

11. Mai 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



Platz 1

Europe  
Industrials  
(2018)



Platz 2

German  
Software & IT  
(2018)



Platz 1

German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# PNE AG

## Chance auf Sonderertrag im Fall eines Verkaufs der US-Aktivitäten

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 14,28 € | Kursziel: 15,40 € (zuvor: 15,20 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

|                               |                        |
|-------------------------------|------------------------|
| <b>Sitz:</b>                  | Cuxhaven               |
| <b>Branche:</b>               | Clean Energy Solutions |
| <b>Mitarbeiter:</b>           | 579                    |
| <b>Rechnungslegung:</b>       | IFRS                   |
| <b>ISIN:</b>                  | DE000A0JBPG2           |
| <b>Ticker:</b>                | PNE3:GR                |
| <b>Kurs:</b>                  | 14,28 Euro             |
| <b>Marktsegment:</b>          | Prime Standard         |
| <b>Aktienzahl:</b>            | 76,6 Mio. Stück        |
| <b>Market Cap:</b>            | 1,1 Mrd. Euro          |
| <b>Enterprise Value:</b>      | 1,57 Mrd. Euro         |
| <b>Free-Float:</b>            | 30,6 %                 |
| <b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b> | 24,10 / 11,48 Euro     |
| <b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b> | 2,7 Mio. Euro          |

PNE hat den Umsatz im ersten Quartal um 9,2 Prozent auf 32,2 Mio. Euro gesteigert. Während die Erlöse aus der Stromerzeugung um 8 Prozent auf 22,7 Mio. Euro und die Einnahmen der Servicesparte sogar um 31 Prozent auf 4,8 Mio. Euro zugelegt haben, blieb der Umsatz mit Externen im Bereich Projektentwicklung bei 4,7 Mio. Euro auf Vorjahresniveau. Das wird sich aber in den nächsten Quartalen ändern, denn mehrere Projekte im Ausland werden aktuell für den Verkauf vorbereitet. Die deutschen Windparkprojekte (und künftig auch französische) sind indes fast vollständig für den angestrebten Ausbau des eigenen Portfolios vorgesehen. Mit der Fertigstellung eines 28,5 MW-Windparks ist die installierte Kapazität zuletzt auf 349,5 MW gestiegen. Weitere Objekte für den Ausbau des Eigenbestands mit insgesamt mehr als 100 MW befinden sich bereits im Bau. Mit dem Portfoliowachstum steigen die hochmargigen Einnahmen aus dem Stromverkauf kontinuierlich an und stützen die Ertragsentwicklung. Im laufenden Jahr soll das EBITDA nach der bekräftigten Prognose zwischen 30 und 40 Mio. Euro liegen, wovon 8,6 Mio. Euro im ersten Quartal erzielt wurden. Der angestoßene Verkauf der gesamten US-Aktivitäten ist darin nicht enthalten und könnte im Falle eines Vollzugs für einen möglicherweise hohen Sonderertrag sorgen.

| GJ-Ende: 31.12.    | 2020   | 2021     | 2022   | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------|--------|----------|--------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 109,7  | 117,7    | 126,2  | 143,8 | 179,8 | 228,3 |
| EBITDA (Mio. Euro) | 26,4   | 32,7     | 35,4   | 47,5  | 64,0  | 88,5  |
| Jahresüberschuss   | 1,6    | 25,1     | 14,9   | -11,1 | -2,3  | 5,7   |
| EpS                | 0,02   | 0,33     | 0,19   | -0,14 | -0,03 | 0,07  |
| Dividende je Aktie | 0,04   | 0,08     | 0,08   | 0,04  | 0,04  | 0,04  |
| Umsatzwachstum     | 47,0%  | 7,3%     | 7,2%   | 14,0% | 25,0% | 27,0% |
| Gewinnwachstum     | 134,9% | 1.450,0% | -40,7% | -     | -     | -     |
| KUV                | 9,97   | 9,29     | 8,67   | 7,61  | 6,08  | 4,79  |
| KGV                | 674,8  | 43,5     | 73,4   | -     | -     | 190,8 |
| KCF                | -      | 46,0     | -      | 74,2  | 31,3  | 22,6  |
| EV / EBITDA        | 59,6   | 48,1     | 44,4   | 33,1  | 24,5  | 17,8  |
| Dividendenrendite  | 0,3%   | 0,6%     | 0,6%   | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  |

## Hohe operative Dynamik

Die operative Dynamik von PNE bewegt sich weiterhin auf einem hohen Niveau. Ende März befanden sich Windparks mit einer Zielkapazität von 200,8 MW im Bau, davon sind 134,2 MW für den eigenen Bestand vorgesehen. Nach dem Stichtag konnte einer dieser Windparks mit einer installierten Leistung von 28,5 MW fertiggestellt werden, so dass das Portfolio auf 349,5 MW gewachsen ist. Da das Unternehmen im ersten Quartal auch in Genehmigungsprozessen (67 MW in Deutschland und 12 MW in Frankreich) sowie bei Ausschreibungen (96 MW) sehr erfolgreich war, ist ein weiterer planmäßiger Ausbau der Kapazitäten gut abgesichert. Die operativen Fortschritte spiegeln sich auch in der Projektpipeline wider. Für den Bereich der Onshore-Windenergie hat diese in den ersten drei Monaten von 7,6 auf 8,4 GW zugelegt, wofür neben neuen Vorhaben in Deutschland vor allem weitere Projekte in Polen, Schweden und den USA verantwortlich waren. Auch die Photovoltaik-Pipeline wurde weiter ausgebaut, von 4,3 auf 5,4 GWp, wobei sich die Zuwächse auf nahezu alle Länder verteilen, in denen PNE aktiv ist.

| Geschäftszahlen       | Q1 22 | Q1 23 | Änderung |
|-----------------------|-------|-------|----------|
| Gesamtleistung        | 37,9  | 45,3  | +19,5%   |
| Umsatz                | 29,5  | 32,2  | +9,2%    |
| - Projektentwicklung  | 4,7   | 4,7   | -0,5%    |
| - Services            | 3,7   | 4,8   | +30,7%   |
| - Stromproduktion     | 21,1  | 22,7  | +7,7%    |
| EBITDA                | 15,8  | 8,6   | -45,7%   |
| EBIT                  | 9,2   | 0,8   | -91,5%   |
| - Projektentwicklung* | -2,9  | -6,7  | -        |
| - Services*           | 0,6   | 1,2   | +115,4%  |
| - Stromproduktion*    | 13,7  | 8,7   | -36,6%   |
| Jahresüberschuss      | 10,0  | -5,8  | -        |

In Mio. Euro bzw. Prozent, \*EBIT vor Konsolidierung

Quelle: Unternehmen

## Gesamtleistung steigt

Die Zahlen des ersten Quartals spiegeln diese Dynamik nur zum Teil wider. Zwar hat die Gesamtleistung von 37,9 auf 45,3 Mio. Euro zugelegt, doch die Be-

standserhöhung aus den Bauprojekten war mit 10,9 Mio. Euro (Vorjahr: 7,5 Mio. Euro) noch gering – was sich aber in den nächsten Quartalen ändern wird. Der Umsatz ist ebenfalls gestiegen (+9 Prozent auf 32,2 Mio. Euro), obwohl die mit Externen erzielten Erlöse in der Projektentwicklung bei 4,7 Mio. Euro in etwa stagnierten. Diese Einnahmen wurden in erster Linie mit abgerechneten Generalunternehmerleistungen für bereits veräußerte Projekte generiert, neue Verkäufe gab es noch nicht. Diese werden derzeit in Auslandsmärkten vorbereitet und dürften in den nächsten Quartalen zu höheren Erlösen führen. Um 31 Prozent auf 4,8 Mio. Euro deutlich zugenommen hat im ersten Quartal hingegen der Umsatz des Servicesegments, was vor allem auf zusätzliche Dienstleistungen im Baumanagement für verkaufte Projekte und auf den höheren Bestand von Anlagen im kaufmännischen und technischen Betrieb zurückzuführen ist. Ebenfalls über Vorjahr (+8 Prozent auf 22,7 Mio. Euro) lagen die Erlöse aus der Stromerzeugung. Darin macht sich der Ausbau der Kapazitäten, mit dem die erzeugte Strommenge binnen Jahresfrist von 170 auf 204 GWh gestiegen ist und die unterdurchschnittliche Windverfügbarkeit in den ersten drei Monaten von 2023 kompensiert werden konnte, bemerkbar. Zudem sind die erzielten Preise trotz der deutlichen Beruhigung am Strommarkt leicht über Plan ausgefallen.

## Ergebnis unter Vorjahr

Das EBITDA im Bereich Stromerzeugung wurde allerdings durch die von der Politik beschlossene Abschöpfung von „Zufallsgewinnen“ um rd. 3,1 Mio. Euro belastet und lag deswegen mit 15,0 Mio. Euro deutlich unter Vorjahr (18,8 Mio. Euro). In der Projektentwicklung gab es ohne Verkäufe sogar ein Minus von -6,1 Mio. Euro (Vorjahr: -2,4 Mio. Euro), wohingegen das EBITDA der Servicesparte von 1,4 auf 2,0 Mio. Euro gestiegen ist. Insgesamt lag das Konzern-EBITDA mit 8,6 Mio. Euro um 46 Prozent unter dem Vorjahreswert. Bei zugleich höheren Abschreibungen (wegen des Portfolioausbaus) reduzierte sich das EBIT noch etwas stärker, und zwar von 9,2 auf 0,8 Mio. Euro, was unter dem Strich zu einem Periodenverlust von -5,8 Mio. Euro (Vorjahr: +10,0

Mio. Euro) führte. Der große Unterschied zum Vorjahr ist neben der operativen Ergebnisverschlechterung vor allem darauf zurückzuführen, dass Gewinne aus Zinsswaps (wegen des Anstiegs der Marktzinsen) im Vorjahr zu einem deutlich positiven Finanzergebnis (3,5 Mio. Euro) geführt hatten, während im ersten Quartal der Zinsaufwand dominierte und ein Defizit von 4,8 Mio. Euro bedingte. Hinzu kam noch eine Steuerbelastung von -2,2 Mio. Euro (Vorjahr: -2,7 Mio. Euro), wobei 0,4 Mio. Euro des Gesamtverlusts auf Dritte entfällt.

### Liquidität und EK-Quote solide

Angesichts der intensiven Bauaktivitäten und eines weiteren Bestandsausbaus war der Cashflow aus dem operativen Geschäft und aus Investitionen mit -24,2 Mio. Euro (Vorjahr: -4,5 Mio. Euro) weiterhin negativ. Da im Finanzierungs-Cashflow (-1,5 Mio. Euro) dieses Mal die Tilgungen per Saldo leicht überwogen, hat die Liquidität im ersten Quartal deutlich abgenommen, bleibt mit rd. 96 Mio. Euro aber solide. Das gilt auch für die Eigenkapitalquote, die sich seit dem Jahresende nur leicht von 25,2 auf 25,0 Prozent reduziert hat.

### Prognose bekräftigt

Das Management sieht in den Zahlen der ersten drei Monate eine gute Basis für eine Erreichung der Prognose, die für das Jahr 2023 ein EBITDA von 30 bis 40 Mio. Euro vorsieht und mit dem Quartalsbericht bekräftigt wurde. Sehr konkret in Aussicht gestellt wurden für die nächsten Quartale Verkäufe von Projekten im Ausland, mit denen die Resultate im Bereich Projektentwicklung wieder besser ausfallen dürften. Positive Impulse werden im Zuge des fortschreitenden Portfolioausbaus auch von der Stromerzeugung ausgehen. Der dritte Bereich, die Serviceaktivitäten, befinden sich ebenfalls auf Wachstumskurs, auch wenn das Unternehmen hier von einer „angespannten Personallage“ berichtet.

### Verkaufsprozess schreitet voran

Nicht einkalkuliert ist in der Prognose ein Ertrag aus dem möglichen Verkauf des gesamten US-Geschäfts. Ob und wann es zu einer solchen Transaktion kommt, ist weiter ungewiss, aber das Unternehmen hat im April ad-hoc Fortschritte im Verkaufsprozess gemeldet. Inzwischen hat PNE einen Berater (Nomura Group) mandatiert und von Interessenten unverbindliche Angebote erhalten. Das war der Start-

| Mio. Euro                         | 12 2023       | 12 2024       | 12 2025       | 12 2026       | 12 2027       | 12 2028      | 12 2029      | 12 2030      |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse                      | 143,8         | 179,8         | 228,3         | 274,0         | 317,8         | 362,3        | 405,8        | 454,5        |
| Umsatzwachstum                    |               | 25,0%         | 27,0%         | 20,0%         | 16,0%         | 14,0%        | 12,0%        | 12,0%        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>47,5</b>   | <b>64,0</b>   | <b>88,5</b>   | <b>124,6</b>  | <b>150,7</b>  | <b>168,1</b> | <b>182,6</b> | <b>203,0</b> |
| EBIT                              | 12,1          | 20,9          | 37,5          | 69,0          | 86,5          | 89,3         | 108,4        | 133,0        |
| Steuersatz                        | 25,0%         | 30,0%         | 30,0%         | 30,0%         | 30,0%         | 30,0%        | 30,0%        | 30,0%        |
| Adaptierte Steuerzahlungen        | 3,0           | 6,3           | 11,3          | 20,7          | 25,9          | 26,8         | 32,5         | 39,9         |
| NOPAT                             | 9,0           | 14,6          | 26,3          | 48,3          | 60,5          | 62,5         | 75,9         | 93,1         |
| + Abschreibungen & Amortisation   | 35,5          | 43,2          | 50,9          | 55,6          | 64,2          | 78,7         | 74,2         | 70,0         |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen  | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| + Sonstiges                       | 0,4           | 0,4           | 0,4           | 0,4           | 0,4           | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| <b>Operativer Brutto Cashflow</b> | <b>44,9</b>   | <b>58,2</b>   | <b>77,6</b>   | <b>104,3</b>  | <b>125,2</b>  | <b>141,7</b> | <b>150,5</b> | <b>163,5</b> |
| - Zunahme Net Working Capital     | -8,4          | -5,9          | -8,3          | -10,6         | -12,8         | -0,5         | -0,9         | -1,4         |
| - Investitionen AV                | -159,7        | -199,2        | -207,0        | -248,1        | -287,5        | -8,7         | -9,6         | -10,5        |
| <b>Free Cashflow</b>              | <b>-123,1</b> | <b>-146,9</b> | <b>-137,6</b> | <b>-154,3</b> | <b>-175,1</b> | <b>132,5</b> | <b>140,0</b> | <b>151,5</b> |

SMC Schätzmodell

schluss für Verkaufsverhandlungen mit ausgewählten Kandidaten.

### Neues Kursziel: 15,40 Euro

Um unsere Schätzung für den Umsatz (143,8 Mio. Euro) und das EBITDA (45,5 Mio. Euro) zu erreichen, sind im Vergleich zum ersten Quartal im Jahresverlauf deutliche Zuwächse nötig. Wir halten diese angesichts der in Aussicht gestellten Projektverkäufe aber auch für wahrscheinlich, zudem stützt der weitere Ausbau des Portfolios die Erwartungen. Mehr noch: Mit einem inzwischen aus unserer Sicht wahrscheinlichen Verkauf der US-Aktivitäten könnte ein substanzieller Zusatzertrag erzielt werden. Wir kalkulieren diesen aber zunächst nur vorsichtig ein und heben unsere EBITDA-Schätzung leicht an (47,5 Mio. Euro),

womit wir auch einen gewissen Puffer für Verschiebungen im laufenden Geschäft lassen. Die Schätzungen für die Folgeperioden bleiben vorerst unverändert, da ein möglicher Verkauf des US-Geschäfts durch die jüngsten deutlichen Fortschritte in der übrigen Pipeline kompensiert werden dürfte. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Zeitraum bis 2030, weitere Details enthält der Anhang. Bei einem unveränderten Diskontierungszins (WACC) von 4,3 Prozent führt die Diskontierung der angepassten Schätzungen zu einem leicht erhöhten Kursziel von 15,40 Euro (bislang: 15,20 Euro). Das Prognoserisiko stuften wir unverändert mit vier Punkten ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

## Fazit

---

PNE überzeugt derzeit mit einer beeindruckenden operativen Dynamik, die insbesondere dem eigenen Portfolio zugutekommt. Noch nie hatte das Unternehmen so viele Projekte, die für den Eigenbestand vorgesehen sind, in der Entwicklung. Zugleich werden aber auch diverse Projekte im Ausland für einen Verkauf vorbereitet, was sich positiv auf die Zahlen der nächsten Quartale auswirken sollte. Der nur moderate Umsatzzuwachs und der deutliche Rückgang des operativen Gewinns im ersten Quartal werden daher eine Momentaufnahme bleiben. Das Management hat die Prognose, die mit 30 bis 40 Mio. Euro ein EBITDA in der Nähe des Vorjahreswertes (35,4 Mio. Euro) vorsieht, bekräftigt.

Und es könnte auch noch ein Sonderertrag hinzukommen, wenn das gesamte US-Geschäft verkauft wird. Der Prozess ist vorangeschritten, jetzt stehen Verkaufsverhandlungen mit ausgewählten Kandidaten an.

Wir halten einen Verkauf in diesem Jahr nun für wahrscheinlich und haben unsere EBITDA-Prognose auf 47,5 Mio. Euro angehoben. Bei ansonsten unveränderten Schätzungen hat sich unser Kursziel dadurch von 15,20 auf 15,40 Euro leicht erhöht. Wir sehen nach der starken Korrektur der Aktie jetzt ein Aufwärtspotenzial von 8 Prozent und bestätigen unser Urteil „Hold“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Das Unternehmen verfügt über ein sehr branchenerfahrenes Management und kann einen langjährigen Track-Record in der profitablen Entwicklung von On- und Offshore-Windparks vorweisen.
- Eine international breit diversifizierte Entwicklungs-Pipeline von Onshore-Windkraft- und Photovoltaik-Projekten.
- Zielgerichteter Ausbau des Geschäftsmodells (Scale-up) mit der Erschließung neuer Märkte und dem Ausbau des Dienstleistungsportfolios.
- In den letzten Jahren wurde ein eigenes Windparkportfolio (aktuell 349,5 MW) aufgebaut, das kontinuierliche Einnahmen aus der Stromerzeugung generiert. Der weitere Ausbau auf mehr als 500 MW ist bereits gesichert.
- Mit rd. 96 Mio. Euro (März 2022) komfortable Liquiditätsposition zur Finanzierung des weiteren Wachstums.

## Chancen

- Der Verkauf des US-Geschäfts könnte zu einem Sonderertrag und zu einem Übertreffen der Unternehmensprognose für 2023 führen.
- Der geplante weitere starke Portfolioausbau sorgt für hochmarginale Erlöse aus der Stromproduktion.
- Mit der „Scale up 2.0 Strategie“ wird ein weiteres starkes Wachstum in allen Bereichen angestrebt.
- Die große und wachsende Projektpipeline bietet eine starke Basis für den weiteren Ausbau des Geschäfts.
- Die anvisierte Beschleunigung des Ausbaus Erneuerbarer Energien in Europa dürfte für zusätzliche Geschäftschancen sorgen.
- Eine mögliche Wiederaufnahme der Verkaufsgespräche durch Photon könnte erneut Spekulationen um eine Übernahmeofferte anfachen.

## Schwächen

- Durch den Verzicht auf Projektverkäufe zugunsten des Portfolioaufbaus war die EBIT-Marge in jüngster Zeit relativ niedrig.
- Der Portfolioausbau erfordert hohe Investitionen und bedingt einen deutlich negativen Free-Cashflow. PNE greift hierfür stark auf Fremdkapital zurück.
- Das Projektgeschäft ist volatil, einzelne große Abschlüsse üben einen starken Einfluss auf die Zahlen aus.
- Trotz Fortschritten in der Internationalisierung hat der deutsche Markt immer noch eine hohe Bedeutung für PNE, was die Diversifikationsvorteile begrenzt.
- Die Möglichkeiten einer erfolgreichen Projektentwicklung hängen von den politischen Rahmenbedingungen ab, die einem stetigen Wandel unterliegen.

## Risiken

- Politische Eingriffe in den Strommarkt begrenzen aktuell die Gewinnchancen aus hohen Strompreisen.
- Die stark gestiegene Volatilität am Strommarkt erschwert die Prognose der künftigen Entwicklung.
- Lieferengpässe bei Windturbinen können Projekte verzögern, steigende Materialkosten die Marge schmälern und im Servicebereich drohen Personalengpässe.
- Steigende Zinsen erhöhen die Projektkosten.
- Für den angestrebten weiteren Portfolioausbau muss das Unternehmen noch (Fremd-)Kapital einwerben.
- Die attraktive Branchenperspektiven könnten neue Player anlocken und den Wettbewerb um attraktive Flächen erhöhen.

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

| Mio. Euro           | 2022 Ist   | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | 2028e        | 2029e        | 2030e        |
|---------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>       |            |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. AV Summe         | 586        | 710          | 866          | 1.022        | 1.214        | 1.438        | 1.368        | 1.303        | 1.243        |
| 1. Immat. VG        | 65         | 66           | 66           | 67           | 68           | 68           | 68           | 68           | 69           |
| 2. Sachanlagen      | 354        | 477          | 632          | 786          | 978          | 1.201        | 1.130        | 1.064        | 1.004        |
| II. UV Summe        | 335        | 342          | 349          | 360          | 374          | 376          | 414          | 460          | 503          |
| <b>PASSIVA</b>      |            |              |              |              |              |              |              |              |              |
| I. Eigenkapital     | 232        | 214          | 208          | 211          | 233          | 249          | 250          | 268          | 292          |
| II. Rückstellungen  | 10         | 13           | 16           | 19           | 22           | 25           | 28           | 32           | 35           |
| III. Fremdkapital   |            |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 1. Langfristiges FK | 548        | 672          | 819          | 961          | 1.121        | 1.303        | 1.267        | 1.228        | 1.185        |
| 2. Kurzfristiges FK | 130        | 153          | 172          | 191          | 212          | 236          | 236          | 235          | 235          |
| <b>BILANZSUMME</b>  | <b>920</b> | <b>1.051</b> | <b>1.215</b> | <b>1.382</b> | <b>1.588</b> | <b>1.813</b> | <b>1.782</b> | <b>1.763</b> | <b>1.746</b> |

## GUV-Prognose

| Mio. Euro             | 2022 Ist | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse          | 126,2    | 143,8 | 179,8 | 228,3 | 274,0 | 317,8 | 362,3 | 405,8 | 454,5 |
| Gesamtleistung        | 243,3    | 281,0 | 340,2 | 415,2 | 527,2 | 637,4 | 473,2 | 443,0 | 493,2 |
| Rohhertrag            | 106,0    | 122,2 | 136,0 | 166,1 | 205,4 | 237,4 | 265,2 | 290,5 | 323,5 |
| EBITDA                | 35,4     | 47,5  | 64,0  | 88,5  | 124,6 | 150,7 | 168,1 | 182,6 | 203,0 |
| EBIT                  | 6,2      | 12,1  | 20,9  | 37,5  | 69,0  | 86,5  | 89,3  | 108,4 | 133,0 |
| EBT                   | 23,9     | -6,7  | -2,9  | 8,8   | 35,4  | 47,4  | 44,0  | 64,3  | 90,3  |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 14,1     | -12,3 | -2,3  | 5,9   | 24,5  | 32,9  | 30,5  | 44,7  | 62,9  |
| JÜ                    | 14,9     | -11,1 | -2,3  | 5,7   | 24,0  | 32,2  | 29,9  | 43,8  | 61,7  |
| EPS                   | 0,19     | -0,14 | -0,03 | 0,07  | 0,31  | 0,42  | 0,39  | 0,57  | 0,80  |

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

| Mio. Euro              | 2022 Ist | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e | 2029e | 2030e |
|------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| CF operativ            | -9,0     | 14,7   | 35,0   | 48,5   | 69,5   | 84,3   | 108,7 | 118,0 | 131,5 |
| CF aus Investition     | -98,1    | -159,7 | -199,2 | -207,0 | -248,1 | -287,5 | -8,7  | -9,6  | -10,5 |
| CF Finanzierung        | 79,2     | 138,8  | 161,2  | 155,4  | 175,7  | 186,4  | -69,0 | -70,3 | -87,8 |
| Liquidität Jahresanfa. | 149,6    | 121,6  | 115,5  | 112,4  | 109,3  | 106,5  | 89,6  | 120,6 | 158,8 |
| Liquidität Jahresende  | 121,6    | 115,5  | 112,4  | 109,3  | 106,5  | 89,6   | 120,6 | 158,8 | 191,9 |

### Kennzahlen

| Prozent              | 2022 Ist | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum       | 7,2%     | 14,0% | 25,0% | 27,0% | 20,0% | 16,0% | 14,0% | 12,0% | 12,0% |
| Rohertragsmarge      | 84,0%    | 85,0% | 75,6% | 72,7% | 75,0% | 74,7% | 73,2% | 71,6% | 71,2% |
| EBITDA-Marge         | 28,1%    | 33,0% | 35,6% | 38,7% | 45,5% | 47,4% | 46,4% | 45,0% | 44,7% |
| EBIT-Marge           | 4,9%     | 8,4%  | 11,6% | 16,4% | 25,2% | 27,2% | 24,6% | 26,7% | 29,3% |
| EBT-Marge            | 18,9%    | -4,6% | -1,6% | 3,8%  | 12,9% | 14,9% | 12,1% | 15,9% | 19,9% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 11,8%    | -7,7% | -1,3% | 2,5%  | 8,8%  | 10,1% | 8,3%  | 10,8% | 13,6% |

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

| WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum |       |       |       |       |
|------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
|      | 2,0%                     | 1,5%  | 1,0%  | 0,5%  | 0,0%  |
| 3,3% | 59,07                    | 40,20 | 29,39 | 22,37 | 17,46 |
| 3,8% | 38,33                    | 27,91 | 21,15 | 16,41 | 12,91 |
| 4,3% | 26,49                    | 19,98 | 15,41 | 12,03 | 9,43  |
| 4,8% | 18,86                    | 14,46 | 11,20 | 8,69  | 6,70  |
| 5,3% | 13,54                    | 10,40 | 7,98  | 6,06  | 4,50  |



# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 11.05.2023 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 11.05.2023 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 |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 31.03.2023 | Hold             | 15,20 Euro | 1), 3), 4)          |
| 16.02.2023 | Hold             | 18,40 Euro | 1), 3)              |
| 21.11.2022 | Hold             | 19,00 Euro | 1), 3)              |
| 12.08.2022 | Hold             | 15,00 Euro | 1), 3)              |
| 12.05.2022 | Hold             | 12,00 Euro | 1), 3)              |
| 05.04.2022 | Hold             | 11,20 Euro | 1), 3), 4)          |
| 12.11.2021 | Hold             | 9,00 Euro  | 1), 3)              |
| 13.08.2021 | Buy              | 9,20 Euro  | 1), 3), 4)          |
| 12.05.2021 | Buy              | 9,50 Euro  | 1), 3)              |

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