

6. Mai 2024  
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

Wachstumsdynamik wird jetzt  
sukzessive zunehmen

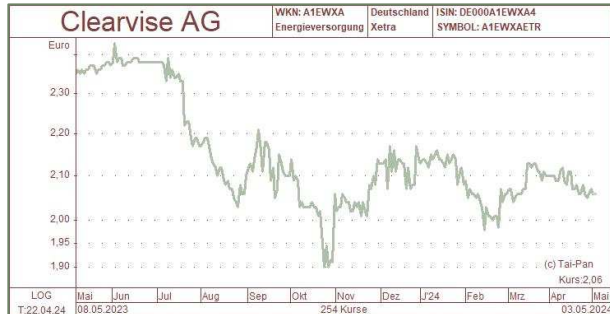
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,07 € | Kursziel: 3,00 € (zuvor: 3,10 €)

**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

# Aktuelle Entwicklung



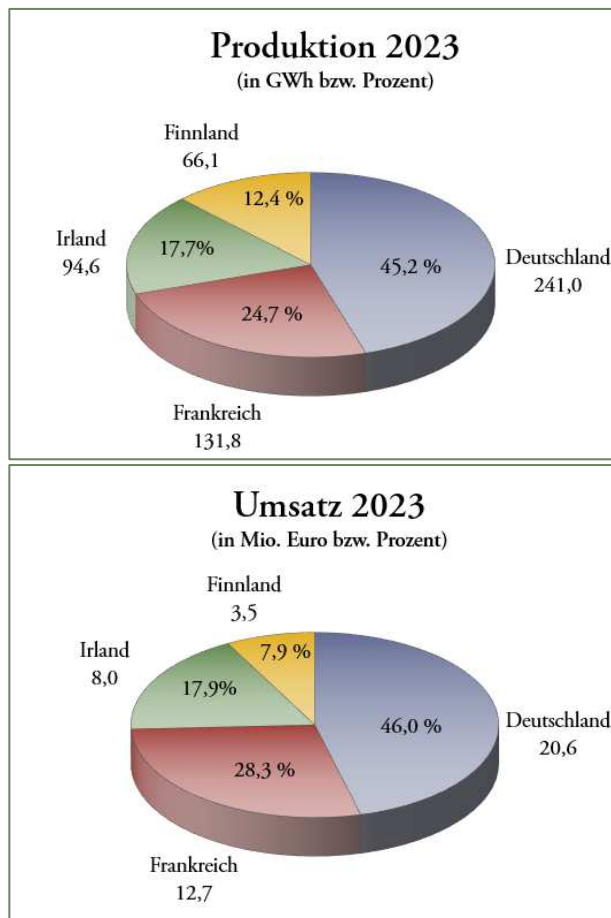
## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Frankfurt
<b>Branche:</b>	Stromerzeugung
<b>Mitarbeiter:</b>	17
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>Ticker:</b>	ABO:GR
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Kurs:</b>	2,07 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr
<b>Aktienzahl:</b>	75,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	156,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	283,9 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	70,5 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	2,46 / 1,59 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	36,8 Tsd. Euro

## Deutschland wichtigster Markt

clearvise hat den Geschäftsbericht für 2023 vorgelegt und damit den Wechsel auf IFRS vollzogen. Im letzten Jahr hat das Unternehmen die Stromproduktion um 8 Prozent auf 533,5 GWh gesteigert. Das größte Wachstum wurde in Deutschland (+19,6 Prozent auf 241 GWh) erzielt, wo der Ausbau der PV- und Windkraftkapazitäten im Vorjahr und die erheblich besseren Windverhältnisse die Entwicklung gestützt haben. Auch die Produktion in Frankreich profitierte von günstigeren Windbedingungen und erhöhte sich zweistellig (+13,6 Prozent auf 131,8 GWh). Dem stand ein nur leichtes Wachstum in Irland (+2 Prozent auf 94,6 GWh) und ein Rückgang um 22 Prozent auf 66,1 GWh in Finnland gegenüber. Dieser erklärt sich durch den Verkauf der beiden finnischen Windparks im Oktober 2023, mit dem sich clearvise aus dem Land zurückgezogen hat. Durch den Beitrag der ersten zehn Monate lag der Anteil Finnlands an der Konzernproduktion 2023 aber noch bei 12 Prozent. Das größte Gewicht hatte letztes Jahr weiterhin Deutschland mit 45 Prozent des gesamten Stromoutputs. Dahinter folgten mit deutlichem Abstand Frankreich (25 Prozent), Irland (18 Prozent) und eben Finnland.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	32,9	65,2	44,8	38,4	43,6	52,3
EBITDA (Mio. Euro)	21,8	48,2	33,8	23,2	27,0	34,5
JÜ (Mio. Euro)	-3,3	21,3	6,8	-7,5	-11,6	-9,3
EpS (Euro)	-0,06	0,34	0,09	-0,08	-0,12	-0,09
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-9,8%	98,2%	-31,2%	-14,5%	13,6%	20,0%
Gewinnwachstum	-	-	-67,9%	-	-	-
KUV	4,75	2,40	3,48	4,07	3,58	2,98
KGV	-	7,3	22,8	-	-	-
KCF	8,4	3,8	17,8	11,7	12,1	9,3
EV / EBITDA	13,0	5,9	8,4	12,2	10,5	8,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



Quelle: Unternehmen

## Preisrückgang führt zu Umsatzrückgang

In Kombination mit deutlich niedrigeren Preisen führte der geringere Output in Finnland zu einem Umsatzrückgang um 56,7 Prozent auf 3,5 Mio. Euro. Auch in Deutschland haben die Preiseffekte dafür gesorgt, dass die Erlöse trotz der Produktionssteigerung um 47,4 Prozent auf 20,6 Mio. Euro zurückgegangen sind. Nach dem Preissprung 2022 als Folge des russischen Überfalls auf die Ukraine hat sich die Marktlage 2023 wieder deutlich normalisiert, so dass der durchschnittliche Marktwert einer Megawattstunde Onshore-Windstrom um 53 Prozent auf 76,21 Euro gesunken ist, was von dem Rückgang bei Photovoltaik (-68 Prozent auf 72,00 Euro je MWh) noch getoppt wurde. In Frankreich und Irland ist die Stromerzeugung des Unternehmens 2022 und 2023 hingegen weiterhin nach den Einspeisetarifen vergütet worden. Die gesetzlich verankerte Inflationierung dieser Tarife hat dafür gesorgt, dass die Erlöse deutlich stärker ge-

stiegen sind als der Output, und zwar um 21,2 Prozent auf 12,7 Mio. Euro in Frankreich sowie um 9,3 Prozent auf 8,0 Mio. Euro in Irland. Aufgrund des hohen Gewichts von Deutschland ist der gesamte Konzernumsatz von clearvise im letzten Jahr trotzdem um 31,2 Prozent auf 44,8 Mio. Euro zurückgegangen, lag damit aber am oberen Ende der Zielspanne für 2023, die sich auf 42 bis 45 Mio. Euro belaufen hatte. Da in dieser Spanne ein voller Beitrag der finnischen Windparks für zwölf Monate einkalkuliert war, haben die Erlöse der übrigen Länder die Zielsetzung unter Berücksichtigung dieses Effekts leicht übertroffen.

Geschäftszahlen	2022	2023	Änderung
Vergütete Stromerträge	494,9	533,6	+7,8%
Umsatz	65,2	44,8	-31,2%
EBITDA berichtet	48,2	33,8	-29,9%
EBITDA bereinigt*	50,4	30,3	-39,9%
EBITDA-Marge*	77,3%	67,5%	-9,8Pp.
EBIT	30,4	15,4	-49,5%
Nettoergebnis	21,3	6,8	-67,9%

In GWh (Stromerträge), Mio. Euro bzw. Prozent; \* bereinigt um nicht-operative Erträge und Aufwendungen; Quelle: Unternehmen

## EBITDA deutlich unter Vorjahr

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen als wichtigste operative Kostenposition, die u.a. den Aufwand für die Wartung und den Betrieb der Anlagen abbildet, waren im letzten Jahr mit 15,7 Mio. Euro stabil. Einen leichten Anstieg gab es hingegen wegen des Ausbaus des Mitarbeiterstamms beim Personalaufwand (+4 Prozent auf 1,6 Mio. Euro), und auch der Materialaufwand für die – inzwischen verkaufte – Biogasanlage ist höher ausgefallen (+66 Prozent auf 0,5 Mio. Euro). Zugleich hat das Unternehmen aus der Veräußerung der beiden finnischen Windparks einen Ertrag von 5,5 Mio. Euro realisiert, der die sonstigen betrieblichen Erträge von 0,5 auf 6,7 Mio. Euro nach oben schnellen ließ. Dennoch dominierte auf der Ebene des EBITDA klar der dämpfende Effekt der niedrigeren Erlöse, so dass der berichtete Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen um 30 Prozent auf 33,8 Mio. Euro zurückgegangen ist. Der um nicht

operative Erträge und Aufwendungen bereinigte Wert lag hingegen bei 30,3 Mio. Euro (Vorjahr: 50,3 Mio. Euro) und hat damit die Zielspanne (26 bis 29 Mio. Euro) leicht übertroffen.

## Ergebnis erneut deutlich positiv

Die Summe aus Abschreibungen und Wertminderungen lag mit 18,4 Mio. Euro leicht über Vorjahr (17,7 Mio. Euro), was vor allem auf eine außerplanmäßige Wertminderung der Biogasanlage (-0,6 Mio. Euro) im Zuge der Veräußerung zurückzuführen war. Daher ist das EBIT absolut betrachtet noch etwas stärker zurückgegangen als das berichtete EBITDA, nämlich von 30,4 auf 15,4 Mio. Euro. Bei einem deutlich negativeren Finanzergebnis (von -4,1 auf -7,0 Mio. Euro), das im Vorjahr von positiven Bewertungseffekten bei Zinssicherungsinstrumenten profitiert hatte, resultierte daraus ein Vorsteuerergebnis von 8,4 Mio. Euro (Vorjahr: 26,3 Mio. Euro) und, unter Berücksichtigung des merklich reduzierten Steueraufwands (1,5 Mio. Euro, Vorjahr: 5,0 Mio. Euro), ein Jahreskonzernergebnis von 6,8 Mio. Euro (Vorjahr: 21,3 Mio. Euro), das somit zum zweiten Mal in Folge positiv blieb.

## Hoher Free-Cashflow

Mit dem Umsatz- und Ergebnismrückgang ist auch der operative Cashflow von 49,7 auf 16,6 Mio. Euro stark zurückgegangen, womit er sich aber immer noch auf 37 Prozent der Erlöse belief. Zudem hat clearwise dank der Veräußerung der finnischen Windparks einen Zahlungsmittelüberschuss aus Investitionstätigkeit von 9,2 Mio. Euro erzielt, nach einem Abfluss von 54,9 Mio. Euro in der Vorperiode, die von hohen Investitionen in den Portfolioausbau geprägt war. Insgesamt wurde damit in der letzten Finanzperiode ein Free-Cashflow von 25,8 Mio. Euro (Vorjahr: -5,3 Mio. Euro) erwirtschaftet. Dieser wurde für Zinszahlungen und vor allem für die Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt, die zu einem Finanzierungscashflow von -55,5 Mio. Euro geführt haben, weshalb sich der Finanzmittelfonds im Jahresverlauf von 77,7 auf 48,0 Mio. Euro reduziert hat, damit aber sehr komfortabel bleibt.

## EK-Quote steigt auf 43,8 Prozent

Mit dem Verkauf der finnischen Windparks und der Rückführung der Verbindlichkeiten ist die Bilanzsumme im letzten Jahr deutlich zurückgegangen, von 451,3 auf 363,1 Mio. Euro. Zugleich ist das Eigenkapital durch das positive Jahresergebnis von 155,9 auf 159,1 Mio. Euro gestiegen, so dass sich die EK-Quote deutlich, von 34,6 auf 43,8 Prozent, erhöht hat und damit für einen IPP solide ausfällt, da das Geschäft üblicherweise einen höheren Leveragegrad erlaubt.

## Q1 leicht unter Vorjahr

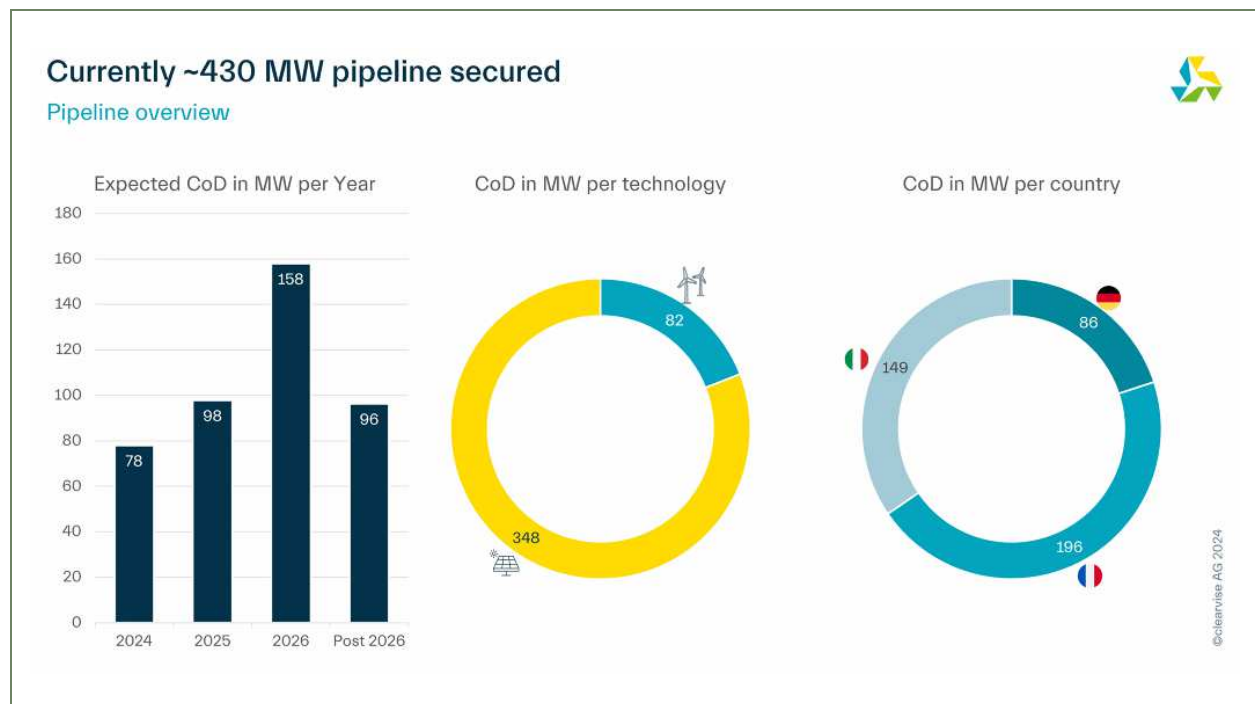
Das Unternehmen hat auch bereits die Produktionsdaten für die ersten drei Monate von 2024 veröffentlicht, in denen ein Stromoutput von 115,9 GWh erzeugt wurde, was einem Rückgang von 1,8 Prozent zum Vorjahr entsprach (wenn man die verkauften finnischen Windparks ausklammert). Die Entwicklung in den Segmenten war gegenläufig: Einem Plus von 16,2 Prozent auf 17,3 GWh im Bereich Photovoltaik stand ein Minus bei Windenergie von 4,4 Prozent auf 98,6 GWh gegenüber. Nach Aussagen des Managements erreichte der Output der Windkraftanlagen damit aber trotzdem in etwa den geschätzten Normwert unter durchschnittlichen Bedingungen.

## Prognose für 2024 veröffentlicht

Für das Gesamtjahr rechnet das Management mit einer Produktion von 440 bis 460 GWh. Der Rückgang gegenüber der Zielspanne des Vorjahres (mit einem Mittelwert von 534 GWh) entspricht dabei in etwa dem Normwert (ca. 97 GWh) der finnischen Windparks. Auf Basis gesicherter Tarife soll damit ein Umsatz von 35,5 bis 37,0 Mio. Euro und ein bereinigtes Konzern-EBITDA von 21,8 bis 23,1 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Diese Prognose bezieht sich nur auf den Bestand, ein Beitrag aus anvisierten weiteren Zukäufen für das Portfolio ist noch nicht einkalkuliert.

## Wachstumsdynamik soll zunehmen

Nach dem Rückgang der installierten Kapazität im letzten Jahr durch den Verkauf der finnischen Windparks soll das Portfolio jetzt wieder ausgebaut werden, wobei die Dynamik in den nächsten Jahren zunehmen



Quelle: Unternehmen (CoD = Commissioning Date)

könnte. Das Management hat inzwischen eine Pipeline von rund 430 MW aufgebaut, die zu rund 80 Prozent aus PV- und zu knapp 20 Prozent aus Windenergie-Projekten besteht (siehe oben). Für das laufende Jahr ist der Erwerb je eines Solarparks in Deutschland (42 MWp) und in Frankreich (36 MWp) vorgesehen. Während der deutsche Solarpark, der von dem Partner ALTUS entwickelt wurde, bereits in Betrieb gegangen ist und zeitnah übernommen werden könnte, ist die Fertigstellung des französischen Solarparks, die von den dortigen clearvise-Entwicklungspartnern vorangetrieben wird, für Ende des Jahres anvisiert. Kürzlich konnte für den französischen Solarpark bereits ein PPA mit dem Industriekonzern Tokai Cobex vereinbart werden, der die Lieferung der gesamten Stromproduktion für einen Zeitraum von elf Jahren vorsieht. Weitere Objekte in Frankreich, Deutschland und vor allem auch in Italien – diesen Markt erschließt clearvise gerade neu mit einem Partner – werden dann voraussichtlich in den nächsten Jahren erworben. Die Pipeline sieht für 2025 und 2026 Projekte mit 98 respektive 158 MW vor.

## Schätzung für 2024 über Zielspanne

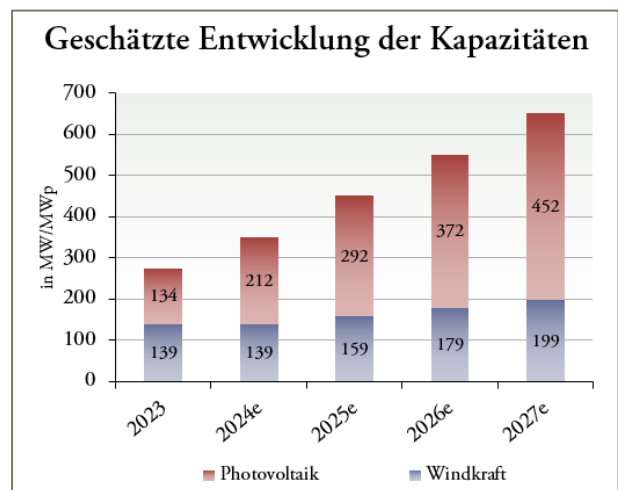
In Reaktion auf die Vorstellung der Prognose und der Planungen haben wir unsere Schätzungen für 2024 und die Folgejahre etwas angepasst. Wir rechnen jetzt für 2024 mit einem Umsatz von 38,4 Mio. Euro und einem EBITDA von 23,2 Mio. Euro. Damit liegen wir über etwas über dem oberen Ende der Zielspanne des Managements, was aber vor allem darauf zurückzuführen ist, dass wir bereits einen zeitnahen Erwerb des 42-MWp-Solarparks in Deutschland eingerechnet haben. Zudem halten wir die Kalkulation des Managements für sehr vorsichtig. Bislang hatten wir mit etwas höheren Zahlen für dieses Jahr (Umsatz: 40,7 Mio. Euro, EBITDA: 25,7 Mio. Euro) gerechnet, dabei aber noch einen anteiligen Beitrag aus weiteren Akquisitionen unterstellt. Wir gehen zwar weiterhin von einer Übernahme des französischen Solarparks noch in diesem Jahr aus, doch erste Einnahmen dürften erst zum Jahresende anfallen. Darüber hinaus haben wir die Übernahme eines Bestandwindparks im laufenden Jahr aus dem Modell entfernt.



Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	38,4	43,6	52,3	55,2	62,4	63,7	61,0	62,9
Umsatzwachstum		13,6%	20,0%	5,6%	12,9%	2,1%	-4,2%	3,1%
<b>EBITDA</b>	<b>23,2</b>	<b>27,0</b>	<b>34,5</b>	<b>37,0</b>	<b>43,8</b>	<b>45,6</b>	<b>43,8</b>	<b>45,4</b>
EBIT	2,9	3,3	9,4	7,6	15,9	18,3	16,7	19,1
Steuersatz	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	0,8	2,4	1,9	4,0	4,6	4,2	5,7
<b>NOPAT</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>7,1</b>	<b>5,7</b>	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	20,3	23,7	25,1	29,4	27,9	27,3	27,1	26,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,9	1,2	1,4	1,5	1,1	1,1	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>23,5</b>	<b>27,3</b>	<b>33,5</b>	<b>36,6</b>	<b>40,9</b>	<b>42,1</b>	<b>40,7</b>	<b>40,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2
- Investitionen AV	-54,2	-140,0	-120,1	-120,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>-31,1</b>	<b>-113,1</b>	<b>-86,9</b>	<b>-83,7</b>	<b>40,7</b>	<b>41,9</b>	<b>40,5</b>	<b>40,5</b>

## Ausbaupfad etwas flacher gestaltet

Auch den Ausbaupfad für die Folgejahre haben wir etwas angepasst und flacher gestaltet. Waren wir bislang von einem Ausbau der Kapazitäten auf 667 MW bis Ende 2026 ausgegangen, so unterstellen wir nun nur noch einen Anstieg auf 551 MW und tragen damit dem Umstand stärker Rechnung, dass das Unternehmen seine überdurchschnittlichen Renditevorstellungen auf jeden Fall einhalten will und dies gegenüber einem ansonsten möglichen höheren Wachstumstempo priorisiert. Neu aufgenommen in unser Modell haben wir ein fortgesetztes Portfoliowachstum im Jahr 2027 (um 100 MW), so dass sich die unterstellten Kapazitäten zum Ende dieser Periode nun auf 651 MW belaufen. Damit unterstellen wir bis dahin insgesamt einen Zuwachs um 378 MW, was wir angesichts einer schon jetzt bestehenden Pipeline von 430 MW als ausreichend konservativ erachten. Auf der Basis rechnen wir bis zum Jahr 2027 mit einem Anstieg der Erlöse und des EBITDA auf 55,2 Mio. Euro bzw. 37,0 Mio. Euro. Die Abbildung rechts zeigt das von uns unterstellte Kapazitätswachstum und die Tabelle oben auf dieser Seite enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details bietet der Anhang.



Schätzungen SMC-Research

## Rahmenparameter unverändert

Wir kalkulieren weiter mit einem Fremdkapitalzins von 4,5 Prozent und mit Eigenkapitalkosten in Höhe von 6,9 Prozent (mit: sicherer Zins 2,5 Prozent, Marktisikoprämie 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 4,1 Prozent. Für den Terminal Value arbeiten wir weiterhin mit einem geschätzten So-

ckelumsatz und einer ewigen Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

### Kursziel: 3,00 Euro

Aus unserem aktualisierten Modell resultiert ein neuer fairer Wert von 3,03 Euro je Aktie, woraus wir 3,00 Euro als neues Kursziel ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (3,10 Euro) resultiert aus der Anpassung der Schätzungen für 2024 sowie

aus dem etwas flacheren und gestreckten Expansionspfad. 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 2027 umfasst.

## Fazit

---

Im letzten Jahr hat clearvise zwei Windparks in Finnland mit einem Gewinn von 5,5 Mio. Euro verkauft, weswegen die installierte Portfoliokapazität von 303 auf 274 MW zurückgegangen ist. Trotzdem hat die Stromerzeugung um 8 Prozent auf 533 GWh zugelegt. Zugleich sind die Strompreise am Markt allerdings stark zurückgegangen, was in Deutschland und Finnland zu deutlich sinkenden Erlösen geführt hat. Das hat sich auch im Konzernumsatz niedergeschlagen, der um 31 Prozent auf 44,8 Mio. Euro zurückgegangen ist. Damit wurde aber das obere Ende der Zielspanne (42 bis 45 Mio. Euro) erreicht, obwohl der darin eingeplante Beitrag der finnischen Windparks für die letzten beiden Monate nach dem Verkauf entfallen ist. Das um nicht-operative Effekte bereinigte EBITDA hat mit 30,3 Mio. Euro die Zielspanne sogar etwas übertroffen (26 bis 29 Mio. Euro), gleichwohl bedeutete dies einen Rückgang um 40 Prozent gegenüber dem – aufgrund der sehr hohen Strompreise außergewöhnlich starken – Vorjahr.

Im laufenden Jahr wird sich der fehlende Beitrag der finnischen Windparks in einer rückläufigen Produktion niederschlagen, das Management taxiert diese auf 440 bis 460 GWh. Auf der Basis wird ein Umsatz von 35,5 bis 37,0 Mio. Euro und ein bereinigtes Konzern-EBITDA von 21,8 bis 23,1 Mio. Euro erwartet.

Zukäufe sind hier aber noch nicht einkalkuliert, die werden aber mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit kommen. In der Pipeline sind bereits zwei Solarparks mit 42 MWp und 36 MWp in Deutschland und Frankreich, wovon der erstgenannte bereits zeitnah erworben werden könnte.

Insgesamt stehen die Zeichen bei clearvise jetzt wieder klar auf Wachstum, die Dynamik könnte in den nächsten Jahren sukzessive zunehmen. Das Management hat sich bereits eine Pipeline von rund 430 MW gesichert, wovon allein fast 100 MW auf das nächste Jahr und 160 MW auf 2026 entfallen.

Wir haben unsere Schätzungen in Reaktion auf die Planungen leicht modifiziert und insgesamt etwas gestreckt. Bis zum Jahr 2027 unterstellen wir jetzt einen Ausbau des Portfolios um rund rd. 380 MW, was angesichts der Pipeline gut machbar erscheint. Das ist die Basis für ein dynamisches Wachstum der Erlöse und des operativen Gewinns in den nächsten Jahren.

Unser aktualisiertes Modell zeigt nun einen fairen Wert je Aktie von rund 3,00 Euro (bislang 3,10 Euro) an. Damit bietet die aussichtsreiche Wachstumsstrategie des Unternehmens ein attraktives Aufwärtspotenzial. Wir bekräftigen unsere Einstufung mit „Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes Portfolio aus Wind- und Solarparks mit einer Kapazität von über 270 MW, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für knapp neun Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Die breite Pipeline, die insb. aus Entwicklungsprojekten mit Partnern besteht, stellt eine starke Basis für das weitere Wachstum dar.
- Sehr erfahrenes und in der Branche gut vernetztes Management.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen.
- Im Branchenvergleich hohe EK-Quote von 43,8 Prozent.

## Chancen

- Das Management hat eine 430-MW-Pipeline für den Ausbau des Portfolios in den nächsten Jahren aufgebaut.
- Eine starke Bilanz und Finanzposition, der hohe Cashflow aus dem Bestand und die große Pipeline sichern die geplante Expansion sehr gut ab. Der Leveragegrad kann noch deutlich erhöht werden.
- Das erfolgreich etablierte Partnermodell und das Repowering von Bestandsprojekten bieten die Chance auf überdurchschnittliche Renditen.
- Die Verbesserung der Diversifikation des Portfolios, etwa durch den Ausbau der PV-Kapazitäten, und eine steigende installierte Leistung werden am Markt üblicherweise mit einer höheren Bewertung je Megawatt belohnt.
- Großaktionär TION könnte nach dem Wechsel des Hauptaktionärs und der Strategie seinen clearvise-Anteil perspektivisch aufstocken.

## Schwächen

- Aufgrund hoher Abschreibungen, die mit weiteren Zukäufen noch steigen werden, und des deutlich negativen Finanzergebnisses dürfte das Nettokonzernergebnis bei einem Verkauf der Stromproduktion zu gesicherten Tarifen vorerst negativ ausfallen.
- 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 begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

## Risiken

- Die Realisierung neuer Wind- und Solarparks wird nach wie vor von Lieferengpässen verzögert, was das Wachstumstempo von clearvise bremst.
- Das gestiegene Zinsniveau erschwert den Portfolioausbau. Sollten die Zinsen wider Erwarten weiter steigen, sind nur noch sehr renditestarke Objekte attraktiv.
- Die Kursschwäche im Sektor könnte die weitere Eigenkapitalaufnahme erschweren oder eine größere Verwässerung bedingen.
- clearvise expandiert in neue Märkte wie Italien. Es muss sich noch zeigen, ob die Partner die Projekte im erhofften Tempo und zu den angestrebten Konditionen realisieren können.
- Das insgesamt unterdurchschnittliche Windaufkommen in den letzten Jahren könnte ein Hinweis auf negative klimatische Veränderungen darstellen.



# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	301,6	335,5	451,8	546,8	637,5	609,7	582,5	555,4	529,2
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	291,5	325,3	441,6	536,5	627,2	599,3	572,0	544,9	518,6
II. UV Summe	60,8	65,5	55,5	52,7	48,7	51,7	54,8	55,8	57,0
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	159,1	160,5	172,1	182,6	167,6	161,5	156,2	148,9	142,6
II. Rückstellungen	6,3	7,4	8,7	10,3	12,0	13,2	14,4	15,7	16,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	157,7	187,5	263,7	329,1	394,5	378,1	361,8	345,5	329,2
2. Kurzfristiges FK	39,9	46,3	63,5	78,3	93,1	89,4	85,7	82,0	78,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>363,1</b>	<b>401,7</b>	<b>508,1</b>	<b>600,3</b>	<b>667,1</b>	<b>642,3</b>	<b>618,2</b>	<b>592,2</b>	<b>567,1</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	44,84	38,36	43,59	52,31	55,21	62,36	63,68	61,00	62,90
EBITDA	33,78	23,18	26,97	34,48	36,96	43,78	45,60	43,78	45,40
EBIT	15,38	2,89	3,30	9,42	7,60	15,92	18,30	16,69	19,07
EBT	8,37	-5,55	-9,19	-6,48	-11,86	-2,74	0,60	0,14	3,44
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,84	-7,51	-11,58	-9,32	-15,02	-6,04	-2,89	-3,63	-0,25
JÜ	6,84	-7,51	-11,58	-9,32	-15,02	-6,04	-2,89	-3,63	-0,25
EPS	0,09	-0,08	-0,12	-0,09	-0,13	-0,05	-0,02	-0,03	0,00
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05	0,06

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	16,57	17,98	21,60	28,70	31,03	37,48	39,37	37,72	39,64
CF aus Investition	9,21	-54,21	-140,01	-120,06	-120,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06
CF Finanzierung	-55,45	40,43	107,88	88,05	84,53	-34,74	-36,47	-36,98	-38,71
Liquidität Jahresanfa.	77,67	47,99	52,19	41,67	38,36	33,87	36,56	39,41	40,09
Liquidität Jahresende	47,99	52,19	41,67	38,36	33,87	36,56	39,41	40,09	40,97

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-31,2%	-14,5%	13,6%	20,0%	5,6%	12,9%	2,1%	-4,2%	3,1%
EBITDA-Marge	75,3%	60,4%	61,9%	65,9%	66,9%	70,2%	71,6%	71,8%	72,2%
EBIT-Marge	34,3%	7,5%	7,6%	18,0%	13,8%	25,5%	28,7%	27,4%	30,3%
EBT-Marge	18,7%	-14,5%	-21,1%	-12,4%	-21,5%	-4,4%	0,9%	0,2%	5,5%
Netto-Marge	15,2%	-19,6%	-26,6%	-17,8%	-27,2%	-9,7%	-4,5%	-6,0%	-0,4%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4), 10)

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 06.05.2024 um 7:35 Uhr fertiggestellt und am 06.05.2024 um 8:15 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
22.04.2024	Buy	3,10 Euro	1), 3), 10)
23.02.2024	Buy	3,10 Euro	1), 3), 10)
14.09.2023	Buy	3,30 Euro	1), 3)
04.08.2023	Buy	3,30 Euro	1), 3)
19.05.2023	Buy	3,25 Euro	1), 3)
13.04.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3)
30.03.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3), 4)
11.01.2023	Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)
14.09.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3)
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)

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