

23. April 2019
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



ABO Invest AG

Weitere Diversifikation durch Investitionen in Solarparks

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,62 Euro | Kursziel: 2,00 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Marktumfeld	10
Zahlen.....	13
Equity-Story.....	15
DCF-Bewertung	17
Fazit.....	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Wiesbaden
Branche:	Stromerzeugung
Mitarbeiter:	2 Vorstände, 2 Angestellte
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	ABO:GR
ISIN:	DE000A1EWXA4
Kurs (DUS):	1,62 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr Düsseldorf und Hamburg
Aktienanzahl:	49,0 Mio. Stück
Market-Cap:	79,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	237,6 Mio. Euro
Free Float:	ca. 95,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,65 / 1,33 Euro
Ø Umsatz (DUS, 12 M):	31,2 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

ABO Invest hat seit der Gründung im Jahr 2010 ein großes Windpark-Portfolio aufgebaut. Die installierte Leistung betrug Ende letzten Jahres rund 150 MW und verteilte sich auf 66 Windanlagen in Frankreich, Irland, Deutschland und Finnland. Die Anteile der einzelnen Länder an der Jahresproduktion sind inzwischen annähernd gleichverteilt. Zum Bestand zählt darüber hinaus eine Biogasanlage mit 0,8 MW. Die Gesellschaft arbeitet eng mit dem Projektentwickler ABO Wind zusammen und verfügt dadurch über einen guten Zugang zu neuen Objekten. Der Ausbau des Portfolios hat die Stromproduktion in den letzten Jahren stark wachsen lassen, von 201,3 Mio. kWh noch vor fünf Jahren auf ca. 362 Mio. kWh in 2018. Das entspricht einer durchschnittlichen Steigerungsrate von rund 16 Prozent. Eine hohe Nachfrage hat zu steigenden Preisen für Windparks und sinkenden Renditen geführt, so dass Neuinvestments für ABO Invest angesichts einer konservativen Kalkulation und einer Renditeforderung von mindestens 5 Prozent aktuell schwierig sind. Die Gesellschaft plant aber erste Investitionen in Solarparks, die die Renditeansprüche erfüllen und zudem für eine weitere Diversifikation des Portfolios sorgen können.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	27,7	26,4	31,8	33,4	37,4	37,5
EBITDA (Mio. Euro)	20,6	18,9	25,4	24,7	28,3	28,4
Jahresüberschuss	-3,1	-3,3	-0,8	-1,1	-0,1	0,7
EpS	-0,05	-0,07	-0,02	-0,02	0,00	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-5,1%	-4,6%	20,4%	5,1%	11,9%	0,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	2,87	3,00	2,50	2,37	2,12	2,12
KGV	-	-	-	-	-	121,0
KCF	4,0	7,0	4,8	4,1	3,8	3,7
EV / EBITDA	11,5	12,5	9,3	9,6	8,4	8,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Portfolio mit Normproduktion von 400 Mio. kWh:** ABO Invest hat ein Portfolio von Stromerzeugungskapazitäten aufgebaut, das aus Windparks mit einer kumulierten installierten Leistung von rund 150 MW und einer Biogasanlage mit einer Leistung von 0,8 MW besteht. Die Windanlagen verteilen sich auf die Länder Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland, wobei die Anteile der einzelnen Länder an der Normproduktion in Höhe von aktuell rund 400 Mio. kWh unter durchschnittlichen Windverhältnissen annähernd gleichverteilt sind.
- **Windparkrenditen aktuell gering:** In Europa ist der Onshore-Windpark-Ausbau zuletzt deutlich zurückgegangen. Zugleich ist die Investitionsnachfrage nach Sachwerten mit gut kalkulierbaren Cashflows unverändert hoch. Das hat dazu geführt, dass die Renditen von neuen Windparkprojekten aktuell niedrig sind und ABO Invest deswegen kaum Investitionsgelegenheiten findet, die dem eigenen Rendite-Mindestziel von 5 Prozent (IRR) – bei einer konservativen Kalkulation – entsprechen.
- **Investitionen in Solarparks:** Das Unternehmen hat den Investitionsfokus daher auf Solarparks erweitert, mit denen sich (noch) höhere Renditen erzielen lassen. Die Zusammenarbeit mit dem Projektentwickler ABO Wind kann ABO Invest den Einstieg in den Markt erleichtern. Dieser konnte sich im letzten Jahr in Griechenland in Ausschreibungen Projekte mit einem Volumen von 45 MW sichern, die für ABO Invest interessant sind. Hinsichtlich eines möglichen Erwerbs wird ABO Invest aber in einem Bieterwettbewerb mit anderen Interessenten stehen, ein erfolgreicher Abschluss ist daher noch offen.
- **Griechischer Photovoltaikmarkt nimmt Fahrt auf:** Mit 300 Sonnenstunden im Jahr hat Griechenland ein hohes Potenzial für Photovoltaik. Nachdem der Ausbau wegen der Verschuldungskrise jedoch mehrere Jahre weitgehend brach gelegen hat, ist aktuell eine deutliche Zunahme der Dynamik zu beobachten. Daraus könnten sich weitere Wachstumschancen für ABO Invest ergeben.
- **Wachstum auf starker Basis:** Unter normalen Windbedingungen, die aber in den letzten Jahren nicht erreicht wurden, dürfte das Unternehmen inzwischen profitabel sein. Doch beim Cashflow werden bereits seit längerem hohe Überschüsse erwirtschaftet, die für den Ausbau des Portfolios genutzt werden können. Aktuell sehen wir im griechischen PV-Markt ein „window of opportunity“. Mit Zukäufen könnte die Diversifikation des Portfolios weiter gestärkt werden. Zusammen mit dem anvisierten Kapazitätsausbau auf 200 MW dürfte dies am Markt zu einer höheren Bewertung je installiertem Megawatt führen.
- **24 Prozent Kurspotenzial:** Wir haben in unserem Modell lediglich die Einnahmen aus dem Bestandsportfolio sowie aus dem Kauf der Photovoltaikprojekte in Griechenland (Kapazität von 45 MW) berücksichtigt. Die Kalkulation ist zudem sehr vorsichtig, denn wir haben einen Abschlag von 6 Prozent auf die Normerträge unter durchschnittlichen Bedingungen vorgenommen. Trotzdem liegt der faire Wert mit 2,00 Euro je Aktie deutlich über dem aktuellen Kurs, weswegen wir unverändert das Urteil „Buy“ vergeben.

SWOT-Analyse

Stärken

- Breit diversifiziertes Windparkportfolio, das sich, gemessen an der jährlichen Normproduktion, gleichmäßig auf vier Länder verteilt.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für mehrere Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- ABO Wind fungiert als Ankeraktionär und operativer Partner.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen sowie ein branchenerfahrenes Management.
- Konservative Abschreibungspolitik sorgt für die Bildung stiller Reserven.
- Der laufende Betrieb der Anlagen ist sehr Cash-flow-stark.

Chancen

- Unter normalen Windbedingungen dürfte ABO Invest nun nachhaltig profitabel wirtschaften.
- Bestandsprojekte erwirtschaften bei einer im Zeitablauf abnehmenden Zinsbelastung kontinuierlich steigende freie Cashflows.
- Zuwächse in starken Windjahren fließen fast eins zu eins in den freien Cashflow.
- Enge Zusammenarbeit mit ABO Wind sichert Zugang zur Projektpipeline.
- Mit dem geplanten Kauf von Solarparks könnte die Abhängigkeit von der Ressource Wind gemindert und die Cashflow-Entwicklung im Jahresverlauf tendenziell geglättet werden.
- Die am Markt geforderte Rendite sinkt mit der Größe des Portfolios, vice versa steigt der Wert des Anlagenbestands.
- Die voraussichtliche Anlagenlaufzeit von 20 Jahren könnte übertroffen werden und für Zusatzrenditen sorgen.

Schwächen

- Drei schwache Windjahre in Folge haben dafür gesorgt, dass das Produktionspotenzial jeweils deutlich unterschritten wurde.
- Negative Abweichungen der Windverfügbarkeit von den Planwerten sind nicht zu kompensieren.
- Die Bilanz weist aktuell eine vergleichsweise hohe Verschuldung auf (EK-Quote ca. 17 Prozent).
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.
- Eine enge Verbindung von Portfoliogesellschaften und Projektentwicklern birgt die Gefahr von Interessenskonflikten.

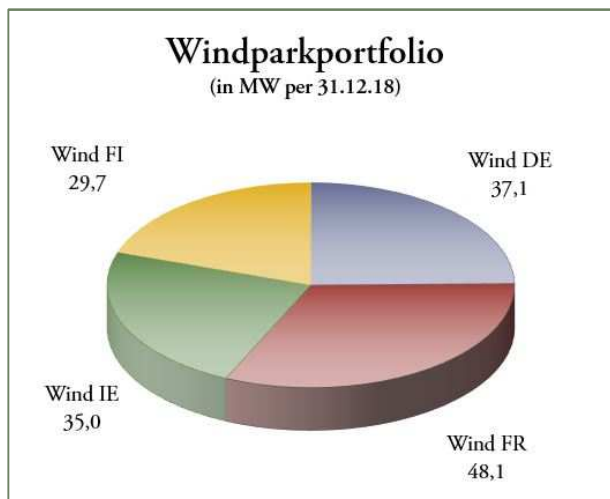
Risiken

- Wind- und Solarparks können die angestrebten Einnahmen verfehlen, wenn sich die Prognosen zur Produktion als zu optimistisch erweisen.
- Mehrere Jahre mit einem unterdurchschnittlichen Windaufkommen in Folge könnten ein Hinweis auf negative klimatische Veränderungen darstellen.
- Die Renditen neuer Projekte sind nachfragebedingt derzeit gering.
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, was insbesondere in turbulenten Börsenphasen schwierig sein könnte.
- Ein deutlich steigendes Zinsniveau könnte das Wachstum über Projektkäufe erschweren.
- Sonderabgaben können die Rendite von Bestandsprojekten schmälern.

Profil

Breit gestreutes Windparkportfolio

Der in Wiesbaden ansässige Windparkprojektentwickler ABO Wind hat die ABO Invest AG 2010 gegründet, um Privatanleger am Betrieb eines Onshore-Windparkportfolios zu beteiligen und die Stromproduktion aus einem Eigenbestand von Anlagen als zweites Standbein zu etablieren. Mit dem Erwerb der aus fünf Projektgesellschaften bestehenden Eurowind AG legte ABO Invest Ende 2010 den Grundstein für ein europaweit gestreutes Portfolio. Durch weitere Zukäufe ist der Bestand bis Ende letzten Jahres auf 66 Windenergieanlagen angewachsen, die sich auf Frankreich (24), Deutschland (19), Irland (14) und Finnland (9) verteilen und über eine kumulierte Kapazität von rund 150 MW verfügen. Darüber hinaus gehört eine Biogasanlage in Deutschland mit 0,8 MW zum Portfolio. Seit August 2011 wird ABO Invest im Freiverkehr der Börse Düsseldorf gehandelt, im letzten Jahr wurde zusätzlich der Handel an der Hamburger Börse aufgenommen.



Quelle: Unternehmen

Streuung dient der Risikoreduktion

Die jährlichen Erträge aus dem Portfolio schwanken in Abhängigkeit von der Windverfügbarkeit, die regional sehr unterschiedlich ausfallen kann. Die Streuung der Investitionen über verschiedene Regionen

und Länder sorgt daher für einen Diversifikationseffekt. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Windverfügbarkeit an verschiedenen Standorten ist die Jahresproduktion von ABO Invest unter durchschnittlichen Windverhältnissen inzwischen annähernd gleich verteilt auf die vier Länder, in denen das Unternehmen bislang aktiv ist (siehe Grafik). Dabei setzt die Gesellschaft auf Länder mit stabilen Rahmenbedingungen, in denen für einen großen Teil der Laufzeit der Anlagen garantierte Einspeisevergütungen gewährt werden.



Quelle: Unternehmen

Hohe Transparenz

Im Hinblick auf die operativen Daten des Portfolios bietet ABO Invest eine hohe Transparenz. Auf der Website des Unternehmens sind die Tages-, Monats- und Jahresproduktionswerte der einzelnen Windparks abrufbar, auch ein Abgleich mit den erwarteten Erträgen wird ausgewiesen. Die Produktionsdaten werden pauschal um Leitungsverluste bereinigt (ca. 3 Prozent im Durchschnitt) und entsprechen daher nur näherungsweise den tatsächlichen Resultaten. Eine Zusammenfassung der wichtigsten auf der Website veröffentlichten Daten bietet die Tabelle auf der nächsten Seite.

Große Windparks in allen vier Ländern

Mit einer installierten Leistung von 35 MW ist die größtenteils im Oktober 2011 in Betrieb genommene Windfarm Glenough in Irland (eine der Anlagen mit 2,5 MW läuft erst seit Januar 2013) das größte Einzelobjekt im Portfolio. Die Windanlagen auf der grünen Insel generierten im letzten Jahr vergütete Stromerträge von ca. 100,7 Mio. kWh, was rund 28 Prozent der aus den Portfolioanlagen insgesamt eingespeisten Produktion in Höhe von etwa 362 Mio. kWh entsprach (Daten laut Website mit pauschalen Leistungsverlusten). Die Nummer zwei im Portfolio ist ein Windpark in Finnland, der vor zwei Jahren durch den Bau von sieben neuen Anlagen um 23,1 MW auf 29,7 MW erweitert werden konnte und im letzten Jahr 81,7 Mio. kWh produziert hat. Dahinter folgen ein Windpark in Deutschland, bei dem ABO Invest zum 1. April 2018 den Anteil von 80 auf 100 Prozent aufstocken konnte, mit 16,8 MW (Jahresproduktion in 2018: 41,5 Mio. kWh, bis zum März nur anteilig), und einer in Frankreich mit 14 MW (Jahresproduktion 2018: 35,4 Mio. kWh).

Enge Zusammenarbeit mit ABO Wind

Alle Windparks im Portfolio wurden von ABO Wind erworben. Die ABO Wind AG ist bereits seit über 20 Jahren in der Windparkprojektentwicklung aktiv und verfügt über eine große Pipeline weiterer Projekte. ABO Invest steht es frei, Windparks auch von anderen Anbietern zu kaufen, aber die enge Zusammenarbeit mit ABO Wind bietet einige Vorteile, etwa einen frühzeitigen und kostengünstigen Zugang zu neuen Objekten. Dank der langjährigen Erfahrung mit diesem Modell sind beispielsweise die Kosten der Projektprüfung geringer als bei einem anderweitigen Erwerb am Markt. Zudem ermöglicht das der Gesellschaft sehr schlanke Strukturen. ABO Invest selbst hat seit Anfang 2016 zwei angestellte Mitarbeiter, die die beiden Vorstände unterstützen. Bei den letzteren handelt es sich um Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger, die ebenfalls zum Vorstand von ABO Wind gehören. Die Vergütung für das Personal ist in Relation zur Unternehmensgröße überschaubar, der entsprechende Aufwandsposten wird im laufenden Jahr im mittleren sechststelligen Bereich liegen. ABO Invest fungiert als Holding, die Beteiligungen an Projektge-

Windparks	Leistung in MW	Land	Produktion in Mio. kWh***				Änderung in %	Produktion seit
			2017	2018	Q1 2018	Q1 2019		
Glenough	35,0	IE	91,4	100,7	31,1	30,6	-1,6%	Okt 11
Cuq	12,0	FR	17,4	17,1	5,8	5,4	-7,2%	Dez 09
Couffe	10,0	FR	17,3	19,0	7,6	6,2	-19,0%	Jan 15
Souilly La Gargasse	8,0	FR	16,4	17,0	6,3	5,7	-9,0%	Okt 12
Escamps	4,1	FR	8,1	8,5	3,2	3,0	-3,8%	Feb 14
St. Nicolas d. Biefs	14,0	FR	34,3	35,4	12,0	9,7	-18,7%	Feb 15
Repperndorf	6,0	DE	11,0	9,6	3,8	3,7	-2,8%	2009
Losheim	4,5	DE	5,1	5,8	2,3	2,0	-12,0%	Jun 14*
Düngenheim	4,0	DE	7,1	6,1	2,3	2,7	16,4%	2009
Framersheim II	3,4	DE	7,0	6,1	2,3	2,6	13,3%	Sep 13
Broich	2,4	DE	4,2	4,0	1,4	1,7	19,4%	2007
Weilrod	16,8	DE	34,0	41,5	11,4	14,3	25,8%	Feb 15*
Wennerstorf****	5,0	DE	5,6	3,1****	1,9	0,0****	-100,0%	Jun 16*
Haapajärvi I+II	29,7	FI	18,6	81,7	23,2	27,7	19,3%	Jul15+Dez17*
Biogas: Samswegen	0,8	DE	5,2	6,3	1,5	1,5	0,0%	2010**
Summe	150,7****		282,9	361,9	116,1	116,7	0,5%	

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

** Anlage grundlegend überarbeitet

*** Produktion gemäß Website inklusive pauschalierter Leitungsverluste

**** Wennerstorf verkauft per Ende Mai 2018, nicht mehr in der Gesamtsumme der Portfolioleistung enthalten

Quelle: Unternehmen

sellschaften erwirbt. Der Betrieb der Windparks ist hingegen an ABO Wind outsourct. ABO Invest übt aber regelmäßig Einfluss auf die technische und kaufmännische Betriebsführung der Windparks aus und beeinflusst so auch deren Ergebnis.

Renditeziel als wichtiges Prüfkriterium

Für den Akquisitionsprozess formuliert ABO Invest ein Renditeziel für neue Objekte, welches jedoch in Abhängigkeit von den Marktbedingungen angepasst werden kann. Wurde zunächst eine Projektrendite von mindestens 7,5 Prozent p.a. auf das einzusetzende Eigenkapital (Internal Rate of Return, IRR) anvisiert, so hat das aktuelle Marktumfeld mit stark gesunkenen Renditen als Folge einer hohen Nachfrage (siehe Marktteil) eine Anpassung auf 5 Prozent erforderlich gemacht. Die prognostizierten Energieerträge werden dabei von zwei unabhängigen Gutachtern geschätzt, danach werden noch Sicherheitsabschläge von ca. 6 Prozent (für technische Verfügbarkeit, Leitungsverluste) vorgenommen. So wird der sogenannte P75-Wert ermittelt: Demzufolge wird der erwartete Energieertrag im langjährigen Durchschnitt mit einer Wahrscheinlichkeit von 75 Prozent erreicht oder übertroffen. Der Kauf von ABO-Wind-Projekten erfolgt immer zu Marktkonditionen, ABO Invest befindet sich dabei im Bieterwettbewerb mit anderen Interessenten.

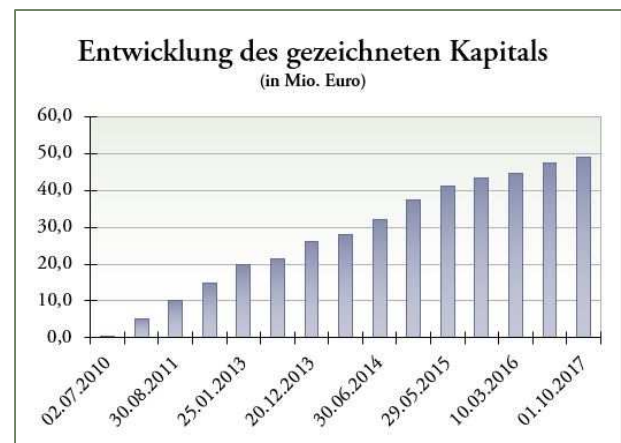
Investitionen jetzt auch in Solarparks

Die Hauptversammlung ist im letzten Jahr dem Vorschlag des Managements gefolgt, den Investitionsfokus auf Solarparks zu erweitern. Dieser Schritt bietet für das Unternehmen zahlreiche Vorteile. Zum einen wird die Abhängigkeit von der Ressource Wind reduziert, zum anderen unterscheidet sich das Produktionsprofil deutlich. Die stärkste Produktionsphase von Photovoltaikanlagen liegt im Sommer, während Windräder in der Regel von einer hohen Windverfügbarkeit vom Herbst bis in den Frühling profitieren. Durch eine Mischung beider Stromerzeugungsarten kann die Cashflow-Entwicklung des Portfolios im Jahresverlauf geglättet werden. Und nicht zuletzt liegen die Renditen von Solarparkinvestments in einigen europäischen Ländern auf einem für ABO Invest at-

traktiven Niveau und deutlich über denen von neuen Windparkengagements.

Griechenland im Fokus

Als ein attraktives Investitionsziel hat das Management Solarparks in Griechenland identifiziert, wo sich ABO Wind im Sommer 2018 in Ausschreibungen Zuschläge für mehrere Projekte mit einer Zielkapazität von 45 MW sichern konnte. Damit ist für eine Laufzeit von 20 Jahren eine Einspeisevergütung von knapp 6,3 Cent/kWh garantiert, was die Objekte auch für ABO Invest interessant macht (Quelle: pv magazine: „Griechenland: Niedrigster Zuschlag für Photovoltaik-Projekt bei 6,3 Cent pro Kilowattstunde“, 5. Juli 2018). Wie auch im Bereich Windkraft sollen Entwicklungsrisiken aber vermieden werden, so dass eine Investition nur in fertiggestellte Solarparks in Frage kommt. Eine erste Transaktion könnte noch in diesem Jahr stattfinden.



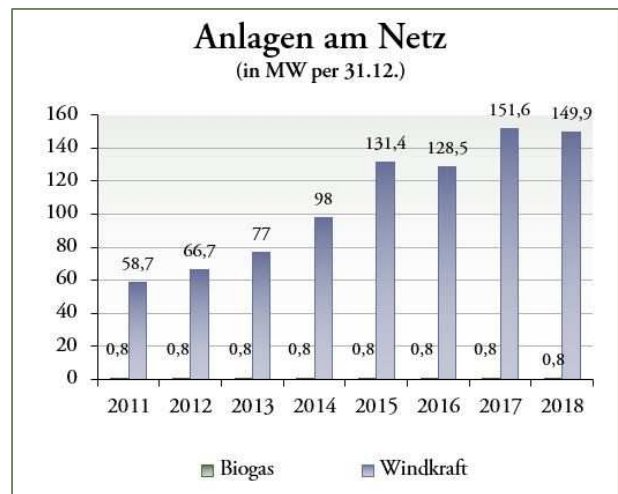
Quelle: Unternehmen

Wachstum mit Kapitalerhöhungen

Die Finanzierung von Zukäufen erfolgt zum Teil aus den Cashflows, die mit dem Betrieb des Portfolios generiert werden. Zudem wird auf einen branchenüblichen Anteil von Fremdkapital zurückgegriffen, der sich in der Regel auf 75 bis 80 Prozent des Investitionsvolumens beläuft. Der dynamische Ausbau des Portfolios in der Vergangenheit (siehe Grafik am Absatzende) wurde aber auch immer wieder mit der Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals flankiert. Nachdem das gezeichnete Kapital der Gesellschaft noch vor fünf Jahren bei 26 Mio. Euro (31.12.2013) gelegen hat,

fürte die bislang letzte Platzierung im Herbst 2017 um nominal 1,5 Mio. Euro (und brutto 2,5 Mio. Euro) zu einem Anstieg auf 49 Mio. Euro per Ende 2018. Zum Halbjahresabschluss 2018 verfügte ABO Invest über eine komfortable Liquidität, mit der das Eigenkapital für den Kauf erster Solarparks in Griechenland zumindest teilweise finanziert werden könnte. Gegebenenfalls könnte aber auch schon im Jahresverlauf eine weitere Aktienplatzierung durchgeführt werden. Eine Schlüsselrolle spielt dabei ebenfalls ABO Wind: Das Unternehmen zeichnet üblicherweise die jungen Aktien und platziert diese im Anschluss weiter. Infolgedessen schwankt der Anteil des Projektentwicklers an ABO Invest im Zeitablauf und kann sich temporär deutlich erhöhen. Im Januar dieses Jahres lag er bei etwa 5 Prozent. Damit ist der Windparkentwickler der größte Einzelaktionär, die übrigen Anteile befinden sich im Streubesitz. Als zusätzlicher Schutz für Kleinaktionäre wurde der

Stimmrechtsanteil eines einzelnen Aktionärs via Satzung auf 10 Prozent begrenzt.



Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Zubau erneut rückläufig

Die Windkraftkapazitäten werden weltweit weiter ausgebaut, doch das Ausbautempo war in 2018 zum dritten Mal in Folge rückläufig. In Relation zum Vorjahr ging die neu installierte Leistung um 3,6 Prozent auf 51,3 GW zurück, wovon etwas mehr als 91 Prozent auf den Onshore-Bereich und knapp 9 Prozent auf das Offshore-Segment entfielen. Der mit Abstand größte Markt war erneut China mit einem leicht gesteigerten Zubau von 21,1 GW, und auch in den USA als weltweiter Nummer zwei erhöhte sich die neu installierte Kapazität moderat auf 7,6 GW (Quelle: GWEC).

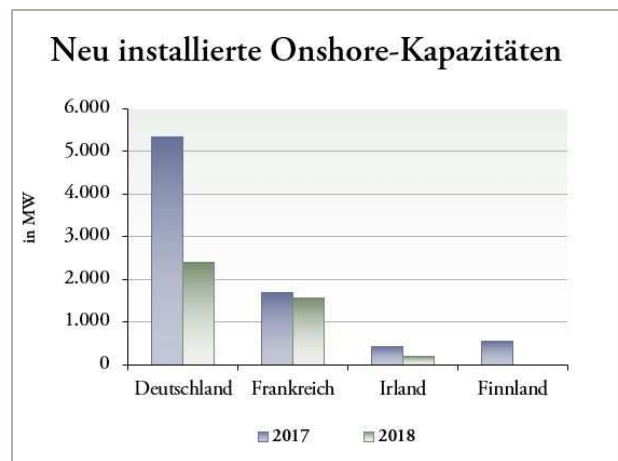


Quelle: GWEC

Deutschland: Niedrigster Wert seit 2008

Hauptverantwortlich für den Rückgang beim globalen Zubau war Europa, wo sich die neu installierten Kapazitäten von 17,1 auf 11,7 GW reduzierten. Auf das Onshore-Segment entfielen davon 9 GW, was einer starken Kontraktion um 35 Prozent entspricht. Und hier wiederum war Deutschland mit einem Einbruch des Onshore-Ausbaus von 5,3 auf 2,4 GW, und somit auf den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2008, ein maßgeblicher Faktor. Darin spiegelt sich der 2017 vollzogene Wechsel auf ein Ausschreibungssystem in Verbindung mit einer Deckelung des jährlichen Volumens auf 2,8 GW wider. Darüber hinaus durften an den ersten Auktionsrunden auch Bürgerwindparks

teilnehmen, die noch keine Genehmigung nach dem Bundes-Immissionsschutzgesetz (BImSchG) hatten und denen auch deswegen eine längere Realisierungsfrist (54 Monate statt ansonsten 30 Monate) eingeräumt wurde. Da mehr als 90 Prozent der Zuschläge anfangs auf diese Bürgerwindparks entfallen sind, dürfte das einen stark bremsenden Effekt bewirkt haben.



Quelle: Unternehmen

Kernmärkte wenig dynamisch

Aber auch in anderen Märkten Europas, in denen ABO Invest bereits aktiv ist, war die Entwicklung rückläufig. Trotz der politischen Versuche, den Ausbauprozess zu beschleunigen, hat sich das Volumen der neu installierten Kapazitäten in Frankreich von 1,69 auf 1,57 MW reduziert. Als Begründung wird die sehr lange Dauer der Genehmigungsprozesse angeführt, die in einigen Landesteilen sogar ausgesetzt sind. Zudem behindern die umfassenden Klagemöglichkeiten und die langen Klärungsprozesse den Windkraftausbau in Frankreich. Sogar mehr als halbiert hat sich der ohnehin geringe Zubau in Irland, während in Finnland 2018 überhaupt keine neuen Windkraftanlagen in Betrieb genommen wurden (Datenquelle: WindEurope).

Belegung wahrscheinlich

Allerdings zeichnet sich ab, dass das Jahr 2019 in Europa wieder besser laufen dürfte. Denn die finalen Investitionsentscheidungen (FIDs) für neue Kapazitäten sind im letzten Jahr stark gestiegen, von 11,5 auf 16,7 GW. Davon entfielen 12,5 GW auf den Onshore-Bereich, nach 9 GW noch im Vorjahr. In Deutschland gibt es allerdings noch Probleme, den Ausbau wie gewünscht wieder zu beschleunigen. Im Jahresverlauf 2018 haben sich die Genehmigungsprozesse verlangsamt, da die Behörden wegen massiver Klageaktivitäten einzelne Vorhaben intensiver prüfen. In den letzten beiden Ausschreibungsrunden lag die kumulierte Kapazität der teilnehmenden Projekte daher deutlich unter dem ausgeschriebenen Volumen. Die von der Bundesregierung initiierte Arbeitsgruppe Akzeptanz/Energiewende beschäftigt sich mit der Frage, wie der Ausbau im Einklang mit anderen Interessengruppen erfolgen kann und könnte in Kürze erste Ergebnisse vorlegen. Zugleich wurde mit dem Energiesammelgesetz Ende 2018 das Ausschreibungsvolumen für Onshore-Windenergie um 4 GW, verteilt auf die Jahre 2019 bis 2021, aufgestockt. Damit steigt das Jahresvolumen nun von 3,8 GW in dieser Periode bis auf 4,5 GW zum Ende des Zeitraums – wobei sich aktuell, wie beschrieben, eher die Frage stellt, ob genügend Projekte vorhanden sind, die auch zu den Übertragungsnetzkapazitäten passen.

Repowering-Potenzial

Gerade in Deutschland ist der Bedarf für neue Kapazitäten relativ hoch. Denn in naher Zukunft erreichen viele Anlagen das Ende des EEG-Förderzeitraums. Nach Berechnungen des Bundesverbands Windenergie sind das allein rund 4 GW zum Jahreswechsel 2020/21 und weitere 12 GW in den fünf Folgejahren (jeweils 2,3 bis 2,4 GW p.a.). Diese müssen im Rahmen des Repowering adäquat ersetzt werden, um den Ausbaupfad nicht zu gefährden. Allerdings sind viele Standorte wegen gestiegener Ansprüche (Artenschutz, Abstand zur Bebauung) nicht mehr für einen Weiterbetrieb geeignet und dürften ersatzlos zurückgebaut werden. Um aussichtsreiche Objekte gibt es daher einen intensiven Wettbewerb unter den Projektentwicklern.

Niedriges Renditeniveau

Das hat dazu geführt, dass auch die Renditen, die mit dem Erwerb, dem Weiterbetrieb und dem anschließenden Repowering von Bestandsobjekten erzielbar sind, unter Druck stehen. Generell ist die Kapitalverzinsung im Sektor inzwischen auf einem sehr niedrigen Niveau angekommen. Nach Auskunft von ABO Invest liegt die erzielbare Rendite mit neuen Windparks in Deutschland inzwischen nur noch bei 3 bis 4 Prozent. Etwas höher fällt sie noch in Frankreich aus (bis zu 6 Prozent), aber mit abnehmender Tendenz. In einer ähnlichen Region bewegt sich Irland. Da viele Akteure die künftigen Erlöse aus Windparkinvestments inzwischen recht optimistisch kalkulieren – wobei neben der Anlagenlaufzeit vor allem die Annahmen zur künftigen Strompreisentwicklung eine gewichtige Rolle spielen – fällt einer Gesellschaft wie ABO Invest, die konservativ kalkuliert, der Zukauf neuer Objekte schwer.

Neuer Aufschwung in Griechenland

Daher hat das Unternehmen den Investitionsfokus auf Photovoltaikanlagen erweitert. Als erster vielversprechender Markt wurde Griechenland identifiziert. Mit im Schnitt 300 Sonnentagen pro Jahr weist das Land ein sehr hohes Potenzial für die Solarindustrie auf. Eine attraktive Förderung hat schon einmal, von 2010 bis 2013, zu einem Ausbauboom geführt. Der damit verbundene starke Anstieg der Ausgaben hat den Staat nach dem Ausbruch der Verschuldungskrise jedoch zu stark belastet, weswegen die Förderung wieder gekürzt wurde, was den Zubau ab 2014 nahezu zum Erliegen brachte. Mit dem ersten Solartender im Dezember 2016, in dessen Rahmen Zuschläge für Projekte mit einem Volumen von 40 MW zu Preisen von 79,97 bis 104 Euro pro MWh erteilt wurden, wurde eine Wiederbelebung des Sektors eingeleitet. Infolgedessen hat der Zubau im letzten Jahr von 12,9 auf 41 MW stark zugelegt (Quelle: Hellenic Association of Photovoltaic Companies).

Aussichtsreiche Wachstumsperspektiven

Die Regierung treibt den weiteren Ausbau mit neuen Ausschreibungen voran. Im letzten Jahr wurden in

zwei TENDERN insgesamt 115 MW für kleine PV-Projekte von 0,5 bis 1 MW und knapp 140 MW für große Projekte von 1 bis 20 MW vergeben. In der für ABO Invest interessanten Kategorie der größeren Objekte lag der Preis in der ersten Runde zwischen 62,97 und 71 Euro pro MWh (am unteren Ende hatte ABO Wind den Zuschlag für 45 MW erhalten) und in der zweiten Runde bei durchschnittlich 63 Euro pro MWh (Quelle: pv magazine: „Griechenland: Niedrigster Zuschlag für Photovoltaik-Projekt bei 6,3 Cent pro Kilowattstunde“, 5. Juli 2018). Im Nachgang wurden aber erfolgreiche Projekte im Umfang von 86 MW vom Regulierer wegen Manipulationsversuchen in der Auktion gestrichen. Mitte April folgt nun eine gemeinsame Wind-Solar-Ausschreibung mit einem Volumen von 600 MW. Insgesamt ist eine weitere starke Beschleunigung des Ausbaus absehbar. Die Hellenic Association of Photovoltaic Companies tarxiert den PV-Zubau auf 100 MW in diesem Jahr und 300 MW in 2020.

Kein einfacher Markt

Projekte in Griechenland haben immer noch überdurchschnittliche Risikoaufschläge, so dass ABO Invest auch davon ausgeht, eine Rendite von mindestens 7 Prozent (IRR) erzielen zu können. Das dürfte zum einen auf die Historie zurückzuführen sein, da das Land auf die massiven Ausgaben für den Ausbauboom mit einer Sonderabgabe reagiert hatte. Außerdem ist die angespannte Finanzierungssituation des Landes mit einer hohen Verschuldung in Relation zum BIP ein makroökonomischer Risikofaktor. Auch ansonsten ist der Markt nicht einfach, insbesondere in der Projektentwicklung. So dauert es in der Regel sehr lang, bis eine Lizenz für die Stromerzeugung oder die Netzanschlusszusage erteilt ist. Auch ein fehlendes Katasterwesen ist in einigen Regionen ein Problem. ABO Invest vermeidet allerdings diese Entwicklungsrisiken, indem nur in fertiggestellte Projekte investiert wird.

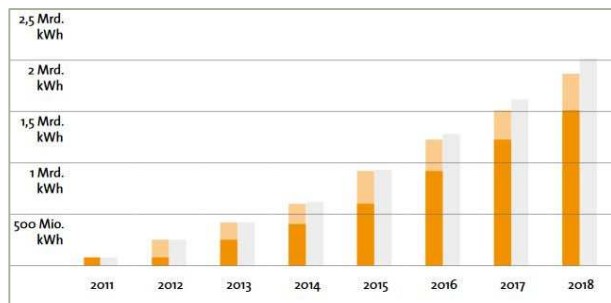


Ab 2019: Schätzungen; Quelle: HELAPCO

Zahlen

Zwei zentrale Faktoren

Die Erlöse und Erträge von ABO Invest werden durch zwei zentrale Determinanten bestimmt. Zum einen handelt es sich um das Produktionspotenzial des Anlagenbestands. Durch den kontinuierlichen Ausbau des Windparkportfolios hat sich die installierte Leistung in den letzten Jahren stark erhöht, zwischen 2013 und 2018 betrug das durchschnittliche Wachstum rund 14 Prozent auf zuletzt knapp 150 MW (ohne Biogas). Zum anderen wird der konkrete Stromertrag – neben der technischen Verfügbarkeit, die aber in der Regel relativ hoch ausfällt – maßgeblich von dem tatsächlich anfallenden Windvolumen determiniert. Das Unternehmen gibt für jedes Jahr den Normwert für die Produktion des Portfolios bekannt, der auf der gemessenen oder geschätzten durchschnittlichen Windverfügbarkeit an den einzelnen Standorten basiert.

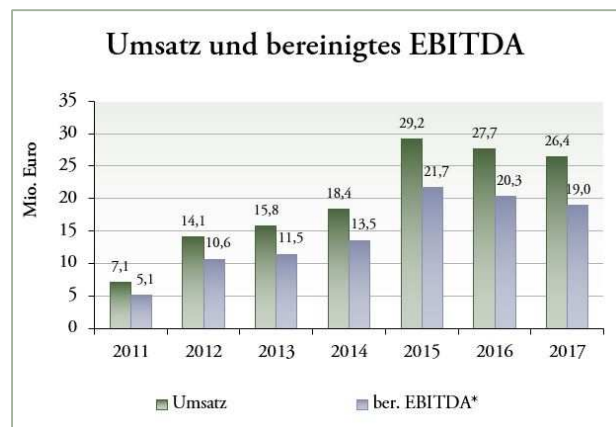


Kumulierte Produktion Soll-ist; hellorange: Produktion des Jahres; dunkelorange: kumulierte Produktion der Vorjahre; grau: Planwert; Quelle: Unternehmen

Windmangel beeinträchtigt Produktion

In den letzten drei Jahren ist das verfügbare Windvolumen deutlich von den historischen Mittelwerten nach unten abgewichen, wodurch die Normwerte jeweils signifikant verfehlt wurden. Aus der Graphik ist ablesbar, dass der Output des Portfolios zuvor (bis 2015) die Erwartungen in etwa erfüllt hatte. Wichtig ist aber, dass die Produktion des Windparkportfolios, bereinigt um Sonderfaktoren wie zum Beispiel netzbedingte Ausfallzeiten, auch von 2016 bis 2018 in

etwa dem Wert entsprochen hat, der sich auch aus den regionalen Windindizes errechnen lässt. Nach Aussage des Managements beträgt die Abweichung nur etwa 2 Prozent. Mit anderen Worten: Der Output lässt sich nahezu vollständig durch die unterdurchschnittliche regionale Windverfügbarkeit erklären und resultiert nicht aus einer individuellen Underperformance der eigenen Windparks. Das Unternehmen sieht das als Bestätigung, dass das Portfolio unter durchschnittlichen Bedingungen in der Langfristbetrachtung auch die erwarteten Erträge, d.h. die Normwerte, zumindest annähernd liefern wird. Zudem interpretieren Meteorologen nach Aussage des Managements auch die relativ lange Schwächephase der Windverfügbarkeit noch nicht als klimatische Verschiebung des Durchschnittsniveaus; stattdessen deuten die Modelle größere Ausschläge über längere Zeiträume an.



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

Kennzahlen drei Jahre rückläufig

Die Windflaute der letzten Jahre hat dazu geführt, dass der Wachstumstrend der wichtigsten Kennzahlen unterbrochen wurde. So hat sich die Produktion von 318 Mio. kWh noch in 2015 über 303 Mio. kWh in 2016 auf 295 Mio. kWh im vorletzten Jahr reduziert. In diesem Zeitraum sind die Erlöse, die in den fünf

Jahren zuvor um durchschnittliche 42 Prozent zugelegt hatten, von 29,2 auf 26,4 Mio. Euro in 2017 zurückgegangen. Da das Unternehmen aufgrund ohnehin sehr schlanker Strukturen und langfristiger vertraglicher Bindungen (etwa in der Wartung von Windkraftanlagen) kostenseitig kaum gegensteuern kann, hat sich diese Entwicklung in ähnlicher Form in dem um sonstige betriebliche Erträge aus Einmal-effekten bereinigten EBITDA niedergeschlagen, das sich währenddessen von 21,7 auf 19 Mio. Euro reduziert hat (siehe Graphik).

Geschäftszahlen	HJ17	HJ18	Änderung
Umsatz	13,23	16,79	+26,9%
EBITDA	9,60	12,9	+34,5%
EBIT	1,66	3,36	+103,3%
EBT	-1,36	0,15	-
JÜ (n. Anteilen Dritt.)	-1,73	-0,75	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Trendwende in 2018

Obwohl die Windverfügbarkeit auch 2018 deutlich unter den Durchschnittswerten gelegen hat, ist dem Unternehmen die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelungen. Hauptverantwortlich dafür war die Erweiterung des finnischen Windparks Haapajärvi um 23,1 MW per Dezember 2017. Das hat sich schon in den Halbjahreszahlen deutlich positiv niedergeschlagen. Umsatz und EBITDA erhöhten sich um 26,9 Prozent (auf 16,8 Mio. Euro) bzw. 34,5 Prozent (auf 12,9 Mio. Euro), während das Vorsteuerergebnis von -1,4 auf 0,2 Mio. Euro in positives Terrain drehte. Für das Gesamtjahr 2018 stehen die Geschäftszahlen zwar noch aus, die Produktionsdaten sind auf der Website aber verfügbar. Denen zufolge hat sich der Output (inkl. pauschalierter Leitungsverluste) um 28 Prozent auf rund 362 Mio. kWh erhöht, lag damit aber um rund 10 Prozent unter dem Normwert.

Erstmals positives Vorsteuerergebnis

Bereits Anfang Dezember hatte das Unternehmen angekündigt, dass das Vorsteuerergebnis im Jahr 2018 erstmals in der Unternehmenshistorie positiv ausfallen dürfte. In der Aufbauphase eines Windparkportfolios belasten zunächst hohe Abschreibungen und Zinszahlungen die GuV. Mit fortschreitender Tilgung steigt dann die Profitabilität. Darüber hinaus hat ABO Invest im letzten Jahr aber auch siebenstellige Sondererträge aus dem Verkauf des Windparks Wennerstorf vereinnahmen können, der an ABO Wind zum Repowering verkauft worden ist.

Solides erstes Quartal

Für das erste Quartal 2019 liegen auf der Website ebenfalls bereits die Produktionsdaten vor. Insgesamt wurde der Output binnen Jahresfrist um 0,5 Prozent auf 116,7 Mio. kWh (inklusive pauschalierter Leitungsverluste) gesteigert. Während es an den deutschen Standorten zumeist deutliche Zuwächse gab, lagen die Resultate in Frankreich durchweg unter den starken Vorjahreswerten. Zwei Sonderfaktoren sind im Vorjahresvergleich zu beachten: Der veräußerte Windpark Wennerstorf hatte im Vorjahr noch einen Betrag von 1,9 Mio. kWh geleistet, während die zwischenzeitlich vollzogene Aufstockung am Windpark Weilrod rein rechnerisch einen positiven Effekt von +3 Mio. kWh hatte. Aussagekräftiger ist der Vergleich mit der Normproduktion unter durchschnittlichen Windbedingungen. In den ersten drei Monaten haben fünf Windparks diesen Prognosewert übertroffen, vier lagen inline und vier darunter, wobei ein Teil der Einbußen auf die Effekte mitunter relativ strenger winterlicher Bedingungen an den Standorten zurückzuführen sein könnten. Da große Objekte wie Saint Nicolas des Biefs, Weilrod und Haapajärvi nach unten abgewichen sind wurde die Normproduktion im ersten Quartal um ca. 3 bis 4 Prozent verfehlt.

Equity-Story

Breit diversifiziertes Portfolio

ABO Invest verfolgt ein Geschäftsmodell, das eine hohe Verlässlichkeit und eine gute Visibilität der künftigen Rückflüsse bietet. Das Unternehmen investiert in Windparks an Standorten, an denen das Regulierungsumfeld kalkulierbare Stromvergütungen für einen Großteil der Lebensdauer der Investition garantiert. Der größte Risikofaktor bleibt vor diesem Hintergrund, dass die einzelnen Objekte die – konservativ kalkulierten – Erträge nicht erreichen. In den letzten Jahren war die Windverfügbarkeit europaweit deutlich unterdurchschnittlich, so dass das Portfolio die Planwerte spürbar verfehlt hat. Meteorologen interpretieren die jüngste Phase aber lediglich als Beleg für größere Ausschläge der Windverfügbarkeit und sehen noch keinen Nachweis für ein dauerhaft geringeres Windniveau. Da die Output-Entwicklung der Windparks von ABO Invest durch die regionalen Windindizes gut erklärt werden kann, rechnet das Management nach wie vor damit, dass die prognostizierten Erträge über die gesamte Laufzeit in etwa erreicht werden. Die Verteilung auf zahlreiche Standorte in verschiedenen Ländern sorgt dafür, dass das Risiko regionaler Abweichungen gut diversifiziert wird.

Cashflow-starkes Geschäftsmodell

Die letzten drei Jahre haben damit zugleich aber auch gezeigt, wie stabil das Geschäftsmodell von ABO Invest ist. Zwar hat die schwache Windverfügbarkeit dafür gesorgt, dass sich der Break-even beim Vorsteuerergebnis verschoben hat – und auch 2018 dürfte dieser nur dank eines Sonderertrags erreicht werden. Aber trotzdem erwirtschaftet das Unternehmen hohe freie Cashflows. In den Finanzperioden 2016 und 2017 wurde als Saldo aus der laufenden Geschäftstätigkeit und den Investitionen ein Zahlungsüberschuss von 23,6 bzw. 12,6 Mio. Euro erwirtschaftet, und auch im ersten Halbjahr 2018 betrug dieser 11,8 Mio. Euro.

Freie Cashflows steigen im Zeitablauf

In den ersten Betriebsjahren eines Windparks sind die Ertragszahlen noch durch hohe Zinszahlungen und Abschreibungen belastet. Mit fortschreitender Tilgung und der damit einhergehenden sinkenden Zinsbelastung verbessert sich der freie Cashflow kontinuierlich, ebenso wie das Ergebnis. Der Ergebniseffekt könnte zum Ende der Laufzeit sogar besonders stark ausfallen. Denn ABO Invest schreibt die Windparks im Rahmen eines gesetzlichen Wahlrechts konservativ über 16 Jahre ab, obwohl teilweise garantierte Einspeisevergütungen für 20 Jahre vorliegen. In Abhängigkeit von der Entwicklung der Strompreise kann auch ein Betrieb nach Ablauf dieser Frist rentabel sein, was die Chance auf nicht einkalkulierte Zusatzerträge bietet.

Starke Jahre mit hohem Hebel

In den letzten Jahren hat ABO Invest unter Beweis gestellt, dass auch unter schwachen Windbedingungen hohe freie Cashflows erzielt werden. Dabei wurde das aus der Historie abgeleitete durchschnittliche Produktionspotenzial deutlich unterschritten. Rein statistisch betrachtet sollte sich, wenn die Meteorologen mit ihrer Einschätzung nicht falsch liegen und sich das Durchschnittsniveau nicht tatsächlich verschiebt, in naher Zukunft auch mal wieder ein starkes Windjahr einstellen. Da die Kostenbasis von ABO Invest zu einem großen Teil fix ist, würden die damit verbundenen Mehreinnahmen einen hohen Hebeleffekt auf das Ergebnis ausüben.

Neues Wachstumsfeld

Die Forcierung des weiteren Wachstums über Investitionen in neue Windparks ist aktuell schwer umzusetzen, da die Renditen in den Zielmärkten von ABO Invest teilweise unter das angestrebte Mindestniveau gefallen sind. Das liegt auch daran, dass die Gesellschaft relativ konservativ kalkuliert, wovon aber nicht abgewichen werden soll. Stattdessen sieht sich das Management nach besseren Opportunitäten um. Als potenzielle zweite Säule des Portfolios wurden Inves-

titionen in Solarparks identifiziert. Auf dem griechischen Markt sind derzeit, insbesondere auch wegen der turbulenten Vergangenheit, höhere Renditen erzielbar. Dabei hat sich die Regierung inzwischen klar zu einem Ausbau des Sektors bekannt und diesen mit mehreren Ausschreibungen auch forciert. Insofern bietet sich hier aktuell möglicherweise ein „window of opportunity“, obwohl die erhöhten Risikoaufschläge für den Markt wegen der schwierigen Schulden-situation des Landes sicherlich zum Teil auch gerechtfertigt erscheinen.

Wachstum mit starkem Partner

Auch beim Einstieg in den Photovoltaikmarkt möchte ABO Invest Entwicklungsrisiken vermeiden und nur in fertige Projekte investieren. Dass diese Möglichkeit besteht, liegt an der engen Zusammenarbeit mit ABO Wind. Der Projektentwickler hatte seine Aktivitäten in Griechenland bereits 2017 gestartet und arbeitet nun an der Realisierung der ersten griechischen Solarparks. Zwar muss sich ABO Invest im Bieterwettbewerb um die Objekte durchsetzen, aber die langjährige Zu-

sammenarbeit sorgt für reibungslos Abläufe und niedrigere Kosten in der Due Diligence.

Portfoliowert steigt

Gelingt ABO Invest im laufenden Jahr der Einstieg in den Photovoltaikmarkt, wäre ein weiterer wichtiger Schritt zur Diversifikation des Portfolios erreicht. Denn damit würde nicht nur die Abhängigkeit von der Ressource Wind gemindert, sondern auch der Cashflow im Jahresverlauf geglättet, da sich die starken Produktionsphasen von Wind- und Solarparks saisonal unterscheiden. Sowohl das Wachstum des Portfolios als auch die Streuung über verschiedene Erzeugungsarten übt eine positive Wirkung auf den Wert des Portfolios aus. Dank des positiven Diversifikationseffekts und des damit reduzierten Risikos sinkt die am Markt geforderte Verzinsung, was vice versa den Wert des Portfolios je installiertem Megawatt erhöht. Dabei spielt auch die Möglichkeit zur Erzielung von Skaleneffekten durch eine Verteilung der weitgehend fixen Strukturkosten auf ein größeres Produktionsvolumen eine Rolle.

DCF-Bewertung

Positives Vorsteuerergebnis in 2018

Im Rahmen unseres Comments im Januar hatten wir unsere Schätzungen unter Berücksichtigung der Produktionsdaten für 2018 bereits aktualisiert. Diese Werte haben wir nun unverändert gelassen. Demzufolge rechnen wir dank des um 28 Prozent auf rund 362 Mio. kWh gestiegenen Outputs mit einem Umsatzwachstum von 20,4 Prozent auf 31,8 Mio. Euro. Der unterproportionale Anstieg der Erlöse resultiert daraus, dass das Wachstum zu einem größeren Teil mit neuen Windparks (insb. Finnland) mit einer leicht unterdurchschnittlichen Einspeisevergütung (in Relation zum Portfolio) erwirtschaftet wurde. Für das EBITDA und das EBIT erwarten wir Werte in Höhe von 25,4 (+34,3 Prozent) und 6,5 Mio. Euro (+100 Prozent), während das Vorsteuerergebnis dank der Sondererträge aus dem Verkauf des Windparks Wennerstorf mit 0,1 Mio. Euro (Vorjahr: -2,7 Mio. Euro) erstmals positiv ausfallen sollte.

Konservative Bestandskalkulation

Aus dem Bestand heraus besteht nach dem Verkauf von Wennerstorf unter durchschnittlichen Windbedingungen aktuell ein Produktionspotenzial von rund 404 Mio. kWh, wobei in dieser Zahl der Output der Biogasanlage (ca. 6,2 Mio. kWh) miteingerechnet ist. Aufgrund der Erfahrungen der letzten Jahre kalkulieren wir in unserem Modell im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise seit dem letzten Oktober damit, dass die Jahresproduktion im Durchschnitt um 6 Prozent unter dem Normoutput liegt (zuvor: -3 Prozent). Da es künftig auch wieder vereinzelt überdurchschnittliche Windjahre geben dürfte, sehen wir die Risiken – auch einer möglichen, klimabedingten strukturellen Verschlechterung der Windverhältnisse – damit angemessen berücksichtigt. Für die laufende Finanzperiode leitet sich aus dieser Annahme ein Umsatz aus dem Bestand von 33,3 Mio. Euro ab. In den ersten drei Monaten von 2019 lag die Produktion um 3 bis 4 Prozent unter der Prognose, damit besteht für das laufende Jahr bereits ein kleiner Puffer.

Keine Zukäufe von älteren Windparks

Bislang hatten wir unterstellt, dass die Gesellschaft in jedem Jahr (bis 2022) einen älteren Bestandwindpark kauft und diesen zunächst weiterbetreibt, um diesen dann an ABO Invest für ein Repowering zu veräußern. Dieses Modell hat mit Wennerstorf gut funktioniert. Allerdings verweist das Management darauf, dass der Wettbewerb um Bestandsobjekte, die diese Option bieten, noch einmal zugenommen hat. Ob ABO Invest vor dem Hintergrund einer vergleichsweise konservativen Kalkulation in diesem Bereich weitere Zukäufe gelingen, ist offen. Wir haben den Wachstumsbeitrag aus diesem Bereich zunächst aus dem Modell gestrichen.

Investitionen in Griechenland

Stattdessen haben wir den Zukauf von Photovoltaikanlagen in Griechenland neu aufgenommen, da wir inzwischen eine hohe Realisierungschance sehen. Wir gehen davon aus, dass ABO Invest versuchen wird, die Projekte von ABO Wind mit einer Kapazität von 45 MW zu erwerben. Wir rechnen daher hypothetisch mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von 42,5 Mio. Euro und einem Eigenkapitalanteil von rund 10 Mio. Euro. Weitere Akquisitionen, die nach einem erfolgreichen Start sicherlich zu erwarten wären, haben wir vorerst nicht angesetzt.

Kalkulation der ersten Projekte

Wir gehen davon aus, dass ABO Invest zur Umsetzung des Markteintritts zunächst ein kleineres Projekt erwirbt. Dieses erfassen wir im laufenden Jahr ab dem vierten Quartal und setzen pauschal einen Umsatzbeitrag von rund 0,1 Mio. Euro an. Weitere große Investitionen unterstellen wird dann der Einfachheit halber zum Jahreswechsel 2019/20. Der von uns kalkulierte Jahreserlös von Solarparks mit 45 MW liegt bei 4,25 Mio. Euro (Spezifischer Ertrag 1.500 kWh/kWp, Vergütung 6,297 Eurocent pro kWh). Die Abschreibung der Anlagen setzen wir auf 20 Jahre an, und die

Betriebskosten taxieren wir auf rund 7 Euro pro kWp und Jahr.

Aktualisierte Schätzung für 2019...

Im laufenden Jahr wird sich der Kauf des ersten Solarparks nur geringfügig im Umsatz und Ergebnis niederschlagen. Wir rechnen nun zusammen mit dem Erlösen aus dem Portfoliobestand mit Einnahmen in Höhe von 33,4 Mio. Euro (+5,1 Prozent), aus denen ein EBITDA von 24,7 Mio. Euro (-2,9 Prozent) und ein EBIT von 5,6 Mio. Euro (-14,8 Prozent) erwirtschaftet wird. Der Rückgang zum Vorjahr basiert auf den Einmalerträgen aus dem Verkauf und dem Repowering von Wennerstorf in 2018. In unserer Kalkulation bleibt das EBT mit -0,2 Mio. Euro noch negativ, was darauf zurückzuführen ist, dass wir die Portfolioerträge 6 Prozent unter den Normwerten ansetzen. Unter durchschnittlichen Bedingungen würde der Vorsteuergewinn im laufenden Jahr klar positiv ausfallen.

...und die Folgejahre

Doch selbst unter dieser Prämisse dreht das EBT in 2020 mit 0,9 Mio. Euro ins Plus, während das

EBITDA und das EBIT auf 28,3 bzw. 7,2 Mio. Euro steigen. Das deutliche Ertragswachstum resultiert auch aus den Investitionen in die Solarparks, die den Umsatz auf 37,4 Mio. Euro ansteigen lassen. Gleichzeitig sorgen die Solarparks aber auch für erhöhte Abschreibungen. Im Anschluss haben wir keine weiteren Zukäufe unterstellt und damit lediglich Einnahmen aus dem Bestandsportfolio angesetzt, die im Zeitablauf sukzessive abnehmen, wenn einzelne Anlagen das Ende der Betriebszeit erreicht haben. Unter dieser Prämisse ist auch keine weitere Kapitalmaßnahme notwendig, so dass wir jetzt mit der aktuellen Aktienzahl von 49 Mio. Stück rechnen.

Terminal Value

Ein Repowering und Weiterbetrieb einzelner Wind- und Solarparks haben wir erst mit dem Terminal Value berücksichtigt, den wir unverändert aus einem Umsatzsockel von 20 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 10 Prozent ermitteln. Wegen der hohen Diskontierung (nach dem Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2032, wenn die meisten Anlagen das Laufzeitende voraussichtlich erreicht haben) hat dieser aber nur ein untergeordnetes Gewicht im Mo-

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	33,4	37,4	37,5	37,6	37,7	37,5	37,1	37,2
Umsatzwachstum		11,9%	0,3%	0,3%	0,3%	-0,5%	-1,1%	0,3%
EBIT-Marge	16,6%	19,3%	20,0%	21,0%	21,1%	20,6%	20,7%	20,8%
EBIT	5,5	7,2	7,5	7,9	7,9	7,7	7,7	7,7
Steuersatz	0,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,7	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
NOPAT	5,5	6,5	6,4	6,7	6,8	6,6	6,5	6,6
+ Abschreibungen & Amortisation	19,1	21,1	20,9	20,5	20,5	20,5	20,2	20,2
+ 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	24,9	27,8	27,4	27,4	27,5	27,3	27,0	27,0
- Zunahme Net Working Capital	1,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
- Investitionen AV	-7,0	-35,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	19,1	-7,9	27,3	27,3	27,6	27,4	27,1	27,2

SMC-Schätzmodell

dell. Die Kerndaten der ersten acht Jahre des Modells finden sich auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung sind zudem im Anhang abgebildet.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Das Beta taxieren wir angesichts der relativ stabilen Cashflows in Relation zum Marktportfolio auf lediglich 0,75. Bei einer Zielkapitalstruktur mit 80 Prozent Fremdkapital resultiert daraus ein WACC-Satz von 3,9 Prozent.

Kursziel 2,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 3,9 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals von 98 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 2,00

Euro, was wir als neues Kursziel ansetzen (bislang 1,90 Euro). Der leichte Anstieg gegenüber unserer bisherigen Taxe ist vor allem den neu berücksichtigten rentablen Investitionen in Griechenland geschuldet. Anhand unseres DCF-Modells sehen wir demnach für die ABO Invest-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von rund 23 Prozent.

Niedriges Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Das Geschäft von ABO Invest ist außerordentlich transparent und gut planbar. Nach den ersten beiden Betriebsjahren sind die künftigen Erträge von Windparks in der Regel gut abschätzbar. Für Volatilität in den einzelnen Jahren sorgen dann lediglich die Windverfügbarkeit sowie technische Verfügbarkeiten, die sich aber im Zeitablauf und im Portfolio ausmitteln. Mit ersten Investitionen in Solarparks betritt ABO Invest aktuell zwar Neuland, aber grundsätzlich sind die Einnahmen in diesem Sektor sogar noch besser kalkulierbar als im Windmarkt. In Summe sehen wir unverändert ein leicht unterdurchschnittliches Prognoserisiko und vergeben 3 Punkte.

Fazit

Auch 2018 war wieder ein Jahr mit einer unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit, so dass das Produktionspotenzial des Portfolios von ABO Invest bei weitem nicht ausgeschöpft wurde. Aufgrund der deutlich gestiegenen Portfoliokapazität hat das Unternehmen nach unserer Einschätzung trotzdem deutliche Umsatz- und Ertragszuwächse erwirtschaftet. Hinzu kamen Sondererträge aus dem Verkauf und dem Repowering des Windparks Wennerstorf, die dazu geführt haben dürften, dass die Gesellschaft zum ersten Mal in der Unternehmenshistorie ein positives Vorsteuerergebnis ausweisen wird. Das ist ein klares Zeichen, dass ABO Invest nach den hohen Investitionen der Anfangsjahre nun langsam in die Gewinnzone vorstößt.

Eine größere Bedeutung hat aber die Cashflow-Entwicklung, die bereits seit längerem sehr gut aussieht. Selbst in den letzten beiden windschwachen Jahren hat die Gesellschaft hohe freie Cashflows erwirtschaftet.

Auf Basis der finanziellen Stärke soll die installierte Kapazität im laufenden Jahr weiter ausgebaut werden. Da die Renditen von Windparks in den bisherigen Zielmärkten von ABO Invest aktuell aufgrund einer hohen Nachfrage relativ niedrig sind, hat das Unternehmen den Investitionsfokus um Solarparks erweitert. Die ersten Objekte könnten in Griechenland erworben werden, wo der enge Partner von ABO Invest, der Projektentwickler ABO Wind, im letzten Jahr in Ausschreibungen den Zuschlag für Projekte mit einer Zielkapazität von 45 MW erhalten hat und an der Realisierung der Vorhaben arbeitet. ABO Invest plant, die fertiggestellten Objekte zu erwerben.

Wir haben diese 45 MW zusätzlicher Kapazität neu in unser Modell einkalkuliert, wodurch sich das Kursziel von 1,90 auf 2,00 Euro erhöht hat. Auf Basis eines Kurspotenzials von 23 Prozent und vor dem Hintergrund eines unterdurchschnittlichen Prognoserisikos bekräftigen wir unser Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	198,6	186,4	200,8	179,9	159,3	138,8	118,2	98,0	77,7
1. Immat. VG	8,1	7,8	7,5	7,1	6,7	6,3	5,9	5,5	5,1
2. Sachanlagen	190,2	178,3	193,0	172,6	152,4	132,3	112,2	92,3	72,5
II. UV Summe	28,4	33,1	34,5	42,7	46,8	56,3	69,5	82,8	96,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	38,7	37,5	37,4	38,1	39,9	42,1	44,6	47,5	50,8
II. Mezzanine Kapital	4,9	4,9	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Rückstellungen	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	149,7	135,4	147,7	137,1	126,5	115,9	108,1	100,3	92,4
2. Kurzfristiges FK	32,6	40,4	43,8	40,9	37,9	35,0	32,8	30,6	28,5
BILANZSUMME	227,9	220,5	236,2	223,6	207,1	196,0	188,7	181,8	175,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	31,80	33,44	37,42	37,51	37,61	37,70	37,52	37,10	37,20
EBITDA	25,43	24,69	28,32	28,37	28,43	28,49	28,29	27,91	27,94
EBIT	6,51	5,55	7,21	7,51	7,89	7,94	7,75	7,69	7,72
EBT	0,10	-0,24	0,91	1,94	3,36	3,94	4,26	4,80	5,42
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,80	-1,14	-0,12	0,66	1,82	2,25	2,47	2,87	3,34
JÜ	-0,81	-1,14	-0,12	0,66	1,82	2,25	2,47	2,87	3,34
EPS	-0,02	-0,02	0,00	0,01	0,04	0,05	0,05	0,06	0,07
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	22,95	25,22	27,29	27,39	27,62	27,88	27,77	27,56	27,78
CF aus Investition	2,02	-6,98	-35,48	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
CF Finanzierung	-16,61	-12,28	9,39	-19,38	-23,70	-18,34	-14,49	-14,16	-13,84
Liquidität Jahresanfa.	12,96	21,31	27,27	28,48	36,50	40,44	49,99	63,29	76,70
Liquidität Jahresende	21,31	27,27	28,48	36,50	40,44	49,99	63,29	76,70	90,66

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	20,4%	5,1%	11,9%	0,3%	0,3%	0,3%	-0,5%	-1,1%	0,3%
EBITDA-Marge	80,0%	73,8%	75,7%	75,6%	75,6%	75,5%	75,4%	75,2%	75,1%
EBIT-Marge	20,5%	16,6%	19,3%	20,0%	21,0%	21,1%	20,6%	20,7%	20,8%
EBT-Marge	0,3%	-0,7%	2,4%	5,2%	8,9%	10,4%	11,3%	12,9%	14,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,5%	-3,4%	-0,3%	1,7%	4,8%	6,0%	6,6%	7,7%	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.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 23.04.2019 um 7:50 Uhr fertiggestellt und am 23.04.2018 um 8:00 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
21.01.2019	Buy	1,90 Euro	1), 3), 4)
09.10.2018	Buy	1,90 Euro	1), 3), 4)
05.06.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
10.04.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
18.01.2018	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
11.10.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)
19.06.2017	Buy	2,00 Euro	1), 3), 4)

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