

27. August 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

# clearvise AG

## Jahresziele gut erreichbar

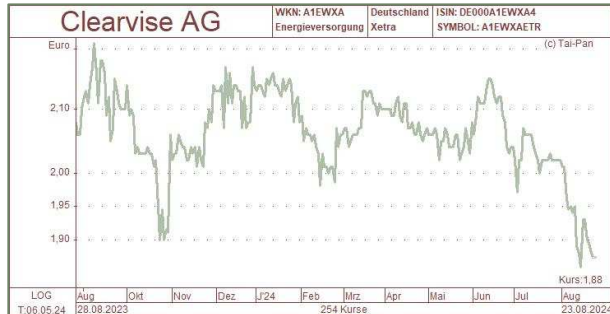
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,88 € | Kursziel: 3,00 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Frankfurt
<b>Branche:</b>	Stromerzeugung
<b>Mitarbeiter:</b>	16
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>Ticker:</b>	ABO:GR
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Kurs:</b>	1,88 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr
<b>Aktienzahl:</b>	75,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	141,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	290,9 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	70,5 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	2,21 / 1,59 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	36,4 Tsd. Euro

## Halbjahresproduktion unter Vorjahr

Die Stromproduktion von clearvise hat sich in den ersten sechs Monaten 2024 gegenüber der Vorjahresperiode um 15,3 Prozent auf 234,2 GWh reduziert. Der Rückgang ist auf den im letzten Oktober abgeschlossenen Verkauf der beiden finnischen Windparks zurückzuführen, die in der Referenzperiode 2023 noch 44,2 GWh zum Output beigetragen hatten. Damit hat sich clearvise aus diesem Land zurückgezogen und besitzt derzeit noch Windkraft- und PV-Anlagen in Deutschland (Produktion 122,8 GWh), Frankreich (64 GWh) und Irland (47,5 GWh), wo die Stromproduktion im ersten Halbjahr jeweils nah am Vorjahreswert lag. Mit dem Verkauf der finnischen Windparks und dem Ausbau der Solarkapazitäten ist der Anteil der Photovoltaik an der Gesamtproduktion binnen Jahresfrist von 24 auf 32 Prozent gestiegen.

## Erlöse sinken noch etwas stärker

Der Rückgang der Erlöse ist noch etwas stärker ausgefallen als die Kontraktion der Produktion, was vor allem auf einen Rückgang der Strompreise in Deutschland zurückzuführen ist – hier hatte das Unternehmen zuvor von erhöhten Marktpreisen deutlich profitiert.

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	23,5	27,0	34,5
JÜ (Mio. Euro)	-3,3	21,3	6,8	0,0	-5,8	-3,3
EpS (Euro)	-0,06	0,34	0,09	0,00	-0,06	-0,03
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	4,31	2,18	3,16	3,70	3,25	2,71
KGV	-	6,7	20,7	-	-	-
KCF	7,7	3,5	16,1	7,8	8,0	6,4
EV / EBITDA	13,3	6,0	8,6	12,4	10,8	8,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Die Erlöse aus dem deutschen Stromverkauf haben sich um 20,9 Prozent auf 8,4 Mio. Euro reduziert, womit rein rechnerisch der durchschnittlich erzielte Preis pro kWh (Wind+Solar) um 22 Prozent auf 6,8 Cent zurückgegangen ist. In Frankreich hat der aus den Zahlen ableitbare Durchschnittspreis hingegen um 1 Prozent auf 9,7 Cent zugelegt, so dass die Erlöse bei einer leichten Produktionsreduktion mit 6,2 Mio. Euro lediglich um 0,9 Prozent unter dem Vorjahr lagen. Höher ausgefallen sind hingegen die Erlöse in Irland, wo ein Preisanstieg um 8 Prozent auf 9,0 Cent/kWh und eine Output-Steigerung zu einem Umsatzwachstum um 13 Prozent auf 4,3 Mio. Euro geführt haben. Aufgrund des hohen Gewichts des deutschen Marktes und dem entfallenen Beitrag aus Finnland lag der Halbjahresumsatz von clearvise mit 18,9 Mio. Euro dennoch um 19,2 Prozent unter dem Vorjahreswert.

Geschäftszahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Vergütete Stromerträge	276,7	234,3	-15,3%
Umsatz	23,4	18,9	-19,2%
EBITDA berichtet	15,6	12,0	-23,0%
EBITDA bereinigt*	15,6	12,4	-20,7%
EBITDA-Marge*	66,7%	65,5%	-1,2Pp.
EBIT	6,4	5,0	-21,6%
Nettoergebnis	1,7	2,3	+35,9%

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

## Bereinigtes EBITDA im Gleichklang

Das Unternehmen hat im ersten Halbjahr die einzige Biogasanlage, die sich im Portfolio befunden hat, verkauft, so dass jetzt kein Materialaufwand mehr anfällt, der vorher immer die Substratkosten für die Anlage abgebildet hat. Mit der Veräußerung ist ein Entkonsolidierungserfolg von rd. 1,5 Mio. Euro angefallen, der zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge von 0,7 auf 1,7 Mio. Euro geführt hat. Zugleich ist in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich von 7,5 auf 7,8 Mio. Euro erhöht haben, aber auch ein aus der Transaktion resultierender Aufwand aus dem Abgang von Finanzanlagevermögen in Höhe

von 1,3 Mio. Euro erfasst, so dass der Nettoeffekt des Verkaufs auf das EBITDA gering war. Bei etwas erhöhten Personalkosten (von 0,7 auf 0,8 Mio. Euro) ist dieses binnen Jahresfrist um 23 Prozent auf 12,0 Mio. Euro gesunken. Das um Sondereffekte bereinigte EBITDA ist mit 12,4 Mio. Euro etwas höher und liegt 21 Prozent unter dem Vorjahreswert, was in etwa auch dem Erlösrückgang entspricht.

## Nettoergebnis steigt um 36 Prozent

Bei durch den Anlagenabgang deutlich rückläufigen Abschreibungen (von 9,2 auf 7,0 Mio. Euro) hat sich das EBIT nur um 1,4 Mio. Euro auf 5,0 Mio. Euro reduziert. Zugleich ist auch das Finanzergebnis wegen der fortschreitenden Tilgung mit -2,1 Mio. Euro (Vorjahr: -3,7 Mio. Euro), erheblich besser ausgefallen, so dass der Vorsteuergewinn auf Halbjahresbasis um 8 Prozent auf 2,9 Mio. Euro zugelegt hat. Nach Abzug des niedrigeren Steueraufwands (von 0,9 auf 0,5 Mio. Euro) resultiert daraus ein Halbjahresergebnis von 2,3 Mio. Euro, was einem Anstieg um 36 Prozent entspricht.

## Deutlich positiver Free-Cashflow

Höher ausgefallen ist auch der operative Cashflow, der sich von 8,1 auf 14,6 Mio. Euro ausgeweitet hat und dabei u.a. von einer Rückführung der Forderungen und einer Ausweitung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen profitierte. Dem steht mit -9,6 Mio. Euro ein etwas geringerer Abfluss aus Investitionstätigkeiten als im Vorjahr (-10,2 Mio. Euro) gegenüber, wobei die Auszahlungen für die Errichtung eines PV-Parks in Frankreich und die Einzahlungen aus der Veräußerung der Biogasanlage den Saldo geprägt haben. Insgesamt hat clearvise damit einen positiven Free-Cashflow von 4,9 Mio. Euro (Vorjahr: -2,2 Mio. Euro) erwirtschaftet. Der Abfluss aus Finanzierungsaktivitäten, vor allem für Zins- und Tilgungsleistungen, ist mit -9,3 Mio. Euro aber höher ausgefallen, so dass sich die Liquidität in den ersten sechs Monaten von 48,0 auf 43,6 Mio. Euro reduziert hat. Damit fällt sie aber weiter sehr komfortabel aus.

## EK-Quote sehr solide

Ebenfalls sehr solide ist die Bilanzstruktur. Das Eigenkapital hat in den ersten sechs Monaten weiter zugelegt, um 1,5 Prozent auf 161,4 Mio. Euro. Zwar ist die Bilanzsumme etwas stärker gewachsen, um 6,3 Prozent auf 386 Mio. Euro, so dass sich die EK-Quote in den ersten sechs Monaten von 43,8 auf 41,8 Prozent reduziert hat. Damit ist sie für einen IPP mit einem Portfolio von Wind- und Solaranlagen aber weiterhin hoch.

## Portfolio wird weiter ausgebaut

Nach dem Verkauf der beiden finnischen Windparks im letzten Jahr und der Veräußerung der Biogasanlage im Januar hat clearvise das Portfolio im Mai mit einem Zukauf wieder deutlich ausgebaut. Von dem Partner ALTUS wurde der Solarpark Wolfsgarten mit einer installierten Leistung von 42,7 MWp erworben. Dieser stellt damit die zweitgrößte PV-Einheit im Portfolio, dessen Gesamtkapazität sich aktuell wieder auf 316 MW beläuft, dar. Die Vermarktung des dort erzeugten Stroms erfolgt über ein bereits abgeschlossenes Power Purchase Agreement (PPA) und damit unabhängig vom EEG. Ein weiterer Ausbau des PV-Bestands ist bereits fixiert, da sich clearvise ebenfalls im Rahmen eines Partnermodells drei Solarparks in Italien mit einer Zielkapazität von 30,3 MWp gesichert hat. Diese sollen im Jahresverlauf 2025 gebaut werden und in Betrieb gehen. Damit vollzieht clearvise den Einstieg in den italienischen Markt, auf dem, gemeinsam mit Partnern, an Projekten mit einer kumulierten Kapazität von 149 MWp gearbeitet wird. Diese verteilen sich über verschiedene Regionen und Preiszonen in Italien, um eine gewisse Risikostreuung sicherzustellen.

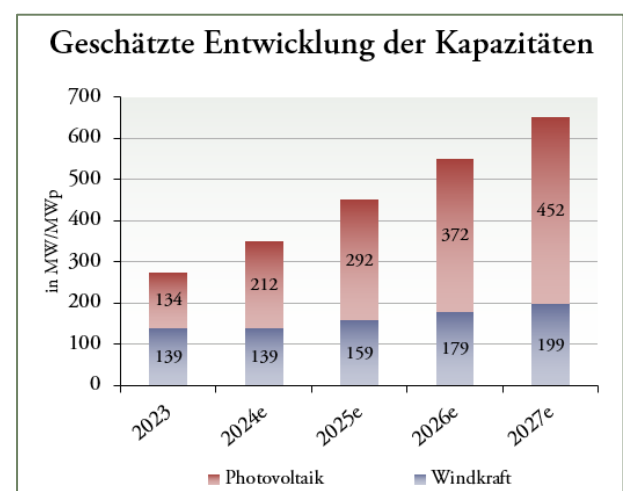
## Prognose bestätigt

Mit dem weiteren Ausbau des Portfolios wird die Stromproduktion künftig wieder steigen – im laufenden Jahr wird der Output aber wegen der Veräußerung der beiden finnischen Windparks voraussichtlich unter dem Vorjahreswert liegen. Das Management hat auf Basis des Bestands zu Jahresbeginn (274 MW) unter Berücksichtigung langfristiger Durchschnittswerte einen Zielwert für die Portfolioerzeugung von

440 bis 460 GWh (2023: 533,5 GWh) formuliert, der weiterhin als erreichbar eingestuft wird. Auf Basis bereits gesicherter Preise (Einspeisetarife oder PPA) wird daraus ein Umsatz von 35,5 bis 37,0 Mio. Euro abgeleitet, der wiederum die Basis für die Erwirtschaftung eines bereinigten Konzern-EBITDA von 21,8 bis 23,1 Mio. Euro darstellt. Der Beitrag des neuen Solarparks Wolfsgarten ist in diesen Zahlen noch nicht enthalten.

## Voll auf Kurs

clearvise ist damit voll auf Kurs. Die Jahresproduktion könnte zumindest in etwa die langfristigen Durchschnittswerte erreichen und der Portfolioausbau wird weiter zielstrebig vorangetrieben. Aktuell belaufen sich die Kapazitäten im Betrieb auf 316 MW, als nächstes wird der PV-Park Chassiecq mit 36,4 MWp hinzukommen. Das ist die Basis für unsere unveränderte Kapazitätsschätzung für das laufende Jahr von 351 MW. Auf dieser Grundlage rechnen wir weiterhin mit einem Umsatz von 38,4 Mio. Euro. Mit dem aktuellen Update haben wir unsere Schätzungen zu den SBE und den SBA deutlich angehoben und damit die Effekte aus dem Verkauf der Biogas-Anlage abgebildet. Insgesamt hat sich unsere EBITDA-Schätzung leicht, von 23,2 auf 23,5 Mio. Euro, erhöht. In unsere Kalkulationen ist bereits ein Beitrag von Wolfsgarten eingerechnet, von Chassiecq hingegen nicht (der PV-Park geht frühestens Ende des zweiten Halbjahres ans Netz).



Schätzungen SMC-Research

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>23,5</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	5,7	4,3	9,9	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	1,1	1,1	2,5	1,9	4,0	4,6	4,2	5,7
<b>NOPAT</b>	<b>4,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	17,8	22,7	24,6	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>23,2</b>	<b>27,1</b>	<b>33,4</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>-31,3</b>	<b>-113,3</b>	<b>-87,0</b>	<b>-83,7</b>	<b>40,7</b>	<b>41,9</b>	<b>40,5</b>	<b>40,5</b>

## Expansionspfad unverändert

Für 2025 hat sich clearvise schon jetzt weitere PV-Projekte mit rd. 30 MWp in Italien gesichert. Weitere Zukäufe werden aktuell nach Angaben des Unternehmens geprüft und sind dank der soliden Finanzausstattung auch gut finanzierbar. Wir halten daher an unserer bisherigen Schätzung zum weiteren Kapazitätsausbau fest und erwarten bis 2027 einen Anstieg auf 651 MW. Daraus resultiert dann nach unserer unveränderten Schätzung ein Umsatz von 55,2 Mio. Euro und ein EBITDA von 37 Mio. Euro. Die Abbildung auf der vorherigen Seite 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.

## 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,

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 4,1 Prozent. Für den Terminal Value arbeiten wir weiterhin mit einem geschätzten Sockelumsatz und einer ewigen Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

## Kursziel: 3,00 Euro

Aus unserem geringfügig aktualisierten Modell resultiert ein neuer fairer Wert von 3,06 Euro je Aktie, woraus wir weiterhin 3,00 Euro als Kursziel ableiten. 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

---

clearvise hat im letzten Oktober zwei Windparks in Finnland und zu Jahresbeginn die einzige Biogasanlage verkauft. Infolgedessen war die Stromproduktion im ersten Halbjahr rückläufig (-15,3 Prozent auf 234,3 GWh). In Kombination mit den Effekten aus gesunkenen Strompreisen in Deutschland resultierte daraus ein Umsatzrückgang um 19,2 Prozent auf 18,9 Mio. Euro, zugleich hat sich das bereinigte EBITDA um 20,7 Prozent auf 12,4 Mio. Euro reduziert.

Damit liegt clearvise voll im Plan, der auf Basis der Kapazitäten zu Jahresbeginn einen Output von 440 bis 460 GWh (2023: 533,5 GWh) vorsieht. Unter Berücksichtigung bereits gesicherter Preise (Einspeisetarife oder PPA) wird daraus ein Umsatz von 35,5 bis 37,0 Mio. Euro abgeleitet, der wiederum die Basis für die Erwirtschaftung eines bereinigten Konzern-EBITDA von 21,8 bis 23,1 Mio. Euro darstellt.

Nach dem Rückgang im laufenden Jahr dürften Umsatz und EBITDA in den kommenden Perioden dank

eines dynamischen Ausbaus des Portfolios wieder deutlich zulegen. Das Wachstum der Kapazitäten in Betrieb von aktuell 316 MW auf 382 MW bis Ende nächsten Jahres ist bereits gesichert und der Zukauf weiterer Objekte wird geprüft.

Insgesamt sehen wir das Unternehmen damit auf einem wertschöpfenden Expansionskurs, aus dem wir ein unverändertes Kursziel von 3,00 Euro ableiten. Die Aktie hat sich zuletzt gegenläufig entwickelt, was wir in erster Linie als Reaktion auf die derzeit höheren Finanzierungskosten und auf gesunkene Strompreise sehen. Die mittelfristigen Wachstumsaussichten bleiben aufgrund des unverändert hohen Bedarfs an Erzeugungsanlagen auf Basis Erneuerbarer Energien, die sich aus den Dekarbonisierungszielen der EU ableiten lassen, aber aussichtsreich. Wir bestätigen daher unser Urteil „Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes Portfolio aus Wind- und Solarparks mit einer Kapazität von über 316 MW, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen und PPAs liefern noch für ca. 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 42 Prozent.

## Chancen

- Ein weiterer Ausbau des Portfolios auf 382 MW in 2025 ist bereits gesichert, weitere wertschöpfende Zukäufe sind absehbar.
- 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	338,0	455,3	550,8	641,5	613,7	586,5	559,4	533,2
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	327,8	445,1	540,5	631,2	603,3	576,0	548,9	522,6
II. UV Summe	60,8	70,5	65,2	68,0	69,4	77,4	85,5	91,1	93,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	159,1	168,0	185,3	201,8	192,3	191,3	190,8	188,2	182,8
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>409,2</b>	<b>521,3</b>	<b>619,5</b>	<b>691,8</b>	<b>672,0</b>	<b>652,9</b>	<b>631,4</b>	<b>607,2</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	23,48	26,97	34,48	36,96	43,78	45,60	43,78	45,40
EBIT	15,38	5,69	4,30	9,92	7,60	15,92	18,30	16,69	19,07
EBT	8,37	1,25	-3,95	-1,48	-7,03	2,28	5,51	4,76	7,94
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,84	-0,03	-5,81	-3,32	-9,57	-1,02	2,02	0,98	0,65
JÜ	6,84	-0,03	-5,81	-3,32	-9,57	-1,02	2,02	0,98	0,65
EPS	0,09	0,00	-0,06	-0,03	-0,09	-0,01	0,02	0,01	0,01
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	22,96	26,36	34,19	36,49	42,50	44,28	42,33	40,54
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	57,17	51,41	53,60	54,57	62,27	70,04	75,33
Liquidität Jahresende	47,99	57,17	51,41	53,60	54,57	62,27	70,04	75,33	77,11

## 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%	61,2%	61,9%	65,9%	66,9%	70,2%	71,6%	71,8%	72,2%
EBIT-Marge	34,3%	14,8%	9,9%	19,0%	13,8%	25,5%	28,7%	27,4%	30,3%
EBT-Marge	18,7%	3,3%	-9,1%	-2,8%	-12,7%	3,7%	8,7%	7,8%	12,6%
Netto-Marge	15,2%	-0,1%	-13,3%	-6,3%	-17,3%	-1,6%	3,2%	1,6%	1,0%

# 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), 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 27.08.2024 um 7:25 Uhr fertiggestellt und am 27.08.2024 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
06.05.2024	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

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.