

18. Januar 2018

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

ABO Invest AG

**Umfangreiche Netzarbeiten in Irland
haben Stromproduktion geschmälert**

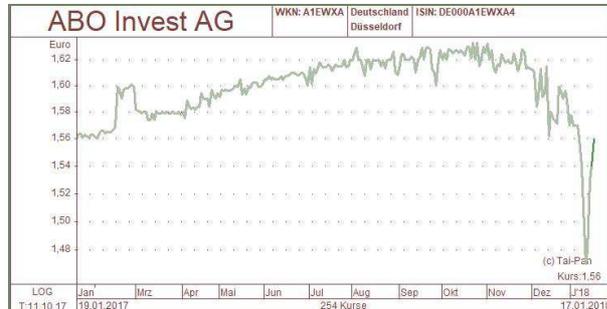
Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **1,56 Euro** | Kursziel: **2,00 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Stromproduktion um 11 Prozent unter dem Zielwert



Stammdaten

Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	2 Vorstände, 2 Angestellte
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWXA4
Kurs:	1,56 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr Düsseldorf
Aktienzahl:	49,0 Mio. Stück
Market Cap:	76,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	208,2 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 91 % (01/2018)
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,633 Euro / 1,45 Euro
Ø Umsatz (Düs, 12 M):	51,2 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	27,7	26,0	35,4
EBITDA (Mio. Euro)	20,6	19,2	27,1
Jahresüberschuss	-3,1	-4,0	-0,4
EpS	-0,05	-0,08	-0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-5,1%	-6,1%	36,0%
Gewinnwachstum	-	-	-
KUV	2,68	2,85	2,16
KGV	-	-	-
KCF*	5,5	7,2	4,0
EV / EBITDA	10,0	10,7	7,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

* Basis: Operativer Cashflow vor Zinszahlungen

Aktuelle Entwicklung

Wie schon 2016, so war auch 2017 eine Periode mit schwacher Windverfügbarkeit. Die Stromproduktion von ABO Invest wurde zusätzlich durch zwei mehrwöchige Ausfallzeiten beim größten Windpark der Gesellschaft in Irland wegen Arbeiten am Stromnetz belastet. Zwar hat die Gesellschaft für entgangene 11 Mio. kWh eine Kompensation von ca. 0,36 Mio. Euro erhalten. Die tatsächlichen Einbußen lagen aber deutlich höher, unter anderem, da hierbei lediglich Marktpreise (und nicht die festgelegten Einspeisevergütungen) angesetzt wurden und es für die Ausfälle wegen zwischenzeitlicher Arbeiten am Verteilnetz im Oktober gemäß der gesetzlichen Bestimmungen keine Entschädigung gab. Mit einem Rückgang des Stromoutputs um 13,7 Prozent auf 91,4 Mio. kWh (gemäß Daten auf der Website) war der irische Windpark maßgeblich mitverantwortlich für den Produktionsrückgang des Portfolios um 6 Prozent auf ca. 283 Mio. kWh. Der Zielwert des Managements, der auf durchschnittlichen Windverhältnissen beruht, wurde sogar um 11 Prozent verfehlt. Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für 2017 daraufhin leicht angepasst (siehe S. 4).

Fazit

Das schwache Windjahr und die zusätzlichen Einbußen in Irland werden dazu führen, dass das zunächst anvisierte moderat positive EBT deutlich verfehlt wird. Die weiteren Perspektiven von ABO Invest bleiben indes gut: Nach einer Erweiterung des Portfolios soll die Stromproduktion in 2018 um mehr als 40 Prozent auf 400 Mio. kWh zunehmen. Unterstellt sind dabei durchschnittliche Windbedingungen – ein gutes Windjahr wäre statistisch aber ohnehin langsam überfällig. Bei unseren Outputschätzungen arbeiten wir dennoch mit einem Sicherheitsabschlag von 3 Prozent. Den fairen Wert der Aktie sehen wir auf dieser Basis bei 2,00 Euro und bestätigen das Urteil „Buy“.

Anhang I: Portfolio

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***			Änderung 16/17 in %	Produktion seit
			2015	2016	2017		
Glenough	35,0	IE	119,4	105,9	91,4	-13,7%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	19,2	18,7	17,4	-6,7%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	20,3	18,3	17,3	-5,5%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	17,9	15,9	16,4	3,0%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,8	8,1	8,1	0,5%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	30,0	35,9	34,3	-4,5%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	11,0	14,5%	2009
Losheim	4,5	DE	5,9	4,5	5,1	14,9%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	7,5	6,6	7,1	7,1%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,2	5,9	7,0	18,5%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,6	3,9	4,2	8,9%	2007
Weilrod****	13,4	DE	32,3	32,2	34,0	5,7%	Feb 15*
Wennerstorf*****	5,0	DE		2,7	5,6	104,6%	Jun 16*
Haapajärvi I	6,6	FI	10,0	18,8	18,6	-1,2%	Jul 15
Biogas: Samswegen	0,8	DE	6,0	5,9	5,2	-11,1%	2010**
Summe	129,3*****		300,0	292,9	282,8	-6,0%	

* Kaufdatum

** Anlage grundlegend überarbeitet

*** Produktion gemäß Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste ohne verkauften Windpark Clamecy

**** Werte umgerechnet auf Beteiligungsquote von 80 Prozent (Weilrod) bzw. 96,8 Prozent (Wennerstorf)

***** Noch ohne neuen finnischen Windpark Haapajärvi II (23,1 MW)

Quelle: Unternehmen

Anhang II: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	26,0	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	35,4	34,5
Umsatzwachstum		36,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,5%
EBIT-Marge	11,9%	22,8%	22,6%	23,5%	24,3%	24,2%	24,1%	23,6%
EBIT	3,1	8,1	8,0	8,3	8,6	8,6	8,5	8,1
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2
NOPAT	2,6	6,8	6,8	7,1	7,3	7,3	7,2	6,9
+ Abschreibungen & Amortisation	16,1	19,1	19,1	18,7	18,4	18,4	18,4	18,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	18,9	26,1	26,1	26,0	25,9	25,9	25,9	25,2
- Zunahme Net Working Capital	-2,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	-58,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	-41,0	25,8	26,1	26,0	25,9	25,9	25,9	25,2

SMC Schätzmodell

Modellanpassungen

Die Produktion im Schlussquartal lag moderat unter unseren Erwartungen, was auch darauf zurückzuführen ist, dass die Ausfallzeiten in Irland etwas länger waren, als von uns bereits eingearbeitet worden war. Wir haben daraufhin unsere Erlösprognose für 2017 von 26,3 auf 26 Mio. Euro abgesenkt und auch EBITDA, EBT und Nettoüberschuss auf 19,2 Mio. Euro (zuvor 19,5 Mio. Euro), -3,2 Mio. Euro (-2,8 Mio. Euro) und -4,0 Mio. Euro (-3,7 Mio. Euro) angepasst. Die Schätzungen ab 2018 sind hingegen unverändert und basieren weiter darauf, dass die Windverfügbarkeit künftig im Durchschnitt 3 Pro-

zent unter den von ABO Invest kalkulierten Normwerten liegen wird. Die Ende letzten Jahres vollzogene Erweiterung des Portfolios um sieben Anlagen in Finnland (installierte Leistung 23,1 MW) mit einem erwarteten Jahresoutput von 75 Mio. kWh hatten wir bereits berücksichtigt. Obwohl wir mit einem größeren Sicherheitsabschlag arbeiten, errechnet sich ein fairer Wert des Bestands von etwa 100 Mio. Euro oder rund 2,00 Euro je Aktie. Den Kursrückgang in jüngster Zeit stufen wir als fundamental nicht gerechtfertigt ein und interpretieren ihn daher als gute Einstiegsgelage.

Anhang III: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	180,8	222,7	203,6	184,5	165,8	147,4	129,0	110,5	92,5
1. Immat. VG	10,1	9,7	9,3	8,9	8,5	8,1	7,7	7,3	6,9
2. Sachanlagen	170,3	212,6	194,0	175,3	156,9	138,9	120,9	102,9	85,2
II. UV Summe	12,6	16,6	22,6	29,5	37,5	46,3	50,6	62,3	73,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	35,5	38,6	38,2	38,6	39,8	41,9	44,5	47,6	50,8
II. Mezzanine Kapital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,4
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	136,0	189,6	176,7	164,0	151,9	139,9	128,0	118,1	108,1
2. Kurzfristiges FK	15,7	4,7	4,6	4,6	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4
BILANZSUMME	193,8	239,8	226,7	214,5	203,8	194,1	180,1	173,4	166,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	27,68	26,00	35,37	35,37	35,37	35,37	35,37	35,37	34,49
EBITDA	20,64	19,16	27,12	27,08	27,05	27,01	26,98	26,94	26,23
EBIT	4,46	3,09	8,05	8,01	8,30	8,60	8,56	8,52	8,14
EBT	-2,33	-3,16	0,63	1,62	2,82	3,70	4,26	4,90	5,10
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,15	-4,05	-0,37	0,36	1,26	2,11	2,56	3,07	3,23
JÜ	-3,08	-3,97	-0,37	0,36	1,22	2,03	2,47	2,97	3,12
EPS	-0,05	-0,08	-0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,06	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Anhang IV: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	19,82	16,53	25,98	26,22	26,19	26,28	26,31	26,23	25,71
CF aus Investition	3,76	-57,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	-25,29	43,85	-20,41	-19,34	-18,10	-17,57	-21,93	-14,52	-14,17
Liquidität Jahresanfa.	10,82	9,12	11,52	17,09	23,97	32,06	40,77	45,15	56,86
Liquidität Jahresende	9,12	11,52	17,09	23,97	32,06	40,77	45,15	56,86	68,40

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-5,1%	-6,1%	36,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,5%
EBITDA-Marge	74,6%	73,7%	76,7%	76,6%	76,5%	76,4%	76,3%	76,2%	76,0%
EBIT-Marge	16,1%	11,9%	22,8%	22,6%	23,5%	24,3%	24,2%	24,1%	23,6%
EBT-Marge	-8,4%	-12,2%	1,8%	4,6%	8,0%	10,5%	12,0%	13,9%	14,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-11,1%	-15,3%	-1,0%	1,0%	3,4%	5,8%	7,0%	8,4%	9,0%

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.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 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 Interessenskonflikte 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

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.
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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
11.10.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
19.06.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
13.03.2017	Strong Buy	2,15 Euro	1), 3), 4)
28.11.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)
12.10.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3)
13.06.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4), 5)
14.04.2016	Strong Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und ein Comment

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.