

14. September 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# clearvise AG

## Sehr hohe Gewinndynamik

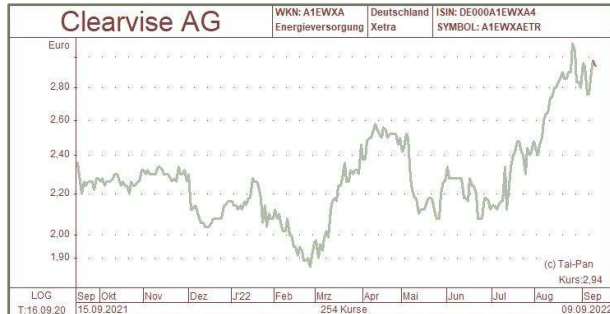
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,96 € | Kursziel: 3,90 € (zuvor: 3,80 €)

**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>	8
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Ticker:</b>	ABO:GR
<b>Kurs (Xetra):</b>	2,96 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr
<b>Aktienzahl:</b>	63,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	188,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	359,2 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	72,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	3,12 Euro / 1,82 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	45,5 Tsd. Euro

clearvise hat das Portfolio in den letzten anderthalb Jahren, unter anderem mit dem erstmaligen Kauf von Solarparks, von rund 150 auf 303 MW ausgebaut und profitiert auch deshalb aktuell sehr stark von dem günstigen Marktumfeld mit kräftig gestiegenen Strompreisen. Durch den Portfolioausbau sowie durch günstige Witterungsbedingungen konnte die Produktion im ersten Halbjahr im Vorjahresvergleich um knapp ein Drittel auf 248,1 GWh ausgeweitet werden, was wegen der höheren Strompreise in ein Umsatzwachstum um 65,9 Prozent auf 26,5 Mio. Euro umgemünzt werden konnte. Das hat sich sehr positiv in der Ergebnisentwicklung niedergeschlagen: Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA erhöhte sich um 80,4 Prozent auf 20,6 Mio. Euro und der Nettogewinn drehte von -1,6 Mio. Euro im Vorjahr auf 4,0 Mio. Euro ins Plus. Das Management hat im Anschluss erneut die Jahresprognosen angehoben und erwartet nun einen Umsatz von 50 bis 54 Mio. Euro und ein bereinigtes EBITDA von 37 bis 41 Mio. Euro. Und in naher Zukunft steht bereits der nächste große Wachstumsschritt an. Und zwar wurde im Juli ein Memorandum of Understanding (MoU) unterzeichnet, das die Übernahme des 158 MW Wind- und PV-Portfolios der ebenfalls börsennotierten Pacifico Renewables Yield AG vorsieht.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	33,1	36,4	32,9	60,0	82,6	84,1
EBITDA (Mio. Euro)	26,0	27,7	21,8	45,1	60,3	61,5
Jahresüberschuss	-0,4	2,4	-3,3	10,8	2,2	-3,7
EpS	-0,03	0,05	-0,06	0,11	0,02	-0,03
Dividende je Aktie	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	4,5%	10,2%	-9,8%	82,5%	37,6%	1,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-79,3%	-
KUV	13,71	5,16	5,72	3,13	5,49	5,40
KGV	-	79,4	-	17,4	202,9	-
KCF	8,2	9,1	10,2	5,9	4,7	4,8
EV / EBITDA	13,8	13,0	16,4	8,0	6,0	5,8
Dividendenrendite	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Produktion steigt um ein Drittel

clearvise hat die Stromproduktion (bzw. genauer: die vergüteten Stromerträge) im ersten Halbjahr um 32,7 Prozent auf 248,1 GWh gesteigert. Neben dem starken Ausbau des Portfolios waren dafür auch günstigere meteorologische Bedingungen als im Vorjahreszeitraum verantwortlich. Während die Windparks ihren Normwert unter Durchschnittsbedingungen fast erreicht haben, haben die Solarparks diesen sogar übertroffen. Da zudem der größte Teil des Portfoliowachstums auf den Photovoltaikbereich entfallen ist, hat sich der Output hier sprunghaft von 3,0 auf 48,7 GWh erhöht. Die Erzeugung im Windbereich hat hingegen von 181,3 auf 197,2 GWh zugelegt, während es bei der Biogas-Anlage einen Rückgang von 2,8 auf 2,2 GWh gab. Massiv gestiegen ist mit dem Portfolioausbau auch die Bedeutung des deutschen Marktes, auf den jetzt 39,4 Prozent der Erzeugung entfallen sind. Demgegenüber lagen die Anteile von Frankreich (22,3 Prozent), Finnland (19,4 Prozent) und Irland (18,9 Prozent) nicht sehr weit auseinander.

Geschäftszahlen	6M 21	6M 22	Änderung
Vergütete Stromerträge	187,0	248,1	+32,7%
Umsatz	16,0	26,5	+65,9%
EBITDA berichtet	10,8	20,2	+86,9%
EBITDA bereinigt*	11,5	20,6	+80,4%
EBITDA-Marge*	71,7%	77,6%	+5,9Pp.
EBIT berichtet	1,6	9,5	+506,0%
EBT	-0,8	5,9	-
Nettoergebnis	-1,6	4,0	-

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

## Umsatz steigt überproportional

Dank massiv gestiegener Strompreise konnte der Anstieg der Produktion in ein deutlich überproportionales Umsatzwachstum um 65,9 Prozent auf 26,5 Mio. Euro umgemünzt werden. Rein rechnerisch ist damit der Durchschnittserlös je produzierter Kilowattstunde von 8,6 Eurocent im Vorjahr auf 10,7 Eurocent gestiegen. Von den Erlösen entfielen 18,4 Mio. Euro

(+22 Prozent) auf Windkraftanlagen, 7,4 Mio. Euro auf Photovoltaik (+1.060 Prozent) und 0,5 Mio. Euro auf Biogas (+187 Prozent)

## EBITDA legt sehr stark zu

Mit dem Ausbau des Portfolios und der Organisation steigen bei clearvise auch die Kosten, dies aber bislang nur in einem moderaten Umfang, da das Unternehmen weiterhin sehr schlank aufgestellt ist. Zudem stehen kurzfristigen Mehreinnahmen, die bei steigenden Strompreisen und/oder guten Wetterbedingungen entstehen, kaum Kostensteigerungen gegenüber, weshalb ein Großteil dieser Erlöse direkt ergebniserhöhend wirkt. Das hat sich im ersten Halbjahr sehr eindrucksvoll gezeigt, als die Umsatzsteigerung um 10,5 Mio. Euro zu einer Verbesserung des berichteten EBITDA um 9,4 Mio. Euro auf 20,2 Mio. Euro führte. Bereinigt um betriebliche Erträge und Aufwendungen aus Einmaleffekten hat der Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen um 9,1 Mio. Euro auf 20,6 Mio. Euro zugenommen, gleichbedeutend mit einer Margenverbesserung von 71,7 auf 77,6 Prozent. Dabei haben die sonstigen betrieblichen Aufwendungen als größte EBITDA-relevante Kostenposition um rund 1,1 Mio. Euro auf 6,1 Mio. Euro zugenommen. Der Materialaufwand (vor allem für die Biogas-Anlage) und der Personalaufwand waren zwar auch höher als im Vorjahreszeitraum, mit 148 Tsd. Euro und 288 Tsd. Euro aber absolut gesehen weiter gering.

## Nettoergebnis deutlich positiv

Der Portfolioausbau hat sich auch in den Abschreibungen niedergeschlagen, die von 9,2 auf 10,6 Mio. Euro zugenommen haben. Daher hat das EBIT in absoluten Zahlen etwas weniger zugelegt als das EBITDA, wurde aber dennoch von 1,6 auf 9,5 Mio. Euro vervielfacht. Nach Abzug des wegen höherer Zinszahlungen etwas ausgeweiteten negativen Finanzergebnisses (von -2,4 auf -3,6 Mio. Euro) und der erhöhten Steueraufwendungen (von -0,7 auf -1,9 Mio. Euro) resultierte daraus ein Periodenüberschuss von 4,0 Mio. Euro, nach einem Verlust von -1,6 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2021.

## Investitionen prägen Cashflow

Die positive Ertragsentwicklung einerseits sowie die umfangreichen Investitionen in den Ausbau des Portfolios andererseits haben die Cashflow-Rechnung des ersten Halbjahres geprägt. Aus der laufenden Geschäftstätigkeit hat clearvise einen Zahlungsmittelüberschuss von 17,2 Mio. Euro generiert, was einem Anstieg um 8,5 Prozent zum Vorjahr entspricht. Damit wird der positive Effekt aber noch deutlich unterschätzt, da Auszahlungen für weitere Entwicklungsarbeiten bei erworbenen Projekten, die sinngemäß eigentlich dem Investitions-Cashflow zuzurechnen sind, im operativen Cashflow erfasst werden, was diesen allein im ersten Halbjahr 2022 um ca. 6 Mio. Euro reduziert hat. Der deutlich größere Teil der Auszahlungen für den Portfolioausbau ist aber im Investitions-Cashflow erfasst, der sich infolgedessen auf -49,7 Mio. Euro (Vorjahr: -13,8 Mio. Euro) belaufen hat. Den Investitionen standen eine hohe Nettokreditaufnahme (37,9 Mio. Euro) und die Zuflüsse aus einer Kapitalerhöhung gegenüber, so dass sich der Finanzierungs-Cashflow auf +46,2 Mio. Euro belief. Insgesamt erhöhte sich die Liquidität im Konzern seit Jahresanfang per Saldo von 23,2 auf 36,8 Mio. Euro.

## Eigenkapitalquote: 22,2 Prozent

Damit entfielen zum Halbjahresstichtag rund 11 Prozent der Bilanzsumme auf liquide Mittel. Der mit Abstand größte Posten auf der Aktivseite sind aber weiterhin die Sachanlagen, die wegen des Portfolioausbaus um 40,9 Prozent auf 269,6 Mio. Euro (83 Prozent der Bilanzsumme) zugelegt haben. Da der Ausbau erneut stark fremdfinanziert wurde, hat sich die Summe aus Rückstellungen und Verbindlichkeiten zugleich um 44,9 Prozent auf 253,2 Mio. Euro erhöht. Das Eigenkapital hat wegen der durchgeführten Kapitalerhöhung und des positiven Halbjahresergebnisses zwar auch zugelegt, aber in Relation zum Anstieg der Bilanzsumme nur unterproportional (+28,7 Prozent auf 72,3 Mio. Euro), so dass die Eigenkapitalquote seit dem letzten Bilanzstichtag von 24,3 auf 22,2 Prozent leicht zurückgegangen ist.

## Prognose bereits zwei Mal angehoben

Die positiven Effekte aus den massiv gestiegenen Strompreisen sind so groß, dass das Management die Prognose für 2022 im bisherigen Jahresverlauf bereits zwei Mal angehoben hat. Im Geschäftsbericht 2021 wurden für 2022 zunächst eine Produktion von 480 bis 540 GWh, ein Umsatz zwischen 40 und 45 Mio. Euro und ein bereinigtes Konzern-EBITDA von 28 bis 32 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Bei der Kalkulation der Prognose berücksichtigt das Unternehmen immer die bereits bis zum Zeitpunkt der Erstellung generierten Erlöse sowie die gesicherten Tarife aus Einspeisevergütungen und PPAs. Die positive Entwicklung der Produktion, die höheren Erlöse aus der Direktvermarktung und die Sicherung höherer Preise über PPAs führten Anfang August zur Anhebung der Prognose auf 47 bis 51 Mio. Euro beim Umsatz und 35 bis 38 Mio. Euro beim EBITDA, was aber bereits Ende August – nach Berücksichtigung der „sehr positiven“ Juli-Zahlen – erneut nach oben korrigiert wurde. Nun geht der Vorstand sogar von Erlösen in Höhe von 50 bis 54 Mio. Euro und einem EBITDA von 37 bis 41 Mio. Euro aus. Auch wenn die vielen Sonnenstunden in den letzten Monaten dabei ein Faktor waren, resultieren die Mehreinnahmen und -erträge zu einem wesentlichen Teil aus den höheren Preisen, was sich auch daran zeigt, dass die Gesellschaft den Prognosekorridor für die Jahresproduktion nicht verändert hat.

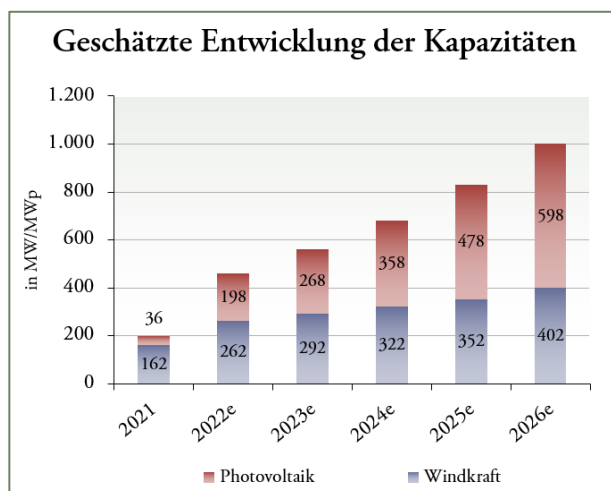
## Pacifico: Portfoliobewertung steht an

Für einen weiteren deutlichen Ausbau des Portfolios hat das Unternehmen im Juli ein noch nicht verbindliches Memorandum of Understanding (MoU) unterzeichnet, das die Übernahme des 158 MW Wind- und PV-Portfolios der ebenfalls börsennotierten Pacifico Renewables Yield AG vorsieht (ursprünglich 166 MW, aber Pacifico hat im Anschluss einen 7,2-MW-Windpark in Tschechien plangemäß verkauft). Nach Aussage des Unternehmens im Rahmen der Konferenz zu den Halbjahreszahlen ist der im Juli kommunizierte Zeitplan nach wie vor aktuell. Demzufolge steht nun die Bewertung der Portfolios beider Gesellschaften an, um die Bewertungsrelationen einer Übernahme festzulegen. Der Prozess wird einige Mo-

nate in Anspruch nehmen, gegen Jahresende könnten dann aber Details der Transaktion vorliegen.

## Strategische Ziele erreichbar

Wir hatten die Übernahme des Pacifico-Portfolios bereits im Juli in unser Modell eingepflegt und verweisen diesbezüglich auf unser umfangreiches Update zu dem Thema vom 19.07.2022. An den Grundannahmen der Akquisition haben wir aktuell nichts geändert, auch die weiteren Annahmen zum Portfoliowachstum (siehe folgende Abbildung) sind unverändert. Zum Jahresende sehen wir das Wind- und PV-Portfolio von clearvise auf hypothetischer Basis weiterhin bei 460 MW, das entspricht dem aktuellen Bestand zuzüglich der Pacifico-Anlagen. Wir haben die Übernahme aus Vereinfachungsgründen zum Jahresende angesetzt, der faktische Abschluss könnte aber auch später stattfinden. Wir gehen weiterhin davon aus, dass clearvise im Anschluss den Portfolioausbau dynamisch fortsetzt, so dass das Wachstumsziel des aktuellen Strategieprogramms (clearSCALE 2025), das einen Ausbau des Portfolios bis 2025 auf 750 MW (plus eine weitere Pipeline von 250 MW) vorsieht, erreicht wird, was für ein starkes Umsatz- und Ergebniswachstum sorgen sollte.



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

## Aktualisierung der Schätzungen

In Reaktion auf die Halbjahreszahlen und die erneute Prognoseanhebung haben wir unsere Kostenschätzungen geringfügig angepasst, vor allem aber die Einnah-

men in 2022 weiter heraufgesetzt. Es zeigt sich, dass clearvise sehr deutlich von den hohen Strompreisen profitiert. Das wird vermutlich auch noch in den nächsten Monaten der Fall sein, was in der aktuellen Unternehmensprognose nur teilweise berücksichtigt ist (da sie auf gesicherten Tarifen und PPAs beruht, nicht aber auf möglicherweise viel höheren Preisen in der Direktvermarktung). Das Upside-Potenzial kann durchaus noch sehr beträchtlich sein, wie der Prognosesprung zeigt, der sich ausschließlich aus der Berücksichtigung der Juli-Zahlen ergeben hat. Wir gehen davon aus, dass auch die aktuelle Prognose übertroffen wird und setzen für das laufende Jahr nun einen Umsatz von 60,0 Mio. Euro (bislang: 50,0 Mio. Euro), ein EBITDA von 45,1 Mio. Euro (bislang: 37,2 Mio. Euro) und ein Nettoergebnis von 10,8 Mio. Euro (bislang: 3,3 Mio. Euro) an.

## Risiko von Markteingriffen

Auch für 2023 haben wir unsere Schätzungen nochmal leicht angehoben – den Umsatz von bislang 79,0 auf 82,6 Mio. Euro und das EBITDA von 57,5 auf 60,3 Mio. Euro –, berücksichtigen positive Effekte der hohen Marktpreise aber damit weiterhin nur sehr vorsichtig, da der größte Teil des Zuwachses auf die unterstellte Akquisition des Pacifico-Portfolios zurückzuführen ist. Aufgrund einer stark gestiegenen Marktvolatilität ist es aktuell noch unsicher, wie nachhaltig der Preisanstieg an den Märkten ausfällt. Außerdem wird in Deutschland und auf der EU-Ebene an Konzepten für einen Eingriff in den Strommarkt gearbeitet, um die Preise zu drücken. Erwogen werden sowohl eine Price-Cap als auch eine Änderung des Preisbildungsmechanismus (etwa durch eine Separierung von Gaskraftwerken). Wir gehen davon aus, dass es keine rückwirkenden Effekte gibt und dass es vermutlich bis zum nächsten Jahr dauern wird, bis beschlossene Maßnahmen umgesetzt werden. Ab dem Jahr 2024 haben wir keine positiven Effekte der aktuellen Hochpreisphase mehr berücksichtigt, sondern gesicherte Tarife (teilweise mit unterstellter Inflationierung) angesetzt, auf die wir nach dem Auslaufen der festgelegten Einspeisevergütungen nach wie vor hohe Sicherheitsabschläge angesetzt haben. Das unterstellte Wachstum der Einnahmen ab 2024 resultiert damit vor allem aus dem Portfolioausbau und der



Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	60,0	82,6	84,1	93,6	107,0	115,2	117,8	121,1
Umsatzwachstum		37,6%	1,8%	11,4%	14,3%	7,6%	2,3%	2,8%
<b>EBITDA</b>	<b>45,1</b>	<b>60,3</b>	<b>61,5</b>	<b>68,8</b>	<b>79,1</b>	<b>85,4</b>	<b>87,5</b>	<b>90,2</b>
EBIT	23,1	21,8	18,7	20,6	26,7	28,9	34,7	37,9
Steuersatz	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,6	5,5	4,7	5,2	6,7	7,2	8,7	11,4
<b>NOPAT</b>	<b>18,5</b>	<b>16,4</b>	<b>14,0</b>	<b>15,5</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>26,0</b>	<b>26,5</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	22,1	38,5	42,8	48,2	52,4	56,5	52,8	52,3
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>40,7</b>	<b>55,4</b>	<b>57,8</b>	<b>64,8</b>	<b>73,8</b>	<b>79,7</b>	<b>79,9</b>	<b>79,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,0	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,6	-0,6
- Investitionen AV	-378,3	-119,5	-136,5	-162,0	-227,5	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>-338,5</b>	<b>-65,4</b>	<b>-79,9</b>	<b>-98,3</b>	<b>-154,8</b>	<b>78,8</b>	<b>79,4</b>	<b>79,3</b>

*SMC Schätzmodell*

Inflationierung. Die Tabelle auf oben zeigt die aus diesen Annahmen abgeleitete Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Zeitraum bis 2029, weitere Übersichten zur geschätzten Entwicklung von Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung finden sich im Anhang.

## Rahmendaten unverändert

Unverändert geblieben sind mit diesem Update die Annahmen zur künftigen Verwässerung. Wir gehen davon aus, dass die Aktienzahl mit der Pacifico-Übernahme, die teilweise im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung durchgeführt wird, und weiteren Aktienemissionen zur Finanzierung von Übernahmen bis zum Portfolioziel von 1 GW auf 153,3 Mio. Stück ansteigen wird. Auch die weiteren Rahmenparameter haben sich nicht geändert. Den Terminal Value leiten wir nach wie vor aus dem Sockelumsatz (80,0 Mio. Euro) ab und kalkulieren dabei weiterhin 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 5,9 Prozent (mit: sicherer Zins 1,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Beta 0,75). Außerdem haben wir einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil im Planungszeitraum von 75 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent unterstellt. Daraus ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 3,6 Prozent.

## Kursziel: 3,90 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein neuer fairer Wert von 3,86 Euro je Aktie, woraus wir 3,90 Euro als neues Kursziel ableiten. Die leichte Anhebung gegenüber unserer letzten Taxe (3,80 Euro) resultiert vor allem aus den angehobenen Schätzungen für 2022 (deutlich) und 2023 (leicht). Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit vier Punkten weiterhin als leicht überdurchschnittlich ein, da unser Modell nicht nur auf der – gut kalkulierbaren – Produktion aus dem Bestand beruht, sondern auf hypothetischer Basis auch umfangreiche Zukäufe bis Ende 2026 umfasst.

## Fazit

---

Das clearvise-Management kalkuliert seine Jahreseinnahmen und -erträge konservativ ausschließlich mit den bereits gesicherten Tarifen aus der Einspeisevergütung und PPAs. Mehreinnahmen aus der Direktvermarktung, die aus den aktuell hohen Marktpreisen resultieren, führen daher nach ihrer Realisierung zu Prognoseanhebungen. Infolgedessen wurden die Ziele für das Gesamtjahr zuletzt deutlich angehoben. War mit dem Geschäftsbericht zunächst ein Umsatz für das aktuelle Geschäftsjahr von 40 bis 45 Mio. Euro in Aussicht gestellt worden, wurde die Spanne Anfang August auf 47 bis 51 Mio. Euro und Ende August auf 50 bis 54 Mio. Euro angehoben. Bei kurzfristig weitgehend fixer Kostenbasis hat das einen ähnlich starken Effekt auf das EBITDA, das zunächst auf 28 bis 32 Mio. Euro taxiert wurde, dann auf 35 bis 38 Mio. Euro und schließlich auf 37 bis 41 Mio. Euro.

Inwieweit im nächsten Jahr ähnliche positive Effekte zu beobachten sein werden, ist aktuell noch unsicher, zum einen wegen der stark gestiegenen Marktvolatilität, zum anderen wegen absehbarer Markteingriffe zur Preisdämpfung, die sowohl in Deutschland als auch auf EU-Ebene vorbereitet werden.

Dessen ungeachtet sehen wir clearvise mit einer durchdachten Wachstumsstrategie auf einem nachhaltigen Expansionspfad. Wir haben unsere Schätzungen für dieses Jahr deutlich und für das nächste Jahr leicht angehoben und sehen den fairen Wert nun bei 3,90 Euro je Aktie (bislang: 3,80 Euro). Die Aktie bietet damit weiterhin ein attraktives Aufwärtspotenzial, daher lautet unser Urteil nach wie vor „Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes 300-MW-Portfolio aus Wind- und Solarparks, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für ca. neun Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Die vertraglich gesicherte Portfoliokapazität liegt bereits bei knapp 380 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 adäquat nachvollzogen, hier besteht weiteres Nachholpotenzial.
- Die Pacifico-Transaktion bietet die Chance für einen kräftigen Wachstumsschub auf dem Weg zu dem angestrebten 1-GW-Portfolio.
- 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 2022 bei 22,2 Prozent.
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

## Risiken

- Ein Eingriff in die Preisbildung am Strommarkt, etwa in Form von Preisobergrenzen, oder Sonderabgaben könnte die Rendite von Bestandsprojekten schmälern.
- Die Pacifico-Transaktion könnte noch scheitern.
- 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 weiter steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren, außerdem würde der Wert der Anlagen durch den stärkeren Diskontierungseffekt sinken.



## Anhang II: Portfolioüberblick

STAND 31.03.2022	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh				Produktion seit
			2019	2020	2021	01-05 2022	
<b>WINDPARKS</b>	<b>169,1</b>						
Glenough	35,0	IE	99,9	110,5	88,0	42,4	2011/2014 (2,5MW)
Cuq	12,0	FR	18,2	19,0	16,9	8,3	2009
Hautes Landes	10,0	FR	21,0	23,3	20,7	8,0	2014
La Gargasse	8,0	FR	19,3	21,3	16,8	8,1	2012
Escamps	4,1	FR	10,3	10,8	9,2	3,7	2014
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	39,1	38,7	32,2	10,7	2015
Champvoisin	12,0	FR			9,2	10,0	2021 (Q3)
Repperndorf	6,0	DE	9,9	10,4	9,1	5,6	2009
Losheim	4,5	DE	5,8	6,5	4,6	3,0	2014*
Düngenheim	4,0	DE	7,5	8,1	6,0	2,9	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,1	7,9	6,2	3,5	2013
Broich	2,4	DE	4,5	4,6	3,7	2,4	2007
Weilrod	16,8	DE	45,2	50,0	38,1	19,9	2015*
Korbersdorf	7,2	DE				6,4	2022*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	91,5	108,7	88,5	42,2	2015/2017(23,1MW)
<b>SOLARPARKS</b>	<b>132,8</b>						
Alsweiler	10,0	DE			1,4	4,4	2021 (Q3)
Alsweiler PPA	12,5	DE			1,7	5,2	2021 (Q3)
Dennheritz	0,5	DE			0,4	0,2	2021 (Q2)
Dennheritz IIa	0,8	DE			0,5	0,2	2021 (Q4)
Dennheritz IIb	2,6	DE			0,0	1,5	2021 (Q4)
Frankfurt Oder	0,6	DE			0,4	0,2	2021 (Q2)
Glauchau	0,7	DE			0,6	0,3	2021 (Q2)
Hartha	0,8	DE			0,6	0,2	2021 (Q2)
Lohne	7,8	DE			6,2	2,7	2021 (Q1)
Beerwalde	0,8	DE				0,1	2022 (Q2)
Weisen	4,0	DE				0,6	2022 (Q2)
Fünfeichen	0,7	DE				0,1	2022 (Q2)
Rothselberg	0,6	DE				0,1	2022 (Q2)
Klipphausen	0,6	DE				0,1	2022 (Q2)
Lausitz	90,0	DE				11,8	2022 (Q2)
<b>BIOGAS</b>	<b>0,8</b>						
Samswegen	0,8	DE	5,8	6,3	5,4	2,1	2010**
<b>PORTFOLIO</b>	<b>302,7</b>		<b>385,2</b>	<b>426,3</b>	<b>366,5</b>	<b>207,0</b>	

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

\*\* Anlage grundlegend überarbeitet

Quelle: Unternehmen

# Anhang III: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	197,1	553,3	634,3	728,0	841,7	1.016,9	960,4	907,6	855,3
1. Immat. VG	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
2. Sachanlagen	191,3	547,6	628,6	722,2	836,0	1.011,1	954,7	901,8	849,6
II. UV Summe	32,3	60,5	81,8	99,0	114,9	123,4	145,1	165,1	187,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	56,2	152,1	174,1	192,9	213,2	243,6	242,2	243,3	247,2
II. Mezzanine Kapital	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	3,0	3,2	3,7	4,6	5,8	7,2	8,7	9,8	10,9
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	138,8	346,7	407,4	476,8	559,1	674,7	648,1	621,4	594,8
2. Kurzfristiges FK	27,9	113,2	132,3	154,1	180,0	216,3	208,0	199,6	191,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>230,9</b>	<b>615,4</b>	<b>717,6</b>	<b>828,5</b>	<b>958,2</b>	<b>1.141,9</b>	<b>1.107,0</b>	<b>1.074,2</b>	<b>1.044,2</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	32,88	60,00	82,59	84,05	93,60	107,02	115,19	117,84	121,12
EBITDA	21,84	45,14	60,34	61,55	68,82	79,06	85,37	87,54	90,19
EBIT	2,91	23,08	21,83	18,70	20,60	26,70	28,89	34,71	37,92
EBT	-1,81	15,33	4,70	-1,63	-3,69	-2,88	0,71	8,71	13,53
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,28	10,81	2,24	-3,73	-6,48	-7,23	-1,35	4,16	8,50
JÜ	-3,28	10,81	2,24	-3,73	-6,48	-7,23	-1,35	4,16	8,50
EPS	-0,06	0,11	0,02	-0,03	-0,05	-0,05	-0,01	0,03	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05

# Anhang IV: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

## Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	18,50	39,87	57,06	59,52	66,78	76,05	85,56	86,07	88,61
CF aus Investition	-30,35	-378,31	-119,50	-136,50	-162,00	-227,50	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	17,73	365,68	82,41	93,03	109,97	158,92	-64,81	-66,65	-66,96
Liquidität Jahresanfa.	17,32	23,20	50,44	70,41	86,46	101,20	108,67	129,42	148,83
Liquidität Jahresende	23,20	50,44	70,41	86,46	101,20	108,67	129,42	148,83	170,49

## Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-9,8%	82,5%	37,6%	1,8%	11,4%	14,3%	7,6%	2,3%	2,8%
EBITDA-Marge	66,4%	75,2%	73,1%	73,2%	73,5%	73,9%	74,1%	74,3%	74,5%
EBIT-Marge	8,8%	38,5%	26,4%	22,2%	22,0%	25,0%	25,1%	29,5%	31,3%
EBT-Marge	-5,5%	25,5%	5,7%	-1,9%	-3,9%	-2,7%	0,6%	7,4%	11,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-10,0%	18,0%	2,7%	-4,4%	-6,9%	-6,8%	-1,2%	3,5%	7,0%

# 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)

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 14.09.2022 um 10:00 Uhr fertiggestellt und am 14.09.2022 um 11:15 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
11.08.2022	Buy	3,80 Euro	1), 3)
19.07.2022	Buy	4,10 Euro	1), 3), 4)
09.06.2022	Buy	4,00 Euro	1), 3), 4)
21.03.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3), 4)
20.09.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
17.06.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
16.03.2021	Buy	3,50 Euro	1), 3), 4)
16.09.2020	Hold	2,20 Euro	1), 3)

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

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

#### *Copyright*

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