

9. März 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



ABO Invest AG

Wandel zum Dividententitel mit steigenden Ausschüttungen

Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 2,00 € | Kursziel: 2,10 € (zuvor: 2,00 €)

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	10
Zahlen.....	13
Equity-Story	15
DCF-Bewertung.....	17
Fazit	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	2 Vorstände, 1 Angestellter
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	ABO:GR
ISIN:	DE000A1EWXA4
Kurs (DUS):	2,00 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr Düsseldorf, Hamburg u. München
Aktienanzahl:	49,0 Mio. Stück
Market-Cap:	98,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	237,8 Mio. Euro
Free Float:	< 90,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,12 / 1,56 Euro
Ø Umsatz (DUS, 12 M):	25,5 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

ABO Invest hat seit der Gründung im Jahr 2010 ein großes Windpark-Portfolio aufgebaut. Die installierte Leistung betrug Ende letzten Jahres rund 150 MW und verteilte sich auf 66 Windanlagen in Frankreich, Irland, Deutschland und Finnland. Die Anteile der einzelnen Länder an der Jahresproduktion sind inzwischen annähernd gleichverteilt. Zum Bestand zählt darüber hinaus eine Biogasanlage mit 0,8 MW. Dank eines starken Schlussquartals konnte die Stromproduktion im letzten Jahr gemäß den Daten auf der Website um rund 5 Prozent auf ca. 380 Mio. kWh gesteigert werden, obwohl der Bestand unverändert geblieben ist. Das Unternehmen hat 2018 und 2019 keine größeren Zukäufe getätigt, da die Preise für Windparks nachfragebedingt deutlich gestiegen sind und die erzielbaren Renditen den gesetzten Mindestzielen nicht genügten. Nun soll die Suche nach attraktiven Investments noch intensiviert werden, wozu auch eine stärkere Loslösung von dem engen Partner ABO Wind gehört. Unter anderem aus diesem Grund wird mit der designierten Alleinvorständin Petra Leue-Bahns eine neue Führung etabliert, die im Unterschied zum bisherigen Vorstand keine Funktionen bei ABO Wind innehat.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	26,4	31,7	32,8	33,2	33,3	33,4
EBITDA (Mio. Euro)	18,9	25,5	25,9	24,5	24,6	24,7
Jahresüberschuss	-3,3	-1,4	0,0	-0,6	0,0	1,0
EpS	-0,03	-0,03	0,00	-0,01	0,00	0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02
Umsatzwachstum	-4,6%	19,9%	3,6%	1,1%	0,3%	0,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	3,71	3,09	2,99	2,95	2,94	2,93
KGV	-	-	-	-	-	101,1
KCF	5,7	6,3	4,8	5,4	5,2	5,1
EV / EBITDA	12,6	9,3	9,2	9,7	9,7	9,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%

Executive Summary

- **Portfolio mit Normproduktion von 400 Mio. kWh:** ABO Invest hat ein Portfolio von Stromerzeugungskapazitäten aufgebaut, das aus Windparks mit einer kumulierten installierten Leistung von rund 150 MW und einer Biogasanlage mit einer Leistung von 0,8 MW besteht. Die Windanlagen verteilen sich auf die Länder Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland, wobei die Anteile der einzelnen Länder an der Normproduktion in Höhe von aktuell rund 400 Mio. kWh unter durchschnittlichen Windverhältnissen annähernd gleichverteilt sind.
- **Neue Impulse:** Nach dem Einstieg eines neuen Investors, der mit der Hauptversammlung im letzten Jahr bekannt geworden ist, sind einige Änderungen eingeleitet worden. Zu den wichtigsten Maßnahmen zählt die angekündigte Berufung von Petra Leue-Bahns als künftige Alleinvorständin, die sich ausschließlich um die Belange von ABO Invest kümmern wird. Damit wird die Verquickung von ABO Invest und ABO Wind auf Vorstandsebene aufgelöst. Im Zusammenhang damit will ABO Invest, dessen bisheriges Windportfolio ausschließlich von ABO Wind erworben worden ist, auch den Such- und Akquisitionsprozess von neuen Investitionsmöglichkeiten noch intensivieren und unabhängiger von ABO Wind gestalten. Der vor der letztjährigen Hauptversammlung noch geplante Kauf von Solarparks in Griechenland ist hingegen vom Aufsichtsrat im Nachgang zu der Veranstaltung verworfen worden.
- **Markt bleibt schwierig:** Der Windparkmarkt ist weiter ein Verkäufermarkt. Während der jährliche Zubau in Europa im letzten Jahrzehnt per Saldo stagniert hat, ist die Nachfrage nach attraktiven Windparks deutlich gestiegen, was für niedrige Renditen sorgt. Nach einem Einbruch der Ausbauaktivitäten in Deutschland werden aktuell die Bemühungen intensiviert, das Ausbautvolumen wieder deutlich zu steigern.
- **Operativ hochprofitabel:** In den letzten Jahren war die Windverfügbarkeit in den von ABO Invest abgedeckten Märkten insgesamt schwach, weswegen das Portfolio sein unter durchschnittlichen Bedingungen kalkuliertes Produktionspotenzial wiederholt deutlich unterschritten hat. Dennoch wirtschaftet die Gesellschaft operativ sehr profitabel. Für 2019 wurde die Prognose im letzten September (bei einer unterstellten durchschnittlichen Windverfügbarkeit im Schlussquartal, was in etwa eingetreten ist) auf einen Umsatz von 33 Mio. Euro und ein (um Sondereffekte bereinigtes) EBITDA von 25 Mio. Euro konkretisiert. Unter der Prämisse könnte die Gesellschaft auf Konzernebene prognosegemäß erstmals ein bereinigtes positives Vorsteuerergebnis von 0,3 Mio. Euro erzielt haben. Inklusiv der Erträge aus dem Verkauf eines Windparks würde das mit einem berichteten EBT von 1,7 Mio. Euro korrespondieren.
- **Dividendenzahlungen aufgenommen:** Die AG als Dachgesellschaft hatte schon 2018 einen deutlichen Gewinn erwirtschaftet und auf der Basis im letzten Jahr erstmals eine Dividende von 1 Cent pro Aktie ausgeschüttet. Dank der fortschreitenden Tilgung und damit sinkender Zinsbelastungen bestehen gute Aussichten auf steigende Gewinne und Ausschüttungen. Wir haben den Cashflow aus dem Bestand geschätzt und auf dieser Basis einen neuen fairen Wert von 2,10 Euro je Aktie ermittelt. Angesichts der zuletzt sehr guten Kursentwicklung ist das Unternehmen aus unserer Sicht im Moment in etwa fair bewertet, daher lautet unser neues Urteil „Hold“. Wir haben im Moment aber noch keine positiven Effekte aus weiteren Zukäufen eingeplant.

SWOT-Analyse

Stärken

- Breit diversifiziertes Windparkportfolio, das sich, gemessen an der jährlichen Normproduktion, gleichmäßig auf vier Länder verteilt.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für mehrere Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Langjährige Erfahrung in der Akquise von Windparks.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen; künftige Alleinvorständin Petra Leue-Bahns ist in der Branche sehr gut vernetzt.
- Konservative Abschreibungspolitik sorgt für die Bildung stiller Reserven.
- Der laufende Betrieb der Anlagen ist sehr Cash-flow-stark.

Chancen

- Unter normalen Windbedingungen dürfte ABO Invest nun nachhaltig profitabel wirtschaften.
- Bestandsprojekte erwirtschaften bei einer im Zeitablauf abnehmenden Zinsbelastung kontinuierlich steigende freie Cashflows (bis zum Auslaufen der Einspeisevergütung).
- Zuwächse in starken Windjahren fließen fast eins zu eins in den freien Cashflow.
- Mit einem intensivierten Screening des Marktangebots könnte das externe Wachstum nun wieder forciert werden.
- Die am Markt geforderte Rendite sinkt mit der Größe des Portfolios, vice versa steigt der Wert des Anlagenbestands.
- Die voraussichtliche Anlagenlaufzeit von 20 Jahren könnte übertroffen werden und für Zusatzrenditen sorgen.

Schwächen

- In den letzten Jahren war die Windverfügbarkeit deutlich unterdurchschnittlich, so dass das Produktionspotenzial des Portfolios bei weitem nicht ausgeschöpft wurde.
- Negative Abweichungen der Windverfügbarkeit von den Planwerten sind nicht zu kompensieren.
- Wegen hoher Abschreibungen und Zinszahlungen war das Konzern-Nettoergebnis bislang negativ.
- Die Konzernbilanz weist aktuell eine relativ hohe Verschuldung auf (EK-Quote ca. 18 Prozent).
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

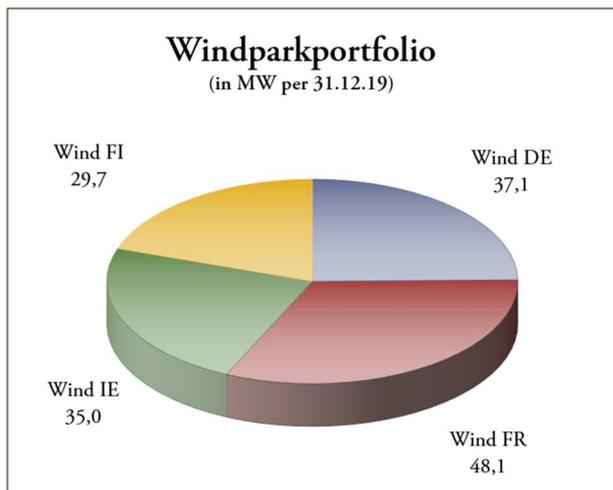
Risiken

- Die Schätzungen zum durchschnittlichen Produktionspotenzial der Windparks könnten zu hoch sein.
- Mehrere Jahre mit einem unterdurchschnittlichen Windaufkommen in Folge könnten ein Hinweis auf negative klimatische Veränderungen darstellen.
- Die Renditen neuer Projekte sind nachfragebedingt derzeit gering.
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, was insbesondere in turbulenten Börsenphasen schwierig sein könnte.
- Ein deutlich steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren.
- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern.

Profil

Breit gestreutes Windparkportfolio

Der in Wiesbaden ansässige Windparkprojektentwickler ABO Wind hat die ABO Invest AG 2010 gegründet, um Privatanleger am Betrieb eines Onshore-Windparkportfolios zu beteiligen und die Stromproduktion aus einem Eigenbestand von Anlagen als zweites Standbein zu etablieren. Mit dem Erwerb der aus fünf Projektgesellschaften bestehenden Eurowind AG legte ABO Invest Ende 2010 den Grundstein für ein europaweit gestreutes Portfolio. Durch weitere Zukäufe ist der Bestand bis Ende letzten Jahres auf 66 Windenergieanlagen angewachsen, die sich auf Frankreich (24), Deutschland (19), Irland (14) und Finnland (9) verteilen und über eine kumulierte Kapazität von rund 150 MW verfügen. Darüber hinaus gehört eine Biogasanlage in Deutschland mit 0,8 MW zum Portfolio. Die Aktie von ABO Invest wird an den Regionalbörsen Düsseldorf, Hamburg und München gehandelt. Um den Charakter als „Bürgerwindaktie“ zu untermauern, wurde der Stimmrechtsanteil eines einzelnen Aktionärs via Satzung auf 10 Prozent begrenzt.

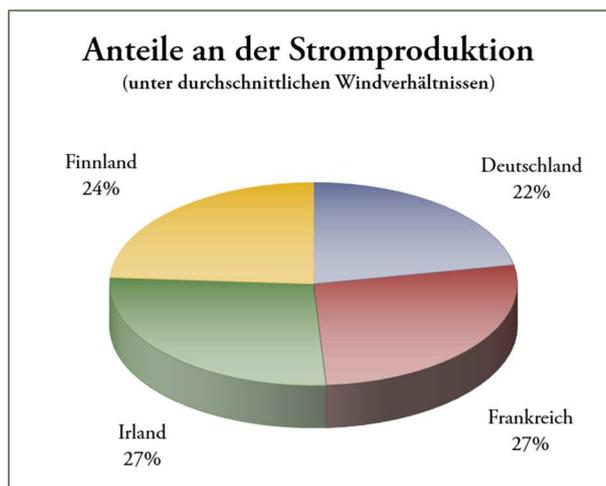


Quelle: Unternehmen

Streuung dient der Risikoreduktion

Die jährlichen Erträge aus dem Portfolio schwanken in Abhängigkeit von der Windverfügbarkeit, die regional sehr unterschiedlich ausfallen kann. Die Streu-

ung der Investitionen über verschiedene Regionen und Länder sorgt daher für einen Diversifikationseffekt. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Windverfügbarkeit an verschiedenen Standorten ist die Jahresproduktion von ABO Invest unter durchschnittlichen Windverhältnissen inzwischen annähernd gleich verteilt auf die vier Länder, in denen das Unternehmen bislang aktiv ist (siehe Grafik). Dabei setzt die Gesellschaft auf Länder mit stabilen Rahmenbedingungen, in denen für einen großen Teil der Laufzeit der Anlagen garantierte Einspeisevergütungen gewährt werden.



Quelle: Unternehmen

Hohe Transparenz

Im Hinblick auf die operativen Daten des Portfolios bietet ABO Invest eine hohe Transparenz. Auf der Website des Unternehmens sind die Tages-, Monats- und Jahresproduktionswerte der einzelnen Windparks abrufbar, auch ein Abgleich mit den erwarteten Erträgen wird ausgewiesen. Die Produktionsdaten werden pauschal um Leitungsverluste bereinigt (ca. 3 Prozent im Durchschnitt) und entsprechen daher nur näherungsweise den tatsächlichen Resultaten. Eine Zusammenfassung der wichtigsten Daten bietet die Tabelle auf der nächsten Seite.

Große Windparks in allen vier Ländern

Mit einer installierten Leistung von 35 MW ist die größtenteils im Oktober 2011 in Betrieb genommene Windfarm Glenough in Irland (eine der Anlagen mit 2,5 MW läuft erst seit Januar 2013) das größte Einzelobjekt im Portfolio. Die Windanlagen auf der grünen Insel generierten im letzten Jahr vergütete Stromerträge von ca. 102,2 Mio. kWh, was rund 27 Prozent der aus den Portfolioanlagen insgesamt eingespeisten Produktion in Höhe von etwa 380,4 Mio. kWh entsprach (Daten laut Website mit pauschalen Leitungsverlusten). Die Nummer zwei im Portfolio ist ein Windpark in Finnland, der vor drei Jahren durch den Bau von sieben neuen Anlagen um 23,1 MW auf 29,7 MW erweitert werden konnte und im letzten Jahr 89,3 Mio. kWh produziert hat. Dahinter folgen ein Windpark in Deutschland, bei dem ABO Invest den Anteil zum 1. April 2018 von 80 auf 100 Prozent aufgestockt hatte, mit 16,8 MW (Jahresproduktion in 2019: 46,2 Mio. kWh), und einer in Frankreich mit 14 MW (Jahresproduktion 2019: 35,9 Mio. kWh).

Enge Verbindung zu ABO Wind...

Nach der Gründung hat ABO Invest eng mit ABO Wind zusammengearbeitet und alle Windparks im Portfolio von dem Projektentwickler erworben. ABO Wind hat die Gesellschaft zudem bei der Platzierung von Aktien unterstützt und selbst in der Regel einen Anteil im einstelligen Prozentbereich gehalten. Eine starke Verbindung gab es auch auf der Managementebene, da die langjährigen Vorstände von ABO Invest, Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger, ebenfalls in dem Führungsgremium von ABO Wind vertreten waren. Daneben hatte ABO Invest nur zwei festangestellte Mitarbeiter und verfügte somit über sehr schlanke Strukturen.

...wird jetzt gelockert

Die enge Verbindung zu ABO Wind wird aber nun gelockert, da sich ein neuer Großinvestor bei ABO Invest engagiert und für Änderungen am Modell stark gemacht hat. Eingeleitet wurden die Anpassungen auf der Hauptversammlung im letzten Juni. Im Rahmen der Veranstaltung war bekannt geworden, dass die

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***			Änderung 18/19 in %	Produktion seit
			2017	2018	2019		
Glenough	35,0	IE	91,4	100,7	102,2	1,5%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	17,4	17,1	17,8	4,0%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	17,3	19,0	20,5	7,5%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	16,4	17,0	18,9	10,6%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,1	8,5	10,0	17,0%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	34,3	35,4	35,9	1,3%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	9,8	2,1%	2009
Losheim	4,5	DE	5,1	5,8	5,5	-5,2%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	7,1	6,1	7,3	19,7%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,0	6,1	6,9	13,4%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,2	4,0	4,4	10,5%	2007
Weilrod	16,8	DE	34,0	41,5	46,2	11,3%	Feb 15*
Wennerstorf****	5,0	DE	5,6	3,1	-	-	Jun 16*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	18,6	81,7	89,3	9,3%	Jul15+Dez17*
Biogas: Samswegen	0,8	DE	5,2	6,3	5,9	-6,3%	2010**
Summe	150,7****		282,9	361,9	380,4	5,1%	

* 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 Portfolileistung enthalten

Quelle: Unternehmen

von Dr. Benedikt Kormaier vertretene Gesellschaft ENKRAFT Capital GmbH über einen Aktienanteil von 10,0 Prozent verfügt (weitere knapp 1,5 Prozent hielt zu dem Zeitpunkt die BENKOR Capital GmbH, auch hier ist Dr. Kormaier Mitglied der Geschäftsführung). Infolgedessen wurde von den Aktionären der Austausch von zwei Aufsichtsräten beschlossen, der Aufsichtsratsvorsitzende Jörg Lukowsky hat zudem im Nachgang die Beendigung seiner Tätigkeit zur Hauptversammlung 2020 angekündigt. Bereits ausgeschieden aus der Gesellschaft ist zum Ende des letzten Jahres Vorstand Andreas Höllinger.

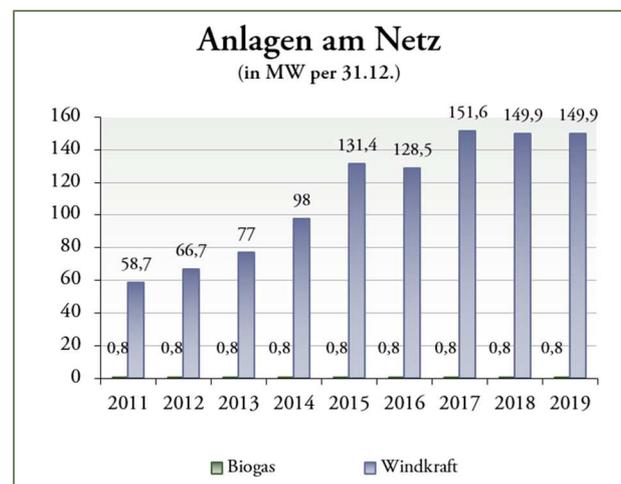
Neuer Vorstand, angepasste Strategie

Der zweite Vorstand, Dr. Jochen Ahn, hat hingegen seinen Ende 2019 ausgelaufenen Vertrag noch einmal um sechs Monate verlängert, wird dann aber ebenfalls ausscheiden. Im Gegenzug erhält ABO Invest mit Petra Leue-Bahns erstmals einen hauptamtlichen Vorstand, der kein weiteres Mandat ausübt. Frau Leue-Bahns, die bislang die Bereiche Finanzierung, Vertrieb und kaufmännische Geschäftsentwicklung bei ABO Wind geleitet hat, hat den Posten Anfang März übernommen und wird ab Juli als Alleinvorständin agieren. Mit dieser Personalie verbunden ist auch eine stärkere Öffnung des Unternehmens. Auf Basis eines breiten Netzwerks von Frau Leue-Bahns in der Branche wird das akquisitionsbezogene Markt-Screening hinsichtlich neuer Windparks anderer Projektentwickler sowie attraktiver Bestandsobjekte intensiviert. Von der geplanten Ausweitung der Aktivitäten auf den griechischen Photovoltaikmarkt hat das Unternehmen im Nachgang zur Hauptversammlung hingegen Abstand genommen, der Aufsichtsrat hat die entsprechenden Pläne verworfen.

Weitere Adjustierungen möglich

Stattdessen hat die HV die Positionierung der Gesellschaft als Dividententitel eingeleitet und entgegen der ursprünglichen Planung eine erste Ausschüttung in Höhe von 1 Cent pro Aktie beschlossen. Weitere Bausteine des Geschäftsmodells von ABO Invest könnten ebenfalls angepasst werden. Durch die enge Zusammenarbeit mit ABO Wind gab es bislang relativ schematisierte und schlanke Prozesse für die Due Dilligence von neuen Projekten. Wird der Fokus der Ein-

kaufsaktivitäten nun erweitert, dürften auch die Bedeutung und der Umfang der akquisitionsbezogenen Prozesse zunehmen. Auch stufen wir es als offen ein, ob das zuletzt gültige Renditeziel für neue Windparkprojekte, das sich auf einen Zins für das einzusetzende Eigenkapital (Internal Rate of Return, IRR) von 5 Prozent p.a. belief, so beibehalten wird. Darüber hinaus ist auch die künftige Strategie zur Betriebsführung der Windparks zu klären, wenn diese von anderen Anbietern erworben werden. Bislang war der Betrieb der Windparks an ABO Wind vergeben worden, wobei ABO Invest auf die technische und kaufmännische Betriebsführung gezielt Einfluss ausgeübt hat, um Ertragspotenziale zu heben.

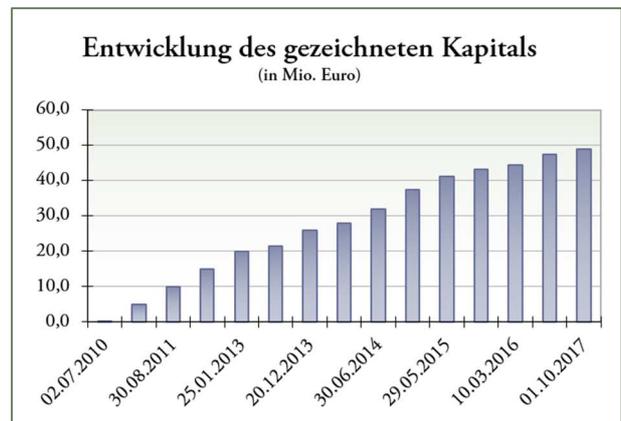


Quelle: Unternehmen

Wachstumspause

Die Fokuserweiterung im Einkauf weist aus unserer Sicht daraufhin, dass die Strategie eines kontinuierlichen Portfolioausbaus fortgesetzt, bzw. wieder forciert werden soll. Denn in den letzten beiden Jahren konnte ABO Invest aufgrund deutlich gestiegener Marktpreise und damit gesunkener Renditen keine neuen Objekte erwerben, die den formulierten Ansprüchen an den IRR genügt hätten. Der dynamische Wachstumsprozess des Portfolios nach der Gründung (siehe Grafik) ist damit temporär zum Erliegen gekommen. Der letzte große Zukauf gelang 2017 in Finnland und war auch dadurch begünstigt worden, dass ABO Invest bereits einen kleineren Windpark in unmittelbarer Nachbarschaft besaß. Größere Akquisitionen waren in der Vergangenheit regelmäßig von

der Aufnahme neuen Eigenkapitals flankiert worden, um den Fremdkapitalanteil an der Finanzierung auf einen branchenüblichen Wert von 75 bis 80 Prozent des Investitionsvolumens zu begrenzen. Daher hatte sich das gezeichnete Kapital von 2011 bis 2017 auf 49 Mio. Euro in etwa verfünffacht. Seitdem verharrt es, bedingt durch die Wachstumspause, auf diesem Niveau. Wir gehen aber davon aus, dass das Unternehmen bei größeren Akquisitionen in Zukunft wieder neues Eigenkapital aufnimmt. Das bislang praktizierte Modell, in dessen Rahmen neue Aktien zunächst von ABO Wind gezeichnet und dann weiterplatziert wurden, soll aber nach aktuellem Kenntnisstand nicht mehr genutzt werden.



Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Relativ konstanter Zubau in Europa

Der Ausbau der europäischen Windkraftkapazitäten an Land (onshore) ist in den letzten zehn Jahren keinem klaren Aufwärtstrend gefolgt. In der ersten Hälfte des Jahrzehnts schwankte der jährliche Zubau um die Marke von 10 GW, um dann zwischen 2015 auf 2017 auf einen historischen Höchststand von 13,9 GW anzusteigen. Im Anschluss gab es dann aber einen Einbruch um rund ein Drittel auf nur noch 9,4 GW, dem im letzten Jahr eine Erholung um 24,4 Prozent auf 11,7 GW folgte (Datenquelle für diesen und die folgenden Absätze, soweit nicht anders vermerkt: WindEurope).

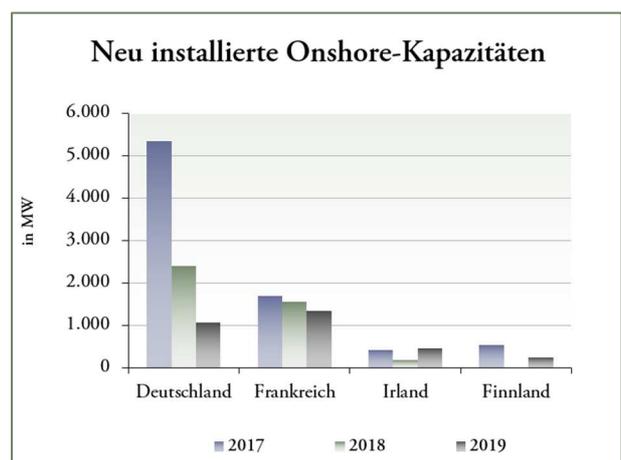


Quelle: WindEurope

Einbruch in Deutschland

Die zwischenzeitlich deutliche Marktkontraktion ist eng verbunden mit einem starken Rückgang der Aktivitäten in Deutschland. Dieser resultierte vor allem aus dem in 2017 vollzogenen Wechsel auf ein Ausschreibungssystem, der mit einer Deckelung des jährlichen Ausbausvolumens auf 2,8 GW verknüpft wurde. Zusätzlich sorgte eine Sonderregelung in den ersten Auktionsrunden für einen fehlenden Nachschub an baureifen Projekten. Diese sah nämlich vor, Bürgerwindparks auch dann zu den Auktionen zuzulassen, wenn sie zum Auktionszeitpunkt noch über keine Genehmigung nach dem Bundes-Immissionsschutzgesetz (BImSchG) verfügten. Ergänzend wurde solchen Bürgerwindparks eine längere Realisierungs-

frist (54 Monate statt ansonsten 30 Monate) eingeräumt, woraus in Kombination mit der sehr hohen Zuschlagsquote der Bürgerwindparks (zeitweise mehr als 90 Prozent der Zuschläge) vorübergehend eine große Lücke in der Fertigstellungsstatistik entstanden ist. Dieser Konstruktionsfehler in den Ausschreibungsbedingungen wurde inzwischen zwar behoben, aber zugleich hat sich in den letzten zwei Jahren der Zeitraum für den Genehmigungsprozess, u.a. als Reaktion auf zunehmende Klagen gegen die Bescheide, deutlich verlängert. Als Resultat dieser Faktoren betrug der Zubau in Deutschland im letzten Jahr mit 1,1 GW nur noch ein Fünftel des Niveaus aus 2017.



Quelle: WindEurope

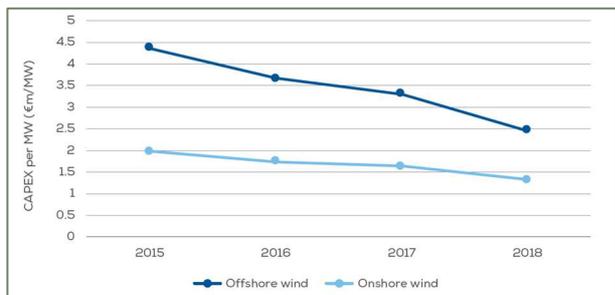
Kernmärkte uneinheitlich

Die Markterholung in Europa in 2019 ist zu einem substantiellen Teil auf einen deutlichen Anstieg der neu installierten Onshore-Kapazitäten in Spanien (von 392 MW in 2018 auf 2.319 MW) und Schweden (von 717 auf 1.588 MW) zurückzuführen. In den Märkten, in denen ABO Invest bislang aktiv ist, war die Entwicklung hingegen uneinheitlich. So musste neben Deutschland auch Frankreich einen Rückgang um 14,5 Prozent auf 1,3 GW hinnehmen. Demgegenüber haben sich die Aktivitäten in den kleineren adressierten Märkten belebt: Sowohl in Irland (von

193 auf 463 MW) als auch in Finnland (von 0 auf 243 MW) gab es einen deutlichen Anstieg. Trotzdem haben beide Länder damit im europäischen Maßstab weiterhin eher Nischencharakter.

Druck auf die Renditen

Das per Saldo auf europäischer Ebene in den letzten Jahren in etwa stagnierende Zubauvolumen trifft auf eine deutlich gestiegene Nachfrage. Der Branchenverband WindEurope konstatiert in der Studie „Financing and Investment Trends“, dass das Interesse an Windparks sowohl von strategischen als auch von institutionellen Investoren deutlich zugenommen hat und das vor allem die letztgenannten deutlich aggressivere Gebote abgeben. Damit sind die Eigenkapitalrenditen deutlich unter Druck geraten, in Deutschland sind inzwischen bei einer konservativen Kalkulation Werte von 3 bis 4 Prozent nicht unüblich. Und das, obwohl die Kosten für den Neubau von Onshore-Windparks durch den technologischen Fortschritt in den letzten Jahren gesenkt werden konnten, und zwar im europäischen Durchschnitt von rund 2 Mio. Euro pro MW noch 2015 auf knapp 1,5 Mio. Euro pro MW in 2018 (siehe Grafik). Im Offshore-Bereich war der Fortschritt sogar noch deutlich größer.

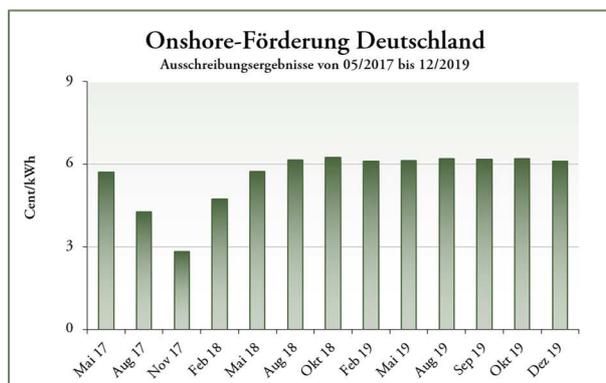


Quelle: WindEurope

Förderung in Deutschland konstant

Die Fördersätze für Windenergie haben sich durch neue Regulierungssysteme nur teilweise reduziert. Die Resultate hängen stark von den spezifischen Marktbedingungen ab, wie das Beispiel Deutschland veranschaulicht. Nach der Einführung des Auktionsmodells hat die extensive Teilnahme von Bürgerwindprojekten ohne BImSchG-Genehmigung zunächst eine deutliche Reduktion des Fördersatzes bis auf 3,8 Cent pro kWh (11/2017) bedingt. Im Anschluss führte die

Überarbeitung der Ausschreibungsmodalitäten dann aber zu relativ konstanten Sätzen um 6 Cent pro kWh. Der deutsche Markt ist mittlerweile eher dadurch gekennzeichnet, dass aufgrund der langwierigen Genehmigungsverfahren und netzbedingten Ausbaurestriktionen („Netzausbaugebiete“) nicht genügend Projekte für die ausgeschriebenen Kontingente zur Verfügung stehen. So verfehlte das Zuschlagsvolumen in den Onshore-Ausschreibungen von Oktober 2018 bis Oktober 2019 das ausgeschriebene Volumen sehr deutlich (zweite Grafik; Datenquelle: Bundesnetzagentur).



Quelle: Bundesnetzagentur

Neue Impulse notwendig

Damit hat Deutschland im Bereich Onshore-Windenergie zuletzt das angestrebte Ausbauvolumen verfehlt. Infolgedessen könnte auch das Ziel der Bundesregierung, den Anteil der Erneuerbaren Energien an der Stromproduktion bis 2030 auf 65 Prozent zu steigern, in Gefahr geraten. Daher hat Wirtschaftsminister Altmaier im letzten Jahr einen 18-Punkte-Plan ausgearbeitet, um den Ausbau u.a. mit einer Beschleunigung der Genehmigungsverfahren wieder zu stimu-

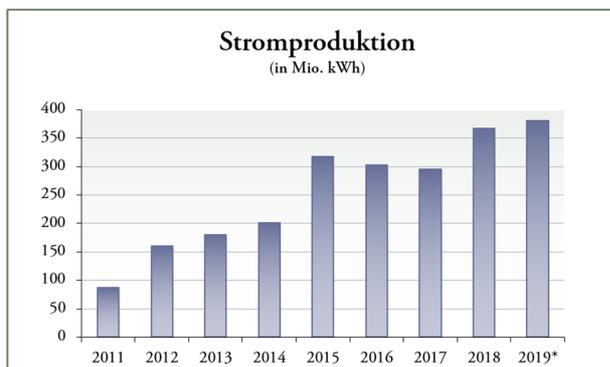
lieren. Auch EU-weit sind noch zusätzliche Anstrengungen notwendig, um den anvisierten Ausbau der Erzeugung aus Erneuerbaren Energien zu schaffen

(siehe dazu bspw. Agora Energiewende: „European Energy Transition 2030: The Big Picture“).

Zahlen

Drei zentrale Einflussfaktoren

Bei einer fixen Einspeisevergütung werden die Erlöse von ABO Invest maßgeblich durch das Produktionspotenzial des Anlagenbestands, die technische Verfügbarkeit und die Windverfügbarkeit determiniert. Durch den kontinuierlichen Ausbau des Windparkportfolios hat sich das Produktionspotenzial im letzten Jahrzehnt stark erhöht. Von 2011 bis 2019 (jeweils Stand Jahresende) ist die installierte Leistung um den Faktor 2,5 auf 150,7 MW gestiegen (inklusive 0,8 MW Biogas). Isoliert betrachtet hat sie in den letzten beiden Jahren allerdings in etwa stagniert, da die marktbedingt hohen Preise weitere große Zukäufe verhindert haben. Ob das theoretische Potenzial auch praktisch abgerufen werden kann, hängt von der technischen Verfügbarkeit ab, die aber in der Regel relativ hoch ausfällt, und von der Windverfügbarkeit, die im Zeitablauf stark schwankt. Das Unternehmen gibt für jedes Jahr den Normwert für den Output des Portfolios in MWh bekannt, der auf der gemessenen oder geschätzten durchschnittlichen Windverfügbarkeit an den einzelnen Standorten basiert.



Vergütete Stromerträge; *2019: Daten laut Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste; Quelle: Unternehmen

Produktion folgt der Kapazität

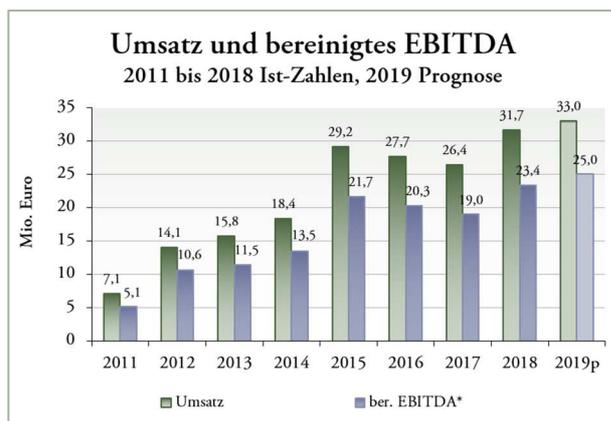
Der Ausbau des Portfolios spiegelt sich in vergleichbarer Form auch im Wachstum der Stromproduktion wider. Von 2012 bis 2019 konnten die vergüteten Stromerträge, wie die Kapazität, um den Faktor 2,5

auf 380,4 Mio. kWh gesteigert werden (das Basisjahr 2012 ist hier der geeignete Vergleichsmaßstab, da die Produktionskapazität jeweils zum Vorjahresende erhoben wurde und in der Folgeperiode voll zum Einsatz kommt; der Wert für 2019 ist für den Bestand wegen der Stagnation der installierten Leistung im Jahresverlauf aussagekräftig). Betrachtet man nur das letzte Jahr, entspricht der Stromoutput (gemäß den Daten der Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste) einem Anstieg um rund 5 Prozent zum Resultat der Vorperiode (361,9 Mio. kWh). Die tatsächlich vergüteten Stromerträge waren nach den Angaben im Geschäftsbericht für 2018 mit 367,8 Mio. kWh allerdings etwas höher, was u.a. auf Erstattungen für Ausfallzeiten (von den Netzbetreibern für notwendige Arbeiten am Stromnetz) und auf die Berücksichtigung der realen Leitungsverluste zurückzuführen ist. Ein ähnlicher Effekt ist auch für 2019 zu erwarten, so dass die vergüteten Stromerträge die angeführten 380,4 Mio. kWh übertreffen dürften.

Potenzial mehrfach deutlich verfehlt

Angesichts der stagnierenden Kapazitäten ist die Steigerung der Stromproduktion in 2019 vor allem auf eine bessere Windverfügbarkeit zurückzuführen. Diese war in den Vorjahren teilweise sehr deutlich von den historischen Mittelwerten nach unten abgewichen, weswegen der Output des Portfolios in den Jahren 2016 und 2017 um rund 10 Prozent und in 2018 um ca. 9 Prozent unter dem Produktionspotenzial (unter durchschnittlichen Bedingungen) geblieben war. Nach Berechnungen des Unternehmens waren diese Abweichungen bis auf einen kleinen Teil von ca. 2 Prozentpunkten pro Jahr auf die Schwankungen der regionalen Windindizes zurückzuführen. Demgegenüber ist die Entwicklung in 2019 – trotz größerer Schwankungen im Jahresverlauf – insgesamt besser verlaufen. So konnte die Produktion im ersten Halbjahr um 5 Prozent auf 199 Mio. kWh gesteigert werden und lag damit nur um rund 5 Prozent unter dem Normwert. Das dritte Quartal ist dann zwar schwach

verlaufen (so dass der Abstand zum Normwert nach neun Monaten gemäß unseren Berechnungen bei ca. 7 bis 8 Prozent lag), was aber durch wind- und produktionsstarke Schlussmonate kompensiert wurde. Zwischen Oktober und Dezember wurde mit einer Produktion von 117,4 Mio. kWh (gemäß Website) der zu erwartende Durchschnittswert (ca. 120 Mio. kWh) fast erreicht. Die vergüteten Stromerträge des Jahres blieben damit nur noch ca. 5,6 Prozent unter dem Normwert (gemäß Website-Daten), wobei der tatsächliche Wert aufgrund von Erstattungen für Ausfallzeiten noch besser ausfallen wird. Denn der große französische Windpark Saint Nicolas-des-Biefs (mit 14 MW) hat vom 15. Juli bis zum 6. September 2019 wegen Netzarbeiten nicht produziert. Der Output hätte in diesem Zeitraum ca. 4,0 Mio. kWh betragen, wovon 60 Prozent erstattet worden sind.



* bereinigt um sonstige betriebliche Erträge aus Einmaleffekten; Quelle: Unternehmen

Umsatz- und EBITDA-Trend leicht unterproportional

Die Ausweitung der Produktion im Laufe des letzten Jahrzehnts hat auch zu einer ähnlichen Steigerung der Erlöse geführt, allerdings ist deren Wachstum aufgrund tendenziell niedrigerer Einspeisevergütungen bei neueren Objekten etwas unterproportional ausgefallen. So sind die Einnahmen von 2012 bis 2018 um den Faktor 2,2 auf 31,7 Mio. Euro gestiegen. In diesem Zeitraum ist die bereinigte EBITDA-Marge (ohne Berücksichtigung sonstiger betrieblicher Erträge und Aufwendungen aus Einmaleffekten) weitgehend konstant geblieben (2012: 75,2 Prozent, 2018: 73,8 Prozent), weshalb der operative Überschuss vor

Zinsen, Steuern und Abschreibungen ebenfalls um den Faktor 2,2 auf 23,4 Mio. Euro zugelegt hat.

Prognose konkretisiert

Für 2019 wurden noch keine Zahlen veröffentlicht, die letzten verfügbaren Umsatz- und Ergebniszahlen beziehen sich auf die ersten sechs Monate des letzten Jahres. Diese enthielten ein Umsatzwachstum um 2,5 Prozent auf 17,2 Mio. Euro sowie eine EBITDA-Verbesserung um 9 Prozent auf 14,1 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis wurde sogar von 0,2 auf 1,8 Mio. Euro vervielfacht, profitierte aber auch von einem Sondereffekt. Aus dem Verkauf eines Windparks in 2018 hat ABO Invest im ersten Halbjahr 2019 nämlich einen weiteren Ertrag in Höhe von 1,1 Mio. Euro erzielt, der zu einem Anstieg der sonstigen betriebliche Erträge von 0,7 auf 1,2 Mio. Euro geführt hat. Unter Berücksichtigung der Halbjahreszahlen (und der schon vorliegenden Produktionszahlen für den Großteil des dritten Quartals) hatte das Management im September die Prognose für das Gesamtjahr konkretisiert. Ursprünglich waren für 2019 in Abhängigkeit von der Windverfügbarkeit Zielspannen für den Umsatz von 31,7 bis 37 Mio. Euro, für das bereinigte EBITDA von 23,1 bis 28 Mio. Euro und für das EBT von -1,3 bis 3,5 Mio. Euro ausgegeben worden. 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. Da der Normwert bis Ende September aber recht deutlich unterschritten wurde, hat das Management die Prognose unter der Prämisse einer durchschnittlichen Windverfügbarkeit zumindest im vierten Quartal auf einen Umsatz von 33 Mio. Euro, ein (um Sondereffekte bereinigtes) EBITDA von 25 Mio. Euro und ein Vorsteuerergebnis von 1,7 Mio. Euro konkretisiert. Bereinigt um Sondereffekte würde dies einem EBT von 0,3 Mio. Euro entsprechen, womit ABO Invest auf Konzernebene und bereinigter Basis erstmals der Sprung in Gewinnzone (vor Steuern) gelungen wäre. Auf AG-Ebene hatte die Gesellschaft schon 2018 einen deutlichen Überschuss von 1,7 Mio. Euro (Vorjahr: +0,4 Mio. Euro) erwirtschaftet, was auf Initiative der Hauptversammlung für die erstmalige Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 1 Cent pro Aktie genutzt wurde.

Equity-Story

Breit diversifiziertes Portfolio

ABO Invest verfolgt ein Geschäftsmodell, das eine hohe Verlässlichkeit und eine gute Visibilität der künftigen Rückflüsse bietet. Das Unternehmen investiert in Windparks an Standorten, an denen das Regulierungsumfeld kalkulierbare Stromvergütungen für einen Großteil der Lebensdauer der Investition garantiert. Der größte Risikofaktor bleibt vor diesem Hintergrund, dass die einzelnen Objekte die kalkulierten Erträge nicht erreichen. In den letzten Jahren war die Windverfügbarkeit europaweit deutlich unterdurchschnittlich, so dass das Portfolio die Normwerte spürbar verfehlt hat. Meteorologen interpretieren die jüngste Phase aber lediglich als Beleg für größere Ausschläge der Windverfügbarkeit und sehen noch keinen Nachweis für ein klimabedingt dauerhaft geringeres Windniveau. Da die Output-Entwicklung der Windparks von ABO Invest durch die regionalen Windindizes gut erklärt werden kann, rechnet das Management nach wie vor damit, dass die prognostizierten Erträge über die gesamte Laufzeit in etwa erreicht werden. Die Verteilung auf zahlreiche Standorte in verschiedenen Ländern sorgt dafür, dass das Risiko regionaler Abweichungen gut diversifiziert wird.

Cashflow-starkes Geschäftsmodell

Die letzten Jahre haben zugleich aber auch gezeigt, wie stabil das Geschäftsmodell von ABO Invest ist. Trotz der unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit konnte das Unternehmen hohe freie Cashflows erwirtschaften. In den Finanzperioden 2016, 2017 und 2018 wurde als Saldo aus der laufenden Geschäftstätigkeit und den Investitionen ein Zahlungsüberschuss von 23,6 Mio. Euro, 12,6 Mio. Euro und 12,9 Mio. Euro erzielt, und auch im ersten Halbjahr 2019 betrug dieser bereits wieder 14,1 Mio. Euro. Aus diesen Mitteln musste das Unternehmen aber hohe Zins- und Tilgungsleistungen auf das für den Portfolioausbau aufgenommene Fremdkapital bestreiten, die sich 2017 und 2018 auf 16,9 und 23,9 Mio. Euro beliefen.

Aufgrund der fortschreitenden Tilgung und der damit einhergehenden abnehmenden Zinsbelastung verbessert sich die Cashflow-Situation aber zunehmend und schafft Spielraum für deutliche Zahlungsmittelüberschüsse, sofern nicht weitere Investitionen in den Bestandsausbau getätigt werden.

Sukzessive Ergebnisverbesserung

Von dem Zinseffekt profitiert auch das in den Anfangsjahren des Portfolioausbaus aufgrund des Zinsaufwands und der hohen Abschreibungen zunächst noch deutlich negative Konzernergebnis. Der Ergebniseffekt könnte zum Ende der Laufzeit sogar besonders stark ausfallen. Denn ABO Invest schreibt die Windparks im Rahmen eines gesetzlichen Wahlrechts konservativ über 16 Jahre ab, obwohl teilweise garantierte Einspeisevergütungen für 20 Jahre vorliegen. In Abhängigkeit von der Entwicklung der Strompreise kann auch ein Betrieb nach Ablauf dieser Frist rentabel sein, was die Chance auf nicht einkalkulierte Zusatzerträge bietet.

Positionierung als Dividententitel

Die Anfangsphase, in der die hohen Belastungen zu größeren Verlusten geführt haben, ist inzwischen vorüber, so dass ABO Invest 2019 trotz der unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit auch bereinigt um die positiven Sondererträge erstmals ein positives Vorsteuerergebnis erwirtschaftet haben könnte. Aus dem Bestand heraus sollte dieser in den nächsten Jahren ceteris paribus weiter ansteigen. Die AG als Muttergesellschaft hat hingegen schon 2018 einen hohen Gewinn erzielt und diesen für die Aufnahme von Dividendenzahlungen genutzt. Wir rechnen damit, dass die Ausschüttungen in den nächsten Jahren zunehmen. Damit positioniert sich ABO Invest nun als attraktiver Dividententitel.

Starke Jahre mit hohem Hebel

Wie ausgeführt, konnte ABO Invest schon in den letzten Jahren selbst unter schwachen Rahmenbedingungen hohe Cash-Überschüsse erwirtschaften. Das aus der Historie abgeleitete durchschnittliche Produktionspotenzial wurde in dieser Phase aber deutlich unterschritten. Rein statistisch betrachtet sollte, wenn die Meteorologen mit ihrer Einschätzung nicht falsch liegen und sich das Durchschnittsniveau nicht tatsächlich schon nach unten verschoben hat, in naher Zukunft auch mal wieder ein starkes Windjahr anstehen. Eine gute Windverfügbarkeit in den Schlussmonaten 2019 und zum Jahresanfang 2020 deuten an, dass es in der laufenden Periode tatsächlich soweit sein könnte. Da die Kostenbasis von ABO Invest zu einem großen Teil fix ist, würden die damit verbundenen Mehreinnahmen einen hohen Hebeleffekt auf das Ergebnis ausüben.

Breitere Marktsondierung

Das Potenzial für hohe Gewinne und Ausschüttungen aus dem Bestand stellt eine starke Wertbasis für ABO

Invest dar. Aufgrund perspektivisch auslaufender Einspeisevergütungen, die im Anschluss eine Vermarktung der Stromproduktion zu Marktpreisen erfordern, und der endlichen Lebenszeit der Windparks muss das Unternehmen für eine nachhaltige Gewinnerzielung aber zumindest entsprechende Ersatzinvestitionen tätigen. In den letzten beiden Jahren konnte jedoch kein neuer Windpark mehr erworben werden, da die hohe Nachfrage für niedrigere Renditen gesorgt hat, die den formulierten Ansprüchen der Gesellschaft nicht genügten. Um auch in diesem schwierigen Umfeld attraktive Optionen zu identifizieren, wird nun, in Verbindung mit der erstmaligen Benennung eines Vorstands, der ausschließlich für ABO Invest tätig ist, die Marktsondierung ausgeweitet. Während die Gesellschaft in der Vergangenheit sämtliche Windparks von dem engen Partner ABO Wind erworben hat, werden nun verstärkt die Angebote am Bestandsmarkt und von anderen Projektentwicklern geprüft. Das umfangreiche Netzwerk der designierten Alleinvorständin Petra Leue-Bahns verspricht in diesem Bereich deutliche positive Impulse.

DCF-Bewertung

Gutes viertes Quartal

In unserer letzten Schätzung der Geschäftszahlen von 2019 aus dem Oktober letzten Jahres hatten wir für das Schlussquartal vorsichtshalber mit unserem üblichen Abschlag von 6 Prozent auf den Produktionsnormwert unter durchschnittlichen Windbedingungen gearbeitet. Die Resultate sind aber deutlich besser ausgefallen, der Zielwert wurde nach unserer Erhebung nur knapp verfehlt. Daher heben wir unsere Umsatzprognose für 2019 von 32,4 auf 32,8 Mio. Euro an, was sich entsprechend positiv im Ergebnis niederschlägt. Auf dieser Basis erwarten wir nun ein berichtetes EBITDA (inklusive Sondererträgen) von 25,9 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 1,5 Mio. Euro und ein ausgeglichenes Nettoergebnis.

Modell vorerst ohne Zukäufe

Bereits im letzten Oktober hatten wir die zuvor geplante Erweiterung des Portfolios um Solarparks in Griechenland aus dem Modell herausgenommen, da sich das Unternehmen diesbezüglich anders entschieden hat. Trotzdem steht ein Ausbau des Anlagenbestands weiter auf der Agenda. Im Moment bleibt aber abzuwarten, welchen Weg die designierte Alleinvorständin Petra Leue-Bahns dabei einschlagen wird, insbesondere auch im Hinblick auf die Renditeziele. Zum aktuellen Zeitpunkt sind die nächsten Expansionschritte nicht mit einer ausreichenden Genauigkeit abschätzbar, daher verzichten wir vorerst auf die Modellierung von weiteren Zukäufen.

Windverfügbarkeit konservativ kalkuliert

Damit basiert unsere Wertermittlung auf den zu erwartenden Cashflows des aktuellen Bestands. Wie bislang, kalkulieren wir im gesamten Prognosezeitraum mit einem Abschlag auf den Produktionsnormwert von 6 Prozent, was wir als ausreichend konservativ erachten. Die Einspeisevergütungen in Irland und Frankreich werden zudem an die Inflationsentwicklung angepasst, was wir in einen moderaten Anstieg der Preise umgesetzt haben. Infolgedessen erwarten

wir für 2020 einen Umsatz von 33,2 Mio. Euro, ein EBITDA von 24,5 Mio. Euro und ein EBIT von 5,8 Mio. Euro.

Auslaufende Förderung

Die garantierten Einspeisevergütungen für die Windparks von ABO Invest laufen sukzessive aus. Während die ersten Objekte (Cuq in Frankreich und Losheim in Deutschland) bereits in 2024 das Ende des Förderzeitraums erreichen, liegt das Schlussjahr für das Gros der Windparks (nämlich für 10 von insgesamt 14, wenn man Haapajärvi I und II als einzelne Objekte zählt) im Zeitraum von 2026 bis 2029. Im Anschluss ist ein Weiterbetrieb zu Marktbedingungen möglich, wobei aktuell nicht abzuschätzen ist, wie sich bis dahin der Strompreis entwickelt. Aufgrund der geplanten umfangreichen Abschaltungen von günstigen Grundlastkraftwerken (Atom, Kohle) in Europa erscheint es nicht unplausibel, von deutlich steigenden Strompreisen auszugehen. Wir haben dennoch pauschal nach dem Ende der Förderung eine Halbierung der jährlichen Einnahmen unterstellt. Die gesamte Betriebsdauer haben wir konservativ auf jeweils 20 Jahre taxiert, so dass diese in Deutschland sogar komplett durch den Förderzeitraum abgedeckt ist.

Peak-Umsatz in 2025

Da wir keine weiteren Zukäufe unterstellen, sinken mit der auslaufenden Förderung und dem Ende der Betriebszeit sukzessive die Einnahmen. Der Peak-Umsatz wird in unserem Modell wegen der Inflationierung (bei einem kleinen jährlichen Leistungsverlust) im Jahr 2025 mit 33,8 Mio. Euro erreicht, im Anschluss sinkt er bis zum Ende des auf der nächsten Seite abgebildeten Detailbetrachtungszeitraums (2027) auf 32,4 Mio. Euro. Die EBIT-Marge nimmt wegen auslaufender Abschreibungen insbesondere gegen Ende der Periode deutlich zu (auf dann 27,5 Prozent). Wir haben den Anlagenbestand in der Folgezeit detailliert weitergeführt bis 2034. Ein Repowering

und Weiterbetrieb einzelner Windparks haben wir erst mit dem Terminal Value berücksichtigt, den wir unverändert aus einem Umsatzsockel von 20 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 10 Prozent ermitteln. Wegen der hohen Diskontierung (nach dem Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2034) hat dieser aber nur ein untergeordnetes Gewicht im Modell. Die Kerndaten der ersten acht Jahre des Modells finden sich auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung sind zudem im Anhang abgebildet.

Diskontierungszins abgesenkt

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert). Da der Aktienmarkt von der aktuellen Basis aus künftig deutlich stärker auf Zinserhöhungen reagieren dürfte, haben wir im Gegenzug

die Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent erhöht (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). Das Beta taxieren wir angesichts der relativ stabilen Cashflows in Relation zum Marktportfolio weiterhin auf lediglich 0,75. Bei einer geschätzten durchschnittlichen Kapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital im Detailprognosezeitraum resultiert daraus ein WACC-Satz von 4,4 Prozent.

Kursziel 2,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 4,4 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 102 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 2,09 Euro, woraus wir 2,10 Euro als neues Kursziel ableiten (bislang 2,00 Euro). Der leichte Anstieg gegenüber unserer bisherigen Taxe resultiert aus der Aktualisierung des Modells nach den Produktionszahlen für

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	33,2	33,3	33,4	33,5	33,6	33,8	32,3	32,4
Umsatzwachstum		0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	-4,2%	0,3%
EBIT-Marge	17,4%	18,0%	19,2%	19,4%	19,7%	20,8%	18,4%	27,5%
EBIT	5,8	6,0	6,4	6,5	6,6	7,0	5,9	8,9
Steuersatz	20,0%	20,0%	25,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,2	1,2	1,6	1,3	1,0	1,1	0,9	1,3
NOPAT	4,6	4,8	4,8	5,2	5,6	6,0	5,0	7,6
+ Abschreibungen & Amortisation	18,8	18,6	18,3	18,2	18,2	17,9	17,8	14,9
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	23,7	23,7	23,4	23,7	24,1	24,1	23,2	22,8
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
- Investitionen AV	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	23,4	23,4	23,1	23,7	24,1	24,1	23,2	22,9

SMC-Schätzmodell

2019 in Verbindung mit der Aktualisierung des Diskontierungszinses und dem Roll-over-Effekt auf das Basisjahr 2020.

Niedriges Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Das Geschäft von ABO Invest ist außerordentlich transparent und gut planbar. Nach den ersten beiden Betriebsjahren sind die künftigen Erträge von Windparks in der Regel gut abschätzbar, die Revision der

Planwerte zu späteren Zeitpunkten bewegen sich in einem überschaubaren Rahmen. Für Volatilität in den einzelnen Jahren sorgen dann lediglich die Windverfügbarkeit sowie technische Verfügbarkeiten, die sich aber im Zeitablauf und im Portfolio ausmitteln. Schwerer prognostizierbar sind die Effekte aus möglichen Zukäufen, wir haben aber aktuell in unserem Bewertungsmodell keine weiteren Akquisitionen unterstellt. Daher sehen wir insgesamt ein leicht unterdurchschnittliches Prognoserisiko und vergeben 3 Punkte.

Fazit

Der Jahresausklang 2019 ist für ABO Invest erfreulich verlaufen. Nachdem die Produktion nach neun Monaten noch um ca. 7 bis 8 Prozent unter dem Normwert gelegen hatte, wurde im Schlussquartal das Durchschnittsniveau in etwa erreicht. Dadurch konnte auf Jahresbasis die Produktion gemäß den Daten auf der Website des Unternehmens um rund 5 Prozent auf ca. 380 Mio. kWh gesteigert werden.

Damit dürften die im September unter der Prämisse einer durchschnittlichen Windverfügbarkeit im Schlussquartal ausgegebenen Zielwerte für das Gesamtjahr – ein Umsatz von 33 Mio. Euro und ein (um Sondereffekte bereinigtes) EBITDA von 25 Mio. Euro – in etwa erwirtschaftet worden sein.

ABO Invest hat damit einmal mehr die hohe operative Profitabilität des Geschäftsmodells unter Beweis gestellt, die sich aufgrund der mit der fortschreitenden Tilgung einhergehenden rückläufigen Zinsbelastung künftig auch in Nettoüberschüssen auf Konzernebene widerspiegeln sollte. Die AG als Dachgesellschaft hatte schon 2018 einen hohen Gewinn erwirtschaftet und auf dieser Basis im letzten Jahr mit der Ausschüttung von 1 Cent je Aktie die Dividendenzahlung aufgenommen.

Nach dem Einstieg eines großen Aktionärs emanzipiert sich ABO Invest aktuell stärker von dem engen Partner ABO Wind. Insbesondere die personelle Verquickung auf Vorstandsebene wird aufgehoben. Die designierte Alleinvorständin Petra Leue-Bahns wird sich ausschließlich um die Geschäfte von ABO Invest kümmern.

Nachdem ABO Invest bislang nur Windparks von ABO Wind erworben hat – wozu es aber keine Verpflichtung gab – sollen künftig anderweitige Angebote auf dem Markt stärker in den Fokus genommen werden. Da noch keine Details der Expansionsstrategie kommuniziert wurden, stützen wir unser Modell zunächst aber ausschließlich auf den aktuellen Anlagenbestand.

Auf Basis unserer Kalkulation der künftigen Cashflows aus dem Portfolio sehen wir aktuell ein leicht erhöhtes Kursziel von 2,10 Euro. Nachdem sich die Aktie in jüngster Zeit aber sehr gut entwickelt und die von uns lange Zeit konstatierte deutliche Unterbewertung abgebaut hat, sehen wir aktuell nur noch ein moderates Aufwärtspotenzial von ca. 5 Prozent und vergeben das neue Urteil „Hold“ (zuvor: „Buy“).

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	183,5	164,9	146,4	128,2	110,1	92,0	74,3	56,5	41,7
1. Immat. VG	7,5	7,0	6,5	6,1	5,7	5,3	5,0	4,7	4,4
2. Sachanlagen	175,8	157,6	139,6	121,9	104,1	86,4	69,0	51,6	37,1
II. UV Summe	19,2	18,2	18,1	14,1	15,8	17,4	20,7	24,6	31,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	37,8	36,6	36,1	36,6	37,3	37,6	37,8	36,6	39,5
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,6	4,9
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	114,6	73,2	63,3	53,7	44,3	35,1	27,1	20,1	14,2
2. Kurzfristiges FK	43,4	66,0	57,4	49,1	41,0	33,1	26,1	20,1	15,0
BILANZSUMME	203,2	183,6	164,9	142,8	126,3	109,9	95,5	81,6	73,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	32,82	33,19	33,30	33,41	33,53	33,64	33,76	32,32	32,43
EBITDA	25,91	24,54	24,61	24,68	24,74	24,81	24,88	23,77	23,83
EBIT	7,11	5,78	6,01	6,43	6,52	6,61	7,03	5,94	8,92
EBT	1,51	0,83	1,71	3,07	3,83	4,56	5,53	4,96	8,41
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,02	-0,63	0,01	0,97	1,67	2,40	3,16	2,60	5,45
JÜ	-0,02	-0,63	0,01	0,97	1,67	2,40	3,16	2,60	5,45
EPS	0,00	-0,01	0,00	0,02	0,03	0,05	0,06	0,05	0,11
Dividende	0,01	0,01	0,01	0,02	0,04	0,06	0,08	0,05	0,11

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	25,90	23,22	23,05	22,86	23,15	23,27	23,18	22,21	21,75
CF aus Investition	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CF Finanzierung	-24,90	-24,24	-23,27	-26,88	-21,35	-21,46	-19,65	-18,10	-14,53
Liquidität Jahresanfa.	14,52	15,43	14,31	13,99	9,87	11,56	13,27	16,70	20,71
Liquidität Jahresende	15,43	14,31	13,99	9,87	11,56	13,27	16,70	20,71	27,83

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	3,6%	1,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	-4,2%	0,3%
EBITDA-Marge	78,9%	74,0%	73,9%	73,9%	73,8%	73,8%	73,7%	73,5%	73,5%
EBIT-Marge	21,7%	17,4%	18,0%	19,2%	19,4%	19,7%	20,8%	18,4%	27,5%
EBT-Marge	4,6%	2,5%	5,1%	9,2%	11,4%	13,5%	16,4%	15,4%	25,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	-0,1%	-1,9%	0,0%	2,9%	5,0%	7,1%	9,4%	8,0%	16,8%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.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 09.03.2020 um 10:20 Uhr fertiggestellt und am 09.03.2020 um 10:30 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
07.10.2019	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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