

21. März 2022
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

clearvise AG

Portfolio wird mit hohem Tempo ausgebaut

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,28 € | Kursziel: 3,90 € (zuvor: 3,60 €)

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	9
Strategie.....	13
Finanzen.....	16
Equity-Story	19
DCF-Bewertung.....	21
Fazit	24
Anhang I: Portfoliüberblick	25
Anhang II: Bilanz- und GUv-Prognose.....	26
Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	27
Impressum & Disclaimer.....	28

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	5
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	ABO:GR
ISIN:	DE000A1EWXA4
Kurs:	2,28 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienanzahl:	63,1 Mio. Stück
Market-Cap:	143,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	287,1 Mio. Euro
Free Float:	ca. 75,5 % (07/21)
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,50 / 1,82 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	30,8 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

clearvise besitzt und betreibt ein Portfolio von Stromerzeugungskapazitäten im Bereich der Erneuerbaren Energien. In der ersten Dekade nach der Gründung im Jahr 2010 wurde fast ausschließlich auf Windkraft gesetzt und ein Portfolio mit einer installierten Leistung von rund 150 MW in vier verschiedenen Ländern aufgebaut. Um den Ausbau des Portfolios zu beschleunigen und die Diversifikation zu verbessern, hat ein neu installierte Führungsteam mit CEO Petra Leue-Bahns an der Spitze 2020/21 die Wachstumsstrategie „clearSCALE 2025“ ausgearbeitet, die einen Ausbau der Portfoliokapazität auf 750 MW bis 2025 vorsieht, wovon plangemäß zwei Drittel auf Photovoltaikanlagen entfallen sollen. Die Umsetzung der Strategie, die auf drei Säulen – clearVALUE, clearPARTNERS und clearSWITCH – beruht, ist im letzten Jahr sehr erfolgreich angelaufen. Dem Unternehmen ist der Einstieg in den Photovoltaiksektor durch den Erwerb von Solarparks mit einer installierten Leistung von rund 36 MWp gelungen, insgesamt ist das Portfolio um ein Drittel auf knapp 200 MW gewachsen. Die vertraglich gesicherte Kapazität liegt aktuell sogar bereits bei 352 MW und stellte eine gute Basis für steigende Erlöse und Erträge dar.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	33,1	36,4	31,1	42,2	50,1	60,7
EBITDA (Mio. Euro)	26,0	27,7	20,1	30,3	36,0	44,0
Jahresüberschuss	-0,4	2,4	-4,3	-2,1	-4,3	-5,8
EpS	-0,03	0,05	-0,08	-0,03	-0,05	-0,05
Dividende je Aktie	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	4,5%	10,2%	-14,5%	35,6%	18,5%	21,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	10,56	3,95	4,62	3,41	6,98	5,76
KGV	-	60,8	-	-	-	-
KCF	6,3	6,9	10,3	6,5	6,0	5,1
EV / EBITDA	11,0	10,4	14,3	9,5	8,0	6,5
Dividendenrendite	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Diversifiziertes Portfolio:** clearvise besitzt und betreibt ein Portfolio von Stromerzeugungskapazitäten im Bereich der Erneuerbaren Energien. Nach einem Ausbau des Portfolios um ein Drittel im letzten Jahr lag die installierte Leistung Ende 2021 bei knapp 200 MW. Davon entfielen rd. 162 MW auf Windparks in Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland, weitere rd. 36 MW steuern deutsche Solarparks bei. Außerdem zählt noch eine Biogasanlage mit 0,8 MW zum Portfolio.
- **Wachstumsstrategie „clearSCALE 2025“:** Mit der Wachstumsstrategie „clearSCALE 2025“ verfolgt das Unternehmen das ehrgeizige Ziel, die Portfoliokapazität bis 2025 auf 750 MW auszubauen. Bis zu dem Zeitpunkt soll zudem eine weitere Pipeline von 250 MW aufgebaut werden, um im Anschluss den Sprung in die Gigawattklasse zu schaffen. Die Fortschritte, die bereits erreicht wurden, sind beachtlich: Dank der Nutzung unterschiedlicher Akquisitionskanäle über drei verschiedene Konzepte (clearVALUE, clearSWITCH, clearPARTNERS) liegt die vertraglich gesicherte Kapazität schon jetzt bei über 350 MW.
- **Wettbewerbsintensiver Markt:** Eine hohe Nachfrage sorgt bei neuen Wind- und Solarparks aktuell für relativ niedrige Renditen. Für bestehende Anlagen bietet der jüngste starke Anstieg der Strompreise allerdings auch die Chance auf Zusatzeinnahmen aus dem Abschluss von Stromabnahmeverträgen. Mittelfristig könnte sich die Marktlage etwas entspannen, wenn die Umsetzung der ambitionierten Klimaschutzziele in der EU zu einem beschleunigten Zubau von Wind- und Photovoltaikkapazitäten führt. Insbesondere die neue Bundesregierung setzt sich diesbezüglich sehr ehrgeizige Ziele.
- **Hoher Cashflow:** Mit dem Anlagenbestand erwirtschaftet clearvise bereits hohe Cashflows, 2020 summierte sich der Free-Cashflow (unter Abwesenheit größerer Investitionen) auf 26,0 Mio. Euro und lag damit fast gleichauf mit dem EBITDA (27,7 Mio. Euro). Im letzten Jahr dürfte dieses gemäß der im letzten November nach unten angepassten Prognose auf 20,2 bis 20,5 Mio. Euro zurückgegangen sein, was vor allem auf die sehr schwachen Windverhältnisse zurückzuführen war. Für 2022 zeichnet sich dank des starken Portfolioausbaus wieder ein deutlicher Anstieg des operativen Gewinns ab.
- **Vorstoß in die Gigawattklasse:** Angesichts des hohen Wachstumstempos, das mit der Umsetzung der neuen Strategie erreicht wurde, halten wir es für wahrscheinlich, dass das Unternehmen die mittelfristigen Wachstumsziele erreichen kann. Wir haben diese deswegen in unserem Modell abgebildet und einen Ausbau des Portfolios auf 1 GW bis 2026 unterstellt. Gegenüber unserer bisherigen Projektion geht das mit deutlich höheren Umsatz- und EBITDA-Steigerungen einher, allerdings auch mit einer sehr umfangreichen Kapitalakquise. Die unterstellten Eigenkapitalrenditen von neuen Wind- und Solarparks haben wir allerdings marktbedingt von zuvor 7 auf 6 Prozent zurückgenommen, was immer noch ein ehrgeiziger Wert ist, wobei die Fokussierung auf Nischen und das hohe Strompreinsniveau Chancen für die Erzielung von Überrenditen bieten. Unser Kursziel hat sich damit von zuletzt 3,60 Euro auf 3,90 Euro erhöht, auf dieser Basis bekräftigen wir unser Urteil „Buy“. Im aktuellen Börsenkurs sind nach unserer Einschätzung die Chancen aus dem ehrgeizigen Wachstumskurs und aus dem stark gestiegenen Strompreis, der den Wert von Bestandsanlagen erhöht, nur unzureichend reflektiert.

SWOT-Analyse

Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes 200-MW-Portfolio aus Wind- und Solarparks, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für über neun Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Die vertraglich gesicherte Portfoliokapazität liegt bereits bei mehr als 350 MW.
- Sehr erfahrenes und in der Branche gut vernetztes Management.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen.
- Mit einer konservativen Abschreibungspolitik wurden signifikante stille Reserven aufgebaut.

Chancen

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

Schwächen

- Die Produktion des Windparkportfolios, das bis 2020 aufgebaut wurde, lag in den letzten Jahren meist unter dem geschätzten Normwert.
- Negative Abweichungen der Windverfügbarkeit oder der Sonneneinstrahlung von den Planwerten können nicht anderweitig kompensiert werden.
- Die Bestandshaltung im Bereich der Stromerzeugungskapazitäten wird üblicherweise stark fremdfinanziert, bei clearvise lag die EK-Quote Mitte 2021 bei 25 Prozent.
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

Risiken

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

Profil

Unabhängiger Stromproduzent

Der Fokus der 2010 gegründeten und seit 2011 börsennotierten Gesellschaft (noch unter dem Namen ABO Invest AG) liegt auf der Stromproduktion mit einem Portfolio von Erzeugungskapazitäten aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien. Ende letzten Jahres betrug die installierte Kapazität des Bestands bereits 199 MW und verteilte sich auf mehrere Wind- und Solarparks sowie eine Biogasanlage in vier verschiedenen Ländern Europas. Die Umbenennung in clearvise AG erfolgte im Jahr 2020 und war Ausdruck einer strategischen Neujustierung, in deren Rahmen auch die Führungspositionen neu besetzt wurden. Seit Juli 2021 führt Petra Leue-Bahns, die zuvor die Bereiche Finanzierung, Vertrieb und kaufmännische Geschäftsentwicklung bei ABO Wind geleitet hatte, das Unternehmen als Alleinvorständin und CEO. Eine weitere Schlüsselposition – die kaufmännische Leitung – wurde mit Manuel Sieth als CFO besetzt, der zuvor bei einem deutschen Versicherungskonzern ein Portfolio aus Windenergie- und Photovoltaikanlagen betreut hatte und sich nun vor allem um Akquisitionen und die Optimierung des Beteiligungsportfolios

kümmert. Komplettiert wird das branchenerfahrene Team von Vassil Todorov als Investment Director sowie Martin Kwidzinski als Portfoliomanager. Die operative Leitung ist in Frankfurt angesiedelt, der formelle Firmensitz liegt aber aus historischen Gründen noch in Wiesbaden.

Neue Wachstumsstrategie

Der strategische Fokus des neuen Managements ist auf einen weiteren deutlichen Ausbau des Portfolios gerichtet, um die Diversifikation zu stärken und einen wachsenden und im Jahresverlauf möglichst stetigen Cashflow-Strom zu erwirtschaften. Zur Umsetzung dieses Ziels wurde eine neue Wachstumsstrategie ausgearbeitet, die auf drei Säulen basiert. Zu diesen zählen der Erwerb von bereits bestehenden oder baureifen Objekten gegen Cash (clearVALUE) sowie die Einbringung von Bestandsanlagen via Sachkapitalerhöhung (clearSWITCH), darüber hinaus werden im Rahmen von Partnerschaften mit regionalen Projektentwicklern (clearPARTNERS) auch frühzeitige Be-



Petra Leue-Bahns
CEO

- Fokus auf Strategie und Geschäftsentwicklung
- 25+ Jahre Erfahrung im Erneuerbaren- und Infrastrukturbereich, Management-Positionen bei Entwicklern und Investoren
- Besondere Kenntnisse im Strukturwandel und der strukturierten Anlagenfinanzierung



Manuel Sieth
CFO

- Fokus auf Portfolioerweiterung und -optimierung
- Verwaltete zuvor das europäische Wind und PV-Portfolio eines großen deutschen Versicherungskonzerns
- Besondere Expertise in der Digitalisierung des Asset-Management und der Energiewirtschaft



Vassil Todorov
Investment Director

- International erfahrene Führungskraft mit +15 Jahren Branchenerfahrung
- Unternehmerischer Antrieb, breites Netzwerk
- Besonderes Fachwissen in den Bereichen der Projektfinanzierung und PPA, eigener Hintergrund als Projektentwickler

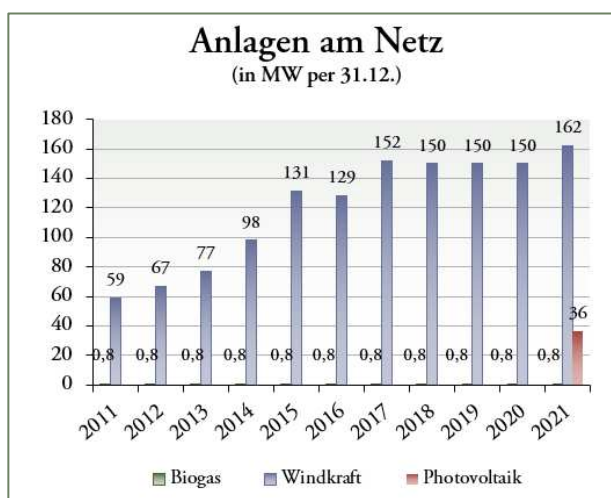


Martin Kwidzinski
Portfolio Manager

- Fokus auf operative Tätigkeiten
- Kennt unsere Windparks in- und auswendig, da er diese zuvor als O&M der ABO Wind AG geleitet hat.
- Experte in der Leistungs-optimierung von Windparks

Management; Quelle: Unternehmen

teiligungen an Projekten, für die noch keine Baureife besteht, angestrebt. Regional konzentriert sich clearvise weiterhin auf Europa, wobei neben den vier Ländern, in denen das Unternehmen inzwischen aktiv ist, in den nächsten Jahren zwei bis drei weitere erschlossen werden sollen. Als mittelfristiges Wachstumsziel der als „clearSCALE 2025“ betitelten Strategie wurde der Ausbau der installierten Portfoliokapazitäten bis auf 750 MW im Jahr 2025 vorgegeben, darüber hinaus soll dann auch eine weitere Pipeline von Objekten mit insgesamt 250 MW bestehen (zu den Details siehe das Kapitel „Strategie“).

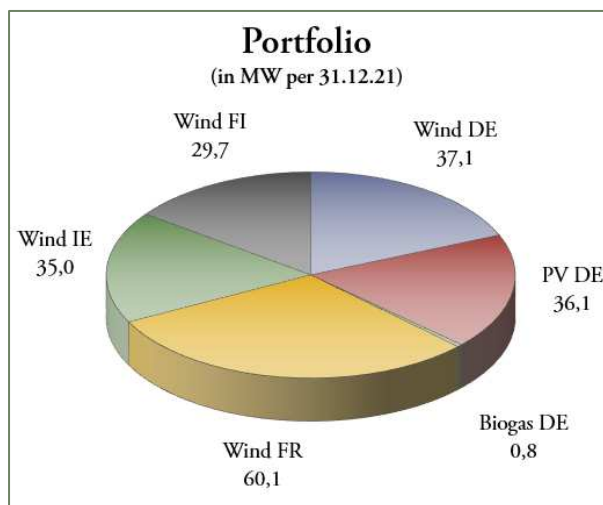


Quelle: Unternehmen

Portfolio bei 199 MW

Mit der Umsetzung der Strategie hat sich das Wachstum bereits erheblich beschleunigt. Nachdem die installierte Leistung des Portfolios zuvor drei Jahre lang stagniert hatte, erhöhten sich die im Betrieb befindlichen Kapazitäten allein im letzten Jahr um etwa ein Drittel auf rund 199 MW. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung war die Umsetzung erster Investments in Solarparks. Dazu wurden im März 2021 mit dem Projektentwickler ALTUS AG eine Rahmenvereinbarung über den Erwerb von bis zu 16 deutschen Solarparks mit einer Zielkapazität von 92 MWp (ursprünglich war diese etwas geringer, aber das Volumen konnte noch erhöht werden) abgeschlossen, die schrittweise bis 2023 realisiert werden. Bis Ende Dezember 2021 befanden sich davon bereits zehn Objekte mit einer installierten Leistung von 36 MWp im Betrieb und im Besitz von clearvise. Darüber hinaus

ist 2021 aber auch der Erwerb eines neuen 12-MW-Windparks in Frankreich gelungen.



Quelle: Unternehmen

Kapazitäten in vier Ländern

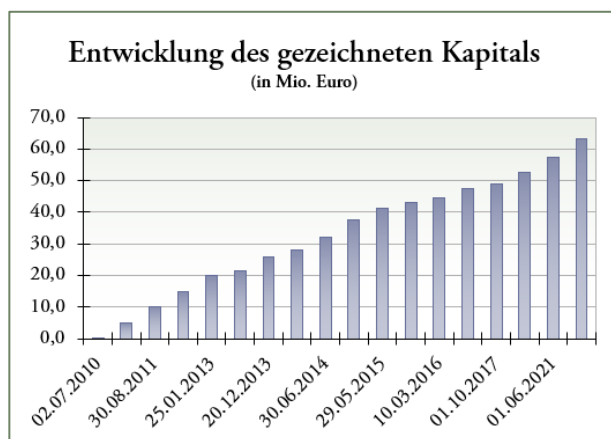
Damit entfielen von der installierten Portfolioleistung Ende letzten Jahres bereits rund 18 Prozent auf die Photovoltaik. Da Windräder eine höhere Zahl von Betriebsstunden aufweisen, ist der PV-Anteil an der Produktion allerdings noch geringer. Mit den Investments wurde auch die Bedeutung des deutschen Marktes für das Portfolio erhöht. Zusammen mit den Windkraftkapazitäten hierzulande (sechs Windparks mit insgesamt 37,1 MW) und einer Biogasanlage (0,8 MW) kam der Heimatmarkt Ende 2021 auf eine installierte Leistung von 74 MW oder rd. 37 Prozent des Gesamtportfolios. Dahinter folgte Frankreich mit ebenfalls sechs Windparks und rd. 60 MW (rd. 30 Prozent). In Irland (35 MW) und Finnland (29,7 MW) besitzt das Unternehmen jeweils einen großen Windpark, der in beiden Fällen in zwei Abschnitten realisiert wurde. Für das Portfolio bestehen (Stand Oktober 2021) noch garantierte Einspeisevergütungen in durchschnittlicher Höhe von 81 Euro pro Megawattstunde und mit einer mittleren Restlaufzeit von mehr als neun Jahren. Eine Übersicht zum aktuellen Portfoliobestand und den Produktionsdaten der letzten Jahre findet sich in einer Tabelle im Anhang I.

Gesicherte Kapazität deutlich höher

clearvise hat sich bereits weitere Kapazitäten in erheblichem Ausmaß vertraglich gesichert, deren Fertigstellung noch aussteht. Neben zwei Projekten von ALTUS mit einer Zielleistung von rd. 50 MWp, die 2022 und 2023 in Deutschland realisiert werden, gehört insbesondere ein 90 MWp-Solarpark im Süden von Brandenburg dazu, für den im Januar ein Kaufvertrag abgeschlossen wurde und der bis Mai fertiggestellt werden soll. Darüber hinaus hat clearvise auch den Erwerb eines 7,2 MW-Windparks in Bayern vereinbart, der erstmals im Rahmen des clearSWITCH-Modells, also teilweise via Sachkapitalerhöhung (siehe dazu Kapitel Strategie), umgesetzt wird. Unter Berücksichtigung der neuen Objekte beträgt die gesicherte Portfoliokapazität bereits 352 MW, wovon rund 182 MWp auf Solarparks und 169 MW auf Windparks entfallen.

Ausweitung der Kapitalbasis

Seit der Gründung der Gesellschaft ging der Ausbau des Portfolios immer auch mit der Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals einher. Dieser Weg wird nun auch im Rahmen der neuen Wachstumsstrategie beschritten.



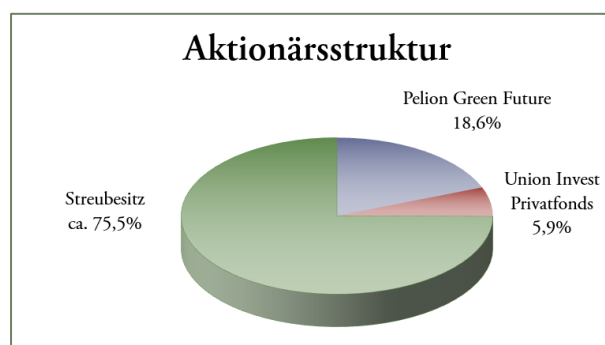
Quelle: Unternehmen

Großes genehmigtes Kapital

Nachdem zunächst im April und Juni 2021 im Rahmen von zwei Kapitalerhöhungen 8,4 Mio. Aktien platziert und so brutto 20,7 Mio. Euro eingenommen wurden, hat die Hauptversammlung 2021 ein genehmigtes Kapital für die Ausgabe von bis zu 28,7 Mio. neuen Aktien in einem Zeitraum von fünf Jahren geschaffen. Von dieser Möglichkeit hat clearvise kürzlich zur Finanzierung der aktuellen Transaktionen mit einer ersten Kapitalerhöhung Gebrauch gemacht, in deren Rahmen 5,74 Mio. Aktien zu einem Preis von 2,00 Euro platziert wurden. Das gezeichnete Kapital ist damit weiter auf 63,1 Mio. Euro angewachsen.

Zwei Aktionäre halten über 5 %

Die Platzierung erfolgte unter Ausschluss des Bezugsrechts bei institutionellen Investoren. Damit könnte sich die Aktionärsstruktur etwas verschoben haben. Zum Stand zur letzten Hauptversammlung hatte das Unternehmen gemeldet, dass es zwei Aktionäre gibt, die einen Anteil von mehr als 5 Prozent gehalten haben, nämlich die Investment-Holding Pelion Green Future Alpha GmbH (mit damals 18,6 Prozent) und die Union Invest Privatfonds GmbH (mit 5,9 Prozent). Auf den Streubesitz entfielen somit Mitte letzten Jahres 75,5 Prozent der Anteile. Die Aktie von clearvise wird inzwischen auf Xetra, bei Tradegate und an diversen Regionalbörsen gehandelt.

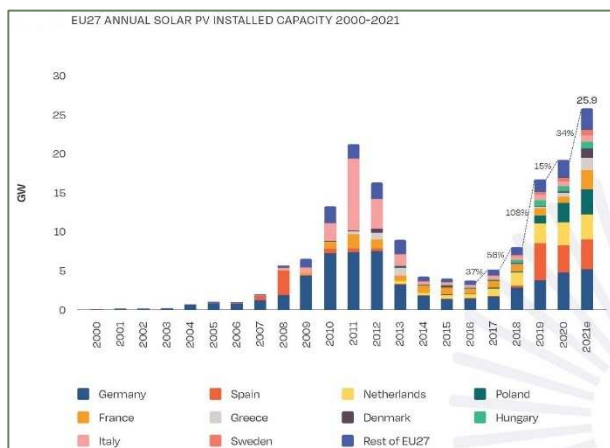


Stand Juli 2021; Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Inzwischen große Bestandsmärkte

Im Bereich der Erneuerbaren Energien gibt es inzwischen einen großen Bestandsmarkt in Europa. Die installierten Windkraftkapazitäten an Land belaufen sich gemäß der letzten Schätzung des Branchenverbands WindEurope auf mehr als 210 GW (per Ende 2021, hinzu kommen mehr als 28 GW offshore), wobei, gemessen an der Erzeugungskapazität, Deutschland, Spanien und UK die wichtigsten Länder sind (Quelle: WindEurope – Wind energy in Europe). Auch bei den Photovoltaikinstallationen ist Deutschland mit knapp 60 GWp die Nummer eins, gefolgt von Italien (22 GWp) und Spanien (17,9 GWp). Auf die Top-3 Länder entfallen damit rund 60 Prozent der gesamten PV-Kapazitäten der EU, die sich auf 164,9 GWp belaufen (Quelle: SolarPower Europe – EU Market Outlook for Solar Power).

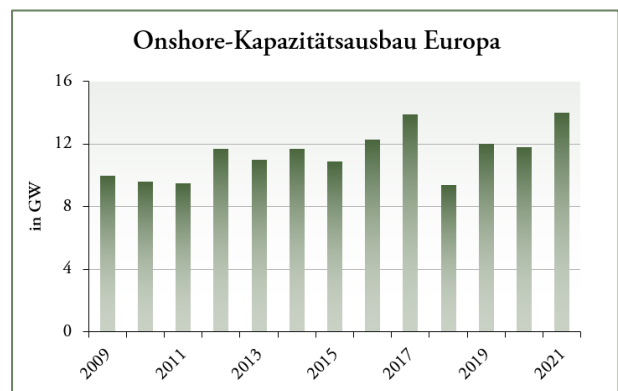


Quelle: SolarPower Europe

Hohe Dynamik bei Photovoltaik

Da nur ein Bruchteil der Bestandsanlagen pro Jahr den Besitzer wechselt, werden die Marktbedingungen für Investoren im Bereich der Erneuerbaren Energien sehr stark vom Kapazitätszubau bestimmt. Dieser hat sich im Bereich der Photovoltaik in den letzten Jahren stark beschleunigt. Die neu installierten Kapazitäten haben gemäß der Einschätzung von SolarPower Europe aus dem letzten Dezember im Jahr 2021 um 34 Prozent auf 25,9 GWp zugelegt (siehe Abbildung).

Der größte Zubau erfolgte in Deutschland mit 5,3 GWp (Vorjahr: 4,9 GWp), Spanien mit 3,8 GWp (Vorjahr: 3,5 GWp) und den Niederlanden mit 3,3 GWp (Vorjahr: 2,9 GWp). Ebenfalls über der Gigawattschwelle lagen Polen (3,2 GWp), Frankreich (2,5 GWp), Griechenland (1,6 GWp) und Dänemark (1,2 GWp).



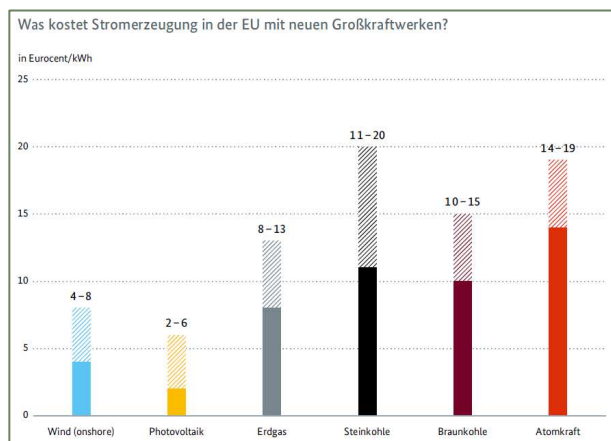
Quelle: WindEurope

Beschleunigung auch bei Windenergie

Auch bei der Onshore-Windenergie ist das europäische Zubauvolumen zuletzt gestiegen, um knapp 19 Prozent auf 14 GW (siehe Abbildung). Damit wurde die Schätzung des Branchenverbands WindEurope aus dem Frühjahr 2021, die sich auf rd. 16 GW belaufen hatten, allerdings verfehlt. Die Entwicklung wurde u.a. von den immer längeren Lieferzeiten für Windturbinen gebremst. Enttäuschend entwickelte sich einmal mehr der französische Markt, wo der Kapazitätswachstum mit 1,2 GW sogar noch unter dem Vorjahreswert (1,3 GW) lag. Der wichtigste Onshoremarkt auf dem hiesigen Kontinent war im letzten Jahr Schweden mit einer Verdopplung der neuen Installationen von 1,0 auf 2,1 GW, dahinter folgte der deutsche Markt mit einem Wachstum um 35 Prozent auf 1,9 GW (Quelle: WindEurope - Wind energy in Europe, 2021 Statistics and the outlook für 2021 - 2025).

Große Kostenfortschritte

Das anziehende Tempo beim Ausbau der Photovoltaik- und Windkraftkapazitäten ist insbesondere ein Resultat der stark gesunkenen Kosten. Nach Berechnungen mehrerer Institute, die von der neuen Bundesregierung in der „Eröffnungsbilanz Klimaschutz“ präsentiert wurden, lagen die Kosten der Stromerzeugung im Bereich von Photovoltaik-Großkraftwerken in Europa zuletzt zwischen 2 und 6 Cent pro kWh, für Onshore-Windkraft wurden 4 bis 8 Cent veranschlagt. Damit haben beide sogar Erdgas (mit 8 bis 13 Cent) unterboten (siehe Abbildung).

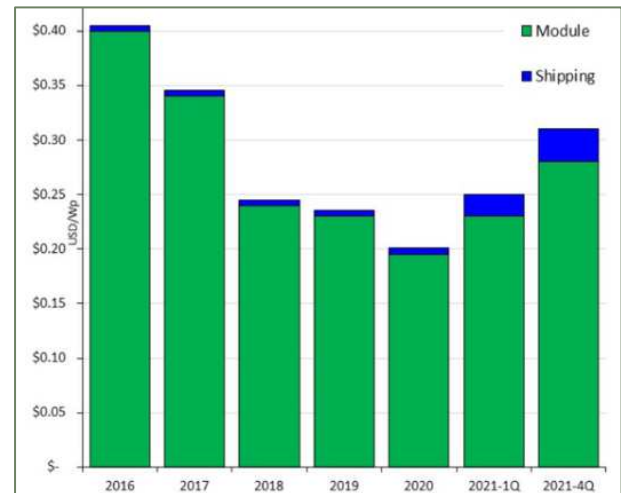


Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz - Eröffnungsbilanz Klimaschutz / Fraunhofer ISE, UBA, DIW

Trend vorerst gestoppt

Der seit Jahren zu beobachtende Trend zu immer günstigeren Kosten ist allerdings im Jahresverlauf 2021 zum Erliegen gekommen und hat sich zumindest temporär umgekehrt. Ursächlich dafür sind die angespannten internationalen Lieferketten. Der stärkste Effekt war mit einer Preissteigerung von mehr als 300 Prozent (gegenüber dem Stand von Januar 2020) bei Polysilizium zu beobachten, einem zentralen Rohstoff für Solarmodule. Die Herstellungskosten für Solarmodule haben sich infolgedessen 2021 von 20 US-Cent pro Wattpeak zu Jahresbeginn auf 26 bis 28 US-Cent im vierten Quartal erhöht, hinzu kamen auch noch deutlich gestiegene Transportkosten (siehe Abbildung; Quelle: industryeurope.com). Anfang 2022 gab es einen weiteren Anstieg auf mehr als 30 US-Cent. Angespannt ist die Lage auch in der Windindustrie, wo die großen Anbieter Siemens Gamesa

und Vestas in den letzten Wochen wegen der stark gestiegenen Materialkosten Gewinnwarnungen veröffentlichten mussten.

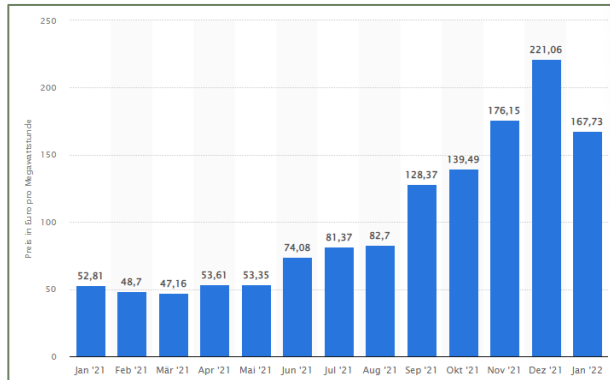


Preise für PV-Module und Transport in USD pro Wp; Quelle: industryeurope.com

Hohe Strompreise in Deutschland

Zugleich hat sich auch in einem anderen Markt der seit Jahren vorherrschende Preistrend deutlich geändert, nämlich am Spotmarkt für Strom. Der Grundlastpreis in Deutschland bewegte sich dort in den vergangenen Jahren in einer Spanne von ca. 30 bis 60 Euro pro MWh. Im Jahresverlauf 2021 kam es aber zu einem deutlichen Anstieg bis auf Werte von mehr als 200 Euro/MWh (siehe nachfolgende Abbildung). Verantwortlich dafür ist das Zusammenspiel mehrerer Faktoren. Deutschland hat in den letzten Jahren Grundlastkapazitäten im größeren Maßstab abgeschaltet – insbesondere Kernkraft-, aber auch Kohlekraftwerke – und damit die freien Kapazitätsreserven reduziert. Zugleich wurde die Nutzung der volatilen Erzeugungsarten Windkraft und Photovoltaik ausgebaut. Im letzten Jahr nun waren die Windverfügbarkeit und die Sonneneinstrahlung unterdurchschnittlich, so dass verstärkt auf fossile Brennstoffe zurückgegriffen werden musste. Die erhöhte Nachfrage hat einen ohnehin schon aufwärts gerichteten Preistrend bei diesen Rohstoffen verstärkt. Und schließlich hat sich im Jahresverlauf 2021 auch noch der Preis für CO₂-Emissionsrechte massiv verteuert. Im Januar 2022 war der durchschnittlich gehandelte Strompreis in der Tendenz wieder etwas rückläufig, bewegte sich

aber weiter im Vorjahresvergleich auf einem sehr hohen Niveau.



Durchschnittlicher Börsenstrompreis am EPEX-Spotmarkt für Deutschland/ Luxemburg von Januar 2021 bis Januar 2022 (in Euro pro Megawattstunde); Quelle: Statista

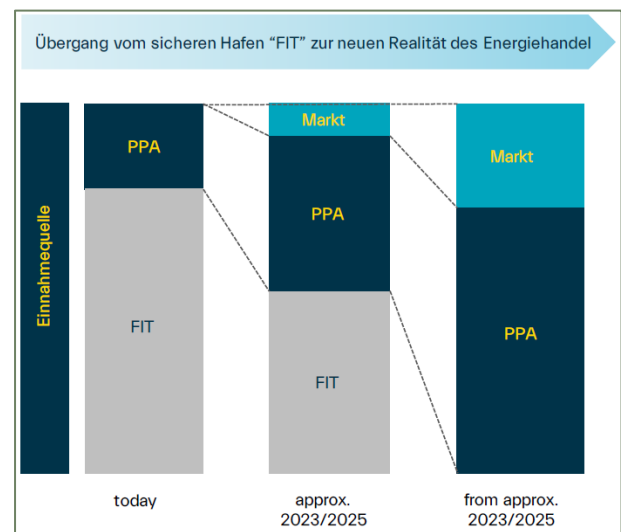
Ende noch nicht absehbar

Die beschriebenen Determinanten für hohe Preise, sowohl am Strommarkt als auch in der Produktion von Solarmodulen und Windkraftträdern, dürften zumindest teilweise temporärer Natur sein. Im Moment ist es aber noch schwer zu prognostizieren, wann sich die Marktlage entspannen könnte. Für den Strommarkt ist von besonderer Bedeutung, ob sich eine Normalisierung der Gasversorgung einstellt, dabei stellen die Ukraine Krise und die Dissonanzen mit der russischen Regierung einen großen Unsicherheitsfaktor dar. Auch im Bereich der Rohstoffkosten für die Produktion von PV-Modulen und Windturbinen ist nicht mit einer schnellen Entspannung zu rechnen. Nach dem Anstieg auf mehr als 30 US-Cent pro Wattpeak bei den Modulen erwarten Branchenanalysten für die nächsten Monate sogar Werte von mehr als 40 US-Cent (Quelle: pv magazine). Und Vestas hat in Bezug auf die Rohstoffversorgung bei Windturbinen darauf hingewiesen, dass die Probleme voraussichtlich zumindest bis zum Jahresende 2022 anhalten dürften.

Unterschiedliche Effekte

Für Investoren im Bereich der Erneuerbaren Energien resultieren aus den aktuellen Marktbedingungen unterschiedliche Effekte. Die Kostensteigerungen in der Realisierung von Projekten könnten weiteren Druck auf die Renditen ausüben, die in den letzten Jahren

angesichts einer hohen Nachfrage und eines niedrigen Zinsniveaus ohnehin schon stark gesunken sind. In einem als stabil angesehenen Markt wie Deutschland liegen die Eigenkapitalrenditen von neuen großen Solar- und Windparks heute in der Regel unter 5 Prozent, wobei die künftigen Erwartungen zur Strompreisentwicklung einen starken Einfluss auf die Rendite haben. Anhaltend hohe Strompreise bieten andererseits für Bestandhalter die Chance, Zusatzeinnahmen aus dem Abschluss von PPAs zu erzielen.

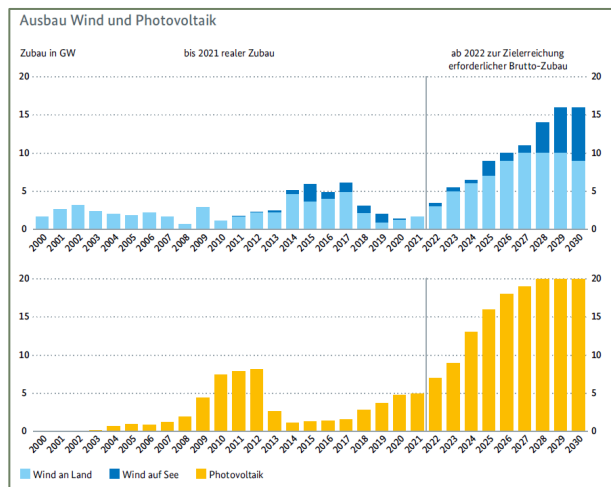


Markttransformation; Quelle: Unternehmen

PPAs auf dem Vormarsch

Power Purchase Agreements werden im Markt ohnehin immer wichtiger. Noch spielen feste Einspeisevergütungen (englisch: fixed feed-in tariffs (FIT)) die größte Rolle, aber das wird sich in den nächsten Jahren schnell ändern (siehe Abbildung oben). Vorreiter beim Ausbau der subventionsfreien Nutzung von Solarstrom ist Spanien. Im letzten Jahr wurde mit knapp 3 GWp der überwiegende Teil der insgesamt neu installierten Photovoltaikkapazität (3,8 GWp) mit Hilfe von PPAs realisiert. Das Management von clearvise geht davon aus, dass bereits in wenigen Jahren der Abschluss von Stromabnahmeverträgen und die Vermarktung über die Börse den Markt dominieren werden. Im Vergleich zum Regime mit festen Einspeisevergütungen wird dadurch die Volatilität zunehmen und das Marktumfeld insgesamt anspruchsvoller, so dass mehr Spezial-Know-how erforderlich ist, was dazu führen könnte, dass kleine Marktteilnehmer

(Anlagenbesitzer, Projektentwickler) aus dem Markt ausscheiden.



Geplanter Ausbau von Windkraft und Photovoltaik in Deutschland; Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz - Eröffnungsbilanz Klimaschutz

Ehrgeizige politische Ziele

Das benötigte Spezialwissen könnte künftig zu einem wichtigen Faktor in der Akquise und zu einem Vorteil für Anbieter mit großem Branchen-Know-how werden. Zugleich wird mittelfristig das Angebot von neuen Photovoltaik- und Windparks möglicherweise deutlich zunehmen – zumindest dann, wenn die politischen Absichtserklärungen auch zu wirksamen Anpassungen an den Rahmenbedingungen führen. Besonders ehrgeizige Ziele verfolgt die neue Bundesregierung, die diese in ihrer „Eröffnungsbilanz Klimaschutz“ im Januar umfassend erläutert hat. Der Anteil der Erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch soll in Deutschland von 42,6 Prozent im letzten Jahr auf 80 Prozent in 2030 steigen. Das ist nur mit einem starken Ausbau der Kapazitäten im Bereich Windkraft und Photovoltaik zu erreichen. Der jährliche Zubau soll auf mehr als 15 GW (Wind) und rund 20 GW (Solar) bis 2030 vervielfacht werden. Dafür sollen u.a. Genehmigungsverfahren beschleunigt, zusätzliche Flächen ausgewiesen und die Ausschreibungsvolumina stark erhöht werden, außerdem soll der Netzausbau beschleunigt werden.

Ambitionierteres Ziel der EU

Auch die EU-Kommission arbeitet an einem Maßnahmenpaket, um die Dekarbonisierung der Wirtschaft zu beschleunigen. Im Rahmen der „Fit for 55“-Initiative wurde das Ziel für die Reduktion der Treibhausgase bis 2030 von zuvor 40 auf 55 Prozent des Stands von 1990 verschärft. Im laufenden Jahr müssen die darauf aufbauenden neuen Bestimmungen mit den Ländern abgestimmt und beschlossen werden.



Marktprognose; Quelle: SolarPower Europe

Photovoltaikbranche optimistisch

Der Branchenverband SolarPower Europe ist auch wegen der politischen Initiativen optimistisch gestimmt für die Entwicklung der PV-Installationen in der EU. Obwohl wegen des jüngsten Anstiegs der Modulpreise einige Projekte möglicherweise neu kalkuliert oder verschoben werden müssen, soll die neu installierte Kapazität in diesem Jahr im mittleren Szenario mit rd. 30 GW um 16 Prozent über dem Wert aus 2021 liegen, für 2023 wird ein weiteres Wachstum um 28 Prozent vorausgesagt (siehe Abbildung). Auch im Bereich der Windkraft soll die Dynamik nach Einschätzung von WindEurope zumindest im laufenden Jahr weiter anziehen, der Branchenverband erwartet einen Onshorezubau von 18,3 GW (+31 Prozent) in Europa. Ein deutlicher Volumentrückgang in einigen Märkten, insbesondere in Schweden und Finnland, wird dann in 2023 im wahrscheinlichsten Szenario aber wieder zu einem Rückgang auf 16,6 GW führen.

Strategie

IPP mit Fokus Erneuerbare Energien

clearvise hat sich als unabhängiger Stromerzeuger (Independent Power Producer, IPP) positioniert, der ein Anlagenportfolio betreibt und Einnahmen aus der Stromvermarktung erzielt. Die Kernkompetenzen des Führungsteams liegen insbesondere auf dem Management des eigenen Portfolios, der Akquise neuer Anlagen und dem Abschluss von Stromabnahmeverträgen (PPAs). Dabei fokussiert sich das Unternehmen ausschließlich auf Erneuerbare Energien. In den letzten anderthalb Jahren wurde mit einer neuen Wachstumsstrategie ein deutlicher Ausbau des Portfolios eingeleitet.

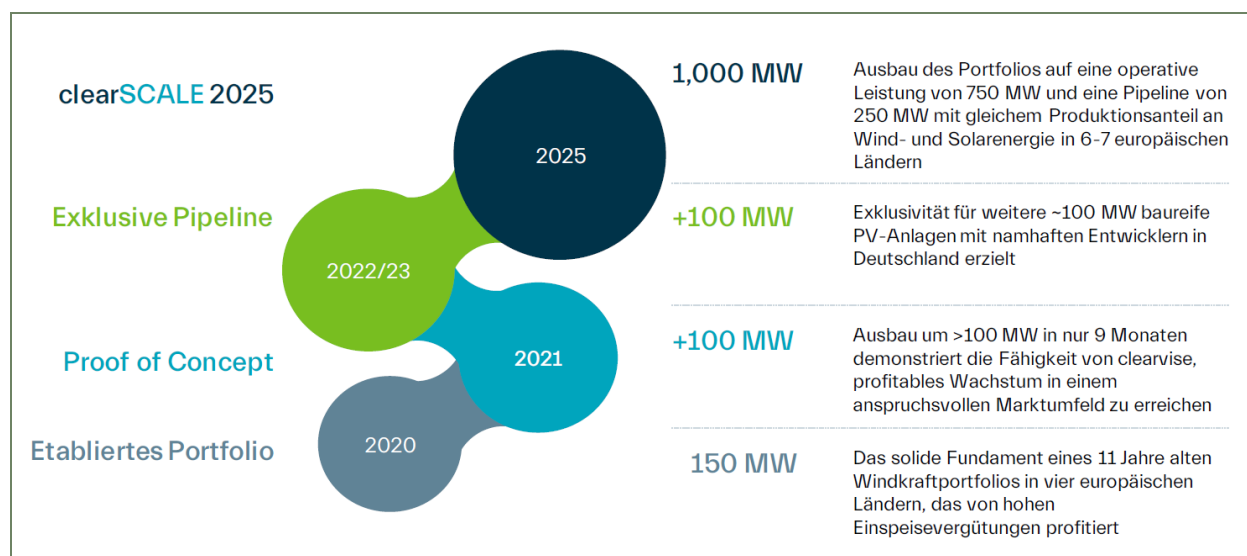
Diversifikation als strategisches Ziel

Ein wichtiges Ziel des Portfolioausbaus ist eine Stärkung der Diversifikation, die aus mehreren Gründen sehr vorteilhaft ist. Eine Streuung der Investitionen über verschiedene Regionen und Länder reduziert nicht nur die Abhängigkeit von den politischen Rahmenvorgaben in einzelnen Märkten, sondern bietet auch die Chance, dass sich die Auswirkungen lokaler Wetterschwankungen im Portfolio zumindest teilweise ausgleichen, womit die Volatilität der Einnahmentwicklung reduziert wird. Diesem Zweck dient

auch die Bündelung von unterschiedlichen Erzeugungsarten in einem Portfolio. Insbesondere eine Kombination von Windkraft- und Photovoltaikinvestments gilt unter Diversifikationsaspekten als sinnvoll, da beide zu unterschiedlichen Jahreszeiten und Wetterbedingungen in der Regel ihre stärksten Produktionsphasen haben.

clearSCALE 2025

Der Grad der Diversifikation eines Portfolios wird daher am Markt in der Bewertung honoriert. Der Wert pro Megawatt installierter Leistung steigt normalerweise mit der Größe des Portfolios ceteris paribus an und bildet damit das sinkende Risiko der Cashflow-Volatilität ab. Der Ausbau eines Portfolios sorgt somit also nicht nur für eine Erhöhung und Verstetigung des Cashflows, sondern bietet über diesen Bewertungseffekt einen zusätzlichen Hebel auf das investierte Kapital. Vor diesem Hintergrund verfolgt das Management von clearvise mit der Strategie „clearSCALE 2025“ eine sehr ehrgeizige Wachstumsagenda. Das Portfolio soll in den nächsten drei Jahren bis auf 750 MW ausgebaut werden, zudem soll dann schon eine zusätzliche Pipeline von 250 MW beste-



Wachstumsziel von clearvise; Quelle: Unternehmen

hen, mit der im Anschluss der Sprung auf 1.000 MW gelingen kann.

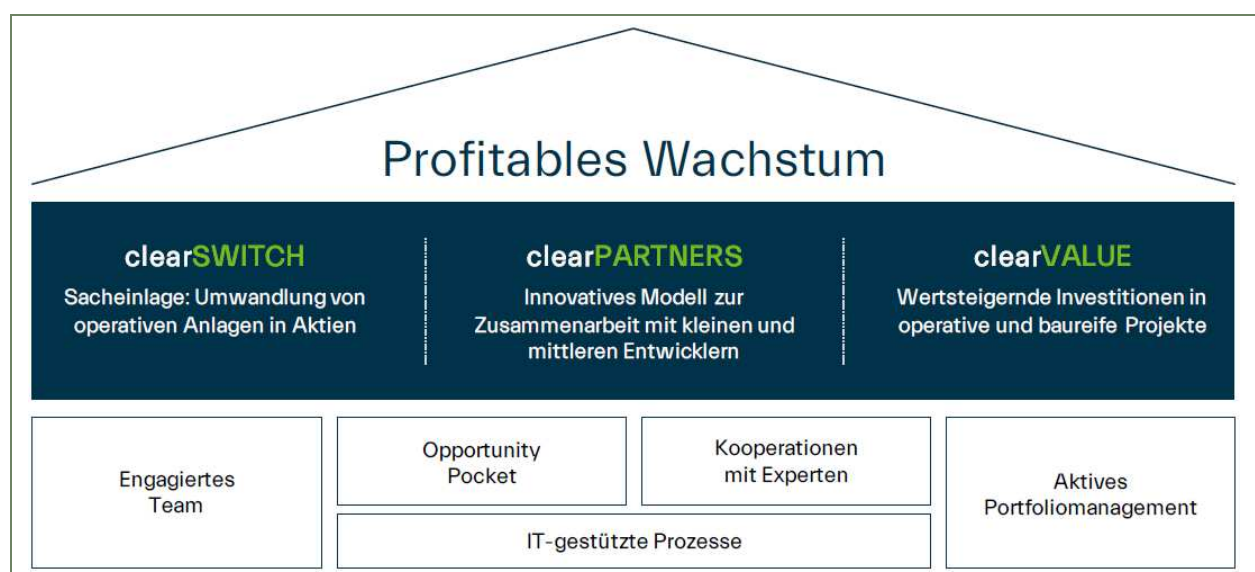
Einstieg in den PV-Markt geglückt

Die substanziellen Fortschritte, die mit der Umsetzung der Strategie bereits erreicht werden konnten, untermauern, dass diese ehrgeizigen Ziele durchaus realistisch sind. So konnte clearvise das Portfolio im letzten Jahr mit mehreren Zukäufen von 150 auf knapp 200 MW ausbauen. Besonders wichtig war der große Deal mit dem Projektentwickler ALTUS AG, der mit einem Schlag den Zugriff auf Solarparks mit einer Zielkapazität von mehr als 90 MWp ermöglicht hat. Mit dieser Transaktion hat clearvise nicht nur eine deutliche Beschleunigung der Wachstumsdynamik eingeleitet, sondern auch einen großen Fortschritt bei der Diversifikation des Portfolios um eine weitere Erzeugungsart erreicht. Dank des ALTUS-Deals und weiterer großer Abschlüsse belaufen sich die vertraglich gesicherten Portfoliokapazitäten inzwischen bereits auf mehr als 350 MW.

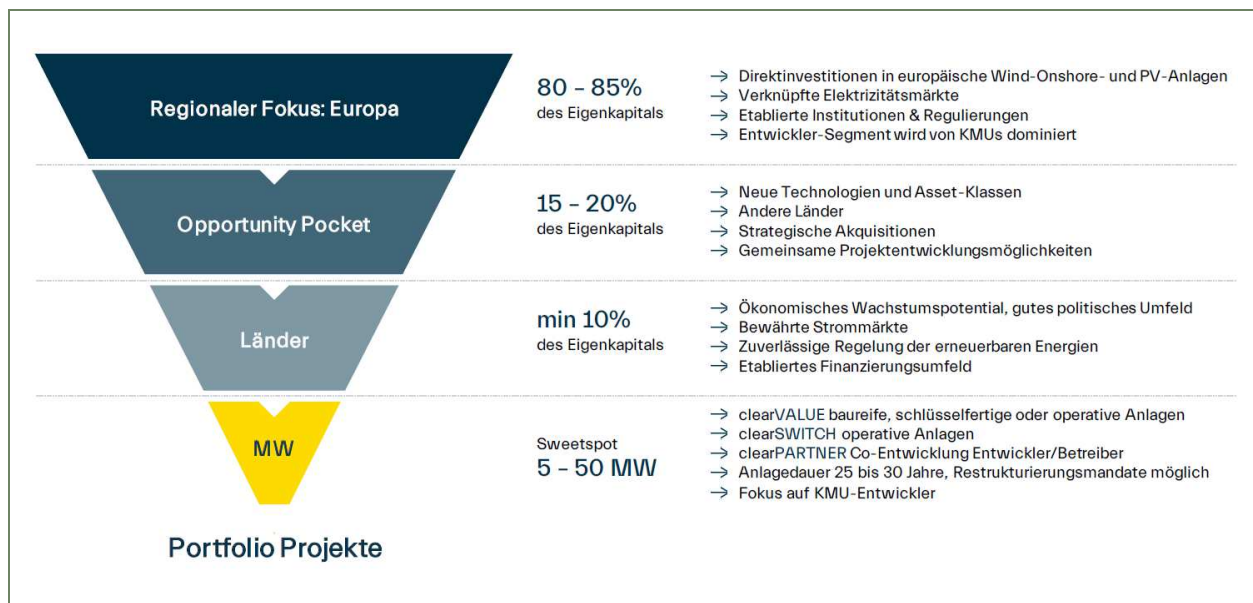
Drei-Säulen-Strategie

Dass dem Unternehmen in kurzer Zeit ein so deutlicher Portfolioausbau gelungen ist, ist vor allem auf die gute Vernetzung des branchenerfahrenen Managements zurückzuführen. Zudem beschreitet clearvise mit der ausgearbeiteten Wachstumsstrategie in der

Akquise auch neue Wege. Zuvor hatte sich das Unternehmen nämlich darauf beschränkt, schlüsselfertige Windparks gegen Cash zu erwerben, die zudem de facto ausschließlich vom Partner ABO Wind stammten. Derartige Käufe stellen auch weiterhin eine Säule der Wachstumsstrategie dar, die mit „clearVALUE“ bezeichnet wurde. Allerdings wird der Markt inzwischen deutlich breiter bearbeitet und es wird verstärkt nach interessanten Objekten abseits strukturierter Ausschreibungsprozesse gesucht, um die eigenen Renditeziele zu erreichen, die – bezogen auf das gesamte Portfolio – eine Eigenkapitalrendite von ca. 6 bis 8 Prozent vorsehen. Dabei können auch Bestandsanlagen interessant sein, die ganz oder teilweise gegen Ausgabe von Aktien erworben werden können. Dieser zweite Pfeiler der Strategie mit dem Namen „clearSWITCH“ bietet die Möglichkeit, die Eigenkapitalbasis auch noch auf einem anderen Weg als über die Thesaurierung von Gewinnen oder klassische Kapitalerhöhungen zu stärken. Für die Verkäufer hat dieses Konzept den Vorteil, dass sie ein einzelnes großes Sachinvestment gegen eine liquide Beteiligung an einem diversifizierten Portfolio tauschen können. Mit dem in diesem Januar vereinbarten Kauf eines 7,2-MW-Bestandswindparks in Bayern, der zu 25 Prozent via Sachkapitalerhöhung in Aktien bezahlt werden soll, ist clearvise erstmals die Anbahnung einer clearSWITCH-Transaktion gelungen.



Drei Säulen der Wachstumsstrategie; Quelle: Unternehmen



Erweiterter Investitionsfokus; Quelle: Unternehmen

Partnerschaftliche Zusammenarbeit

Um die Renditeziele zu erreichen, ist als wichtige dritte Säule der Strategie auch eine frühzeitige Beteiligung an Projekten noch vor der Fertigstellung oder sogar vor der Baureife denkbar. Zu diesem Zweck hat das Management im Rahmen der Strategiesäule „clearPARTNERS“ die Gespräche mit kleineren, regionalen Entwicklern intensiviert. Diesen bietet clearwise die Unterstützung bei der Umsetzung von Projekten und will so mit der eigenen Expertise selbst dazu beitragen, die Realisierungsrisiken zu minimieren.

PPAs immer wichtiger

Zu den Kompetenzen, die clearwise in die Partnerschaften einbringen kann, zählt auch das Know-how im Bereich von Power-Purchase-Agreements. Kleinere Projektentwickler haben hier oftmals noch Defizite. Zugleich nimmt die Zahl der Projekte, die ohne feste Einspeisevergütung und stattdessen mit Abschluss individueller, langfristiger Stromabnahmeverträge umgesetzt werden, dank der stark gesunkenen LCOE von der Wind- und Solarstromerzeugung stetig zu. clearwise ist es im letzten September gelungen,

für den neuen 12,5-MW-Solarpark Alsweiler einen solchen Kontrakt abzuschließen, so dass dieser ohne staatliche Förderung auskommt. Ein hohes Potenzial für PPAs bieten auch Bestandsanlagen, die aus der festen Einspeisevergütung herauslaufen, aber ihr technisches Lebensende noch nicht erreicht haben (das sogenannte „goldene Ende“).

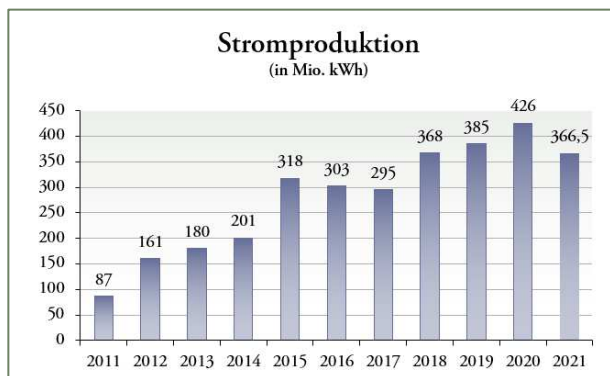
Fokus erweitert

Während die Diversifikation in den Photovoltaikbereich schon erfolgreich vollzogen wurde, steht die Erschließung neuer Länder noch an. clearwise hat sich vorgenommen, in den nächsten Jahren zwei bis drei weitere Märkte zu erschließen, in denen jeweils mindestens 10 Prozent des Eigenkapitals investiert werden sollen. Zum erweiterten Investitionsfokus gehört zudem das sogenannte „Opportunity Pocket“ (siehe Abbildung), für das 15 bis 20 Prozent des Eigenkapitals vorgesehen sind. Dabei handelt es sich um besondere Gelegenheiten, etwa neue Technologien oder andere Assetklassen, die opportunistisch ergriffen werden sollen, um die Wachstumsstrategie voranzubringen. Aber auch Frühphaseninvestments in Wind- oder Solarprojekte zählen zu diesen Opportunitäten.

Finanzen

Bisher Fokus auf Windkraft

Bis zum letzten Jahr bestand das Portfolio des Unternehmens, abgesehen von einer Biogasanlage, ausschließlich aus Windparks. Dementsprechend waren neben dem Ausbau der Kapazitäten die Windverfügbarkeit und die technische Verfügbarkeit die entscheidenden Determinanten der Produktion. Letztmals war dem Unternehmen vor der Umsetzung der neuen Wachstumsstrategie im Jahr 2017 der Zukauf eines Windparks in Finnland gelungen, der 2018 zu einem deutlichen Produktionsplus führte, obwohl das Jahr eher windschwach ausgefallen war. 2019 brachte dann eine leichte Besserung der Rahmenbedingungen einen weiteren Zuwachs und 2020 war schließlich ein richtig starkes Windjahr, das zu einem Anstieg der vergüteten Stromerträge um 10,7 Prozent auf einen neuen historischen Höchststand von 426,3 Mio. kWh führte. Damit wurde das voraussichtliche Ergebnis unter durchschnittlichen Bedingungen um mehr als 5 Prozent übertroffen.



Vergütete Stromerträge; Quelle: Unternehmen

Deutlich positives Ergebnis in 2020

Der Anstieg der Produktion führte 2020 zu einer Steigerung der Erlöse um 10,2 Prozent auf 36,4 Mio. Euro, aus dem ein Verbesserung des EBITDA um 6,3 Prozent auf 27,7 Mio. Euro resultierte (bereinigt um Einmaleffekte betrug der Zuwachs 9,6 Prozent auf 27,3 Mio. Euro). Zugleich gab es einen leichten Rückgang der wichtigsten Kostenposition, den Ab-

schreibungen (-3,7 Prozent auf 18,5 Mio. Euro), da in dem Vorjahreswert eine Sonderabschreibung in Höhe von 0,5 Mio. Euro auf die Biogasanlage enthalten war. Durch diese Kombination erhöhte sich das EBIT 2020 deutlich überproportional um 34,7 Prozent auf 9,1 Mio. Euro (bereinigt: +54,9 Prozent auf 8,7 Mio. Euro). Das war die Basis für eine starke Verbesserung des Nettoergebnisses von -0,4 Mio. Euro in 2019 auf +2,4 Mio. Euro in 2020. Unter Abwesenheit größerer Investitionen konnte das Unternehmen einen Free-Cashflow von 26,0 Mio. Euro (+8,7 Prozent) erwirtschaften, der damit fast das EBITDA-Niveau erreichte.

Geschäftszahlen	2019	2020	Änderung
Vergütete Stromerträge	385,2	426,3	+10,7%
Umsatz	33,1	36,4	+10,2%
EBITDA berichtet	26,0	27,7	+6,3%
EBITDA bereinigt*	24,9	27,3	+9,6%
EBITDA-Marge*	75,3%	74,9%	
EBIT berichtet	6,8	9,1	+34,7%
EBIT bereinigt*	5,6	8,7	+54,9%
EBIT-Marge*	17,1%	24,0%	
Nettoergebnis	-0,4	2,4	-
Free-Cashflow	23,9	26,0	+8,7%

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

Schwache Windverhältnisse

Im ersten Halbjahr 2021 konnte die positive Entwicklung der Geschäftszahlen nicht fortgesetzt werden. Vielmehr sorgte eine schwache Windverfügbarkeit für einen Rückgang der vergüteten Stromerträge um 19,6 Prozent auf 187 Mio. kWh und der Erlöse um 18,0 Prozent auf 16,0 Mio. Euro. Da die neuen Solarparks erst peu à peu den Betrieb aufgenommen haben, war ihr Beitrag mit 3,9 Mio. kWh noch relativ gering und

konnte die Auswirkungen der ungünstigen Windbedingungen nur teilweise abmildern. Insgesamt lag der Output um rund 10,5 Prozent unter der Normproduktion. Der Umsatzrückgang zum Vorjahr (-3,5 Mio. Euro) hat sich nahezu in derselben Höhe auch im Rückgang des um Einmaleffekte bereinigten EBITDA (-3,7 Mio. Euro auf 11,5 Mio. Euro) niedergeschlagen, das berichtete EBITDA reduzierte sich um 28,7 Prozent auf 10,8 Mio. Euro. Bei minimal gesunkenen Abschreibungen führte das zu einem Rückgang des EBIT von 5,8 auf 1,6 Mio. Euro, das Nettoergebnis drehte damit wieder in negatives Terrain (von +2,3 auf -1,6 Mio. Euro).

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	-
CF laufend. Geschäft	16,0	15,8	-1,4%
CF Investition	0,0	-13,8	-

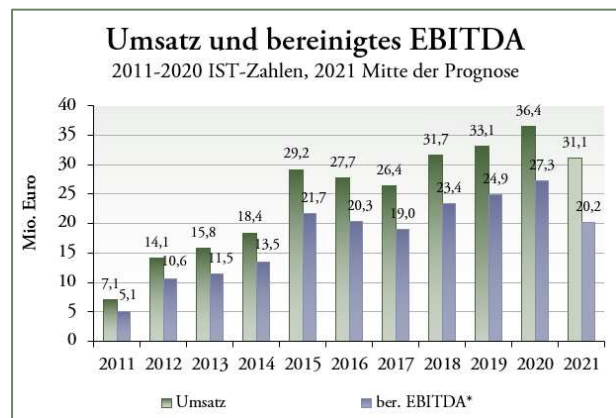
In GWh (Stromerträge), Mio. Euro bzw. Prozent; * bereinigt um betriebliche Erträge und Aufwendungen aus Einmaleffekten; Quelle: Unternehmen

Starker operativer Cashflow

Trotz dieses Ergebnisrückgangs erreichte der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit mit 15,8 Mio. Euro fast das Vorjahresniveau (16,0 Mio. Euro). Kompensiert wurde der dämpfende 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.

Prognose reduziert

Im zweiten Halbjahr 2021 haben sich die Windverhältnisse für clearvise nicht entscheidend gebessert. Daher hat das Management Ende November den Korridor für den voraussichtlichen Wert der Jahresproduktion von zuvor 389 bis 415 Mio. kWh auf 366,2 bis 370 Mio. kWh reduziert. Inzwischen wurden die Produktionsdaten für 2021 auf der Website veröffentlicht, mit 366,5 Mio. kWh liegt der Wert am unteren Ende der neuen Range. Infolgedessen könnte auch bei den Erfolgskennzahlen, die noch nicht veröffentlicht wurden, eher das untere Ende der im November ebenfalls aktualisierten Spannen erreicht worden sein. So wurde der Korridor für die Erlöse zum damaligen Zeitpunkt auf 31,1 bis 31,4 Mio. Euro abgesenkt (zuvor: 34,4 bis 38,4 Mio. Euro), was mit einem Konzern-EBITDA von 20,2 bis 20,5 Mio. Euro (zuvor: 23,3 Mio. bis 27,4 Mio.) und einem Konzern-EBIT von 2,0 bis 2,3 Mio. Euro (zuvor: 4,0 bis 7,8 Mio. Euro) korrespondieren soll. Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung von Umsatz und EBITDA im Zeitablauf, wobei für das letzte Jahr der untere Wert der zuletzt veröffentlichten Zielspanne angesetzt wurde.



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

Guter Start in 2022

Der Start in das aktuelle Geschäftsjahr ist allerdings wieder erfreulicher verlaufen. Das Unternehmen hat kürzlich berichtet, dass die Produktion im Januar zunächst mit 34,7 Mio. kWh um 7 Prozent über dem Vorjahr gelegen hat. Im Februar haben in Summe

sehr gute Windverhältnisse dann zu einem Output von 49,7 Mio. kWh (vorläufige Auswertung) geführt, was einem Zuwachs von 32 Prozent zum Vorjahreswert entsprach.

Hohe Investitionen

Der Einfluss der Windverfügbarkeit auf die Zahlen soll durch die starke Expansion im Bereich der Photovoltaik künftig abgeschwächt werden. Im Jahr 2021 wurden dafür insgesamt Solarparks mit einer Kapazität von 36,1 MWp erworben, im laufenden Jahr werden weitere rd. 17 MWp aus dem ALTUS-Deal sowie der 90 MWp Solarpark in Südbrandenburg folgen (und 2023 weitere 38,2 MWp von ALTUS). Zugleich hat das Unternehmen 2021 auch in einen neuen 12-MW-Windpark in Frankreich investiert und wird in diesem Jahr darüber hinaus mit dem Abschluss der vereinbarten Transaktion einen 7,2-MW-Bestandswindpark in Bayern erwerben. Weitere Akquisitionen dürften folgen.

Mehrere Kapitalerhöhungen

Zur Finanzierung des mit der neuen Wachstumsstrategie stark beschleunigten Ausbaus des Portfolios

hatte clearvise zunächst im April 2021 eine Kapitalerhöhung durchgeführt und 3,5 Mio. Aktien zu einem Preis von 2,28 Euro platziert, was mit einer Bruttoeinnahme von 8,0 Mio. Euro verbunden war. Im Juni folgte die nächste Maßnahme (4,9 Mio. Aktien zu 2,60 Euro, Bruttoeinnahme: 12,7 Mio. Euro) und im Februar 2022 die bislang letzte Kapitalerhöhung, in deren Rahmen 5,74 Mio. Aktien zu 2,00 Euro platziert und 11,5 Mio. Euro (brutto) eingenommen wurden.

Eigenkapitalquote verbessert

Damit wurde die Eigenkapitalbasis weiter gestärkt. Das Eigenkapital erhöhte sich durch die ersten beiden Maßnahmen bereits im ersten Halbjahr 2021 trotz des Periodenfehlbetrages von 38,8 auf 57,9 Mio. Euro. Da gleichzeitig die Verbindlichkeiten und Rückstellungen (inkl. Mezzanine Kapital) trotz der durchgeführten Akquisitionen nur unterproportional (um 14,8 Prozent auf 171,2 Mio. Euro) zugenommen haben, konnte die Eigenkapitalquote zum 30. Juni 2021 von 20,6 auf 25,3 Prozent verbessert werden.

Equity-Story

Hoher Cashflow aus dem Bestand

clearvise verfügt durch das über Jahre aufgebaute Portfolio über eine starke Basis für die weitere Expansion. Die Laufzeit der zugesicherten Einspeisevergütung lag im letzten Okboer im Portfoliodurchschnitt noch bei mehr als neun Jahren, der durchschnittliche Vergütungssatz betrug 81 Euro pro MWh. Das sorgt für einen zuverlässigen Zahlungsmittelstrom: Im Jahr 2020 wurde – unter Abwesenheit von größeren Investitionen – ein Free-Cashflow von 26,0 Mio. Euro erzielt. Potenzial bieten die Windparks aber auch noch nach dem Ende der fest vereinbarten Einspeisevergütung. Die Anlagen sind dann bereits voll abgeschrieben – clearvise hat für den bis 2020 aufgebauten Bestand eine konservative Nutzungsdauer von 16 Jahren unterstellt – und die Kredite getilgt, aber das Ende der technischen Lebenszeit ist in der Regel noch nicht erreicht. Damit kann günstig Strom produziert werden, was Potenzial für den Abschluss lukrativer PPAs bietet. Für Windparks ist inzwischen eine Nutzungsdauer von 25 Jahren realistisch, die letzten Jahre stellen damit das „Goldene Ende“ der Produktionszeit dar.

Strompreisniveau könnte hoch bleiben

Das Potenzial für eine Vermarktung der Erzeugungskapazitäten hat sich zuletzt deutlich erhöht. Nachdem sich der Spotmarktpreis für Strom in Deutschland jahrelang auf einem niedrigen Niveau bewegte, hat die Kombination aus der Abschaltung von Kernkraftkapazitäten, hohen Gaspreisen und einer unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit und Sonneneinstrahlung zu einem starken Anstieg der Spotmarktpreise für Strom geführt. Auch wenn die Spitzenwerte der letzten Monate vermutlich nicht nachhaltig sind (Abhilfe könnte zum Beispiel von einer Entspannung der Lage bei der Gasversorgung kommen), könnte die geplante Abschaltung weiterer Kernkraft- und Kohlekraftwerke dennoch dafür sorgen, dass die deutschen Strompreise im Durchschnitt deutlich über dem Niveau der letzten Jahre bleiben und damit ein attraktives Umfeld für Stromerzeuger schaffen.

Neue Marktchancen

Neue Chancen für clearvise könnten zudem aus einer starken Beschleunigung des Kapazitätsausbaus bei Erneuerbaren Energien resultieren, die insbesondere von der neuen Regierung in Deutschland anvisiert wird. Hierzulande soll der Anteil der Erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch bis 2030 von zuletzt ca. 43 auf 80 Prozent ausgebaut werden. Dafür soll die installierte Windkraftkapazität auf über 100 GW mehr als verdoppelt werden, für Photovoltaik wird sogar ein Ausbau von 60 auf 200 GW angepeilt. Das kann nur mit deutlich verbesserten Rahmenbedingungen für die Projektentwicklung (insbesondere: mehr Flächen, schnellere Genehmigungen) und erheblich größeren Ausschreibungsvolumina erreicht werden – was das Umfeld für Investitionen in Erneuerbare Energien weiter verbessern würde. Auch in anderen europäischen Ländern dürfte das Tempo zunehmen, da die EU-Kommission mit einer Anhebung der Zielvorgaben und einem Maßnahmenkatalog zu deren Erreichung entsprechende Impulse setzt. Aktuell werden die Details der „Fit for 55“-Initiative, mit der eine Reduktion der Treibhausgasemissionen bis zum Jahr 2030 um 55 Prozent (gegenüber dem Stand aus dem Basisjahr 1990) anvisiert wird, abgestimmt.

Starker Start der Wachstumsstrategie

Um die sich bietenden Marktchancen nutzen zu können, ist eine systematische Akquisitionsstrategie eine wichtige Voraussetzung. In dieser Hinsicht hat das Management von clearvise bereits hervorragende Arbeit geleistet, da die Anbahnung von Übernahmen inzwischen mehrgleisig über verschiedene Kanäle und mit unterschiedlichen Modellen erfolgt. Die Umsetzung der Wachstumsstrategie hat bereits zu einem deutlichen Ausbau des Portfolios geführt. Im letzten Jahr ist die installierte Leistung um mehr als 30 Prozent auf knapp 200 MW gestiegen, die vertraglich bereits gesicherte Kapazität liegt sogar bei mehr als 350 MW. Dabei dürften die intensivierten Gespräche mit kleineren Projektentwicklern, die zu einer engeren Zusammenarbeit im „clearPARTNERS“-Modell füh-

ren könnten, erst peu à peu ihre Wirkung entfalten. Kürzlich ist zudem mit der Vereinbarung einer ersten Transaktion die initiale Umsetzung einer clearSWITCH-Akquisition angelaufen, auch für dieses Modell sehen wir noch erhebliches Potenzial.

Ehrgeizige Ziele erreichbar

Mit dem hohen Tempo bei der Umsetzung der Wachstumsstrategie hat das Management die Ziele für den Wachstumsprozess in 2021 bereits übertroffen, denn angestrebt worden war „lediglich“ ein Ausbau der Portfoliokapazitäten um mindestens 25 Prozent. Bemerkenswert ist dabei insbesondere die dynamische Entwicklung im Photovoltaikbereich, auf den bereits jetzt rund 50 Prozent der vertraglich gesicherten Kapazitäten entfällt. Für die mittlere Frist wurden neue ehrgeizige Ziele formuliert. Die Portfoliokapazität soll bis 2025 auf 750 MW ansteigen, dann soll der PV-Anteil sogar bei zwei Drittel liegen, was dazu führen würde, dass sich die Produktion etwa hälftig auf Windkraft und Photovoltaik verteilt (wegen der höheren Betriebsstundenzahl von Windkraftanlagen). Zudem soll bis dahin eine weitere Pipeline von 250 MW aufgebaut werden, um im Anschluss den Sprung

in die Gigawattklasse zu schaffen. Da das Tempo schon jetzt sehr hoch ist und die verschiedenen Initiativen zur Stärkung der Akquisitionsprozesse sukzessive ihre Wirkung entfalten dürften, halten wir die gesetzten Ziele für gut erreichbar.

Wertpotenzial nicht abgebildet

Der Aktienkurs bildet das daraus resultierende Potenzial aus unserer Sicht nicht vollumfänglich ab. Trotz der großen Fortschritte in der Unternehmensentwicklung hat die Aktie den Großteil der Zugewinne, die sie von Oktober 2020 bis zum Februar 2021 erzielt hatte, wieder abgegeben. Aus unserer Sicht fokussiert sich der Markt damit einseitig auf die aktuell niedrigen Renditen von Neuprojekten und die wetterbedingt schwachen Produktionszahlen in 2021. Demgegenüber bietet gerade der jüngste starke Preisanstieg am Strommarkt, der sich nach unserer Einschätzung zumindest teilweise als nachhaltig herausstellen wird (zumal Deutschland weitere Grundlastkapazitäten abschaltet), Zusatzchancen für große Bestandshalter. Deren Portfolios sind mit der jüngsten Entwicklung wertvoller geworden, was der Aktienkurs von clearvise noch nicht abbildet.

DCF-Bewertung

Sehr dynamisches Wachstum

Die Produktionszahlen von clearvise für das Jahr 2021 sind schwach ausgefallen, was auf insgesamt unterdurchschnittliche Windverhältnisse in den Ländern, in denen das Unternehmen aktiv ist, zurückzuführen ist. Das Management musste daraufhin die Jahresprognose im November nach unten korrigieren. Der Start in die aktuelle Periode ist allerdings vielversprechender ausgefallen. Viel wichtiger für das künftige Wertpotenzial ist allerdings, dass die Umsetzung der Wachstumsstrategie in einem Marktumfeld, das von einer hohen Nachfrage nach Wind- und Solarparks geprägt ist, sehr erfolgreich angelaufen ist. Das Unternehmen konnte die Ziele für 2021, die einen Ausbau des Portfolios um mindestens 25 Prozent vorgesehen hatten, übertreffen und die installierte Leistung per Ende Dezember auf knapp 200 MW erhöhen. Im Zuge dessen wurde auch der Aufbau erster Photovoltaikkapazitäten vollzogen, die inzwischen mit rd. 36 MWp zum Portfolio beitragen. Die Windbedingungen in 2021 haben noch einmal unterstrichen, wie wichtig die Diversifikation in eine zweite Erzeugungsort ist. Insofern werten wir das als großen Fortschritt.

Ziel: 750 MW in 2025

Dies umso mehr, als der Anteil der Photovoltaik an der gesicherten Kapazität, die sich bereits auf 352 MW beläuft, schon bei etwas mehr als 50 Prozent liegt. Bis 2025 soll das Portfolio weiter auf 750 MW ausgebaut werden, wovon plangemäß zwei Drittel auf PV-Anlagen entfallen. Damit wären Windkraft und Solarenergie jeweils für etwa die Hälfte der Produktion verantwortlich. Zudem soll bis dahin eine weitere Pipeline von 250 MW aufgebaut werden, um im Anschluss den Sprung in die Gigawattklasse zu schaffen.

In 2022 weit über den Erwartungen

Wir hatten in unserem Modell zuletzt für 2021 ein Wachstum um 52 MWp im Bereich Solar und 22 MW im Bereich Windkraft unterstellt. Das wurde nicht ganz erreicht, da die nächsten großen Abschlüsse

erst Anfang 2022 erfolgt sind. Für die laufende Periode sind wir allerdings „nur“ von einem weiteren Portfolioausbau um 50 MW ausgegangen. Allein mit dem großen Solarpark in Südbrandenburg wird dieser Wert schon deutlich übertroffen, zudem wurde bereits eine weitere Investition in einen 7,2-MW-Windpark vereinbart. Hinzukommen werden auch noch weitere Solarkapazitäten in Höhe von mehr als 15 MWp aus der ALTUS-Pipeline. Da wir schließlich davon ausgehen, dass clearvise weitere Akquisitionen im Jahresverlauf tätigen wird, unterstellen wir für das laufende Jahr nun einen Ausbau um 130 MWp im Bereich Solar und um 20 MW im Bereich Wind. Damit wären zum Jahresende Anlagen mit einer Kapazität von 350 MW in Betrieb.

Annahme: 1.000 MW in 2026

Für 2023 hatten wir bisher ebenfalls einen Zuwachs um 50 MW unterstellt, was nun genauso als viel zu konservativ erscheint. Wir kalkulieren deswegen für das nächste Jahr und die Folgeperioden jetzt mit weiteren 150 MW pro Jahr, woraus sich bis Ende 2025 eine installierte Kapazität von 800 MW ergeben würde. Folglich unterstellen wir, dass clearvise das eigene 750 MW-Ziel sogar übertreffen wird. Für 2026 rechnen wir noch mit einem Zubau um 200 MW, danach haben wir keinen weiteren Kapazitätsausbau mehr modelliert. Für die neuen Projekte unterstellen wir vereinfachend, dass sie im Jahr der Anschaffung einen Produktionsbeitrag von einem Viertel ihres Potenzials leisten. Die Laufzeit von Windkraft- und Photovoltaikanlagen taxieren wir im Einklang mit dem Management auf 25 bzw. 30 Jahre.

Renditeerwartungen abgesenkt

Bislang hatten wir die neuen Projekte pauschal so konzipiert, dass eine Eigenkapitalrendite von 7 Prozent erreicht wird. Im aktuellen Marktumfeld erscheint das zu ambitioniert, daher senken wir die Verzinsung auf 6 Prozent ab, was, gemessen an den

Marktbedingungen, immer noch ein ehrgeiziger Wert ist. Allerdings hat ein großer Bestandhalter wie clearvise mit umfangreicher Branchenexpertise die Chance, zusätzliche Renditepotenziale zu erschließen, die sich aus den hohen Strompreisen ergeben. Liegen diese deutlich über der Einspeisevergütung, was aktuell in vielen Fällen so ist, können PPAs abgeschlossen werden, um an den Marktpreisen zu partizipieren. Je länger die Phase mit hohen Strompreisen anhält, desto größer dürften die Zusatzeinnahmen ausfallen. Da in Deutschland weitere Grundlastkapazitäten in signifikantem Umfang abgeschaltet werden, bestehen aus unserer Sicht gute Chancen, dass sich der Strompreis auf einem Niveau einpendelt, das deutlich über den niedrigen Durchschnittswerten der Periode bis Mitte 2021 liegt. Wir unterstellen bei neuen Projekten, ausgehend von den niedrigen IST-Sätzen der Einspeisevergütung in 2022 (die im Moment weit unter den Spotmarktpreisen liegt) als Basis der Kalkulation, eine durchschnittliche Steigerung um 4 Prozent p.a.

Altbestand: 3 Prozent unter Norm

Das Windparkportfolio mit einer Kapazität von 150 MW, das bis Ende 2020 aufgebaut worden war, hat in den letzten Jahren den angenommenen Normwert

unter durchschnittlichen Bedingungen wiederholt und zum Teil deutlich verfehlt. Wir bleiben daher bei der bisherigen Annahme, dass die Produktion dieser Windparks im Durchschnitt um 3 Prozent unter dem Normwert liegen wird. Demgegenüber basiert unsere Modellierung der neuen Wind- und Solarparks darauf, dass diese ihren Normwert erreichen. Nach guten Produktionsdaten für Januar und Februar dürfte diese Vorgehensweise zumindest für 2022 recht konservativ sein.

Auslaufende Förderung

Die garantierten Einspeisevergütungen für die Bestandwindparks laufen sukzessive aus. Während die ersten Objekte (Cuq in Frankreich und Losheim in Deutschland) bereits 2024 das Ende des Förderzeitraums erreichen, liegt das Schlussjahr für die meisten Objekte (nämlich für 10 von insgesamt 14, wenn man Haapajärvi I und II als einzelne Parks zählt) im Zeitraum von 2026 bis 2029. Im Anschluss ist ein Weiterbetrieb zu Marktbedingungen möglich. Mit dem jüngsten starken Anstieg der Strompreise ist ein Szenario eingetreten, das wir schon vor Jahresfrist in unsere Basisstudie zu clearvise aufgrund der Abschaltung von günstigen Grundlastkraftwerken (Atom, Kohle)

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	42,2	50,1	60,7	70,4	82,9	90,1	91,7	94,0
Umsatzwachstum		18,5%	21,2%	16,0%	17,7%	8,7%	1,8%	2,4%
EBIT-Marge	14,6%	15,6%	17,1%	16,9%	20,8%	20,7%	25,8%	27,7%
EBIT	6,1	7,8	10,3	11,9	17,3	18,7	23,7	26,0
Steuersatz	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,5	2,0	2,6	3,0	4,3	4,7	5,9	7,8
NOPAT	4,6	5,9	7,8	8,9	12,9	14,0	17,8	18,2
+ Abschreibungen & Amortisation	24,2	28,1	33,6	39,4	43,5	47,7	44,0	43,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,5	0,9	1,2	1,4	1,5	1,1	1,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	29,0	34,5	42,3	49,5	57,9	63,2	62,9	62,8
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
- Investitionen AV	-138,8	-162,0	-162,0	-162,0	-227,5	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	-110,0	-127,7	-120,0	-112,8	-170,0	62,8	62,4	62,3

SMC-Schätzmodell

als möglich erachtet hatten. Da die ambitionierten Klimaziele in Europa eine weitere Reduktion der Kohleverstromung erfordern, könnte sich der Strompreis insgesamt auf einem deutlich höheren Niveau als in der Vergangenheit bewegen, was für die Besitzer von Erzeugungskapazitäten ein komfortables Umfeld schafft. Dennoch haben wir weiterhin pauschal nach dem Ende der Förderung beim Altbestand eine Halbierung der jährlichen Einnahmen bei den einzelnen Objekten unterstellt, was aus unserer Sicht eine sehr vorsichtige Annahme darstellt.

Finanzierungsannahmen

Das Investitionsvolumen für den Ausbau des Portfolios bis auf 1.000 MW in 2026 taxieren wir auf insgesamt 850 Mio. Euro. Dabei haben wir unterstellt, dass eine Beschleunigung beim Ausbau der Kapazitäten in Europa in den nächsten Jahren tendenziell zu einer Entspannung am Markt beiträgt. Zur Finanzierung kann clearwise teilweise auf den hohen Cashflow aus dem Bestand zurückgreifen, zugleich wird das Unternehmen bei Bedarf aber auch neues Eigenkapital einwerben. Das genehmigte Kapital mit einem potenziellen Emissionsvolumen von 23 Mio. Aktien bietet ausreichenden Spielraum für die nächsten Schritte. Wir gehen davon aus, dass die Aktionäre auch Kapitalmaßnahmen für den darüber hinausgehenden Bedarf zustimmen werden. Das Management strebt eine Eigenkapitalquote von 20 bis 25 Prozent an. Wir haben nun für 2026 einen Zielwert von knapp 23 Prozent angesetzt. Daraus leitet sich in Kombination mit unseren Investitionsannahmen die Ausgabe von insgesamt 90 Mio. Aktien in den nächsten Jahren ab, so dass wir mit einer hypothetisch voll verwässerten Stückzahl von 153,3 Mio. rechnen, wenn clearwise den Wachstumsplan vollständig umsetzt.

Erst Steady-state, dann Sockelumsatz

In der Phase von 2027 bis 2035 haben wir keine neuen Investitionen unterstellt. Erst ab dem späteren Zeitpunkt gehen wir davon aus, dass freie Liquidität und Fremdfinanzierungsreserven für Reinvestitionen genutzt werden, um einen Sockelbestand von Anlagen zu erhalten. Bisher hatten wir daraus einen Sockel-Cashflow von 23 Mio. Euro unterstellt. Diesen erhöhen wir nun auf 40 Mio. Euro, da das Portfolio in den

nächsten Jahren deutlich stärker ausgebaut wird als von uns bislang angenommen, was auch ein entsprechend größeres Potenzial für Reinvestitionen schafft. Diese Daten stellen die Basis für die Ermittlung des Terminal Value dar. Diese konservative Fortführungshypothese erscheint uns realistischer als die alternative Langfristannahme, dass die Geschäftstätigkeit perspektivisch ausläuft.

Diskontierungszins abgesenkt

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital). Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model) und unterstellen dabei als sicheren Zins einen langfristigen Durchschnittswert der Umlaufrendite von 1,0 Prozent sowie eine Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent (das entspricht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Verbindung mit einem fundamental abgeleiteten Beta von 0,75 für Bestandshalter im Bereich der Erneuerbaren Energien resultiert daraus eine geforderte Eigenkapitalverzinsung in Höhe von 5,4 Prozent. Den Fremdkapitalzins taxieren wir unverändert auf 4,0 Prozent. Allerdings haben wir den Fremdkapitalanteil in der geschätzten durchschnittlichen Kapitalstruktur von 70 auf 75 Prozent angehoben und damit die Effekte des deutlich angehobenen Portfoliowachstums berücksichtigt. In Verbindung mit einem unterstellten Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent resultiert aus diesen Annahmen ein WACC-Satz von 3,4 Prozent.

Kursziel 3,90 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 3,4 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 602 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine hypothetisch voll verwässerte Aktienzahl von 153,3 Mio. resultiert daraus ein fairer Wert von 3,93 Euro je Aktie, woraus wir 3,90 Euro als neues Kursziel ableiten. Der Anstieg gegenüber unserem letzten Kursziel (3,60 Euro) resultiert aus der deutlichen Beschleunigung des unterstellten Portfolioausbaus und aus der Absenkung des Diskontierungszinses, der auf die stärkere Ausweitung der

Fremdfinanzierung zurückzuführen ist. Dämpfend ausgewirkt hat sich hingegen die Absenkung der unterstellten Eigenkapitalrendite neuer Projekte von 7 auf 6 Prozent.

Prognoserisiko überdurchschnittlich

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) ein. Da unser

Modell nicht nur auf dem vorhandenen Anlagenbestand basiert, sondern auch die Umsetzung der Wachstumsstrategie abbildet, die mit einem starken Aufbau der Kapazitäten einhergehen wird (was aber noch mit weiteren Akquisitionen umgesetzt werden muss), stufen wir das Prognoserisiko weiterhin mit 4 Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

clearwise verfügt über ein großes Portfolio von Erzeugungskapazitäten im Bereich der Erneuerbaren Energien, das im letzten Jahr noch größtenteils aus Windparks bestanden hat. Deutlich unterdurchschnittliche Windverhältnisse haben die Produktion und damit auch die Umsatz- und Erlösentwicklung in 2021 geschmälert. Im November musste das Management deswegen die Jahresprognosen zurücknehmen, u.a. wurde die Zielspanne für die Produktion von zuvor 389 bis 415 Mio. kWh auf 366,2 bis 370 Mio. kWh reduziert. Letztlich wurde ein Output von 366,5 Mio. kWh erzielt. Infolgedessen könnte auch das EBITDA am unteren Ende der im November von 23,3 bis 27,4 Mio. Euro auf 20,2 bis 20,5 Mio. Euro reduzierten Spanne liegen (die Umsatz- und Ertragszahlen wurden noch nicht veröffentlicht).

Derartige Wetterschwankungen gehören aber zum Geschäft, im Jahr davor waren die Resultate noch überdurchschnittlich ausgefallen und im Januar und Februar 2022 hat das Unternehmen wieder ein Produktionsplus von 7 Prozent bzw. 32 Prozent zum Vorjahr verzeichnet. Abseits dieses Wettereinflusses verfolgt das Management seit anderthalb Jahren eine klare Wachstumsstrategie – und kann schon beachtliche Erfolge vorweisen. Im letzten Jahr wurde das Portfolio um mehr als 30 Prozent auf knapp 200 MW ausgebaut, die vertraglich bereits gesicherte Kapazität beträgt sogar schon mehr als 350 MW. Davon entfällt schon etwa die Hälfte auf Photovoltaik. Damit ist der

Gesellschaft ein fulminanter Einstieg in den erst 2021 neu erschlossenen Bereich gelungen, der einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation der Produktion leistet.

Der Wachstumsprozess soll weiter fortgesetzt werden und in einer Portfoliokapazität von 750 MW im Jahr 2025 münden. Eine bis dahin zusätzlich aufgebaute Pipeline von 250 MW könnte im Anschluss dann den Sprung in die Gigawattklasse ermöglichen. Wir stufen die Pläne als gut erreichbar ein.

An der Börse hat das noch keine angemessene Resonanz gefunden. Nach unserer Einschätzung ist der Fokus aktuell einseitig auf die niedrigen Renditen von neuen Projekten und auf die schwachen Produktionszahlen im letzten Jahr gerichtet. Durch den starken Anstieg der Strompreise, der sich in Deutschland (auch wegen der weiteren Abschaltung von Grundlastkapazitäten) zumindest teilweise als nachhaltig erweisen könnte, sind Erzeugungsportfolios aber wertvoller geworden, was die Aktie noch nicht widerspiegelt. Außerdem trauen wir clearwise zu, mit der durchdachten Expansionsstrategie und der Fokussierung auf Nischenprojekte im Bereich von 5 bis 50 MW überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Das haben wir in unserem Bewertungsmodell abgebildet, das aktuell einen fairen Wert von 3,90 Euro je Aktie und damit ein hohes Kurspotenzial anzeigt. Wir bekräftigen daher unsere Einschätzung mit „Buy“.

Anhang I: Portfolioüberblick

STAND 31.12.2021	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh				Produktion seit
			2018	2019	2020	2021	
WINDPARKS	161,9						
Glenough	35,0	IE	97,2	99,9	110,5	88,0	2011/2014 (2,5MW)
Cuq	12,0	FR	17,3	18,2	19,0	16,9	2009
Hautes Landes	10,0	FR	19,4	21,0	23,3	20,7	2014
La Gargasse	8,0	FR	17,4	19,3	21,3	16,8	2012
Escamps	4,1	FR	8,7	10,3	10,8	9,2	2014
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	36,2	39,1	38,7	32,2	2015
Champvoision	12,0	FR				9,2	2021 (Q3)
Repperndorf	6,0	DE	9,8	9,9	10,4	9,1	2009
Losheim	4,5	DE	5,9	5,8	6,5	4,6	2014*
Düngenheim	4,0	DE	6,2	7,5	8,1	6,0	2009
Framersheim II	3,4	DE	6,3	7,1	7,9	6,2	2013
Broich	2,4	DE	4,1	4,5	4,6	3,7	2007
Weilrod	16,8	DE	43,7	45,2	50,0	38,1	2015*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	89,0	91,5	108,7	88,5	2015/2017(23,1MW)
SOLARPARKS	36,1						
Alsweiler	10,0	DE				1,4	2021 (Q3)
Alsweiler PPA	12,5	DE				1,7	2021 (Q3)
Dennheritz	0,49	DE				0,4	2021 (Q2)
Dennheritz IIa	0,75	DE				0,5	2021 (Q4)
Dennheritz IIb1	0,75	DE				0,0	2021 (Q4)
Dennheritz IIb2	1,86	DE				0,0	2021 (Q4)
Frankfurt Oder	0,59	DE				0,4	2021 (Q2)
Glauchau	0,72	DE				0,6	2021 (Q2)
Hartha	0,75	DE				0,6	2021 (Q2)
Lohne	7,8	DE				6,2	2021 (Q1)
BIOGAS	0,8						
Samswegen	0,8	DE	6,2	5,8	6,3	5,4	2010**
PORTFOLIO	198,8		367,4	385,2	426,3	366,5	

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

** Anlage grundlegend überarbeitet

Quelle: Unternehmen

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	200,9	315,6	449,4	577,8	700,4	884,4	836,7	792,7	749,2
1. Immat. VG	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
2. Sachanlagen	189,5	304,2	438,0	566,4	689,0	873,0	825,3	781,3	737,8
II. UV Summe	24,9	26,2	25,4	29,0	35,4	36,2	43,9	50,3	58,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	55,2	84,3	116,5	147,1	174,6	216,8	210,2	206,6	205,5
II. Mezzanine Kapital	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	2,9	3,1	3,6	4,5	5,6	7,0	8,6	9,7	10,7
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	136,3	201,1	281,2	361,2	441,2	553,6	525,7	497,8	469,9
2. Kurzfristiges FK	27,1	53,7	74,1	94,5	114,9	143,6	136,5	129,3	122,2
BILANZSUMME	226,4	342,3	475,4	607,3	736,4	921,1	881,1	843,5	808,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	31,15	42,23	50,06	60,68	70,40	82,90	90,09	91,75	93,98
EBITDA	20,15	30,30	35,97	43,96	51,32	60,81	66,34	67,70	69,50
EBIT	1,70	6,14	7,83	10,35	11,91	17,26	18,67	23,68	26,03
EBT	-2,78	-0,67	-2,40	-3,62	-6,20	-6,09	-4,01	2,50	6,20
JÜ (vor Ant. Dritter)	-4,34	-2,06	-4,30	-5,83	-9,00	-8,95	-6,54	-0,56	3,44
JÜ	-4,34	-2,06	-4,30	-5,83	-9,00	-8,95	-6,54	-0,56	3,44
EPS	-0,08	-0,03	-0,05	-0,05	-0,07	-0,06	-0,04	0,00	0,02
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	18,45	28,90	34,32	42,43	49,50	59,21	65,32	65,95	68,16
CF aus Investition	-55,05	-138,80	-162,00	-162,00	-162,00	-227,50	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	37,02	110,94	126,66	122,84	118,62	168,61	-58,09	-59,93	-60,24
Liquidität Jahresanfa.	17,32	17,74	18,79	17,77	21,04	27,16	27,48	34,70	40,72
Liquidität Jahresende	17,74	18,79	17,77	21,04	27,16	27,48	34,70	40,72	48,63

Kennzahlen

Prozent	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-14,5%	35,6%	18,5%	21,2%	16,0%	17,7%	8,7%	1,8%	2,4%
EBITDA-Marge	64,7%	71,7%	71,9%	72,5%	72,9%	73,4%	73,6%	73,8%	74,0%
EBIT-Marge	5,5%	14,6%	15,6%	17,1%	16,9%	20,8%	20,7%	25,8%	27,7%
EBT-Marge	-8,9%	-1,6%	-4,8%	-6,0%	-8,8%	-7,3%	-4,5%	2,7%	6,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-13,9%	-4,9%	-8,6%	-9,6%	-12,8%	-10,8%	-7,3%	-0,6%	3,7%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 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 21.03.2022 um 9:45 Uhr fertiggestellt und am 21.03.2022 um 10:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
20.09.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
17.06.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
16.03.2021	Buy	3,50 Euro	1), 3), 4)
16.09.2020	Hold	2,20 Euro	1), 3)
05.06.2020	Hold	2,15 Euro	1), 3), 4)

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

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.