

9. Juni 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

clearvise AG

Rückenwind vom Strommarkt

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,28 € | Kursziel: 4,00 € (zuvor: 3,90 €)

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



Im letzten Geschäftsjahr lag das Windaufkommen in den Regionen, in denen clearvise aktiv ist, überwiegend deutlich unter den langjährigen Durchschnittswerten. Infolgedessen hatte das Management bereits Ende November den Zielkorridor für die Jahresproduktion von zuvor 389 bis 415 GWh auf 366,2 bis 370 GWh abgesenkt. Damit korrespondierte eine auf 31,1 bis 31,4 Mio. Euro (zuvor: 34,4 bis 38,4 Mio. Euro) aktualisierte Zielspanne für den Umsatz, die zu einem Konzern-EBITDA von 20,2 bis 20,5 Mio. Euro (zuvor: 23,3 Mio. bis 27,4 Mio.) führen sollte. Letztlich ist die Stromproduktion 2021 um 14 Prozent auf 366,5 GWh zurückgegangen. Der dämpfende Effekt auf die Geschäftszahlen konnte aber durch die hohen Strompreise zum Jahresende teilweise abgefangen werden, so dass der Umsatz und das bereinigte EBITDA mit 32,9 Mio. Euro bzw. 22,6 Mio. Euro die reduzierten Zielspannen übertrafen. Der Start in das Jahr 2022 ist dank besserer Rahmenbedingungen und dem Ausbau des Portfolios erfreulich verlaufen: Im ersten Quartal konnte die Produktion um 16 Prozent und der Umsatz um 30 Prozent gesteigert werden. Für das Gesamtjahr erwartet das Management einen Anstieg der Erlöse auf 40 bis 45 Mio. Euro (+22 bis 37 Prozent) und des EBITDA auf 28 bis 32 Mio. Euro (+28 bis 47 Prozent).

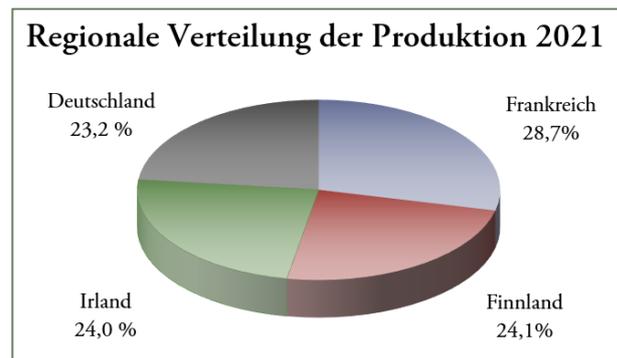
Stammdaten

Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	5
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWXA4
Ticker:	ABO:GR
Kurs (Xetra):	2,28 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienzahl:	63,5 Mio. Stück
Market Cap:	144,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	289,4 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 75,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,66 Euro / 1,82 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	33,0 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	33,1	36,4	32,9	44,0	52,0	60,7
EBITDA (Mio. Euro)	26,0	27,7	21,8	31,6	37,4	43,9
Jahresüberschuss	-0,4	2,4	-3,3	-0,7	-2,8	-6,0
EpS	-0,03	0,05	-0,06	-0,01	-0,03	-0,05
Dividende je Aktie	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	4,5%	10,2%	-9,8%	33,8%	18,2%	16,7%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	10,56	3,97	4,40	3,29	6,72	5,76
KGV	-	61,2	-	-	-	-
KCF	6,3	7,0	7,8	6,3	5,8	5,2
EV / EBITDA	11,1	10,5	13,3	9,2	7,7	6,6
Dividendenrendite	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Schwache Windverhältnisse in 2021

Die Daten zur technischen Verfügbarkeit des Anlagenportfolios im Jahr 2021 sind hervorragend ausgefallen. Im Bereich der Windkraftanlagen erreichte diese, wie im Vorjahr, einen hohen Wert von 98 Prozent, was von den Photovoltaikanlagen, die im Zuge des Portfolioausbaus im Jahresverlauf erworben wurden, mit 99,8 Prozent sogar noch übertroffen wurde. Dass die Produktion dennoch die ursprünglich in Aussicht gestellte Spanne von 389 bis 415 GWh erheblich verfehlt hat, lag an einem deutlich unterdurchschnittlichen Windaufkommen. Infolgedessen ist der Stromertrag um 14 Prozent auf 366,5 GWh zurückgegangen, wovon 349,3 GWh auf Windkraftanlagen, 11,8 GWh auf Photovoltaik und 5,4 GWh auf Biogas entfielen. Zum Vergleich: Unter durchschnittlichen Windbedingungen hatte das Management aus dem Windkraft-Bestandspportfolio und der Biogasanlage einen Output von 400 GWh erwartet.



Quelle: Unternehmen

Zusatzeinnahmen durch höhere Preise

Die Stromerzeugung verteilt sich in etwa gleichmäßig auf die vier Länder Frankreich (28,7 Prozent), Finnland (24,1 Prozent), Irland (24,0) und Deutschland (23,2 Prozent). Auch bezogen auf den Umsatz stammte mit 9,55 Mio. Euro der größte Beitrag aus Frankreich, dem aber an zweiter Stelle in fast gleicher Höhe (9,46 Mio. Euro) Deutschland folgte, wo clearvise besonders vom Anstieg der Strompreise profitierte. Auf Finnland und Irland entfielen Erlöse in Höhe von 7,1 bzw. 6,7 Mio. Euro. Insgesamt erreichte der letztjährige Konzernumsatz 32,9 Mio. Euro. Dieser lag deutlich unter der ursprünglichen Zielspanne von 34,4 bis 38,4 Mio. Euro, die aber auf

der Annahme einer Stromproduktion zwischen 389 und 415 GWh Stunden beruht hatte. Nachdem sich diese aufgrund der schwachen Windverfügbarkeit im Jahresverlauf als zu optimistisch erweisen hatte, hatte das Management die Umsatzprognose Ende November auf 31,1 bis 31,4 Mio. Euro reduziert. Diese wurde letztlich doch noch relativ deutlich übertroffen, da das Unternehmen stärker als erwartet von steigenden Strompreisen profitiert hat.

Geschäftszahlen	2020	2021	Änderung
Vergütete Stromerträge	426,3	366,5	-14,0%
Umsatz	36,4	32,9	-9,8%
EBITDA berichtet	27,7	21,8	-21,1%
EBITDA bereinigt*	27,3	22,6	-17,3%
EBITDA-Marge*	74,9%	68,7%	-6,2Pp.
EBIT berichtet	9,1	2,9	-68,2%
EBIT bereinigt*	8,7	3,6	-58,4%
EBIT-Marge*	24,0%	11,1%	-12,9Pp.
Nettoergebnis	2,4	-3,3	-238,5%

In GWh (Stromerträge), Mio. Euro bzw. Prozent; * bereinigt um betriebliche Erträge und Aufwendungen aus Einmaleffekten; Quelle: Unternehmen

EBITDA besser als zuletzt erwartet

Die Zusatzeinnahmen haben sich nahezu eins zu eins im EBITDA niedergeschlagen, das letztlich 22,6 Mio. Euro (bereinigt um Einmaleffekte in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen; inklusive Einmaleffekten: 21,8 Mio. Euro) erreicht hat. Ursprünglich hatte clearvise zwar 23,3 bis 27,4 Mio. Euro angepeilt, diese Zielsetzung aber im November auf 20,2 bis 20,5 Mio. Euro abgesenkt. Das erzielte bereinigte operative Ergebnis korrespondiert mit einer EBITDA-Marge von 68,7 Prozent, die wegen der entgangenen Deckungsbeiträge (als Resultat der niedrigeren Produktion) deutlich unter dem Vorjahreswert (74,9 Prozent) ausgefallen ist.

Kosten steigen mit der Expansion

Die mit Abstand größte zahlungswirksame Kostenposition sind weiterhin die sonstigen betrieblichen Auf-

wendungen, die sich im Zuge des Portfolioausbaus um 13,9 Prozent auf 10,3 Mio. Euro erhöht haben und zu mehr als 70 Prozent auf Wartung und Instandhaltung (45 Prozent), Pachten (11 Prozent), Betriebsführung (10 Prozent) und den Messstellenbetrieb (5 Prozent, inklusive Aufwand für Strombezug) entfallen sind. Ebenfalls deutlich zugenommen hat der Personalaufwand, der sich durch den expansionsbegleitenden Ausbau der Organisation (mit einem Anstieg der durchschnittlich beschäftigten Mitarbeiterzahl von 1,5 auf 4,0) um 116 Prozent auf 656 Tsd. Euro erhöht hat, damit aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau (Personalaufwandsquote: 2,0 Prozent) bewegt. Der Materialaufwand für den Betrieb der Biogasanlage hat sich hingegen von 398 Tsd. Euro in 2020 auf 354 Tsd. Euro im letzten Jahr reduziert.

Nettoergebnis negativ

Ebenfalls erhöht haben sich mit dem Ausbau des Portfolios die Abschreibungen, die allerdings nur moderat, um 2,1 Prozent auf 18,9 Mio. Euro zugelegt haben. Zusammen mit dem gesunkenen EBITDA führte das zu einem um SBE/SBA-Einmaleffekte bereinigten EBIT von 3,6 Mio. Euro (Vorjahr: 8,7 Mio. Euro), so dass sich die bereinigte EBIT-Marge von 24 auf 11 Prozent reduziert hat. Das berichtete EBIT lag bei 2,9 Mio. Euro (Vorjahr: 9,1 Mio. Euro). Nach Abzug des Finanzergebnisses (-4,7 Mio. Euro, Vorjahr: -5,1 Mio. Euro), das sich wegen der fortschreitenden Tilgung etwas verbessert hat, und des Steueraufwands (1,5 Mio. Euro, Vorjahr: 1,6 Mio. Euro) resultierte daraus ein Jahresfehlbetrag von -3,3 Mio. Euro. 2020 war wegen guter Windverhältnisse und einer daraus resultierenden überdurchschnittlichen Stromproduktion hingegen noch ein Überschuss von 2,4 Mio. Euro erzielt worden.

Hohe Investitionen

Da die wichtigsten Aufwandspositionen beim Betrieb der Windkraftanlagen entweder nicht cash-wirksam (Abschreibungen) sind oder erst im Finanzergebnis erfasst werden (Zinsaufwand), weist clearwise im operativen Cashflow üblicherweise hohe Überschüsse aus. So auch letztes Jahr, wobei das niedrigere EBITDA auch hier einen deutlichen Rückgang von 25,9 auf 18,5 Mio. Euro zur Folge hatte. Zugleich ist der In-

vestitions-Cashflow von einem minimalen Überschuss (0,1 Mio. Euro) im Vorjahr auf -30,3 Mio. Euro ins Minus gedreht, worin sich die Ausgaben für den Ausbau des Portfolios von 150,7 MW auf 198,8 MW/MWp niedergeschlagen haben. Damit hat die Gesellschaft investitionsbedingt einen negativen Free-Cashflow in Höhe von -11,8 Mio. Euro erzielt, nachdem im Vorjahr noch ein Überschuss von 26,0 Mio. Euro erwirtschaftet worden war. Dieser Mittelabfluss wurde durch Einnahmen aus zwei Kapitalerhöhungen in Höhe von zusammen 20,7 Mio. Euro finanziert. Bei einem negativen Saldo aus Zinszahlungen (-4,7 Mio. Euro), Tilgungsleistungen (-18,7 Mio. Euro) und der Neukreditaufnahme (20,4 Mio. Euro) war die Aktienemission somit maßgeblich verantwortlich für den Anstieg der Liquidität im Jahresverlauf von 17,3 auf 23,2 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote: 24,3 Prozent

Damit entfielen 10 Prozent der Aktiva auf liquide Mittel. Der mit Abstand größte Aktivposten bleiben die Sachanlagen, die mit den Investitionen weiter von 157,8 auf 191,3 Mio. Euro zugelegt haben, gleichbedeutend mit rund 83 Prozent der Bilanzsumme. Auf der Passivseite stehen dem vor allem die Kreditverbindlichkeiten (162,5 Mio. Euro) und das Eigenkapital (56,2 Mio. Euro) gegenüber. Letzteres hat wegen der Kapitalerhöhungen trotz des Jahresverlusts deutlich, um 17,4 Mio. Euro, zugelegt, womit sich die Eigenkapitalquote von 20,6 auf 24,3 Prozent verbessert hat.

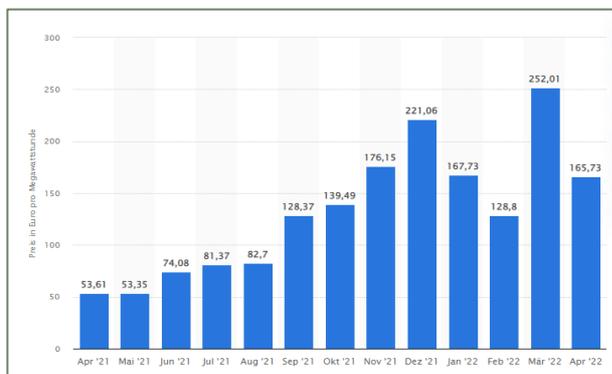
Portfolio weiter ausgebaut

Im laufenden Jahr wurde der Portfolioausbau fortgesetzt. Für einen großen Sprung sorgte insbesondere Ende April die Inbetriebnahme des Solarparks Klettwitz-Nord in Brandenburg mit einer installierten Kapazität von 90 MWp, dessen Erwerb im Januar dieses Jahres vereinbart worden war. Zusammen mit der Akquisition von zwei weiteren Solarparks (mit zusammen 6,7 MWp), die aus der weiteren Umsetzung der großen Rahmenvereinbarung mit dem Projektentwickler ALTUS resultieren, und dem übernommenen 7,2 MW-Windpark Korbersdorf, hat sich die installierte Portfolioleistung seit Jahresanfang bereits auf rund 303 MW/MWp erhöht. Weitere Kapazitäten in

Höhe von 26 MW befinden sich in der Entwicklung und auf 49 MW hat sich clearvise den Zugriff vertraglich gesichert, so dass sich die „gesicherte“ künftige Portfoliokapazität bereits auf 378 MW/MWp beläuft.

Kapitalerhöhung im Februar

Zur Finanzierung des weiteren Wachstums und zur Refinanzierung des Ende Januar planmäßig getilgten Mezzanine-Kapitals (5,5 Mio. Euro Tilgung plus Zinsen) hat clearvise Anfang Februar erneut eine Kapitalerhöhung durchgeführt und rd. 5,7 Mio. Aktien zu einem Kurs von 2,00 Euro platziert. Im Nachgang hat sich die Aktienzahl im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung noch einmal moderat, um 317,3 Tsd. auf 63,5 Mio. Stück erhöht, da der Erwerb des Windparks Korbersdorf anteilig über die Ausgabe von Aktien erfolgt ist. Das war die erste Transaktion nach dem sogenannten clearSWITCH-Modell, mit dem die Eigner von Bestandsanlagen angesprochen werden. Diese können durch die Einbringung via Sacheinlage ihre Anteile an relativ illiquiden Assets gegen liquide clearvise-Aktien tauschen (siehe ausführlich dazu und zu den anderen beiden Säulen der Wachstumsstrategie unsere Studie vom 21. März 2021).



Durchschnittlicher Strompreis am EPEX-Spotmarkt für Deutschland/Luxemburg; Quelle: Statista

Gute Aussichten

Der Ausbau des Portfolios schafft gute Voraussetzungen für eine deutliche Steigerung von Umsatz und EBITDA. Positive Impulse gehen darüber hinaus von dem hohen Strompreisniveau aus, das in Deutschland, aber auch in weiteren europäischen Ländern, aktuell noch weit über den Werten vor Jahresfrist liegt

(siehe Abbildung zum deutschen Spotmarkt). clearvise beabsichtigt, das derzeit hohe Niveau der Strompreise für ausgewählte Wind- und PV-Parks über PPAs abzusichern.

Prognose	niedrig	hoch
Stromproduktion	480	540
Umsatz	40,0	45,0
EBITDA	28,0	32,0
EBITDA-Marge	69%	72%

In GWh (Stromproduktion), Mio. Euro und Prozent;

Quelle: Unternehmen

Deutliche Zuwächse prognostiziert

In den veröffentlichten Eckdaten des ersten Quartals 2022 zeigen sich bereits die positiven Effekte, die aus der Kombination des Portfoliowachstums mit günstigen Rahmenbedingungen resultieren. Bei einer überdurchschnittlichen Sonneneinstrahlung konnte die Produktion in Relation zum Vorjahr um 16 Prozent auf 125,4 GWh ausgeweitet werden. Der Umsatz hat währenddessen dank der hohen Strompreise, die vor allem in Deutschland genutzt werden konnten, deutlich überproportional, um 30 Prozent auf 11,6 Mio. Euro, zugelegt. Für das Gesamtjahr hat das Management mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts eine Steigerung der Produktion um 31 bis 47 Prozent auf 480 bis 540 GWh in Aussicht gestellt, wobei der Normwert des aktuellen Bestands in etwa in der Mitte der Spanne liegt. In der daraus abgeleiteten Umsatzprognose, die einen Anstieg der Konzern Erlöse um 22 bis 37 Prozent auf 40 bis 45 Mio. Euro vorsieht, wurden neben den Ist-Werten aus Q1 für den weiteren Jahresverlauf nur die gesicherten Preise (also größtenteils die Einspeisevergütungen) berücksichtigt. Diese Einnahmesteigerung würde eine deutlich überproportionale Verbesserung des EBITDA um 28 bis 47 Prozent auf 28 bis 32 Mio. Euro erlauben, was einer EBITDA-Marge von 69 bis 72 Prozent entsprechen würde.

Gute Ausgangslage

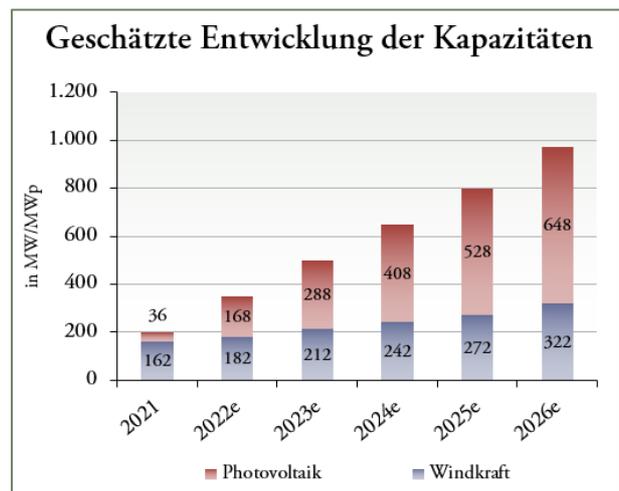
Wir hatten für 2022 bislang einen Umsatz von 42,2 Mio. Euro und ein EBITDA von 30,3 Mio. Euro un-

terstellt und liegen damit in etwa in der Mitte der Unternehmens-Guidance. Wegen der positiven Entwicklung im ersten Quartal und der anhaltend hohen Marktpreise für Strom rechnen wir inzwischen eher mit Werten am oberen Ende der Spannen und heben unsere Schätzungen auf einen Umsatz von 44,0 Mio. Euro und ein EBITDA von 31,6 Mio. Euro an – auch wenn noch knapp sieben Monate ausstehen, in denen die Wetterbedingungen für Ausschläge nach oben oder unten sorgen können. Mit dem fortschreitenden Ausbau der Photovoltaikkapazitäten wird die Diversifikation des Portfolios deutlich verbessert und die Abhängigkeit vom volatilen Windaufkommen verringert, so dass die Erlöse insgesamt besser prognostizierbar sind. Für 2023 haben wir wegen der Preiseffekte, die nach unserer Einschätzung zumindest in Teilen länger anhalten dürften, ebenfalls eine moderate Anhebung der Schätzungen vorgenommen, und zwar auf einen Umsatz von 52,0 Mio. Euro (bislang: 50,0 Mio. Euro) und ein EBITDA von 37,4 Mio. Euro (bislang: 35,9 Mio. Euro).

Expansionsszenario unverändert

Für die Folgejahre ist das Grundgerüst zur Umsatz- und EBITDA-Entwicklung trotz kleinerer Aktualisierungen im Wesentlichen unverändert. Wir haben in

unserem Modell den geplanten Ausbau des Portfolios auf mindestens 750 MW/MWp bis 2025 (tatsächlich haben wir 800 MW/MWp angenommen) mit einer weiteren Pipeline von 250 MW/MWp (die in unserem Modell 2026/27 zu einer Ausweitung des Portfolios auf knapp 1 GW/GWp führt) unterstellt. Zur Finanzierung dieser Portfolioexpansion wird clearvise plangemäß weitere Aktien emittieren, weswegen wir in unserem Modell mit einer hypothetisch voll verwässerten Aktienzahl von 153,3 Mio. Stück rechnen.



Biogas konstant bei 0,8 MW; Schätzung: SMC-Research

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	44,0	52,0	60,7	70,4	82,9	90,1	91,7	94,0
Umsatzwachstum		18,2%	16,7%	16,0%	17,7%	8,7%	1,8%	2,4%
EBITDA	31,6	37,4	43,9	51,3	60,8	66,3	67,7	69,5
EBIT	7,5	9,3	10,3	11,9	17,2	18,6	23,6	26,0
Steuersatz	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	2,3	2,6	3,0	4,3	4,7	5,9	7,8
NOPAT	5,6	6,9	7,7	8,9	12,9	14,0	17,7	18,2
+ Abschreibungen & Amortisation	24,2	28,1	33,6	39,4	43,5	47,7	44,0	43,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,5	0,9	1,2	1,4	1,5	1,1	1,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	30,0	35,6	42,2	49,5	57,9	63,2	62,8	62,7
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5
- Investitionen AV	-138,8	-162,0	-162,0	-162,0	-227,5	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	-109,5	-127,3	-120,6	-113,4	-170,5	62,5	62,4	62,3

SMC Schätzmodell

Abschlag beim Altbestand

Unverändert gehen wir davon aus, dass die Erträge der Windparks, die sich bereits Ende 2020 im Bestand befanden, im Durchschnitt Erträge 3 Prozent unter dem Normwert erwirtschaften werden, während die neuen Wind- und Solarparks ihre Normwerte erreichen. Das Modell führt unverändert zu einem Ziel-Umsatz in Höhe von 94 Mio. Euro und einem EBITDA von 69,5 Mio. Euro (Marge: 74,0 Prozent) im Jahr 2029. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten wichtigsten Cashflow-Daten bis zum Jahr 2029 findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung bietet der Anhang.

Rahmendaten unverändert

Den Terminal Value leiten wir unverändert aus dem Sockelumsatz (80,0 Mio. Euro) ab und kalkulieren dabei nach wie vor mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Gleich geblieben sind auch die Parameter zur Ermittlung der Kapitalkosten. Wir kalkulieren demnach weiter mit einem Fremdkapitalzins von 4,0 Prozent und mit Eigenkapitalkosten in Höhe von 5,4 Prozent (mit: sicherer Zins 1,0 Pro-

zent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Beta 0,75). Außerdem haben wir einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil im Planungszeitraum von 75 Prozent unterstellt. Daraus ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 3,4 Prozent.

Kursziel: 4,00 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 607 Mio. Euro. Auf voll verwässerter Basis, also unter Annahme der Ausweitung der Aktienbasis auf 153,3 Mio. Stück im Rahmen der Expansionsstrategie, entspricht das 3,96 Euro je Aktie. Auf dieser Grundlage heben wir unser Kursziel von 3,90 Euro auf 4,00 Euro leicht an. Die moderate Erhöhung ist den Effekten der höheren Strompreise im laufenden Jahr (und voraussichtlich auch in 2023) geschuldet. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit vier Punkten weiterhin als leicht überdurchschnittlich ein, da unser Modell nicht nur auf der – gut kalkulierbaren – Produktion aus dem Bestand beruht, sondern auf hypothetischer Basis auch umfangreiche Zukäufe bis Ende 2026 umfasst.

Fazit

Im letzten Geschäftsjahr hat clearvise die ursprünglich kommunizierten Bandbreiten für die Produktion, die Erlöse und die Ertragskennziffern nicht erreichen können, da das Windaufkommen sehr schwach ausgefallen ist. Am Ende ist die Stromproduktion um 14 Prozent auf 366,5 GWh zurückgegangen. Der Umsatz ist aber nicht ganz so stark gesunken – sondern lediglich um 9,8 Prozent auf 32,9 Mio. Euro – da das Unternehmen von den deutlich gestiegenen Strompreisen profitiert hat. Daher ist auch das um Einmal-effekte bereinigte EBITDA mit 22,6 Mio. Euro (-17,3 Prozent) weniger stark zurückgegangen, als es das Management Ende November in einem vorsichtigen Prognose-Update (20,2 bis 20,5 Mio. Euro) wegen des niedrigen Windaufkommens in Aussicht gestellt hatte.

Für das laufende Jahr zeichnen sich deutliche Zuwächse ab. In den ersten Monaten konnte das Portfolio bereits von knapp 200 auf mehr als 300 MW/MWp ausgebaut werden, gleichzeitig war die Sonneneinstrahlung im ersten Quartal in Summe vorteilhaft. Dies führte zu einem Produktionswachstum um 16 Prozent auf 125,4 GWh, was in Kombination mit den hohen Strompreisen in eine Steigerung der Erlöse um 30 Prozent auf 11,6 Mio. Euro umgemünzt werden konnte. Für das Gesamtjahr strebt das Management nun eine Steigerung der Produktion um 31 bis 47 Prozent auf 480 bis 540 GWh an und will auf dieser Basis die Erlöse um 22 bis 37 Prozent auf 40 bis 45 Mio. Euro und das EBITDA um 28 bis 47 Prozent auf 28 bis 32 Mio. Euro steigern.

Unsere bisherigen Schätzungen für 2022 lagen jeweils in etwa in der Mitte dieser Spannen. Wegen der positiven Entwicklung im ersten Quartal und des anhaltend hohen Strompreisniveaus erwarten wir nun aber Ergebnisse eher am oberen Ende der Prognosebandbreiten und haben unsere Taxe für 2022 – und auch für 2023 – angehoben. Das von uns modellierte Expansionszenario für den Kapazitätsausbau haben wir hingegen unverändert gelassen. Wie vom Management anvisiert, rechnen wir mit einem Ausbau des Portfolios auf mehr als 750 MW/MWp bis Ende 2025 (zuzüglich einer weiteren Pipeline von 250 MW/MWp).

Mit der Anhebung der Schätzungen ist unser Kursziel leicht, von 3,90 auf 4,00 Euro je Aktie, gestiegen. Nach unserer Einschätzung bietet die durchdachte Wachstumsstrategie, für die wir gute Umsetzungschancen sehen, ein erhebliches Kurspotenzial.

Etwas geschmälert werden könnte unser Kursziel künftig allerdings, wenn sich der Zinsanstieg fortsetzt. Der von uns im Modell unterstellte Durchschnittswert für die Umlaufrendite in Höhe von 1,0 Prozent wurde inzwischen minimal übertroffen (1,1 Prozent). Sofern sich dieser Trend fortsetzt, werden wir auch den Basiszins in unserem Modell anheben, was ceteris paribus die Diskontierung künftiger Cashflows verstärkt.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes 300-MW-Portfolio aus Wind- und Solarparks, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für über neun Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Die vertraglich gesicherte Portfoliokapazität liegt bereits bei knapp 380 MW.
- Sehr erfahrenes und in der Branche gut vernetztes Management.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen.
- Mit einer konservativen Abschreibungspolitik wurden signifikante stille Reserven aufgebaut.

Chancen

- Der jüngste Portfolioausbau und die bereits gesicherten Kapazitäten werden für ein starkes Wachstum von Umsatz und EBITDA sorgen.
- Der starke Anstieg der Strompreise, insbesondere in Deutschland, bietet Bestandhaltern eine Chance auf Zusatzerträge durch den Abschluss von PPAs. Wegen der weiteren Abschaltung von Grundlastkapazitäten könnte der Preisanstieg zumindest teilweise nachhaltig sein.
- Den Wertanstieg des Bestands wegen der höheren Strompreise hat die Aktie noch nicht nachvollzogen, hier besteht signifikantes Nachholpotenzial.
- Bis 2025 soll das Portfolio weiter auf 750 MW ausgebaut werden. Die hohe Dynamik, die mit der Umsetzung der neuen Wachstumsstrategie erreicht wurde, lässt dieses Ziel als erreichbar erscheinen.
- Die Verbesserung der Diversifikation des Portfolios, etwa durch Investments in Photovoltaik, und eine steigende installierte Leistung werden am Markt üblicherweise mit einer höheren Bewertung je Megawatt belohnt.

Schwächen

- Die Produktion des Windparkportfolios, das bis 2020 aufgebaut wurde, lag in den letzten Jahren meist unter dem geschätzten Normwert.
- Negative Abweichungen der Windverfügbarkeit oder der Sonneneinstrahlung von den Planwerten können nicht anderweitig kompensiert werden.
- Die Bestandshaltung im Bereich der Stromerzeugungskapazitäten wird üblicherweise stark fremdfinanziert, bei clearvise lag die EK-Quote Ende 2021 bei 24,3 Prozent.
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

Risiken

- Das insgesamt unterdurchschnittliche Windaufkommen in den letzten Jahren könnte ein Hinweis auf negative klimatische Veränderungen darstellen.
- clearvise investiert seit 2021 auch in Solarparks. Es muss sich erst noch zeigen, ob die neuen Objekte die geschätzten Normwerte erreichen.
- Eine hohe Investorennachfrage sorgt für Druck auf die Renditen von Wind- und Solarparks.
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, was insbesondere in turbulenten Börsenphasen schwierig sein könnte.
- Ein weiter steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren, außerdem würde der Wert der Anlagen durch den stärkeren Diskontierungseffekt sinken.
- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern.

Anhang II: Portfolioüberblick

STAND 31.03.2022	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh				Produktion seit
			2019	2020	2021	2022 Q1	
WINDPARKS	161,9						
Glenough	35,0	IE	99,9	110,5	88,0	28,1	2011/2014 (2,5MW)
Cuq	12,0	FR	18,2	19,0	16,9	5,7	2009
Hautes Landes	10,0	FR	21,0	23,3	20,7	5,5	2014
La Gargasse	8,0	FR	19,3	21,3	16,8	5,7	2012
Escamps	4,1	FR	10,3	10,8	9,2	2,6	2014
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	39,1	38,7	32,2	6,7	2015
Champvoision	12,0	FR			9,2	6,9	2021 (Q3)
Repperndorf	6,0	DE	9,9	10,4	9,1	4,1	2009
Losheim	4,5	DE	5,8	6,5	4,6	2,0	2014*
Düngenheim	4,0	DE	7,5	8,1	6,0	2,1	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,1	7,9	6,2	2,4	2013
Broich	2,4	DE	4,5	4,6	3,7	1,8	2007
Weilrod	16,8	DE	45,2	50,0	38,1	13,2	2015*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	91,5	108,7	88,5	30,4	2015/2017(23,1MW)
SOLARPARKS	36,1						
Alsweiler	10,0	DE			1,4	1,7	2021 (Q3)
Alsweiler PPA	12,5	DE			1,7	1,9	2021 (Q3)
Dennheritz	0,49	DE			0,4	0,1	2021 (Q2)
Dennheritz IIa	0,75	DE			0,5	0,1	2021 (Q4)
Dennheritz IIb	2,6	DE			0,0	0,3	2021 (Q4)
Frankfurt Oder	0,59	DE			0,4	0,1	2021 (Q2)
Glauchau	0,72	DE			0,6	0,1	2021 (Q2)
Hartha	0,75	DE			0,6	0,1	2021 (Q2)
Lohne	7,8	DE			6,2	1,0	2021 (Q1)
BIOGAS	0,8						
Samswegen	0,8	DE	5,8	6,3	5,4	1,1	2010**
PORTFOLIO	198,8		385,2	426,3	366,5	125,4	

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

** Anlage grundlegend überarbeitet

Quelle: Unternehmen

Anhang III: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	197,1	311,7	445,6	574,0	696,6	880,5	832,9	788,8	745,4
1. Immat. VG	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
2. Sachanlagen	191,3	306,0	439,8	568,2	690,8	874,8	827,1	783,1	739,6
II. UV Summe	32,3	34,9	35,7	39,1	45,4	46,0	53,5	59,9	68,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	56,2	86,7	120,4	150,9	178,2	220,2	213,5	209,8	208,6
II. Mezzanine Kapital	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	3,0	3,2	3,7	4,6	5,8	7,2	8,7	9,8	10,9
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	138,8	203,7	284,2	364,8	445,3	558,5	530,4	502,3	474,2
2. Kurzfristiges FK	27,9	54,5	74,4	94,3	114,2	142,1	135,2	128,2	121,3
BILANZSUMME	230,9	348,2	482,8	614,6	743,5	928,0	887,9	850,2	815,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	32,88	44,00	52,01	60,68	70,40	82,90	90,09	91,75	93,98
EBITDA	21,84	31,63	37,39	43,92	51,28	60,76	66,29	67,65	69,45
EBIT	2,91	7,47	9,25	10,31	11,87	17,22	18,63	23,63	25,99
EBT	-1,81	0,62	-1,03	-3,67	-6,24	-6,12	-4,03	2,50	6,20
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,28	-0,71	-2,75	-6,00	-9,16	-9,11	-6,69	-0,69	3,37
JÜ	-3,28	-0,71	-2,75	-6,00	-9,16	-9,11	-6,69	-0,69	3,37
EPS	-0,06	-0,01	-0,03	-0,05	-0,07	-0,06	-0,04	0,00	0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05

Anhang IV: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	18,50	29,80	35,33	41,76	48,90	58,68	64,95	65,87	68,14
CF aus Investition	-30,35	-138,80	-162,00	-162,00	-162,00	-227,50	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	17,73	110,92	126,61	122,79	118,57	168,56	-58,15	-59,99	-60,29
Liquidität Jahresanfa.	17,32	23,20	25,12	25,06	27,62	33,08	32,83	39,64	45,52
Liquidität Jahresende	23,20	25,12	25,06	27,62	33,08	32,83	39,64	45,52	53,37

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-9,8%	33,8%	18,2%	16,7%	16,0%	17,7%	8,7%	1,8%	2,4%
EBITDA-Marge	66,4%	71,9%	71,9%	72,4%	72,8%	73,3%	73,6%	73,7%	73,9%
EBIT-Marge	8,8%	17,0%	17,8%	17,0%	16,9%	20,8%	20,7%	25,8%	27,7%
EBT-Marge	-5,5%	1,4%	-2,0%	-6,0%	-8,9%	-7,4%	-4,5%	2,7%	6,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-10,0%	-1,6%	-5,3%	-9,9%	-13,0%	-11,0%	-7,4%	-0,8%	3,6%

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 09.06.2022 um 8:40 Uhr fertiggestellt und am 09.06.2022 um 9:30 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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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
21.03.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3), 4)
20.09.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
17.06.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
16.03.2021	Buy	3,50 Euro	1), 3), 4)
16.09.2020	Hold	2,20 Euro	1), 3)

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

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.