ist ABO Invest finanziell gut aufgestellt und plant weitere Investitionen, u.a. jetzt auch in Photovoltaikanlagen.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	29,2	27,7	26,4	32,4	35,3	36,0
EBITDA (Mio. Euro)	21,8	20,6	18,9	24,4	26,2	26,8
Jahresüberschuss	-4,0	-3,1	-3,3	-1,8	-1,7	-1,1
EpS	-0,06	-0,05	-0,07	-0,04	-0,04	-0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	58,5%	-5,1%	-4,6%	22,5%	9,1%	2,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	2,54	2,53	2,65	2,16	2,09	2,05
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	3,1	5,2	6,2	4,1	3,7	3,6
EV / EBITDA	10,4	11,0	12,0	9,3	8,8	8,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Produktion unter dem Normwert

Die Windflaute in Europa, die ABO Invest bereits in den letzten beiden Jahren Ertragseinbußen beschert hatte, hat sich auch im ersten Halbjahr 2018 fortgesetzt. Vor allem Mai und Juni sind aufgrund des bereits stabilen Sommerwetters in vielen Regionen schwach ausgefallen. Infolgedessen lag die Produktion des Windparkportfolios in den ersten sechs Monaten mit 190 Mio. kWh (Vorjahr: 143 Mio. kWh) um rund 9 Prozent unter dem Normwert unter durchschnittlichen Windbedingungen. Dabei belastete insbesondere die schwache Performance der Schwergewichte Glenough in Irland (-14 Prozent ggü. dem Normwert) und Haapajärvi in Finnland (-10 Prozent). In Finnland wurden die Einbußen zum Teil auch von einem Blitzschaden bei zwei Anlagen verursacht, der sich Ende Mai ereignet und bis zum Halbjahresende für einen Ausfall von 1,7 Mio. kWh gesorgt hat. Das Unternehmen rechnet diesbezüglich aber mit Entschädigungszahlungen des Turbinenherstellers oder der Versicherung.

Umsatz steigt

Obwohl die Produktion den Normwert deutlich unterschritten hat, konnte ABO Invest den Umsatz im ersten Halbjahr um 26,9 Prozent auf 16,8 Mio. Euro steigern. Das ist vor allem auf die Erweiterung des Portfolios um den Windpark Haapajärvi II im Dezember 2017 zurückzuführen. Die installierte Portfoliokapazität hatte ABO Invest damit zum damaligen Zeitpunkt um 23,1 MW oder 17,9 Prozent ausgeweitet. Ein weiterer Expansionsschritt ist dem Unternehmen Ende des ersten Quartals 2018 mit der Aufstockung des Anteils am Windpark Weilrod (16,8 MW) um 20 Prozent gelungen, der sich nun vollständig im Besitz von ABO Invest befindet.

Repowering-Projekt

Verkauft hat das Unternehmen hingegen per Ende Mai den Anteil am Windpark Wennerstorf mit einer installierten Leistung von 5,2 MW, so dass sich die Portfoliokapazität aktuell auf rund 150 MW summiert. Die vier Anlagen aus dem Jahr 2013 wurden abgebaut und sollen im Rahmen des sogenannten Repowering durch zwei neue Turbinen mit einer Ge-

samtleistung von 9 MW ersetzt werden. Die potenzielle Steigerung der Stromproduktion liegt prozentual noch deutlich über der Zuwachsrate der installierten Leistung, da die steigende Nabenhöhe und der längere Rotordurchmesser eine bessere Windausbeute ermöglichen. Käufer des Windparks war der mit ABO Invest eng verbundene Projektentwickler ABO Wind. ABO Invest hat sich mit der Transaktion ein Vorkaufsrecht zu begünstigten Konditionen vertraglich gesichert.

Geschäftszahlen	HJ17	HJ18	Änderung
Umsatz	13,23	16,79	+26,9%
EBITDA	9,60	12,9	+34,5%
EBIT	1,66	3,36	+103,3%
EBT	-1,36	0,15	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-1,73	-0,75	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Ergebnis deutlich verbessert

Aus dem Verkauf des Windparks resultiert im ersten Halbjahr 2018 ein Entkonsolidierungsgewinn in Höhe von knapp 0,5 Mio. Euro, der zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge von 0,11 auf 0,70 Mio. Euro führte. Dem stand eine Kostenentwicklung gegenüber, die in Relation zum Umsatzwachstum unterproportional ausgefallen ist. Der größte Posten, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, erhöhten sich, maßgeblich wegen der hinzugekommenen laufenden Kosten von Haapajärvi II, um 25 Prozent auf 4,27 Mio. Euro. Demgegenüber ist der – ohnehin geringe – Personalaufwand nur um 12,7 Prozent auf 0,13 Mio. Euro gestiegen, der Materialaufwand reduzierte sich sogar von 0,21 auf 0,18 Mio. Euro. Daraus resultierte eine Verbesserung des EBITDA um 34,5 Prozent auf 12,9 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung des ebenfalls unterproportionalen Anstiegs der Abschreibungen (+20,1 Prozent auf 9,55 Mio. Euro wegen Haapajärvi II) wurde das EBIT auf 3,36 Mio. Euro sogar mehr als verdoppelt. Nach Abzug der gestiegenen Zins- (+6,5 Prozent auf 3,2 Mio. Euro) und Steuerbelastung (+41,1 Prozent auf 0,64 Mio. Euro) und der Anteile Dritter (0,08 Mio. Euro vs. -0,27 Mio. Euro im Vorjahr) wurde das Nettoer-

gebnis um knapp 1 Mio. Euro auf -0,75 Mio. Euro verbessert.

Hoher Free-Cashflow

Noch deutlicher ist die Verbesserung des operativen Cashflows ausgefallen, der gegenüber dem Vorjahr um 31,9 Prozent auf 12,3 Mio. Euro gesteigert wurde. Da die Investitionsaktivitäten in den ersten sechs Monaten hingegen nur mit einem Nettoabfluss von -0,54 Mio. Euro zu Buche schlugen (Vorjahr: -5,0 Mio. Euro), der aus dem Saldo der Anteilsaufstockung an Weilrod und dem Verkauf von Wennerstorf resultiert, erhöhte sich der Free-Cashflow um 171,4 Prozent auf 11,76 Mio. Euro. Nach Abzug des Finanzierungs-Cashflows von -5,5 Mio. Euro (Vorjahr -3,2 Mio. Euro) resultierte daraus ein Liquiditätsaufbau um 6,3 Mio. Euro (Vorjahr 1,1 Mio. Euro) auf einen Stichtagsbestand von 19,2 Mio. Euro.

Prognose konkretisiert

Für das Gesamtjahr hat das Unternehmen aufgrund der volatilen Windverfügbarkeit in den Vorjahren

eine relativ breite Spanne der möglichen Resultate ausgegeben. Die Produktion soll sich demgemäß auf 367 bis 420 Mio. kWh erhöhen und zu Erlösen zwischen 32 bis 37 Mio. Euro führen. Daraus resultieren Spannbreiten für das EBITDA und den Vorsteuergewinn von 24 bis 28 Mio. Euro bzw. -1,5 bis +2,5 Mio. Euro. Mit dem Halbjahresbericht hat das Management nun die Aussichten bedingt konkretisiert. So dürfte das Jahresergebnis bei rund -1,0 Mio. Euro liegen, wenn das zweite Halbjahr ähnlich windschwach ausfällt wie das erste.

Schwaches drittes Quartal

Auf der Website liegen bereits die Produktionsergebnisse für das dritte Quartal vor, das ebenfalls sehr schwach ausgefallen ist. In fast allen Regionen waren die Resultate im Juli weit unter den Normwerten und auch der September verfehlte in einigen Fällen den angenommenen Durchschnittswert deutlich. Hinzu kamen weitere Output-schmälernde Sondereffekte in Finnland. Neben dem Blitzschaden an zwei neuen Anlagen, der erste Mitte September abschließend be-

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2016	2017	1-9 2017	1-9 2018		
Glenough	35,0	IE	105,9	91,4	69,5	66,6	-4,3%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	18,7	17,4	12,4	11,8	-5,4%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	18,3	17,3	12,4	13,2	6,6%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	15,9	16,4	11,3	11,6	2,1%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,1	8,1	5,5	5,7	3,3%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	35,9	34,3	24,6	24,4	-0,9%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	9,6	11,0	7,1	6,7	-5,3%	2009
Losheim	4,5	DE	4,5	5,1	3,6	4,1	13,4%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	6,6	7,1	4,4	4,3	-1,8%	2009
Framersheim II	3,4	DE	5,9	7,0	4,3	4,2	-1,8%	Sep 13
Broich	2,4	DE	3,9	4,2	2,7	2,7	-2,3%	2007
Weilrod	16,8	DE	32,2	34,0	21,7	26,1	20,4%	Feb 15*
Wennerstorf****	5,0	DE	2,7	5,8	4,0	3,1	-22,3%	Jun 16*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	18,8	18,6	13,4	56,5	321,4%	Jul15+Dez17*
Biogas: Samswegen	0,8	DE	5,9	5,2	3,8	4,5*****	18,4%	2010**
Summe	150,7****		292,9	283,0	200,8	245,4	22,2%	

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

** Anlage grundlegend überarbeitet

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

**** Wennerstorf verkauft per Ende Mai 2018, nicht mehr in der Gesamtsumme der Portfolioleistung enthalten

***** Septemberproduktion geschätzt

Quelle: Unternehmen

hoben werden konnte, mussten von Ende August bis über das Quartalsende hinaus die Fundamente der beiden älteren Anlagen (Haapajärvi I) saniert werden, so dass dort kein Strom produziert wurde. Der Entwickler des Projekts, ABO Wind, übernimmt aber die Sanierungskosten und ersetzt den Ertragsausfall. Wegen der Sondereffekte und vor allem wegen der anhaltend schwachen Windverfügbarkeit hat sich die Produktionslücke im Neunmonatszeitraum damit weiter vergrößert. Den Produktionsdaten auf der Website zufolge (inklusive pauschalierter Leitungsverluste) ist die Stromerzeugung in den ersten neun Monaten zwar um rund 22 Prozent auf ca. 245 Mio. kWh gestiegen, sie liegt damit aber zwischen 14 und 15 Prozent unter dem Normwert. Deutlich zweistellig fällt der Abschlag bei insgesamt zehn Windparks aus, darunter die Schwergewichte Glenough, Haapajärvi, Weilrod und Saint Nicolas des Biefs.

Absenkung der Schätzungen

Wir hatten bislang für das Gesamtjahr mit einem Abschlag auf den Normwert von 6 Prozent gearbeitet. Obwohl im wichtigen Schlussquartal ein Aufholprozess möglich ist, scheint diese Taxe nach den Neunmonatsresultaten nicht mehr erreichbar. Stattdessen

erwarten wir nun, dass die Stromerzeugung um knapp 10 Prozent unter dem Resultat in einem hypothetischen Jahr mit einer durchschnittlichen Windverfügbarkeit liegt. Einkalkuliert ist dabei der entfallende Beitrag von Wennerstorf I nach dem Verkauf. Daraus resultiert eine Absenkung der Erlösschätzung von 33,9 auf 32,4 Mio. Euro. Die Auswirkung auf das Ergebnis wird aber durch den deutlich erhöhten Ansatz für die sonstigen betrieblichen Erträge (0,97 Mio. Euro statt 0,1 Mio. Euro) abgefedert, in dem wir die Kompensationszahlungen und den Veräußerungsgewinn Wennerstorf berücksichtigt haben. Das EBITDA sehen wir per Saldo nun bei 24,4 Mio. Euro (zuvor: 25,1 Mio. Euro), das EBIT bei 5,5 Mio. Euro (zuvor 5,7 Mio. Euro) und das Nettoergebnis bei -1,8 Mio. Euro (zuvor -1,5 Mio. Euro).

Höherer Abschlag

Als Reaktion auf die deutlich negative Abweichung des Windparkportfolios vom Normwert in den letzten Jahren hatten wir bislang für die Jahre ab 2019 mit einem pauschalen Abschlag von 3 Prozent auf das erwartete Resultat im Fall einer durchschnittlichen Windverfügbarkeit kalkuliert. Da es nun im dritten Jahr in Folge ein signifikant unterdurchschnittliches

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	32,4	35,3	36,0	36,7	37,4	37,8	36,8	36,2
Umsatzwachstum		9,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,1%	-2,8%	-1,5%
EBIT-Marge	17,0%	16,3%	16,9%	18,5%	19,7%	20,6%	19,0%	19,7%
EBIT	5,5	5,8	6,1	6,8	7,4	7,8	7,0	7,1
Steuersatz	0,0%	0,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,6	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1
NOPAT	5,5	5,8	5,5	5,8	6,3	6,6	5,9	6,1
+ Abschreibungen & Amortisation	18,9	20,5	20,7	20,7	20,6	20,7	20,7	20,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	24,6	26,4	26,4	26,6	27,1	27,5	26,8	26,4
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1
- Investitionen AV	-22,2	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	0,8	0,8	0,8
Free Cashflow	2,1	23,8	23,8	24,0	24,4	28,4	27,7	27,3

SMC Schätzmodell

Ergebnis geben wird, erhöhen wir den Abschlag im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise auf 6 Prozent. Da es künftig auch wieder vereinzelt überdurchschnittliche Windjahre geben dürfte, sehen wir die Risiken – auch einer möglichen, klimabedingten strukturellen Verschlechterung der Windverhältnisse – damit angemessen berücksichtigt.

Weiteres Wachstum

Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass das Unternehmen das Portfolio weiter ausbauen wird, allerdings mit einem moderateren Tempo als in der Vergangenheit. Den Kauf des Repowering-Projekts Wennerstorf II mit 9 MW halten wir für sehr wahrscheinlich, so dass wir dieses mit einer überschlüssigen Kalkulation berücksichtigt haben. Dabei haben wir vereinfachend die Umsetzung des Kaufs zum Jahresende angesetzt, so dass die Zahlung schon in 2018 erfolgt, Erlöse und Abschreibungen aber erst ab dem nächsten Jahr beginnen. Unverändert kalkulieren wir zusätzlich mit dem Kauf jeweils eines kleinen Bestandsobjekts mit Repowering-Potenzial in den Jahren 2020 bis 2022. Darüber hinaus hat das Unternehmen nach der Zustimmung der Hauptversammlung den Investitionsfokus auf Photovoltaikprojekte erweitert. Deren Produktion schwankt – abseits der saisonalen Effekte – im Zeitablauf weniger stark, außerdem erwirtschaften die Anlagen im Sommer einen Großteil des Cashflows und damit genau dann, wenn die Erzeugung aus Windenergie saisonal eher schwach ist. Damit können Investitionen in diesem Bereich einen Beitrag zur Glättung der Einnahmen aus dem Portfolio leisten. Die Messlatte für die mit Photovoltaikinvestitionen anvisierte Eigenkapitalrendite wurde auf mindestens 5 Prozent festgelegt. Zu den ersten Märkten, die das Unternehmen derzeit prüft, zählt vor allem Griechenland, wobei die Zielobjekte zum Teil schon 2019 an das Netz angeschlossen werden sollen. Insgesamt stehen ABO Invest für Investitionen in neue Projekte aktuell Eigenmittel in Höhe von rund 7 Mio. Euro zur Verfügung.

Solarprojekte noch nicht eingepplant

Da derzeit noch keine Daten zu den möglichen ersten Projekten vorliegen, haben wir den Kauf von Solar-

parks in unserem Modell noch nicht berücksichtigt. Gleichwohl sorgen die Zukäufe im Windbereich in den nächsten Jahren für Wachstum, wobei es 2019 aufgrund der unterstellten besseren Windverfügbarkeit (auf -6 Prozent unter Norm) gegenüber diesem Jahr eine deutlichere Umsatz- und Ergebnisverbesserung gibt. Im Anschluss führen die Wachstumseffekte und vor allem die fortschreitende Tilgung (und die damit einhergehende Zinsentlastung) für ein steigendes Ergebnis und höhere verfügbare Zahlungsmittelüberschüsse. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2025 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

Rahmendaten unverändert

Für den Terminal Value rechnen wir weiterhin mit einem Sockelumsatz von 20 Mio. Euro, einer EBIT-Marge von 10 Prozent und einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch den Diskontierungszinssatz: Auf der Grundlage der Annahme eines Betafaktors von 0,75, eines risikolosen Zinses von 2,5 Prozent, einer Risikoprämie von 5,4 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 80 Prozent und eines FK-Zinses von 4,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 3,9 Prozent.

Kursziel 1,90 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 99 Mio. Euro, bzw. 1,92 Euro je Aktie. Dabei haben wir zusätzliche Aktienemissionen für den Kauf von älteren Windparks, die als Repowering-Kandidaten in Frage kommen, im Umfang von insgesamt 2,7 Mio. Stück einkalkuliert und infolgedessen mit einer voll verwässerten Stückzahl von 51,7 Mio. Stück gerechnet. Die Absenkung gegenüber dem zuvor ermittelten fairen Wert (1,99 Euro) resultiert aus der Absenkung der Erlösschätzungen. Das Kursziel reduzieren wir infolgedessen auf 1,90 Euro. Das Prognoserisiko stufen wir aufgrund der unerwartet hohen Volatilität der Windverfügbarkeit in den letzten Jahren nun mit vier von sechs möglichen Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

ABO Invest wird im laufenden Jahr die Stromproduktion deutlich steigern und im Zuge dessen auch die Ergebniskennzahlen signifikant verbessern. Das Unternehmen profitiert dabei vor allem von einer kräftigen Ausweitung der Portfoliokapazität nach dem Kauf des großen Windparks Haapajärvi II im Dezember 2017 mit einer Kapazität von 23,1 MW. Insgesamt beträgt die installierte Leistung des Portfolios aktuell rund 150 MW. Gelingt die anvisierte Übernahme des Repowering-Projekts Wennerstorf II mit 9 MW, wäre das eine gute Wachstumsbasis für 2019.

Das Produktionspotenzial des Anlagenbestands wurde wegen der schwachen Windverfügbarkeit in den beiden Vorjahren jeweils deutlich verfehlt. Auch in diesem Jahr zeichnet sich wieder ein kräftiger Abschlag ab. Nach neun Monaten lag der Output zwar um rund 22 Prozent über dem Vorjahr, aber um 14 bis 15 Prozent unter dem Normwert.

Wir haben daher unsere Schätzungen für das Gesamtjahr abgesenkt und erwarten nun – auf Basis besserer Resultate im Schlussquartal –, dass die Jahresproduktion um 10 Prozent unter dem Durchschnittswert liegen wird. Für die Folgejahre kalkulieren wir nun im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise mit einem durchschnittlichen Abschlag von 6 Prozent, den wir somit gegenüber dem bisherigen Ansatz (3 Prozent) verdoppelt haben.

Auch als Reaktion auf die hohe Volatilität der Produktion hat das Unternehmen den Investitionsfokus in diesem Jahr auf Photovoltaikanlagen erweitert und prüft derzeit erste Investitionen insbesondere in Griechenland. Da hierzu aber noch keine Daten vorliegen, haben wir das hieraus resultierende mögliche Wachstum vorerst nicht einkalkuliert und betrachten es aktuell als ein zusätzliches Upside-Potenzial gegenüber unserem Modell.

Wir haben lediglich den Bestand, eine Investition in Wennerstorf II und in eine kleine Zahl von Repowering-Objekten in die Bewertung einbezogen. Trotz des vorgenommenen Abschlags auf den Normwert der Windverfügbarkeit resultiert hieraus ein fairer Wert von 1,90 Euro je Aktie, der deutlich über dem aktuellen Kursniveau liegt. Dieses hatte sich als Reaktion auf die Auswirkungen einer weiter schwachen Windverfügbarkeit auch im laufenden Jahr signifikant reduziert. Wir gehen aber davon aus, dass der Trend spätestens in einer Phase mit besseren Windbedingungen wieder drehen wird, in der das Potenzial des Portfolios gezeigt werden kann. Vor diesem Hintergrund bleiben wir bei unserer Einschätzung „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	222,0	222,8	204,8	186,5	168,3	150,2	128,8	107,3	86,4
1. Immat. VG	9,3	8,1	7,7	7,3	6,9	6,5	6,1	5,7	5,3
2. Sachanlagen	212,4	214,4	196,8	179,0	161,2	143,5	122,5	101,4	80,9
II. UV Summe	19,3	20,6	28,0	36,5	45,9	49,6	60,4	73,8	87,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	40,0	37,7	37,4	37,8	39,3	40,5	42,4	44,1	46,4
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	162,2	188,1	178,0	168,2	158,1	147,8	135,6	126,0	116,5
2. Kurzfristiges FK	32,9	11,7	11,2	10,7	10,2	9,8	9,2	8,7	8,3
BILANZSUMME	241,8	244,4	233,8	224,0	215,2	200,8	190,1	182,1	174,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	26,42	32,37	35,32	36,02	36,72	37,41	37,83	36,78	36,24
EBITDA	18,94	24,44	26,24	26,82	27,47	27,97	28,50	27,68	27,26
EBIT	3,25	5,52	5,77	6,08	6,81	7,38	7,79	6,97	7,13
EBT	-2,66	-0,89	-0,79	-0,14	1,23	2,64	3,63	3,44	4,19
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,44	-1,79	-1,74	-1,12	0,00	1,15	1,94	1,72	2,30
JÜ	-3,33	-1,81	-1,74	-1,12	0,00	1,15	1,94	1,72	2,30
EPS	-0,07	-0,04	-0,04	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,04	0,05
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	17,16	23,41	25,31	25,86	26,56	27,28	27,95	27,31	27,03
CF aus Investition	-4,54	-22,18	-2,48	-2,48	-2,48	-2,48	0,77	0,77	0,77
CF Finanzierung	-8,77	0,84	-15,64	-15,02	-14,94	-21,28	-17,82	-14,61	-14,29
Liquidität Jahresanfa.	9,12	12,96	15,03	22,23	30,59	39,74	43,26	54,16	67,63
Liquidität Jahresende	12,96	15,03	22,23	30,59	39,74	43,26	54,16	67,63	81,13

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-4,6%	22,5%	9,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,1%	-2,8%	-1,5%
EBITDA-Marge	71,7%	75,5%	74,3%	74,5%	74,8%	74,7%	75,3%	75,3%	75,2%
EBIT-Marge	12,3%	17,0%	16,3%	16,9%	18,5%	19,7%	20,6%	19,0%	19,7%
EBT-Marge	-10,1%	-2,8%	-2,2%	-0,4%	3,3%	7,0%	9,6%	9,4%	11,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-12,6%	-5,6%	-4,9%	-3,1%	0,0%	3,1%	5,1%	4,7%	6,3%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 9.10.2018 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 9.10.2018 um 7:55 Uhr veröffentlicht.

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

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

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

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

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

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
05.06.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
10.04.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
18.01.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
11.10.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
19.06.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
13.03.2017	Strong Buy	2,15 Euro	1), 3), 4)
28.11.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)
12.10.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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