

7. Oktober 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# ABO Invest AG

## Gewinnsprung im ersten Halbjahr

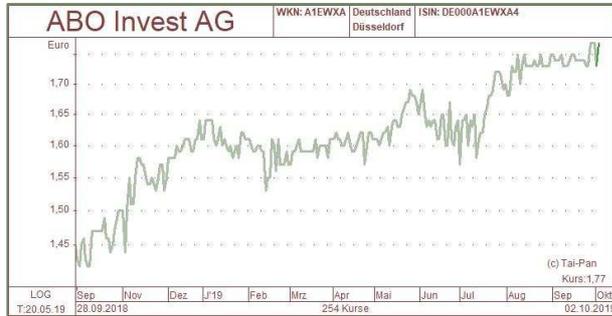
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,77 Euro | Kursziel: 2,00 Euro

**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

<b>Sitz:</b>	Wiesbaden
<b>Branche:</b>	Stromerzeugung
<b>Mitarbeiter:</b>	2 Vorstände, 2 Angestellte
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Ticker:</b>	ABO:GR
<b>Kurs (DUS):</b>	1,77 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr Düsseldorf und Hamburg
<b>Aktienzahl:</b>	49,0 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	86,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	235,7 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 86 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	1,78 Euro / 1,41 Euro
<b>Ø Umsatz (DUS, 12 M):</b>	31,1 Tsd. Euro

Die Windverfügbarkeit lag im ersten Halbjahr 2019 erneut deutlich unter den langfristigen Durchschnittswerten, war aber besser als in den ersten sechs Monaten des Vorjahres. Auf Basis eines weitgehend unveränderten Portfolios konnte ABO Invest den Umsatz so um 2,5 Prozent auf 17,2 Mio. Euro steigern. Sämtliche Kostenpositionen sind währenddessen moderat zurückgegangen und führten zu einer verbesserten operativen Profitabilität. Da das Unternehmen zudem eine finale, ergebniswirksame Zahlung in Höhe von 1,1 Mio. Euro aus dem Verkauf eines Windparks im Vorjahr erhalten hat, erhöhten sich EBITDA und EBIT um 9 Prozent auf 14,1 Mio. Euro bzw. um 39,1 Prozent auf 4,7 Mio. Euro; das Vorsteuerergebnis konnte sogar von 0,15 auf 1,83 Mio. Euro vervielfacht werden. Sollte die Windverfügbarkeit im Schlussquartal das Durchschnittsniveau erreichen, wird ABO Invest im Gesamtjahr voraussichtlich einen Umsatz von 33 Mio. Euro und ein Vorsteuerergebnis von 1,7 Mio. Euro erwirtschaften. Das weitere Wachstum soll wie bislang mit Zukäufen forciert werden, den geplanten Kauf von Solarparks in Griechenland hat der Aufsichtsrat im Juli allerdings verworfen. Nachdem bislang nur Projekte von ABO Wind gekauft wurden, wird am Markt nun breiter nach geeigneten Objekten sondiert.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	27,7	26,4	31,7	32,4	33,3	33,4
EBITDA (Mio. Euro)	20,6	18,9	25,5	25,5	24,6	24,7
Jahresüberschuss	-3,1	-3,3	-1,4	-0,3	-0,6	0,2
EpS	-0,05	-0,07	-0,03	-0,01	-0,01	0,00
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,01	0,02	0,03	0,04
Umsatzwachstum	-5,1%	-4,6%	19,9%	2,3%	2,8%	0,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	3,13	3,28	2,74	2,68	2,60	2,60
KGV	-	-	-	-	-	520,5
KCF	4,4	7,7	5,6	4,3	4,7	4,6
EV / EBITDA	11,4	12,4	9,3	9,2	9,6	9,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,6%	1,0%	1,7%	2,3%

## Umsatz legt moderat zu

Die Stromerträge aus dem Windparkportfolio und der Biogasanlage haben sich im ersten Halbjahr 2019 um knapp 5 Prozent auf 199 Mio. kWh erhöht. Das war vor allem auf etwas bessere Rahmenbedingungen zurückzuführen: Während die Erträge im Vorjahr wegen einer sehr schwachen Windverfügbarkeit um etwa 8 Prozent unter dem Durchschnittswert lagen, wurde dieser in der laufenden Periode nur um rund 5 Prozent verfehlt. Konsolidierungseffekte haben die Resultate dabei nur in geringem Umfang beeinflusst. Der in 2018 veräußerte Windpark Wennerstorf hatte bis zum Mai letzten Jahres noch einen Beitrag von 3,1 Mio. kWh geleistet, der nun entfallen ist. Kompensiert werden konnte dieser Effekt durch eine Aufstockung des Anteils am Windpark Weilrod von 80 auf 100 Prozent im April 2018. Dank der gewachsenen Stromproduktion hat der Umsatz von ABO Invest im ersten Halbjahr um 2,5 Prozent auf 17,2 Mio. Euro zugelegt.

## EBIT steigt um 39 Prozent

Aus dem Verkauf des Windparks Wennerstorf hatte ABO Invest in 2018 einen Veräußerungsgewinn von 0,3 Mio. Euro erzielt, außerdem hatte die Gesellschaft für die vereinbarte Beteiligung an der Wertschöpfung aus dem Repowering im zweiten Halbjahr 2018 eine Abschlagszahlung von 1,5 Mio. Euro erhalten. Im Juni dieses Jahres hat der Partner ABO Wind den repowerten Windpark schließlich verkauft. Die Schlussabrechnung führte zu einem weiteren Ertrag für ABO Invest in Höhe von 1,1 Mio. Euro, der im ersten Halbjahr 2019 einen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge von 0,7 auf 1,2 Mio. Euro nach sich zog. Weitere positive Ergebniseffekte resultierten aus einem moderaten Rückgang der Kosten. Insbesondere die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind um 7,4 Prozent auf 3,9 Mio. Euro gesunken, was maßgeblich zu einer überproportionalen Verbesserung des EBITDA um 9 Prozent auf 14,1 Mio. Euro beigetragen hat. Da zugleich die Abschreibungen nach dem Wennerstorf-Verkauf mit 9,4 Mio. Euro um 1,6 Prozent niedriger als im Vorjahr ausgefallen sind, hat das EBIT noch deutlich stärker zugelegt, um 39,1 Prozent auf 4,7 Mio. Euro. Aber auch ohne den Ertrag aus der

Windparkveräußerung hat sich der Gewinn vor Zinsen und Steuern um 6,4 Prozent erhöht.

Geschäftszahlen	6M 18	6M 19	Änderung
Umsatz	16,8	17,2	+2,5%
EBITDA	12,9	14,1	+9,0%
EBIT	3,36	4,68	+39,1%
EBT	0,15	1,83	+1.103%
Periodenergebnis	-0,49	1,02	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen*

## Periodenergebnis deutlich positiv

Die fortschreitende Tilgung der Finanzverbindlichkeiten und die damit einhergehende Reduktion der Zinsaufwendungen ermöglichte eine Verbesserung des Finanzergebnisses von -3,2 auf -3,0 Mio. Euro, so dass sich das Vorsteuerergebnis von 0,15 auf 1,83 Mio. Euro vervielfacht hat. Dem stand allerdings auch ein deutlich gestiegener Steueraufwand (+27 Prozent auf 0,81 Mio. Euro) aufgrund einer höheren Körperschaftsteuer der ABO Invest AG gegenüber. Unter dem Strich hat sich das Periodenergebnis trotzdem von -0,5 auf +1,0 Mio. Euro erheblich verbessert und ist damit deutlich positiv ausgefallen.

## Hoher Free-Cashflow

Ebenfalls sehr erfreulich hat sich der Cashflow entwickelt, der Zahlungsmittelüberschuss aus der laufenden Geschäftstätigkeit konnte um 14,4 Prozent auf 14,1 Mio. Euro gesteigert werden. Da nur minimale Ausgaben für Investitionen (Saldo -13 Tsd. Euro, Vorjahr: -544 Tsd. Euro) getätigt wurden, entspricht das auch dem Free-Cashflow der Periode. Abzüglich der Tilgungsleistungen (9,0 Mio. Euro) und der Zinszahlungen (3,2 Mio. Euro) hat sich die Konzern-Liquidität damit seit Jahresanfang um 1,9 auf 16,4 Mio. Euro erhöht. Etwas verbessert hat sich dank des Gewinns auch die Eigenkapitalposition (von 38,3 auf 38,8 Mio. Euro), während die Bilanzsumme aufgrund der Schuldenreduktion von 222,3 auf 214,4 Mio. Euro zurückgegangen ist. Damit hat sich die Eigenkapitalquote im ersten Halbjahr von 17,2 auf 18,1 Prozent erhöht.

## Q3-Produktion schwach

Während das Unternehmen im Halbjahresbericht die Produktionsdaten der ersten sechs Monate verarbeitet hat, sind auf der Website inzwischen auch die Q3-Ergebnisse und damit die Neunmonatszahlen zur Stromproduktion verfügbar. Nach unserer Erhebung lag der Output von 11 der 13 Portfolio-Windparks zwischen Juli und September bezüglich der Windverfügbarkeit unter den Normwerten, und das zum Teil deutlich (die beiden anderen haben die Normwerte in etwa erreicht). Hinzu kam eine längere Ausfallzeit des Windparks Saint Nicolas des Biefs wegen Arbeiten am Stromnetz, die nur teilweise (zu etwa 60 Prozent) ersetzt wird. Die auf der Website ausgewiesene Stromproduktion der ersten neun Monate (unter Annahme pauschalierter Leitungsverluste von 3 Prozent) summierte sich auf rund 263 Mio. kWh und lag damit zwar um ca. 7 Prozent über dem Vorjahreswert, aber trotzdem um etwa 7 bis 8 Prozent unter der Norm bei einer durchschnittlichen Windverfügbarkeit (unter Berücksichtigung der Netzausfallzeit von Saint Nicolas).

## Deutlich positives Vorsteuerergebnis möglich

Das Unternehmen hatte auf Basis des Bestandsportfolios für das Gesamtjahr eine von der Windverfügbarkeit abhängige Zielspanne für den Umsatz (31,7 bis 37 Mio. Euro), das EBITDA (23,1 bis 28 Mio. Euro) und das EBT (-1,3 bis 3,5 Mio. Euro) ausgegeben. Unter durchschnittlichen Windbedingungen wären Resultate in Höhe von 35,3 Mio. Euro (Umsatz), 26,7 Mio. Euro (EBITDA) und 2,2 Mio. Euro (EBT) zu erwarten gewesen. Mit dem Halbjahresbericht wurde der Ausblick für 2019 auf einen Umsatz von 33 Mio. Euro und ein (um Sondereffekte bereinigtes) EBITDA von 25 Mio. Euro konkretisiert, sofern die Windverfügbarkeit im vierten Quartal dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Das bereinigte Vorsteuerergebnis würde dann mit 0,3 Mio. Euro erstmals positiv ausfallen, unter Berücksichtigung der bislang absehbaren Sondererträge korrespondiert das mit einem EBT von 1,7 Mio. Euro. Zum Zeitpunkt dieser Prognoseerstellung war die Produktionsentwicklung im dritten Quartal bereits weitgehend bekannt und somit auch berücksichtigt.

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2017	2018	9M 2018	9M 2019		
Glenough	35,0	IE	91,4	100,7	66,6	72,2	8,5%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	17,4	17,1	11,8	13,3	12,8%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	17,3	19,0	13,2	13,9	4,8%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	16,4	17,0	11,6	12,0	4,2%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,1	8,5	5,7	6,3	11,3%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	34,3	35,4	24,4	21,0	-13,8%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	6,7	6,8	-2,8%	2009
Losheim	4,5	DE	5,1	5,8	4,1	3,7	-12,0%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	7,1	6,1	4,3	4,9	16,4%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,0	6,1	4,2	4,8	13,3%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,2	4,0	2,7	3,0	19,4%	2007
Weilrod	16,8	DE	34,0	41,5	26,1	29,5	25,8%	Feb 15*
Wennerstorf****	5,0	DE	5,6	3,1	3,1	0,0	-100,0%	Jun 16*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	18,6	81,7	56,5	67,2	19,1%	Jul15+Dez17*
<b>Biogas: Samswegen</b>	0,8	DE	5,2	6,3	4,5	4,3	-3,7%	2010**
<b>Summe</b>	<b>150,7****</b>		<b>282,9</b>	<b>361,9</b>	<b>245,4</b>	<b>263,0</b>	<b>7,2%</b>	

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

\*\* Anlage grundlegend überarbeitet

\*\*\* Produktion gemäß Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste

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

Quelle: Unternehmen

## Neuer größerer Aktionär aufgetreten

Operativ ist ABO Invest damit im laufenden Jahr gut auf Kurs, auch wenn die Windverfügbarkeit weiterhin unter den Durchschnittswerten liegt. Trotzdem stehen auf der Ebene der Führungsgremien weitere Änderungen an, nachdem in der Hauptversammlung bereits zwei Aufsichtsräte überraschend ausgetauscht wurden. Dies war auf den Einfluss der von Dr. Benedikt Kormaier vertretenen Gesellschaft ENKRAFT Capital GmbH zurückzuführen, die zur HV über einen Aktienanteil von 10,0 Prozent verfügte (weitere knapp 1,5 Prozent hält die BENKOR Capital GmbH, auch hier ist Dr. Kormaier Mitglied der Geschäftsführung). Ein weiteres Resultat war, dass die HV entgegen der ursprünglichen Planung der Gremien erstmals eine Dividendenausschüttung in Höhe von 1 Cent je Aktie beschlossen hat.

## Umbau der Gremien

Eine Forderung des neuen Investors ist es, die Unabhängigkeit von ABO Wind zu stärken. Daher wird zum 1. Dezember mit Petra Leue-Bahns, die aktuell noch die Leitung in den Bereichen Finanzierung, Vertrieb und kaufmännische Geschäftsentwicklung bei ABO Wind innehat, ein neuer Vorstand bestellt, der

erstmalig kein weiteres Mandat ausübt. Zuvor hatte ABO-Invest-Vorstandsmitglied Andreas Höllinger (der auch Vorstand von ABO Wind ist) angekündigt, für eine Verlängerung seines Ende Dezember auslaufenden Mandats nicht zur Verfügung stehen. Der zweite bisherige Vorstand Dr. Jochen Ahn (ebenfalls auch ABO-Wind-Vorstand) zeigt sich bezüglich einer Mandatsverlängerung offen. Demgegenüber hat der Aufsichtsratsvorsitzende Jörg Lukowsky eine Fortsetzung seiner Tätigkeit nach der Hauptversammlung 2020 ausgeschlossen und muss dementsprechend dann ersetzt werden.

## Investitionspläne geändert

Der neu formierte Aufsichtsrat hat kurz nach der Hauptversammlung eine wichtige Weichenstellung vorgenommen. Die zuvor angedachte Investition in Solarparks in Griechenland aus der Entwicklungspipeline von ABO Wind wurde im Juli verworfen, da vermutlich das Projekt- und Landesrisiko als zu hoch eingestuft wurde. Dennoch plant ABO Invest weiterhin, das Portfolio über Zukäufe auszubauen. Zum Stichtag Ende Juni verfügte die Aktiengesellschaft dafür über liquide Mittel in Höhe von 7,0 Mio. Euro sowie ungenutzte Kreditlinien. Neben der etablierten Partnerschaft mit ABO Wind werden künftig auch

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	32,4	33,3	33,4	33,5	33,6	33,5	33,1	33,2
Umsatzwachstum		2,8%	0,3%	0,3%	0,3%	-0,5%	-1,2%	0,3%
EBIT-Marge	20,8%	17,6%	18,3%	19,4%	19,7%	19,4%	19,7%	19,9%
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,0	0,9	0,9	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>NOPAT</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	18,8	18,8	18,6	18,3	18,2	18,2	17,9	17,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>24,8</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>	<b>23,8</b>	<b>24,2</b>	<b>24,0</b>	<b>23,7</b>	<b>23,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>25,9</b>	<b>23,8</b>	<b>23,8</b>	<b>23,5</b>	<b>24,1</b>	<b>24,0</b>	<b>23,7</b>	<b>23,8</b>

SMC Schätzmodell

Objekte von anderen Projektentwicklern oder vom Bestandsmarkt geprüft.

### Status-quo-Szenario

Wir hatten bislang in unserem Modell die Investition in Griechenland fest einkalkuliert und haben diese nun eliminiert. Da mögliche alternative Akquisitionsobjekte im Moment noch nicht konkret absehbar sind, verzichten wir vorerst auf eine Berücksichtigung externen Wachstums. Stattdessen fokussieren wir uns in der Bewertung auf die Cashflows aus dem bestehenden Portfolio. Für das laufende Jahr gehen wir davon aus, dass das Unternehmen einen Umsatz von 32,4 Mio. Euro, ein EBITDA von 25,5 Mio. Euro und einen Vorsteuergewinn von 1,1 Mio. Euro ausweisen wird. Dabei haben wir die positiven Sondereffekte berücksichtigt, rechnen aber vorsichtshalber damit, dass die Windverfügbarkeit im Schlussquartal um 6 Prozent unter der Norm liegen wird.

### Noch für lange Zeit hoher Free-Cashflow

Diesen Abschlag setzen wir unverändert auch für die Zeit danach an. Im nächsten Jahr würde der Umsatz damit um 2,8 Prozent auf 33,3 Mio. Euro steigen, da die unterstellte Windverfügbarkeit etwas besser ist als in 2019, und da die Vergütungen in Irland und Frankreich leicht inflationiert werden (wobei wir hier angesichts der aktuell niedrigen Inflation sehr konservativ kalkulieren). Die Preisanpassung sorgt auch danach zunächst für einen weiteren moderaten Erlösanstieg, bevor auslaufende Einspeisevergütungen und schließlich auch das Ende der Produktionszeit bei den Windparks zu rückläufigen Erlösen führen werden. Der Free-Cashflow wird sich dennoch für etliche Jahre auf einem hohen Niveau bewegen. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen

Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2026 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. Eine wichtige Anpassung haben wir aber bei der zur Ermittlung des Diskontierungszinses unterstellten Kapitalstruktur vorgenommen. Da das Unternehmen nun annahmegemäß keine großen Investitionen mehr durchführt, wird die Verschuldungsquote zügig abnehmen. Wir haben daher den durchschnittlichen Fremdkapitalanteil von 80 auf 55 Prozent reduziert. Ansonsten sind die Inputparameter für die Bestimmung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) unverändert geblieben (Betafaktor 0,75, risikoloser Zins 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent, FK-Zins 4,0 Prozent), die sich nun auf 4,7 Prozent belaufen (zuvor: 3,9 Prozent).

### Kursziel 2,00 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 99 Mio. Euro, bzw. 2,02 Euro je Aktie. Daraus leiten wir das neue Kursziel von 2,00 Euro (zuvor: 2,05 Euro) je Aktie ab. Die leichte Reduktion unseres Kursziels resultiert im Wesentlichen aus den Anpassungen, die aus der Herausnahme der zuvor geplanten Griechenland-Investitionen aus unserem Modell resultieren. Damit bietet die Aktie aktuell ein Kurspotenzial von rund 13 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir nun mit drei von sechs möglichen Punkten als leicht unterdurchschnittlich ein, da wir keine hypothetischen Zukäufe mehr einkalkuliert haben, was die Unsicherheit reduziert.

## Fazit

---

ABO Invest ist im ersten Halbjahr 2019 bei einem leichten Umsatzwachstum von 2,5 Prozent auf 17,2 Mio. Euro eine deutliche Gewinnsteigerung gelungen. Das EBIT erhöhte sich um 39,1 Prozent auf 4,7 Mio. Euro und das Vorsteuerergebnis wurde von 0,15 auf 1,83 Mio. Euro vervielfacht. Neben der Steigerung der Einnahmen sorgten eine positive Entwicklung sämtlicher Kostenpositionen und ein Sonderertrag für diesen Gewinnsprung. Dieser resultierte aus der Beteiligung an der Repowering-Wertschöpfung bei dem im letzten Jahr verkauften Windpark Wennerstorf, woraus ABO Invest in diesem Jahr eine abschließende, voll ergebniswirksame Zahlung in Höhe von 1,1 Mio. Euro erhalten hat.

Mit den Halbjahreszahlen deutet sich aufgrund der fortschreitenden Tilgung der für den Aufbau des Portfolios aufgenommenen Kredite das Ertragspotenzial des Geschäftsmodells zunehmend an – und das, obwohl die Windverfügbarkeit im laufenden Jahr bislang wieder deutlich unterdurchschnittlich ausgefallen ist. Sollten die Normwerte zumindest im Schluss-

quartal erreicht werden, hat das Unternehmen einen Umsatz von 33 Mio. Euro und ein Vorsteuerergebnis in Höhe von 1,7 Mio. Euro in Aussicht gestellt.

Wir haben etwas konservativer kalkuliert und rechnen auch für das Schlussquartal mit einer unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit und infolgedessen mit einem EBT von 1,1 Mio. Euro. Auch für die Folgejahre arbeiten wir unverändert mit einem sechszwanzigprozentigen Abschlag auf den Normwert. Zudem unterstellen wir vorerst keine weiteren Zukäufe, nachdem der Aufsichtsrat im Juli die anvisierten Investitionen in Solarparks in Griechenland verworfen hat und noch keine neuen konkreten Akquisitionskandidaten bekannt sind.

Damit resultiert aus unserem Modell nun ein neuer fairer Wert von 2,00 Euro je Aktie (zuvor 2,05 Euro je Aktie). Nach einer starken Performance bietet der Titel somit aktuell ein weiteres Aufwärtspotenzial von rund 13 Prozent, unser Urteil lautet auf dieser Basis unverändert „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	202,2	183,5	164,9	146,4	128,2	110,1	92,0	74,3	56,5
1. Immat. VG	8,0	7,5	7,0	6,5	6,1	5,7	5,3	5,0	4,7
2. Sachanlagen	194,0	175,8	157,6	139,6	121,9	104,1	86,4	69,0	51,6
II. UV Summe	19,5	18,9	17,9	17,4	12,8	13,5	16,8	21,9	29,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	38,3	37,5	36,0	34,7	34,0	33,3	33,2	33,2	33,6
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,6
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	156,0	114,6	100,9	87,7	74,7	62,2	51,1	41,5	33,4
2. Kurzfristiges FK	20,9	43,4	38,6	33,9	29,3	24,8	20,9	17,5	14,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>222,2</b>	<b>202,9</b>	<b>183,3</b>	<b>164,3</b>	<b>141,4</b>	<b>124,1</b>	<b>109,3</b>	<b>96,6</b>	<b>86,3</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	31,67	32,39	33,30	33,41	33,53	33,64	33,48	33,08	33,20
EBITDA	25,45	25,53	24,64	24,70	24,77	24,84	24,70	24,37	24,44
EBIT	6,47	6,74	5,87	6,10	6,52	6,62	6,50	6,52	6,61
EBT	0,12	1,13	0,92	1,91	3,24	3,84	4,26	4,81	5,39
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,25	-0,30	-0,58	0,17	1,26	1,86	2,15	2,55	2,96
JÜ	-1,39	-0,30	-0,58	0,17	1,26	1,86	2,15	2,55	2,96
EPS	-0,03	-0,01	-0,01	0,00	0,03	0,04	0,04	0,05	0,06
Dividende	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	22,09	25,61	23,28	23,24	23,20	23,41	23,15	22,77	22,84
CF aus Investition	-9,18	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CF Finanzierung	-11,36	-24,90	-24,36	-23,77	-27,96	-22,47	-19,66	-17,55	-15,13
Liquidität Jahresanfa.	12,96	14,52	15,13	13,96	13,32	8,46	9,29	12,68	17,80
Liquidität Jahresende	14,52	15,13	13,96	13,32	8,46	9,29	12,68	17,80	25,41

### Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	19,9%	2,3%	2,8%	0,3%	0,3%	0,3%	-0,5%	-1,2%	0,3%
EBITDA-Marge	80,4%	78,8%	74,0%	73,9%	73,9%	73,8%	73,8%	73,7%	73,6%
EBIT-Marge	20,4%	20,8%	17,6%	18,3%	19,4%	19,7%	19,4%	19,7%	19,9%
EBT-Marge	0,4%	3,5%	2,7%	5,7%	9,7%	11,4%	12,7%	14,5%	16,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-4,4%	-0,9%	-1,7%	0,5%	3,8%	5,5%	6,4%	7,7%	8,9%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§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 07.10.2019 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 07.10.2019 um 8:20 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
20.05.2019	Buy	2,05 Euro	1), 3), 4)
23.04.2019	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
21.01.2019	Buy	1,90 Euro	1), 3), 4)
09.10.2018	Buy	1,90 Euro	1), 3), 4)
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)

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 vorstehenden 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.