

20. September 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



## clearvise AG

### Umsetzung der neuen Expansions- strategie erfolgreich gestartet

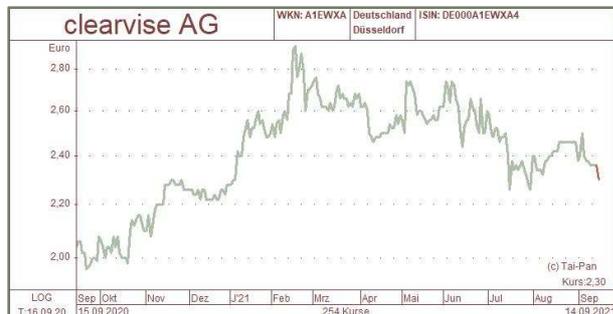
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,26 € | Kursziel: 3,60 € (unverändert)

**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>	4
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Ticker:</b>	ABO:GR
<b>Kurs (DUS):</b>	2,26 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr
<b>Aktienzahl:</b>	57,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	129,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	256,2 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 67 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	3,02 Euro / 1,94 Euro
<b>Ø Umsatz (DUS, 12 M):</b>	72,2 Tsd. Euro

In den vergangenen Jahren war clearvise der Ausbau des eigenen Windparkportfolios in einem kompetitiven Marktumfeld, das von einer hohen Nachfrage nach Windparks und im Zuge dessen sinkenden Renditen gekennzeichnet war, nur noch in einem geringen Umfang gelungen. Das Unternehmen hat darauf 2020 reagiert und sich neu aufgestellt, was auch nach außen durch die Umbenennung in clearvise dokumentiert wurde. Vor allem aber wurde von dem neuen Managementteam mit der Alleinvorständin Petra Leue-Bahns an der Spitze eine neue Wachstumsstrategie mit drei Säulen ausgearbeitet. Seitdem setzt clearvise verstärkt auf Partnerschaften mit regionalen Projektentwicklern („clearPARTNERS“) und auf den Einstieg in Projekte schon vor der Baureife. Außerdem stellt die Einbringung von Bestandsanlagen via Sachkapitalerhöhung („clearSWITCH“) jetzt eine interessante weitere Option neben dem klassischen Erwerb gegen Cash („clearVALUE“) dar. Und schließlich wurde auch der Investmentfokus erweitert, insbesondere um den Bereich Photovoltaik. Mit dieser Strategie konnte das Wachstum der Gesellschaft wieder stark beschleunigt werden, im ersten Halbjahr 2021 gelang ein Ausbau des Portfolios von zuvor rd. 150 MW auf nunmehr rd. 200 MW.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	31,7	33,1	36,4	34,4	41,5	46,6
EBITDA (Mio. Euro)	25,5	26,0	27,7	24,2	30,8	35,3
Jahresüberschuss	-1,4	-0,4	2,4	-3,6	-1,5	-1,3
EpS	-0,03	-0,03	0,05	-0,07	-0,03	-0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Umsatzwachstum	19,9%	4,5%	10,2%	-5,6%	20,6%	12,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	5,10	3,92	3,56	3,77	3,89	3,46
KGV	-	-	54,8	-	-	-
KCF	5,9	7,6	6,3	7,5	5,6	4,9
EV / EBITDA	10,1	9,8	9,3	10,6	8,3	7,3
Dividendenrendite	0,0%	0,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%

## Einstieg in den Photovoltaikbereich

Im März dieses Jahres hat das Unternehmen eine Rahmenvereinbarung mit der ALTUS AG über den Erwerb von bis zu 16 deutschen Solarparks mit einer Zielkapazität von mehr als 80 MWp getroffen, die bis 2022 in Betrieb gehen sollen. Im Nachgang wurden zahlreiche dieser Zukäufe bereits finalisiert, so dass im Halbjahresbericht schon ein Portfolio von elf Solarparks mit 36,2 MWp ausgewiesen werden konnte (davon 25,1 MWp noch in Bau). Dabei handelt es sich um vier Freiflächenparks mit einer Kapazität von rund 30 MWp und einer durchschnittlichen gewichteten Einspeisevergütung von 52,60 Euro je MWh (eigene Berechnung ohne einen Solarpark mit einem PPA, dessen Konditionen nicht veröffentlicht wurden). Die übrigen Solarparks sind Aufdachanlagen mit kumuliert knapp 6 MWp und einer Durchschnittsvergütung von rund 83 Euro/MWh.

## Dynamischer Portfolioausbau

Neben den ersten Investments im Photovoltaikbereich hat clearvise auch das Windparkportfolio weiter ausgebaut. Im Mai wurde von dem Projektentwickler RP Global ein 12-MW-Windpark in Frankreich erworben, der kürzlich plangemäß in Betrieb gegangen ist. Der geschätzte spezifische Ertrag des Windparks liegt bei 2.310 MWh je installiertem MW und der für 20 Jahre garantierte Einspeisetarif beträgt zunächst 74,80 Euro je MWh und wird inflationiert. Insgesamt hat clearvise das bestehende Portfolio mit den Investments im ersten Halbjahr um ein Drittel auf rd. 200 MWp ausgebaut.

## Schwache Windverhältnisse

Die Auswirkungen des Portfoliowachstums auf die Erlöse des ersten Halbjahres waren aber noch gering, da die Zukäufe erst im Verlauf des zweiten Quartals stattgefunden haben und die Inbetriebnahme des Windparks und auch eines größeren Teils der Photovoltaikkapazitäten zur Jahresmitte noch ausstand. Dementsprechend hat das Unternehmen lediglich einen ersten Beitrag der Solarparks von 3 GWh zur Gesamtproduktion von 187,0 GWh ausgewiesen, die damit noch von den Bestandwindparks geprägt wurde. Da das erste Halbjahr, im Gegensatz zur windstarken

Vorjahresperiode, von einer relativ geringen Windverfügbarkeit gekennzeichnet war, lag der gesamte Output (inkl. Biogasanlage und PV) um 19,6 Prozent unter dem Vorjahreswert. Damit wurde die unter durchschnittlichen Bedingungen zu erwartende Produktion um rund 10,5 Prozent verfehlt. Infolgedessen reduzierten sich auch die Halbjahreserlöse um 18 Prozent auf 16,0 Mio. Euro, wovon 0,19 Mio. Euro auf die Photovoltaikanlagen entfielen.

Geschäftszahlen	6M 20	6M 21	Änderung
Vergütete Stromerträge	232,6	187,0	-19,6%
Umsatz	19,5	16,0	-18,0%
EBITDA berichtet	15,1	10,8	-28,7%
EBITDA bereinigt*	15,2	11,5	-24,5%
EBITDA-Marge*	77,8%	71,7%	
EBIT berichtet	5,8	1,6	-73,0%
EBT	3,2	-0,8	-
Nettoergebnis	2,3	-1,6	-

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

## Bereinigtes EBITDA sinkt um ein Viertel

Mit dem Neuausrichtungsprozess verbunden war ein Anstieg der Personalkosten, die sich mit 197 Tsd. Euro (Vorjahr: 76 Tsd. Euro) aber immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau bewegen. Zugelegt haben auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (von 4,3 auf 5,0 Mio. Euro), wobei ein substanzieller Teil des Zuwachses auf die Durchführung von zwei Kapitalerhöhungen (Kosten: 432 Tsd. Euro), mit denen der finanzielle Spielraum für den deutlichen Portfolioausbau geschaffen wurde, und auf die intensivierten Investor-Relations-Arbeiten (102 Tsd. Euro, Vorjahr: 26 Tsd. Euro) zurückzuführen ist. Der Materialaufwand (für die Biogasanlage) war hingegen mit 141 Tsd. Euro (Vorjahr: 210 Tsd. Euro) rückläufig, auch die sonstigen betrieblichen Erträge sind von 210 Tsd. Euro auf 157 Tsd. Euro zurückgegangen. Insgesamt errechnet sich für die ersten sechs Monate ein EBITDA von 10,8 Mio. Euro, was einem Rückgang

von 28,7 Prozent entspricht. Dieser ist im Wesentlichen auf die wetterbedingten Mindereinnahmen zurückzuführen, was vor allem aus dem um Einmalträge und -aufwendungen bereinigten EBITDA deutlich wird. Dieses hat um 3,7 Mio. Euro auf 11,5 Mio. Euro abgenommen – und damit nahezu im Gleichschritt mit dem Rückgang der Erlöse (-3,5 Mio. Euro). Nichtsdestotrotz hat das Unternehmen trotz der schwachen Windverhältnisse eine hohe bereinigte EBITDA-Marge von 71,7 Prozent erwirtschaftet.

### Nettoergebnis wieder negativ

Da die Abschreibungen in Relation zum Vorjahr nur leicht gesunken sind (von 9,3 auf 9,2 Mio. Euro, da der Windpark Losheim im letzten Jahr seine buchhalterische Nutzungsdauer erreicht hatte und damit die letzte Abschreibungsrate verbucht wurde), hat der Rückgang des EBITDA voll auf das EBIT durchgeschlagen, das sich von 5,8 auf 1,6 Mio. Euro reduzierte. Bei einer etwas niedrigeren Zins- (-2,4 Mio. Euro, Vorjahr: -2,6 Mio. Euro) und Steuerbelastung (-0,7 Mio. Euro, Vorjahr: -0,9 Mio. Euro) resultierte daraus ein Halbjahresfehlbetrag von -1,6 Mio. Euro. Im Vorjahr war dank günstiger Windverhältnisse ein Überschuss von 2,3 Mio. Euro ausgewiesen worden.

### Liquidität deutlich gestärkt

Trotz dieses Ergebnisrückgangs erreichte der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit mit 15,8 Mio. Euro fast das Vorjahresniveau (16,0 Mio. Euro). Kompensiert wurde der Ergebniseinfluss durch einen bilanztechnischen Zufluss von 4,6 Mio. Euro aus der Konsolidierung der Zukäufe. Damit war der operative Cashflow der ersten sechs Monate ausreichend, um die Auszahlungen für den Portfolioausbau, die sich in einem Zahlungsmittelabfluss aus Investitionsaktivitäten in Höhe von 13,8 Mio. Euro (Vorjahr: -20 Tsd. Euro) bemerkbar gemacht haben, zu decken. Damit sind die Einzahlungen aus der Aktienplatzierung (20,7 Mio. Euro), abzüglich der Nettotilgung von Darlehen (-5,9 Mio. Euro) und den Zinszahlungen (-2,3 Mio. Euro), der Liquidität zugutegekommen, die sich seit dem Jahresanfang von 17,3 auf 31,9 Mio. Euro erhöht hat. Zu beachten ist allerdings, dass sich gleichzeitig das Kreditvolumen durch die Konsolidierung der Zukäufe (und der dort bestehenden Finan-

zierungen) von 139,2 auf 153,4 Mio. Euro erhöht hat, was so aus der Cashflow-Rechnung nicht ersichtlich wird.

### Prognose bestätigt

Das Management sieht in der komfortablen Liquiditätsposition gute Voraussetzungen, um den eingeleiteten Wachstumsprozess fortzusetzen. Allein die Pipeline deutscher PV-Projekte liegt nach Unternehmensangaben bei mehr als 50 MWp. Da die politischen Entscheidungsträger in Deutschland und Europa im Rahmen der Klimaschutzpolitik die Ziele für den Ausbau der Erneuerbaren Energien nach oben schrauben, dürfte sich das Akquisitionspotenzial in den nächsten Jahren deutlich erhöhen. Die Entwicklung der ersten sechs Monate unterstreicht aus Sicht des Teams auch noch einmal den Sinn der Expansion im Bereich der Photovoltaik. Eine Mischung von PV- und Windkraftanlagen sorgt üblicherweise für eine gewisse Glättung der Produktion (und damit auch der Einnahmen) im Zeitablauf, da sich die Schwankungen teilweise ausgleichen. Im laufenden Jahr werden die Einbußen, die im ersten Halbjahr gegenüber dem Normwert aufgetreten sind, aber nur schwer aufzuholen sein. Das Management hatte die schwache Entwicklung im ersten Quartal aber bereits in der Jahresprognose berücksichtigt. Unter der Voraussetzung, dass im zweiten Halbjahr die Rahmenbedingungen (Windverfügbarkeit und Sonneneinstrahlung) wieder den Durchschnittswerten entsprechen, wird für das Gesamtjahr unverändert eine Produktion von 389 bis 415 GWh erwartet, die zu Erlösen von 34,4 bis 38,4 Mio. Euro und einem Konzern-EBITDA von 23,3 bis 27,4 Mio. Euro führen soll.

Prognose	niedrig	Ø	hoch
Stromproduktion	389	400	415
Umsatz	34,4	37,1	38,4
EBITDA	23,3	26,2	27,4
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>68%</i>	<i>71%</i>	<i>71%</i>
EBIT	4,0	6,7	7,8

*In GWh (Stromproduktion), Mio. Euro bzw. Prozent;*

*Quelle: Unternehmen*

## Erhöhter Abschlag für 2021

Wir haben in unserer Kalkulation unterstellt, dass die künftige Produktion des Bestandsportfolios (per 31.12.20) im Durchschnitt um 3 Prozent unter dem Normwert liegen wird. Für 2021 hatten wir den Abschlag wegen der schwachen Entwicklung in den ersten Monaten aber bereits auf 6 Prozent erhöht. Da das Durchschnittsniveau im ersten Halbjahr um 10,5 Prozent verfehlt wurde, erscheint uns auch dieser Wert nun etwas zu optimistisch. Obwohl im Herbst und Winter ein Aufholprozess denkbar ist, haben wir deswegen den Abschlag im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise auf 7,5 Prozent erhöht.

## Wachstumsannahmen unverändert

Zum Halbjahresstichtag hat sich das Unternehmen bereits Photovoltaikkapazitäten im Umfang von rund 36 MWp und einen neuen Windpark mit 12 MW gesichert. Wir hatten unsere Schätzung für die Akquisitionen im Gesamtjahr im Juni von 30 auf 52 MWp (PV) sowie von 20 auf 22 MW (Windkraft) angehoben. Diese Werte halten wir nach wie vor für erreichbar und behalten diese bei. Für 2022 und 2023 gehen wir weiter von einem Kapazitätswachstum in Höhe von 50 MW p.a. aus, was angesichts der beeindruckenden

Dynamik eine konservative Annahme darstellen dürfte. Ab 2024 unterstellen wir, wie bislang schon, keine weiteren Zukäufe bis auf Reinvestitionen, die letztlich einen Sockelumsatz von 23 Mio. Euro sicherstellen.

## Schätzungen für 2021 etwas reduziert

Die weiteren Zukäufe in 2021 (gegenüber dem Stand vom Halbjahresbericht) dürften aber im gewichteten Durchschnitt etwas später im Jahr umgesetzt werden, als von uns bislang unterstellt, da in den letzten Monaten noch keine neue Akquisition vermeldet wurde. Zugleich liegt der Vergütungssatz des neuen französischen Windparks etwas über unserer bisherigen Annahme. Per Saldo rechnen wir daher für 2021 unverändert mit einem Erlösbeitrag aller neuen Anlagen von knapp 1,8 Mio. Euro. Die kalkulierten Erlöse aus dem Bestand betragen nach der Erhöhung des Abschlags nun 32,7 Mio. Euro, so dass wir jetzt insgesamt mit Konzern Erlösen in Höhe von 34,4 Mio. Euro (bislang 35,5 Mio. Euro) rechnen. In Verbindung mit leicht erhöhten Kostenschätzungen (insb. in Bezug auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen) führt das zu einer EBITDA-Erwartung von 24,2 Mio. Euro (bislang: 25,7 Mio. Euro), während die neue

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	34,4	41,5	46,6	49,8	48,8	48,4	43,2	42,3
Umsatzwachstum		20,6%	12,3%	6,9%	-2,1%	-0,7%	-10,9%	-2,1%
EBIT-Marge	9,8%	14,9%	15,7%	16,6%	16,1%	15,5%	14,7%	13,3%
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,6</b>
Steuersatz	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	1,5	1,8	2,1	2,0	1,9	1,6	1,4
<b>NOPAT</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	20,9	24,6	28,0	30,2	29,8	29,8	26,8	26,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>23,5</b>	<b>29,4</b>	<b>33,6</b>	<b>36,6</b>	<b>35,9</b>	<b>35,6</b>	<b>31,7</b>	<b>31,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
- Investitionen AV	-74,1	-55,1	-55,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>-50,7</b>	<b>-25,9</b>	<b>-21,7</b>	<b>36,6</b>	<b>35,9</b>	<b>35,6</b>	<b>31,9</b>	<b>31,3</b>

SMC Schätzmodell

EBIT-Schätzung nun bei 3,4 Mio. Euro liegt (bislang: 4,9 Mio. Euro).

### Starkes Wachstum ab 2022

Ab 2022 hat sich der Erlöspfad – auf Basis der unveränderten Annahmen zum Kapazitätswachstum und zum Abschlag (3 Prozent) der Produktion des Altbestands auf den Normwert – durch die Aktualisierung des Vergütungssatzes für den französischen Windpark leicht erhöht. Da der Umsatz im laufenden Jahr nach unserer neuen Kalkulation nun niedriger ausfällt, beträgt das geschätzte Erlöswachstum jetzt 20,6 Prozent (bislang: 16 Prozent) auf 41,5 Mio. Euro. Die Schätzwerte für EBITDA und EBIT haben sich mit den einkalkulierten geringfügigen Zusatzeinnahmen und kleineren Anpassungen an den Kostenpositionen auf 30,8 Mio. Euro (bislang: 30,5 Mio. Euro) bzw. 6,2 Mio. Euro (bislang: 6,5 Mio. Euro) geändert. Der Höhepunkt der Umsatzentwicklung wird in unserem Modell annahmegemäß durch den unterstellten Kapazitätsaufbau bis Ende 2023 weiterhin im Jahr 2024 mit jetzt 49,8 Mio. Euro (bislang: 49,5 Mio. Euro) erreicht. Danach fallen Anlagen sukzessive aus der gesicherten Einspeisevergütung und erreichen schließlich das Ende ihrer technischen Lebenszeit. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten wichtigsten Cashflow-Daten bis zum Jahr 2028 findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung bietet der Anhang.

### Rahmendaten unverändert

Den Terminal Value leiten wir unverändert aus dem Sockelumsatz ab und kalkulieren dabei nach wie vor

mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Gleich geblieben sind auch die Parameter zur Ermittlung der Kapitalkosten. Wir kalkulieren demnach weiter mit einem Fremdkapitalzins von 4,0 Prozent und mit Eigenkapitalkosten in Höhe von 5,4 Prozent (mit: sicherer Zins 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Beta 0,75). Außerdem haben wir einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil im Planungszeitraum von 70 Prozent unterstellt. Daraus ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 3,8 Prozent.

### Kursziel 3,60 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 260 Mio. Euro. Auf voll verwässerter Basis, in die der Anstieg der Aktienzahl auf 71,4 Mio. Stück (leicht erhöht, bislang: 70,0 Mio.) zur Umsetzung der Zukäufe einkalkuliert ist, entspricht das 3,64 Euro je Aktie. Damit belassen wir unser Kursziel unverändert bei 3,60 Euro. Der dämpfende Einfluss aus den etwas reduzierten Schätzungen für 2021 aufgrund der bisherigen Wetterbedingungen und einem etwas späteren Zeitpunkt der unterstellten weiteren Zukäufe ist durch die leicht erhöhten Erlöse vom französischen Windpark über die gesamte Laufzeit und einen moderaten Diskontierungseffekt kompensiert worden. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit vier Punkten weiterhin als leicht überdurchschnittlich ein, da unser Modell nicht nur auf der – gut kalkulierbaren – Produktion aus dem Bestand beruht, sondern auf hypothetischer Basis auch umfangreiche Zukäufe bis Ende 2023 umfasst.

## Fazit

---

Nach der Ausarbeitung einer neuen Expansionsstrategie im letzten Jahr ist clearvise im bisherigen Jahresverlauf erstmals seit längerer Zeit ein kräftiger Ausbau des eigenen Portfolios gelungen, die Kapazität wurde um etwa ein Drittel auf 200 MW ausgebaut. Damit ist der Gesellschaft auch der Einstieg in den Bereich Photovoltaik geglückt – mit bereits 36 MWp Erzeugungskapazität –, der künftig einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation der Erlöse leisten wird.

Da die neuen Anlagen erst im Laufe des zweiten Quartals erworben wurden und die Inbetriebnahme zum Teil erst im zweiten Halbjahr erfolgt, hat sich das Kapazitätswachstum in den Erlösen und Erträgen der ersten sechs Monate noch kaum bemerkbar gemacht. Die Zahlen stammen somit größtenteils vom bisherigen Bestand und spiegeln die schwachen Windverhältnisse im Berichtszeitraum wider. Diese haben sich in einem Umsatzrückgang um 18,0 Prozent auf 16,0 Mio. Euro niedergeschlagen, in dessen Folge das – um

Einmaleffekte bereinigte – EBITDA um -24,5 Prozent auf 11,5 Mio. Euro gesunken ist. Wir haben in Reaktion darauf sowie auf die (voraussichtlich) späteren Zeitpunkte der noch für 2021 eingepplanten Zukäufe unsere Schätzungen für das laufende Jahr etwas reduziert. An dem modellierten dynamischen Expansionspfad für die nächsten Jahre halten wir aber fest.

Da die Auswirkungen der leicht reduzierten Schätzungen für 2021 durch Mehreinnahmen aus einem neu erworbenen Windpark – diese hatten wir etwas zu vorsichtig kalkuliert – und den Diskontierungseffekt kompensiert wurden, hat sich unser Kursziel in Höhe von 3,60 Euro je Aktie nicht verändert. Damit bieten das Cashflow-starke Portfolio und die aussichtsreiche Expansionsstrategie weiterhin ein signifikantes Aufwärtspotenzial für die Aktie, weshalb wir unsere Einstufung mit „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	164,2	217,4	247,9	275,0	244,9	215,2	185,5	158,8	132,1
1. Immat. VG	6,2	15,8	14,8	13,8	12,9	12,1	11,3	10,6	9,9
2. Sachanlagen	157,8	201,4	232,9	261,0	231,8	202,9	174,0	148,0	122,0
II. UV Summe	23,2	24,2	26,8	38,3	41,8	47,8	55,7	67,5	80,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	38,8	55,9	70,4	85,2	83,1	80,2	73,8	72,2	69,9
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9	4,0
<b>IV. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	120,8	146,9	166,4	186,2	165,5	148,3	135,4	124,1	114,5
2. Kurzfristiges FK	20,7	31,4	35,3	39,2	35,1	31,3	28,8	26,5	24,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>187,9</b>	<b>242,0</b>	<b>275,1</b>	<b>313,8</b>	<b>287,2</b>	<b>263,5</b>	<b>241,7</b>	<b>226,8</b>	<b>213,2</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	36,45	34,42	41,51	46,60	49,81	48,77	48,43	43,17	42,26
EBITDA	27,68	24,22	30,77	35,31	38,49	37,69	37,30	33,16	32,42
EBIT	9,13	3,36	6,17	7,34	8,28	7,86	7,53	6,33	5,64
EBT	4,00	-1,89	0,16	0,37	1,96	2,41	2,73	2,17	2,12
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,37	-3,65	-1,46	-1,29	-0,35	-0,11	0,04	-0,48	0,54
JÜ	2,37	-3,65	-1,46	-1,29	-0,35	-0,11	0,04	-0,48	0,54
EPS	0,05	-0,07	-0,03	-0,03	-0,01	0,00	0,00	-0,01	0,01
Dividende	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,02	0,04	0,02

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	25,90	22,45	29,28	33,97	37,07	36,13	35,73	31,86	32,42
CF aus Investition	0,10	-74,05	-55,10	-55,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
CF Finanzierung	-23,37	51,25	28,21	32,43	-33,36	-29,94	-27,59	-19,70	-19,11
Liquidität Jahresanfa.	14,68	17,32	16,97	19,37	30,67	34,28	40,37	48,42	60,48
Liquidität Jahresende	17,32	16,97	19,37	30,67	34,28	40,37	48,42	60,48	73,70

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	10,2%	-5,6%	20,6%	12,3%	6,9%	-2,1%	-0,7%	-10,9%	-2,1%
EBITDA-Marge	75,9%	70,4%	74,1%	75,8%	77,3%	77,3%	77,0%	76,8%	76,7%
EBIT-Marge	25,1%	9,8%	14,9%	15,7%	16,6%	16,1%	15,5%	14,7%	13,3%
EBT-Marge	11,0%	-5,5%	0,4%	0,8%	3,9%	4,9%	5,6%	5,0%	5,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,5%	-10,6%	-3,5%	-2,8%	-0,7%	-0,2%	0,1%	-1,1%	1,3%

# 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 20.09.2021 um 7:20 Uhr fertiggestellt und am 20.09.2021 um 7:30 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
17.06.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
16.03.2021	Buy	3,50 Euro	1), 3), 4)
16.09.2020	Hold	2,20 Euro	1), 3)
05.06.2020	Hold	2,15 Euro	1), 3), 4)
09.03.2020	Hold	2,10 Euro	1), 3), 4)
07.10.2019	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 ein Update

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

#### *Copyright*

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