

19. Mai 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

clearvise AG

Normalisierung nach Ausnahmejahr,
Wachstumschancen bleiben aber gut

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,37 € | Kursziel: 3,25 € (zuvor: 3,40 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

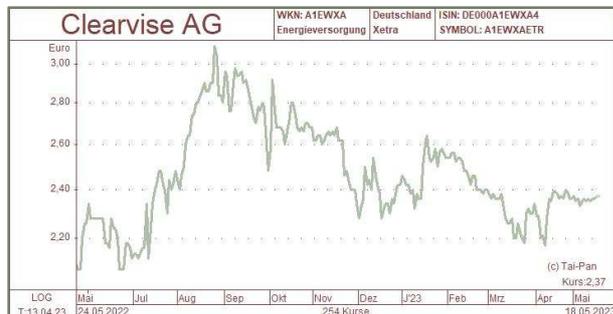
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

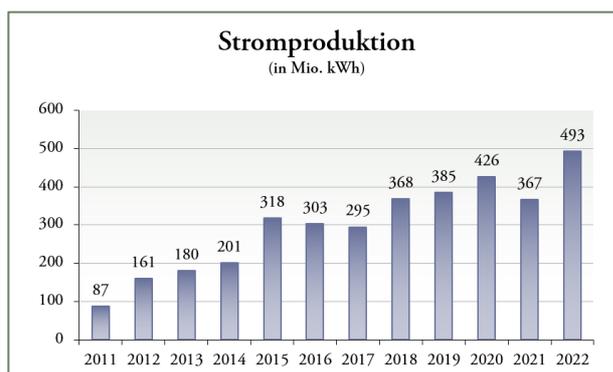
Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	12
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWXA4
Ticker:	ABO:GR
Kurs (Xetra):	2,37 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienzahl:	75,4 Mio. Stück
Market Cap:	178,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	332,9 Mio. Euro
Free-Float:	72,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	3,05 Euro / 1,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	55,9 Tsd. Euro

Mit einem starken Anstieg der Strompreise in Deutschland und weiteren europäischen Ländern, u.a. als Folge sehr hoher Gaspreise, war 2022 ein außergewöhnliches Jahr für Betreiber von Stromerzeugungskapazitäten. Für clearvise hat sich der deutliche Ausbau des Portfolios, der zu einem Anstieg der Stromproduktion um 35 Prozent auf 493 GWh geführt hat, massiv ausgezahlt. Während der Konzernumsatz um 95 Prozent auf 64,0 Mio. Euro zugelegt hat, erhöhte sich das bereinigte EBITDA um 122 Prozent auf 50,0 Mio. Euro. Im laufenden Jahr wird die inzwischen eingetretene Beruhigung der Marktlage zu einer Normalisierung führen. Auf Basis der Ergebnisse der ersten beiden Monate und bei Annahme der gesicherten Tarife für den Rest des Jahres erwartet das Management bei einem Produktionsanstieg auf 513 bis 555 GWh einen Umsatz von 42 bis 45 Mio. Euro und ein bereinigtes Konzern-EBITDA zwischen 26 und 29 Mio. Euro. Es ist allerdings möglich, dass Preise oberhalb der gesicherten Tarife erzielt werden können, was auch zu höheren Erlösen und Erträgen führen würde. Bereits gesichert sind die nächsten Schritte zum Ausbau des Portfolios. In der Umsetzung befinden sich Solarparks mit einer Zielkapazität von mehr als 80 MWp, die im nächsten Jahr in Betrieb gehen sollen.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	36,4	32,9	64,0	49,0	52,9	63,5
EBITDA (Mio. Euro)	27,7	21,8	47,9	30,9	35,2	45,1
Jahresüberschuss	2,4	-3,3	11,6	-1,7	-4,4	-4,2
EpS	0,05	-0,06	0,15	-0,02	-0,04	-0,04
Dividende je Aktie	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	10,2%	-9,8%	94,7%	-23,5%	8,0%	20,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	4,90	5,43	2,79	3,65	3,38	2,81
KGV	75,5	-	15,4	-	-	-
KCF	6,9	9,7	3,7	8,1	8,1	6,4
EV / EBITDA	12,0	15,2	7,0	10,8	9,5	7,4
Dividendenrendite	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Produktion steigt um 35 Prozent

clearwise hat das Portfolio im letzten Jahr stark ausgeweitet und die installierte Leistung von 199 auf 303 MW erhöht. Ein Meilenstein war die Inbetriebnahme des großen Solarparks Klettwitz-Nord mit einer Kapazität von 90 MWp im April 2022, die maßgeblich dazu beigetragen hat, dass die Stromproduktion aus Photovoltaikanlagen von 11,8 auf 112,4 GWh vervielfacht wurde – den Einstieg in diesen Bereich hatte clearwise erst im Jahr 2021 vollzogen. Bei der Windenergie ist der Output-Zuwachs hingegen mit 8 Prozent auf 375,9 GWh vergleichsweise moderat ausgefallen und die Produktion der Biogasanlage lag mit 5,0 GWh leicht unter Vorjahr (5,4 GWh). Insgesamt hat die Stromerzeugung im letzten Jahr um rund 35 Prozent auf 493,3 GWh zugelegt, womit der Zielkorridor des Managements (480 bis 540 GWh) gut getroffen wurde, auch dank etwas günstigeren meteorologischen Bedingungen als im Vorjahr. Aufgesplittet nach Regionen ist der größte Teil des Outputs auf Deutschland (41 Prozent, Vorjahr: 23 Prozent) entfallen, da sich die Expansion im PV-Bereich bislang auf diesen Markt beschränkt. Der Produktionsbeitrag aus Frankreich (Anteil 23 Prozent, Vorjahr: 29 Prozent), Irland (19 / 24 Prozent) und Finnland (17 / 24 Prozent) bewegt sich hingegen auf einem ähnlichen Niveau.



Quelle: Unternehmen

Umsatz profitiert von Preispeak

Der Umsatz hat im letzten Jahr erheblich stärker zugelegt als die Produktion, nämlich um 94 Prozent auf 64,0 Mio. Euro. Ursächlich dafür war der massive Anstieg der Strompreise, der sich insbesondere wegen ho-

her Gaspreise als Folge des Ukrainekriegs und anderen preistreibenden Faktoren (u.a. Probleme der französischen Atomindustrie mit Wartung und der Kühlwasserversorgung im Sommer) eingestellt hat. Der durchschnittliche Marktwert einer mit Windkraft erzeugten MWh hat sich in Deutschland infolgedessen um 107 Prozent auf rd. 163 Euro erhöht, bei Photovoltaik betrug der Anstieg sogar 195 Prozent auf 223 Euro (siehe folgende Abbildung), wovon das Unternehmen stark profitiert hat (u.a. auch durch den Abschluss von Power Purchase Agreements). Ebenfalls einen positiven Effekt, wenn auch in deutlich geringerem Umfang, hatten höhere Preise für Windstrom in Finnland, während die Vergütungen in Frankreich und Irland durch die verankerte Anpassung an die Inflation gestiegen sind. Als Reaktion auf diese Marktentwicklung hatte clearwise im Jahresverlauf die ursprüngliche Umsatzprognose (40 bis 45 Mio. Euro) mehrfach angehoben und letztlich auch die ab Oktober gültige Zielsetzung (55 bis 59 Mio. Euro) dank positiver Preiseffekte auch noch im vierten Quartal übertroffen. Vom Konzernumsatz entfielen 38 Mio. Euro bzw. 60 Prozent auf Deutschland, dahinter folgen Frankreich (10,5 Mio. Euro / 16 Prozent), Finnland (8,1 Mio. Euro / 13 Prozent) und Irland (7,3 Mio. Euro / 11 Prozent).



Durchschnittliche Marktwerte Windkraft und PV in Deutschland 2022; Quelle: Unternehmen

Kräftige Ertragssteigerung

Die hohen Zusatzeinnahmen aus den Preisanstiegen sind fast eins zu eins zusätzliche Erträge, denn damit verbundene Kosten (etwa für die Vermarktung und die Verhandlung von PPAs) fallen demgegenüber kaum ins Gewicht. Auch die höheren operativen Aufwendungen, die mit dem Ausbau der Unternehmensstrukturen und des Portfolios verbunden sind, vor al-

lem ein erhöhter Personalaufwand (von 0,7 auf 1,2 Mio. Euro) wegen der gestiegenen Mitarbeiterzahl und höhere sonstige betriebliche Aufwendungen (von 10,3 auf 15,2 Mio. Euro) insbesondere in den Bereichen Wartung/Instandhaltung, Pachten, Betriebsführung sowie Prüfung/Beratung, konnten bei weitem überkompensiert werden. Infolgedessen hat der berichtete Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen um 119 Prozent auf 47,9 Mio. Euro zugelegt. Bereinigt um periodenfremde Erträge und Aufwendungen sowie sonstige nicht operative Aufwendungen ist das EBITDA noch etwas stärker gestiegen, nämlich um 122 Prozent auf 50,0 Mio. Euro. Damit hat sich die bereinigte Marge von 68,7 auf 78,1 Prozent verbessert. Das Management hatte ursprünglich ein bereinigtes EBITDA von 28 bis 32 Mio. Euro erwartet und diese Prognose ebenfalls im Jahresverlauf mehrfach angehoben, zuletzt im Oktober auf 41 bis 45 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	2021	2022	Änderung
Vergütete Stromerträge	366,5	493,3	+34,6%
Umsatz	32,9	64,0	+94,7%
EBITDA berichtet	21,8	47,9	+119,3%
EBITDA bereinigt*	22,6	50,0	+121,7%
EBITDA-Marge*	68,7%	78,1%	+9,4Pp.
EBIT	2,9	25,3	+771,4%
Nettoergebnis	-3,3	11,6	-

*In GWh (Stromerträge), Mio. Euro bzw. Prozent; * bereinigt um periodenfremde Erträge und Aufwendungen sowie nicht-operative Aufwendungen; Quelle: Unternehmen*

Sehr hoher Gewinn

Mit dem Ausbau des Portfolios sind auch die Abschreibungen um 19 Prozent auf 22,6 Mio. Euro gestiegen. Trotzdem hat sich das EBIT dank des starken EBITDA-Anstiegs von 2,9 auf 25,3 Mio. Euro vervielfacht. Abzüglich des Defizits beim Finanzergebnis, das wegen der mit dem Portfoliowachstum ausgeweiteten Fremdkapitalfinanzierung von -4,7 auf -6,6 Mio. Euro gestiegen ist, und deutlich höherer Steuer-aufwendungen (-5,6 Mio. Euro, Vorjahr -0,1 Mio. Euro), resultierte daraus ein hoher Nettogewinn von

11,6 Mio. Euro, nach einem Fehlbetrag von -3,3 Mio. Euro in der Vorperiode.

Sprung beim operativen Cashflow

Der laufende Betrieb der Wind- und PV-Anlagen ist ohnehin sehr Cashflow-stark, und die hohen Preise haben 2022 noch für erhebliche Zusatzeinnahmen gesorgt. Der Zahlungsmittelüberschuss aus laufender Geschäftstätigkeit ist daher von 18,5 Mio. Euro im Vorjahr auf 48,2 Mio. Euro nach oben geschnellt. Gleichzeitig haben die Ausgaben für den Ausbau des Portfolios für einen Anstieg des Abflusses aus Investitionstätigkeit von -30,3 auf -55,9 Mio. Euro gesorgt. Die hohen Investitionen bedingten damit per Saldo erneut einen negativen Free-Cashflow in Höhe von -7,6 Mio. Euro (Vorjahr: -11,8 Mio. Euro). Dieser wurde durch die Zuflüsse aus Finanzierungsmaßnahmen – die zu einem Finanzierungs-Cashflow von +62,1 Mio. Euro führten – aber weit übertroffen, wofür sowohl Aktienplatzierungen (37,1 Mio. Euro) als auch eine Nettokreditaufnahme von 25 Mio. Euro (nach Abzug der Zinszahlungen) im substanziellen Umfang genutzt wurden. Die Liquidität ist damit im Jahresverlauf von 23,2 auf 77,7 Mio. Euro gestiegen.

EK-Quote steigt auf 29,3 Prozent

Damit entfielen zum Stichtag 22 Prozent der Bilanzsumme (358,3 Mio. Euro) auf die Liquidität. Der mit Abstand größte Posten auf der Aktivseite bleiben aber die Sachanlagen, die wegen der weiteren Investitionen von 191,3 auf 261,8 Mio. Euro gestiegen sind. Durch die anteilige Fremdfinanzierung der Investitionen sind auf der Passivseite auch die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (als größtem Posten) von 162,5 auf 201,2 Mio. Euro angewachsen (zuzüglich einer Zwischenfinanzierung vom EB Sustainable Funds für Klettwitz-Nord in Höhe von 30,7 Mio. Euro). Das Eigenkapital hat sich durch den hohen Jahresgewinn und die Aktienplatzierungen aber prozentual noch stärker erhöht als die Summe aus Rückstellungen und Verbindlichkeiten, nämlich um 87 Prozent auf 104,9 Mio. Euro. Damit hat sich die Eigenkapitalquote binnen Jahresfrist von 24,3 auf 29,3 Prozent verbessert und fällt damit für ein Unternehmen mit einem so Cashflow-starken Geschäftsmodell,

das einen hohen Leverage-Grad erlaubt, inzwischen sehr solide aus.

Normalisierung in 2023

Die Lage am Strommarkt in Deutschland und anderen europäischen Ländern hat sich Ende 2022 und in den ersten Monaten dieses Jahres deutlich beruhigt. Auch wenn die Volatilität immer noch erhöht ist, haben sich die Preise im Durchschnitt schon wieder erheblich reduziert. Während aus den aktuellen Konditionen kaum noch Zusatzeinnahmen für die deutschen Windparks resultieren, fallen diese im Bereich Photovoltaik noch an, sind aber deutlich niedriger als im letzten Jahr und werden auch noch zu einem substantziellen Teil im Rahmen der staatlich verordneten Preisbremse abgeschöpft. Infolgedessen wird sich auch die Umsatz- und Ertragslage von clearvise wieder normalisieren. Das Management rechnet mit einem Anstieg der Stromproduktion auf 513 (+4,0 Prozent) bis 555 GWh (+12,5 Prozent), aber mit einem Rückgang der Erlöse auf 42 bis 45 Mio. Euro, was die Basis für ein um Sondereffekte bereinigtes Konzern-EBITDA von 26 bis 29 Mio. Euro darstellen soll. Wie es bei der Gesellschaft übliche Praxis ist, sind dabei die bekannten Ist-Werte aus der Vergangenheit – in diesem Fall für die Monate Januar und Februar – einkalkuliert und für den Rest des Jahres die gesicherten Tarife. Sollten sich die Preise auf einem höheren Niveau bewegen, als das im März und April in Deutschland der Fall war, würden auch die Einnahmen und der operative Überschuss höher ausfallen. Während der durchschnittliche Marktwert je MWh für Windkraft und PV in den letzten beiden Monaten unter 90 Euro lag, würde ein aus Sicht der Gesellschaft durchaus denkbarer Jahresdurchschnittswert von 104 Euro pro MWh zu einem Konzernumsatz von ca. 47 bis 51 Mio. Euro und zu einem um Sondereffekte bereinigten EBITDA von rund 32 bis 35 Mio. Euro führen.

Weitere Expansion

Die nächsten großen, bereits gesicherten Investitionen zum Ausbau des Portfolios finden im Bereich Photovoltaik statt. Als erstes dürften zwei Solarparks in Deutschland aus der Pipeline von ALTUS mit rd. 11 und 38 MWp, die sich clearvise bereits gesichert hat, fertiggestellt werden, wobei Materialengpässe (insb.

Trafos) den Abschluss der Projekte und den Netzanschluss nach Angaben des Managements im Earnings-Call in das nächste Jahr verschieben dürften. In der ersten Jahreshälfte 2024 soll auch ein französischer Solarpark mit ca. 33 MWp an das Netz angeschlossen werden. Dabei handelt es sich nicht nur um das erste PV-Objekt in dem Nachbarland, sondern auch um das erste Projekt im Rahmen des clearPARTNERS-Modells. clearvise hat sich einen 70-prozentigen Anteil gesichert und wird die beiden involvierten Entwickler, die einen Anteil von 30 Prozent behalten werden, bei der Realisierung des Solarparks unterstützen. Neben dem Objekt haben die beiden Partner noch eine Pipeline von ca. 100 MW, die künftig ebenfalls in diesem Modell umgesetzt werden könnte. Diese Kapazitäten zählen damit zur potenziellen Investitions-Pipeline von clearvise, die das Management aktuell auf ca. 450 MW beziffert. Weitere aussichtsreiche Stoßrichtungen sind das Repowering von Bestandswindparks (123 MW, netto nach Rückbau 70 MW) sowie der Bau weiterer Anlagen an bestehenden Standorten (aktuell in Planung: 73 MW), woran intensiv gearbeitet wird. Damit sieht sich clearvise auf einem guten Weg, den Ausbau des Portfolios auf 750 MW bis 2025 umzusetzen, zusätzlich soll dann auch noch eine gesicherte Pipeline von 250 MW bestehen.

Nächste Schritte bereits finanziert

Mit der aktuell hohen Liquidität ist die Eigenkapitalfinanzierung der nächsten Expansionsschritte bereits gesichert, also die Umsetzung der drei Solarparks mit insgesamt mehr als 80 MWp. Im laufenden Jahr muss allerdings auch die Zwischenfinanzierung für Klettwitz-Nord in Höhe von 30,7 Mio. Euro (Buchwert Bilanzstichtag) zurückgeführt werden. Das wiederum erhöht naturgemäß dann wieder den Spielraum für die Aufnahme weiteren Fremdkapitals zur Umsetzung der Expansion.

Anpassung der Schätzungen für 2023

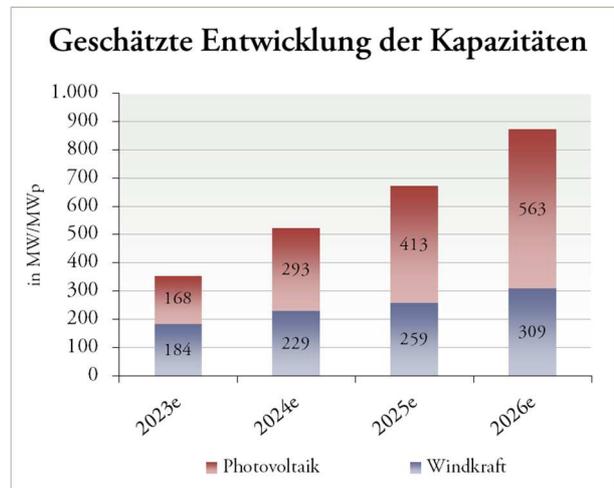
Wir hatten in unserem Modell für dieses Jahr bislang positive Preiseffekte eingeplant, die etwas über dem Niveau liegen, das dem skizzierten denkbaren Preisszenario des Managements (104 Euro/MWh) zugrunde liegt. Außerdem hatten wir noch erste Einnahmen aus neuen Anlagen unterstellt, da die Strategie

von clearvise auch die Übernahme von bereits in Betrieb befindlichen Wind- und Solarparks vorsieht, die direkt einen Beitrag zu Umsatz und EBITDA leisten. Zuletzt lag der Schwerpunkt der Expansion allerdings auf (von Partnern) neu entwickelten Anlagen. Bei diesen stehen die nächsten Inbetriebnahmen erst im nächsten Jahr an. Aus Vorsicht setzen wir daher für 2023 erst einmal keine Zusatzeinnahmen aus neuen Anlagen mehr an. Außerdem haben wir die unterstellten positiven Preiseffekte etwas reduziert – wobei noch eine offene Frage ist, ob die Regelung zur Preisbremse in Deutschland weiter verlängert wird. In Verbindung mit höheren Schätzungen der Personalkosten und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir jetzt bei einem Umsatz von 49,0 Mio. Euro (bislang: 53,9 Mio. Euro) ein EBITDA von 30,9 Mio. Euro (bislang: 38,9 Mio. Euro).

Geringe Auswirkungen in 2024

Für die Folgejahre sind die Anpassungen deutlich geringer und beruhen in Bezug auf 2024 vor allem auf Effekten verschobener Inbetriebnahmen sowie höheren Schätzungen der Personalkosten und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Damit hat sich die Umsatzschätzung leicht reduziert, von 54,8 auf 52,9

Mio. Euro, und das EBITDA etwas stärker, von 39,6 auf 35,2 Mio. Euro.



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

Mittelfristiger Ausbaupfad unverändert

Den Ausbaupfad des Portfolios auf mittlere Sicht haben wir aber nicht verändert, unser Modell basiert weiterhin auf Kapazitäten von rd. 670 MW Ende 2025 und rd. 870 MW Ende 2026 (siehe Abbildung), damit liegen wir etwas unter den Zielsetzungen des Managements. Resultierend aus dem Portfoliowachs-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	49,0	52,9	63,5	76,1	82,6	84,2	86,3	81,7
Umsatzwachstum		8,0%	20,0%	19,8%	8,5%	1,9%	2,5%	-5,3%
EBITDA	30,9	35,2	45,1	54,6	59,9	61,2	62,8	59,3
EBIT	6,8	8,8	13,3	18,7	19,9	24,8	27,0	23,7
Steuersatz	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,4	2,2	3,3	4,7	5,0	6,2	6,7	7,1
NOPAT	5,5	6,6	10,0	14,0	14,9	18,6	20,2	16,6
+ Abschreibungen & Amortisation	24,1	26,4	31,8	35,9	40,0	36,4	35,8	35,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,5	0,9	1,2	1,4	1,5	1,1	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	33,9	42,9	51,3	56,5	56,1	57,2	53,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
- Investitionen AV	-59,8	-196,3	-162,0	-227,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	-30,5	-163,1	-119,8	-176,9	55,8	55,6	56,7	52,9

SMC Schätzmodell

tum ergibt sich für das Jahr 2027 eine unveränderte Umsatzschätzung von 82,6 Mio. Euro und ein EBITDA von 59,9 Mio. Euro (bislang: 60,8 Mio. Euro – Reduktion wegen etwas höherer Kostensätze). Wie bislang schon, haben wir zur Umsetzung dieser Pläne umfangreiche Aktienplatzierungen unterstellt, die zu einer hypothetischen voll verwässerten Stückzahl von 128,7 Mio. führen. Ab 2027 sieht unsere Projektion keinen weiteren Portfolioausbau mehr vor. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Annahmen abgeleitete Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Zeitraum bis 2030, weitere Übersichten zur geschätzten Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung finden sich im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Gleich geblieben sind mit diesem Update die Parameter zur Ermittlung der Kapitalkosten. Wir kalkulieren demnach weiter mit einem Fremdkapitalzins von 4,5 Prozent und mit Eigenkapitalkosten in Höhe von 6,9 Prozent (mit: sicherer Zins 2,5 Prozent, Marktrisiko-prämie 5,8 Prozent, Beta 0,75). Außerdem haben

wir einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil im Planungszeitraum von 75 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent unterstellt. Daraus ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 4,1 Prozent. Für den Terminal Value arbeiten wir weiterhin mit einem geschätzten Sockelumsatz und einer ewigen Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

Kursziel: 3,25 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein neuer fairer Wert von 3,24 Euro je Aktie, woraus wir 3,25 Euro als neues Kursziel ableiten. Die leichte Absenkung gegenüber unserer letzten Taxe (3,40 Euro) resultiert vor allem aus etwas reduzierten positiven Marktpreiseffekten für 2023, leichten Verschiebungen bei der Inbetriebnahme neuer Solarparks und etwas höheren Kostenschätzungen. 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

2022 war für clearvise ein herausragendes Jahr, in dem der Umsatz auf 64,0 Mio. Euro fast verdoppelt wurde. Zurückzuführen war das auf die Kombination aus der um 35 Prozent auf 493 GWh erhöhten Stromproduktion, in der sich vor allem der Ausbau des Portfolios widerspiegelt, und dem starken Anstieg der Strompreise. Auf dieser Grundlage ist das EBITDA von 21,8 auf 47,9 Mio. Euro nach oben geschnellt, das Nettoergebnis mit +11,6 Mio. Euro (Vorjahr: -3,3 Mio. Euro) deutlich ins Plus gedreht und der Zahlungsmittelüberschuss aus laufender Geschäftstätigkeit hat sich von 18,5 Mio. Euro im Vorjahr auf 48,2 Mio. Euro mehr als verdoppelt.

Nach der Beruhigung an den Strommärkten werden sich die Zahlen im laufenden Jahr wieder normalisieren. Auf Basis der Einnahmen der ersten beiden Monate und unter Ansetzung der gesicherten Tarife für die weiteren Monate resultiert aus dem erwarteten Anstieg der Stromproduktion um 4,0 bis 12,5 Prozent ein Umsatz von 42 bis 45 Mio. Euro und ein um Sondereffekte bereinigtes Konzern-EBITDA von 26 bis 29 Mio. Euro. Sollte sich im Gesamtjahr ein vom Unternehmen durchaus für möglich gehaltener Jahresdurchschnittswert von 104 Euro pro MWh Wind- und Solarstrom einstellen, würde clearvise einen Umsatz von ca. 47 bis 51 Mio. Euro und ein bereinigtes

EBITDA von rund 32 bis 35 Mio. Euro erwirtschaften.

Wir hatten bislang Preiseffekte unterstellt, die etwas über diesem Szenario liegen, und haben diese nun reduziert. Außerdem haben wir dämpfende Auswirkungen aus Verschiebungen bei der Inbetriebnahme von Solarparks wegen Materialengpässen berücksichtigt. In Verbindung mit etwas höher angesetzten Strukturkosten haben sich unsere Schätzungen für 2023 etwas stärker und ab 2024 leicht reduziert.

Wir erwarten aber unverändert einen dynamischen Ausbau des Portfolios dank der auf drei Säulen beruhenden Wachstumsstrategie, die im laufenden Jahr mit dem Startschuss für das erste clearPARTNERS-Modell einen weiteren wichtigen Proof-of-Concept erreicht hat.

Daraus resultiert ein deutliches Umsatz- und Ertragswachstum in den nächsten Jahren, das die Basis für das von uns ermittelte Kursziel von 3,25 Euro darstellt. Trotz einer leichten Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (3,40 Euro) signalisiert das ein deutliches Aufwärtspotenzial für die Aktie, was unverändert das Urteil „Buy“ rechtfertigt.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes Portfolio aus Wind- und Solarparks mit einer Kapazität von über 300 MW, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für ca. neun Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Die aufgebaute Pipeline von 450 MW ist eine starke Basis für das weitere Wachstum.
- Sehr erfahrenes und in der Branche gut vernetztes Management.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen.
- Mit einer konservativen Abschreibungspolitik wurden signifikante stille Reserven aufgebaut.

Chancen

- Eine starke Finanzposition, der hohe Cashflow aus dem Bestand und die große Pipeline sichern die geplante Expansion sehr gut ab.
- Eine hohe Volatilität am Strompreismarkt mit zeitweise stark erhöhten Preisen bietet die Möglichkeit zur Erzielung von Zusatzerträgen durch den Abschluss von PPAs.
- Den Wertanstieg des Bestands wegen der höheren Strompreise hat die Aktie noch nicht adäquat nachvollzogen, hier besteht weiteres Nachholpotenzial.
- 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.
- Großaktionär TION könnte nach dem Wechsel des Hauptaktionärs und der Strategie seinen clearvise-Anteil perspektivisch aufstocken.

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 zuletzt bei 29 Prozent.
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

Risiken

- Durch die staatliche Abschöpfung von „Zufallsgewinnen“ wird ein substanzieller Teil der Mehreinnahmen aus hohen Marktpreisen im Moment noch als Steuer abgeführt.
- Ein weiter steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren, außerdem würde der Wert der Anlagen durch den stärkeren Diskontierungseffekt sinken.
- 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.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	266,9	302,6	472,5	602,7	794,3	754,2	717,9	682,0	646,4
1. Immat. VG	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
2. Sachanlagen	261,8	297,5	467,4	597,6	789,2	749,1	712,7	676,9	641,3
II. UV Summe	86,0	98,9	89,0	90,8	84,0	88,7	91,0	93,5	92,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	104,9	113,1	141,1	163,7	195,2	193,4	193,1	193,8	191,1
II. Mezzanine Kapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	9,8	10,3	11,2	12,3	13,7	15,3	16,4	17,5	18,5
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	174,6	207,4	320,2	413,3	544,0	513,9	483,8	453,7	423,6
2. Kurzfristiges FK	69,0	76,0	94,3	109,4	130,6	125,7	120,8	115,9	111,0
BILANZSUMME	358,3	406,9	566,9	698,8	883,6	848,3	814,2	780,9	744,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	64,03	49,00	52,91	63,49	76,09	82,58	84,16	86,26	81,69
EBITDA	47,88	30,88	35,18	45,09	54,61	59,93	61,18	62,83	59,32
EBIT	25,31	6,81	8,77	13,31	18,69	19,89	24,79	27,00	23,70
EBT	18,69	-0,18	-2,31	-1,91	-2,32	0,07	6,64	10,11	8,09
JÜ (vor Ant. Dritter)	11,62	-1,66	-4,41	-4,16	-6,17	-1,80	2,71	5,04	4,64
JÜ	11,62	-1,66	-4,41	-4,16	-6,17	-1,80	2,71	5,04	4,64
EPS	0,15	-0,02	-0,04	-0,04	-0,05	-0,01	0,02	0,03	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05	0,06

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	48,24	29,11	33,69	43,88	52,20	60,03	59,44	59,98	58,16
CF aus Investition	-55,88	-59,75	-196,25	-162,00	-227,50	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	62,12	42,78	151,95	119,10	167,70	-55,90	-57,61	-57,86	-59,57
Liquidität Jahresanfa.	23,20	77,67	89,81	79,19	80,17	72,58	76,70	78,53	80,65
Liquidität Jahresende	77,67	89,81	79,19	80,17	72,58	76,70	78,53	80,65	79,24

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	94,7%	-23,5%	8,0%	20,0%	19,8%	8,5%	1,9%	2,5%	-5,3%
EBITDA-Marge	74,8%	63,0%	66,5%	71,0%	71,8%	72,6%	72,7%	72,8%	72,6%
EBIT-Marge	39,5%	13,9%	16,6%	21,0%	24,6%	24,1%	29,5%	31,3%	29,0%
EBT-Marge	29,2%	-0,4%	-4,4%	-3,0%	-3,0%	0,1%	7,9%	11,7%	9,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	18,1%	-3,4%	-8,3%	-6,6%	-8,1%	-2,2%	3,2%	5,8%	5,7%

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)

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 19.05.2023 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 19.05.2023 um 9:15 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
13.04.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3)
30.03.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3), 4)
11.01.2023	Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)
14.09.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3)
11.08.2022	Buy	3,80 Euro	1), 3)
19.07.2022	Buy	4,10 Euro	1), 3), 4)
09.06.2022	Buy	4,00 Euro	1), 3), 4)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und vier 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.