

15. August 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

Erfolge in der Projektentwicklung
bringen Schub für das Portfolio

Urteil: Buy (zuvor: Hold) | Kurs: 12,82 € | Kursziel: 15,40 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Cuxhaven
Branche:	Clean Energy Solutions
Mitarbeiter:	606
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JBPG2
Ticker:	PNE3:GR
Kurs:	12,82 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	76,6 Mio. Stück
Market Cap:	1,0 Mrd. Euro
Enterprise Value:	1,5 Mrd. Euro
Freefloat:	33,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	24,10 / 12,16 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	2,5 Mio. Euro

Ehrgeizige Ziele

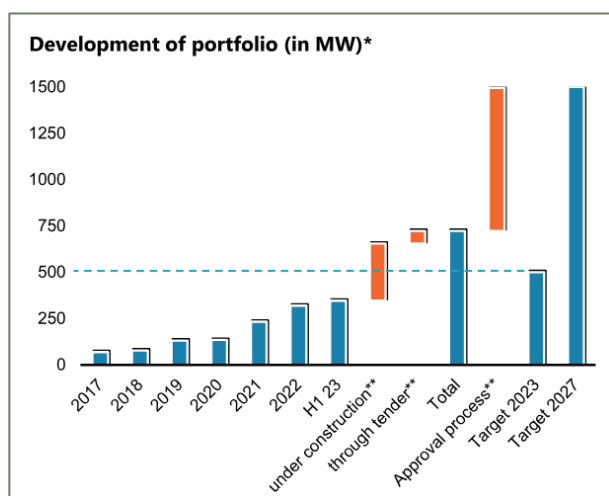
Mit dem Update der Strategie „Scale up“ hat sich PNE im letzten November ehrgeizige Ziele gesetzt. Bis zum Jahr 2027 soll u.a. das eigene Erzeugungsportfolio auf 1.500 MW/MWp und die Projektpipeline auf 20 GW/GWp ausgebaut werden. Das Unternehmen will dann ein EBITDA von mindestens 150 Mio. Euro p.a. erwirtschaften. Die ambitionierte Planung wurde jetzt mit einer Verlängerung des Vertrags mit CEO Markus Lesser bis Dezember 2027 unterlegt. Finanzvorstand Jörg Klowat wird hingegen auf eigenen Wunsch seinen im März nächsten Jahres endenden Vertrag nicht verlängern (aber für die Beendigung der von ihm betreuten Projekte noch einige Monate zur Verfügung stehen). Das Unternehmen sucht bereits einen Nachfolger.

Starke Entwicklung in Kernmärkten

Aktuell macht der Konzern große Fortschritte in der Projektentwicklung, insbesondere in den Kernmärkten geht es operativ sehr gut voran. Allein in Deutschland befinden sich sieben Windparks mit 112,3 MW im Bau, zudem einer in Frankreich (10,8 MW). Darüber hinaus wird derzeit auch ein bereits verkaufter

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	109,7	117,7	126,2	141,3	176,6	224,3
EBITDA (Mio. Euro)	26,4	32,7	35,4	48,9	64,0	88,1
JÜ (Mio. Euro)	1,6	25,1	14,9	-14,3	-2,1	5,9
EpS (Euro)	0,02	0,33	0,19	-0,19	-0,03	0,08
Dividende je Aktie (Euro)	0,04	0,08	0,08	0,04	0,04	0,04
Umsatzwachstum	47,0%	7,3%	7,2%	12,0%	25,0%	27,0%
Gewinnwachstum	134,9%	1450,0%	-40,7%	-	-	-
KUV	8,95	8,34	7,78	6,95	5,56	4,38
KGV	605,8	39,1	65,9	-	-	166,3
KCF	-	41,3	-	85,9	28,0	20,3
EV / EBITDA	57,1	46,1	42,5	30,8	23,5	17,1
Dividendenrendite	0,3%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%

Windpark mit 60 MW in Schweden errichtet, bei dem das Unternehmen noch als Dienstleister eingebunden ist. Die Realisierung von Projekten bewegt sich damit auf einem hohen Niveau, zugleich rücken in der Pipeline weitere Vorhaben nach. PNE hat im ersten Halbjahr allein in Deutschland für fünf Windparkprojekte mit einer Zielkapazität von 124,4 MW Genehmigungen erhalten. Davon waren 69 MW im Mai-Tender erfolgreich, die übrigen 55,4 MW sollen in den August-Tender eingebracht werden. Auch in Frankreich wurde die Genehmigung für einen 14,4 MW-Windpark erteilt.



Quelle: Unternehmen

Schub für das Portfolio

Von den Windparks, die sich im Bau befinden, sind 105,7 MW aus Deutschland sowie das Objekt in Frankreich mit 10,8 MW für das eigene Portfolio vorgesehen. Auch von den neu genehmigten Projekten dürfte der Großteil in den Eigenbestand übergehen, so dass die Kapazitäten derzeit in hohem Tempo zulegen. Während die installierte Leistung in den letzten zwölf Monaten bis Ende Juni bereits von 261 auf 346 MW zugelegt hat, zeichnet sich ab, dass die Zielmarke, bis zum Jahresende eine Erzeugungskapazität von 500 MW im Betrieb oder im Bau zu haben, deutlich überschritten wird. Das Management erachtet inzwischen 600 MW als möglich. Angesichts der hohen Dynamik scheint auch das Mittelfristziel von 1.500 MW/MWp bis 2027 absolut realistisch. Bemerkenswert ist der Fortschritt auch deshalb, weil Lieferket-

tenprobleme immer noch zu langen Lieferzeiten bei Windturbinen und weiterem Equipment führen.

Stromerzeugung legt zu

Der Ausbau des Portfolios schlägt sich deutlich in der Stromproduktion nieder, die im ersten Halbjahr im Vorjahresvergleich von 268 GWh auf 325 GWh zugelegt hat. Damit hat sie das Potenzial allerdings nicht voll ausgeschöpft, da die Windverfügbarkeit in den ersten sechs Monaten unter den langjährigen Durchschnittswerten lag. Im Vergleich zum Vorjahr waren zudem die Marktpreise rückläufig, was aber auch dazu geführt hat, dass die fälligen Abschöpfungen im Rahmen der Strompreisbremse deutlich niedriger als erwartet ausfallen. Von den für die Zahlungen im ersten Quartal gebildeten Rückstellungen wurden – auf Basis eines neu veröffentlichten Kalkulationstools der Übertragungsnetzbetreiber – im zweiten Quartal 3,1 Mio. Euro wieder ergebniswirksam aufgelöst. Einen positiven Effekt hatten zudem die im letzten Jahr abgeschlossenen PPAs. Insgesamt konnten die Sechsmonatsenerlöse im Segment Stromerzeugung gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 4,2 Prozent auf 36,2 Mio. Euro gesteigert werden, das EBITDA reduzierte sich hingegen leicht um 4,8 Prozent auf 28,3 Mio. Euro.

Projektentwicklung stark

Deutlich besser als im Vorjahr sind die Zahlen im Segment Projektentwicklung ausgefallen. Wichtige Treiber waren die Veräußerung von Rechten an PV-Projekten in Rumänien mit einer Zielkapazität von 208 MWp an TotalEnergies Renewables SAS sowie Generalunternehmerleistungen für bereits veräußerte Windparkprojekte in Polen, die zu einem Anstieg der mit Externen erzielten Erlöse von 34 Prozent auf 11,6 Mio. Euro geführt haben. Die Gesamtleistung des Segments lag sogar bei 96,1 Mio. Euro (+34,6 Prozent) und umfasst auch den konzerninternen Verkauf von fertiggestellten Objekten an die Sparte Stromerzeugung – diese Erlöse werden in der Konsolidierung eliminiert. Vor Konsolidierung hat sich das EBITDA des Segments im Vorjahresvergleich von -8,0 auf 9,6 Mio. Euro verbessert.

Servicesparte erfolgreich

Sehr positiv entwickelt hat sich auch die Servicesparte. Das Unternehmen konnte das Betriebsmanagement für Anlagen von Dritten deutlich ausweiten, was einen wesentlichen Beitrag zum Anstieg der betreuten Kapazitäten um 21 Prozent auf 2.710 MW geleistet hat. Das war ein wichtiger Faktor für den Anstieg der mit Externen erzielten Halbjahreserlöse um 6,1 Prozent auf 9,2 Mio. Euro, der in eine deutlich überproportionale Verbesserung des Sparten-EBITDA um 50,7 Prozent auf 4,6 Mio. Euro umgemünzt werden konnte.

Geschäftszahlen	6M 22	6M 23	Änderung
Gesamtleistung	105,2	116,7	+10,9%
Umsatz	52,1	57,1	+9,5%
- Projektentwicklung	8,7	11,6	+34,0%
- Services	8,7	9,2	+6,1%
- Stromproduktion	34,7	36,2	+4,2%
EBITDA	17,5	18,1	+3,7%
- Projektentwicklung*	-8,0	9,6	-
- Services*	3,1	4,6	+50,7%
- Stromproduktion*	29,8	28,3	-4,8%
EBIT	4,1	2,0	-52,5%
Nettoergebnis	10,4	-14,1	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, *EBITDA vor Konsolidierung
 Quelle: Unternehmen

Umsatz und EBITDA gesteigert

Insgesamt hat PNE den Konzernumsatz im ersten Halbjahr um 9,5 Prozent auf 57,1 Mio. Euro gesteigert, die Gesamtleistung lag bei einem Bestandsaufbau von 54,0 Mio. Euro (+7,0 Prozent) mit 116,7 Mio. Euro (+10,9 Prozent) wegen der Baufortschritte bei den Windparks deutlich darüber. Das EBITDA hat in Relation dazu leicht unterproportional zugelegt, um 3,7 Prozent auf 18,1 Mio. Euro. Bemerkenswert ist, dass es der Gesellschaft gelungen ist, trotz des Kostendrucks mit einem unterproportionalen Anstieg der Materialkosten (+5,9 Prozent auf 61,2 Mio. Euro) die Materialaufwandsquote (zur Gesamtleistung) binnen Jahresfrist von 55,0 auf 52,5 Prozent zu verbessern. Der Personalaufwand hat mit einer weiteren

Aufstockung des Mitarbeiterstamms hingegen überproportional zugelegt (+19,9 Prozent auf 22,8 Mio. Euro), ebenso wie die SBA (+33,6 Prozent auf 14,6 Mio. Euro), was letztlich zum moderaten Rückgang der EBITDA-Marge (zur Gesamtleistung) von 16,6 auf 15,5 Prozent führte. Dabei wurde der sonstige betriebliche Aufwand durch einen Sondereffekt erhöht: Aus der Kaufkraft-Anpassung der Assets in der Türkei, die seit Mitte letzten Jahres als Hochinflationland eingestuft wird, resultierte eine hier erfasste Belastung in Höhe von 1,4 Mio. Euro. Zugleich gab es aber auch einen positiven Sondereffekt bei den sonstigen betrieblichen Erträgen, da das Unternehmen Kostenerstattungsbescheide in Höhe von rd. 2,5 Mio. Euro für Offshore-Projekte erhalten hat, die zuvor – nach einer Änderung des Regulierungsrahmens – abgeschrieben werden mussten. Insgesamt stehen PNE 4,5 Mio. Euro zu, was das Unternehmen angesichts von historischen Investitionen im niedrig zweistelligen Millionenbereich für deutlich zu niedrig erhält, weshalb weitere rechtliche Schritte geprüft werden.

Nettoergebnis deutlich negativ

Der Ausbau des Portfolios hat zu einem deutlichen Anstieg der Abschreibungen geführt (+21,0 Prozent auf 16,2 Mio. Euro) und damit trotz der EBITDA-Verbesserung zu einem Rückgang des EBIT von 4,1 auf 2,0 Mio. Euro. Nach Abzug des Finanzergebnisses (-13,3 Mio. Euro, Vorjahr: +15,7 Mio. Euro), das im Vorjahr wegen der Zinsentwicklung von der Wertänderung abgeschlossener Zinsswaps und Kredite deutlich profitiert hatte (+23,0 Mio. Euro) und jetzt durch einen gegenteiligen Effekt erheblich belastet wurde (-7,6 Mio. Euro), resultierte daraus ein Vorsteuerergebnis von -11,3 Mio. Euro (Vorjahr: +19,9 Mio. Euro) und nach Berücksichtigung des Steueraufwands (3,6 Mio. Euro) und der Anteile Dritter (-0,9 Mio. Euro) ein Nettoergebnis von -14,1 Mio. Euro (Vorjahr: +10,4 Mio. Euro). Dabei ist zu berücksichtigen, dass PNE zugunsten des Portfolioaufbaus und langfristiger Erträge aus der Stromerzeugung auf die Gewinnrealisierung aus dem Verkauf von Windparks im großen Umfang verzichtet. Allein im ersten Halbjahr ist infolgedessen in der Konsolidierung ein Vorsteuergewinn aus dem konzerninternen Verkauf von Windparks (von der Sparte Projektent-

wicklung an die Sparte Stromerzeugung zu marktgerechten Konditionen) in Höhe von 22,5 Mio. Euro (Vorjahr: 6,0 Mio. Euro) eliminiert worden. Die gesamten so abgeleiteten stillen Reserven des Portfolios beziffert PNE mittlerweile auf 194,6 Mio. Euro.

Anhaltend hohe Investitionen

Der Ausbau des Portfolios prägt weiterhin maßgeblich die Cashflow-Entwicklung. Die Fertigstellung von Windparks und die Ausweitung der Vorräte war maßgeblich verantwortlich für den hohen Zahlungsabfluss aus dem operativen Geschäft und Investitionsaktivitäten von -59,4 Mio. Euro (Vorjahr: -50,7 Mio. Euro). Das wurde mit einer hohen Nettokreditaufnahme – dabei dominieren Non-recourse-Finanzierungen auf der Ebene einzelner Projektgesellschaften –, die zu einem Finanzierungs-Cashflow von +42,5 Mio. Euro führte, größtenteils gegenfinanziert, so dass die Liquidität im Betrachtungszeitraum nur um rd. 17 Mio. Euro auf ein immer noch sehr komfortables Niveau von 104,7 Mio. Euro abgenommen hat.

EK-Quote sinkt auf 22 Prozent

Die kurz- und langfristigen Finanzverbindlichkeiten haben sich damit im ersten Halbjahr um 55 Mio. Euro auf 627,8 Mio. Euro erhöht, was ein wesentlicher Faktor für die Ausweitung der Bilanzsumme von 920,3 auf 938,9 Mio. Euro war. Das Eigenkapital ist zugleich wegen des Periodenverlusts und einer Ausweitung der negativen Fremdwährungsrücklage von 232,2 auf 209,6 Mio. Euro zurückgegangen, womit die EK-Quote im ersten Halbjahr von 25,2 auf 22,3 Prozent zurückgegangen ist. Bei dem Aufbau eines Bestands von Stromerzeugungsanlagen mit gut kalkulierbaren Cashflows ist ein hoher Leveragegrad indes branchenüblich. Die Sachanlagen, die überwiegend dem Portfolio zuzurechnen sind, stellen inzwischen klar den größten Posten auf der Aktivseite der Bilanz mit einem Wert von 371,6 Mio. Euro und einem Anteil an der Bilanzsumme von 39,6 Prozent dar, gefolgt von den Vorräten (163,4 Mio. Euro, 17,4 Prozent).

Ausblick bestätigt

Auf Basis der Halbjahreszahlen hat das Unternehmen die Prognose bekräftigt, die für das laufende Jahr ein

EBITDA von 30 bis 40 Mio. Euro vorsieht. Das Management hat anlässlich der Zahlenveröffentlichung darauf hingewiesen, dass der Großteil der geplanten Erlöse im Bereich Projektentwicklung erst im zweiten Halbjahr erwartet wird. Auf Rückfrage im Earnings-Call wurden vor allem Photovoltaik-Projekte als mögliche Verkaufskandidaten in Aussicht gestellt, insbesondere in Rumänien, Polen und Italien.

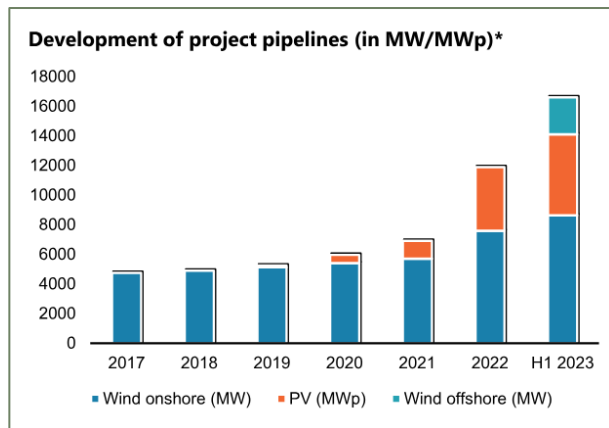
Anpassung der Schätzungen

Auch wir sehen das Unternehmen voll auf Kurs. Angesichts der niedrigeren Windverfügbarkeit im ersten Halbjahr und der deutlich gesunkenen Strompreise haben wir trotzdem unsere Schätzung für das Umsatzwachstum in 2023 etwas reduziert (von 14 auf 12 Prozent), zudem haben wir auch den Bestandsaufbau etwas niedriger taxiert. Höher angesetzt haben wir hingegen die sonstigen betrieblichen Erträge und damit den Einmaleffekt der Kostenerstattung berücksichtigt. Anpassungen gab es auch bei den Kosten: Während wir die geschätzte Materialaufwandsquote nach der positiven Entwicklung im ersten Halbjahr reduziert haben (von 58 auf 55,5 Prozent der Gesamtleistung), haben wir die Personalaufwandsquote und die SBA-Quote erhöht. In Summe liegt unsere EBITDA-Schätzung für 2023 nun bei 48,9 Mio. Euro und damit geringfügig höher als bislang (47,5 Mio. Euro). Damit gehen wir unverändert davon aus, dass PNE sein Jahresziel übertreffen wird. Dabei ist zu beachten, dass wir darin bereits positive Effekte aus dem Verkauf des US-Geschäfts vorsichtig berücksichtigt haben. Diesbezüglich macht PNE weitere Fortschritte. Aktuell liegen noch unverbindliche Offerten vor, einen Abschluss erhofft sich das Management in zwei Monaten. In die Unternehmensprognose ist ein positiver Effekt aus dem möglichen Verkauf noch nicht einbezogen.

Pipeline als starker Wachstumstreiber

Auch die Aussichten über 2023 hinaus sind sehr positiv, da PNE nicht nur das Dienstleistungsgeschäft und das Portfolio kontinuierlich ausbaut, sondern auch die Projekt-Pipeline. Im ersten Halbjahr hat sich das Volumen der bearbeiteten Vorhaben weiter erhöht und lag am 30. Juni mit 16,6 GW/GWp um 4,6 GW/GWp höher als zum Jahreswechsel. Neu aufge-

nommen wurden aufgrund von Fortschritten die Wind-Offshore-Vorhaben in Lettland (50-prozentiger JV-Anteil an 1 GW-Projekt, Budget ausgearbeitet) und Vietnam (2 GW, MoU mit Provinz-Regierung). Darauf entfiel der größte Teil des Pipeline-Wachstums, zugleich hat aber auch das Volumen in den Bereichen Onshore-Wind und PV um jeweils rd. 1 GW/GWp zugelegt.



Quelle: Unternehmen

Weitere Wachstumsprojekte

Das Unternehmen arbeitet zudem auch an weiteren innovativen Ansätzen, um im Rahmen der Scale-up-Strategie das Leistungsportfolio weiter auszubauen. So wurde im Juli eine Absichtserklärung für ein gemeinsames Projekt mit dem Handelsunternehmen S.E.T. aus Hamburg unterzeichnet, das die Erzeugung von synthetischen Kraftstoffen aus grünem Wasserstoff in Südafrika und die anschließende Vermarktung zum Ziel hat. Dafür soll an der Westküste des Landes ein Elektrolyseur gebaut werden, der eine Nennleistung von 1 GW hat und seine Energie aus Windparks und Photovoltaikanlagen bezieht. Das Projekt befindet sich aber noch in einem frühen Stadium. In eine andere Richtung zielt die ebenfalls im Juli gemeldete Akquisition von 51 Prozent des britischen Unternehmens Bitbloom, einem Data-Analytics-Spezialisten, mit dessen KI-gestützten Tools u.a. die aus Windparks erhobenen Daten ausgewertet und für die Leistungsoptimierung genutzt werden können. PNE will diese Lösung sowohl für das eigene Portfolio nutzen als auch Dritten anbieten. Damit wird die Service-

sparte weiter gestärkt – ein erklärtes Ziel der Scale-up-Strategie.

Hohes EBITDA-Wachstum möglich

Angesichts einer hohen Dynamik in allen Bereichen gehen wir davon aus, dass PNE die mit dem Strategie-Update im letzten Jahr formulierten Ziele erfüllen kann. Wir erwarten infolgedessen, wie es die Planung vorsieht, nach wie vor ein EBITDA von 150 Mio. Euro im Jahr 2027, das anschließend bis zum Ende des Detailprognosezeitraums weiter bis auf rd. 200 Mio. Euro ansteigt. Die durchschnittliche EBITDA-Wachstumsrate sehen wir bis dahin bei 22 Prozent (CAGR23/30). Die Tabelle auf der nächsten Seite enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet der Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 10-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2030 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 4,3 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 7,7 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 0,9), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 80 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,0 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

Kursziel: 15,40 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 1,07 Mrd. Euro oder 13,98 Euro je Aktie. Da wir weiterhin eine Übernahmeprämie von 10 Prozent einkalkulieren (weil der Großaktionär Morgan Stanley grundsätzlich verkaufswillig scheint, obwohl der Prozess zunächst abgebrochen wurde), beträgt unser Kursziel wie bislang 15,40 Euro je Aktie. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	141,3	176,6	224,3	269,2	312,3	356,0	398,7	446,6
Umsatzwachstum		25,0%	27,0%	20,0%	16,0%	14,0%	12,0%	12,0%
EBITDA	48,9	64,0	88,1	124,1	150,0	166,1	179,7	199,7
EBIT	13,4	21,1	37,7	69,1	86,6	88,4	106,5	130,7
Steuersatz	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,4	6,3	11,3	20,7	26,0	26,5	32,0	39,2
NOPAT	10,1	14,7	26,4	48,4	60,6	61,9	74,6	91,5
+ Abschreibungen & Amortisation	35,5	42,9	50,5	55,0	63,4	77,6	73,2	69,0
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	45,9	58,1	77,3	103,7	124,4	140,0	148,1	160,9
- Zunahme Net Working Capital	-8,2	-5,7	-8,1	-10,3	-12,5	-0,4	-0,9	-1,4
- Investitionen AV	-156,9	-195,8	-203,4	-243,7	-282,5	-8,6	-9,4	-10,4
Free Cashflow	-119,1	-143,4	-134,2	-150,3	-170,6	130,9	137,8	149,2

SMC-Schätzmodell

Fazit

PNE hat gute Halbjahreszahlen vorgelegt. Das Unternehmen konnte in den ersten sechs Monaten die Gesamtleistung um 10,9 Prozent auf 116,7 Mio. Euro und das EBITDA um 3,7 Prozent auf 18,1 Mio. Euro steigern. Damit trotz es erfolgreich den Branchenwidrigkeiten in Form gestiegener Turbinenpreise und sonstiger Kosten sowie längerer Lieferzeiten.

Eine bemerkenswerte Leistung, zumal das Management angekündigt hat, dass der Großteil der Projektverkäufe erst im zweiten Halbjahr folgt. Die Zielspanne für das diesjährige EBITDA, die sich auf 30 bis 40 Mio. Euro beläuft, wurde daher bestätigt.

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass PNE dieses Ziel übertreffen wird. Dabei haben wir bereits einen

positiven Beitrag aus dem Verkauf des US-Geschäfts eingeplant, der in zwei Monaten abgeschlossen werden könnte.

Angesichts einer hohen Dynamik in allen Bereichen sehen wir darüber hinaus gute Chancen, dass PNE die ehrgeizigen Mittelfristziele bis 2027 erreichen wird (u.a. ein EBITDA-Anstieg auf mindestens 150 Mio. Euro p.a.). Das ist die Basis unseres Expansionsmodells, das unverändert einen fairen Wert von 15,40 Euro signalisiert.

Nach der starken Korrektur bietet die Aktie damit jetzt wieder ein Aufwärtspotenzial von knapp 20 Prozent. Auf der Basis stufen wir das Papier von „Hold“ auf „Buy“ hoch.

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 und Offshore-Windkraftprojekten sowie Photovoltaik-Projekten.
- Zielgerichtete Ausbau des Geschäftsmodells (Scale-up) mit der Erschließung neuer Märkte und dem Ausbau des Dienstleistungsportfolios.
- In den letzten Jahren wurde ein eigenes Windparkportfolio (aktuell 346 MW) aufgebaut, das kontinuierliche Einnahmen aus der Stromerzeugung generiert. Der weitere Ausbau auf rund 600 MW ist bereits gesichert.
- Mit rd. 105 Mio. Euro (Juni 2023) 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 jüngerer 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

- Der Verkauf des US-Geschäfts könnte noch scheitern, was eine Enttäuschung darstellen würde.
- 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
AKTIVA									
I. AV Summe	586	707	860	1.013	1.201	1.421	1.352	1.288	1.229
1. Immat. VG	65	66	66	67	68	68	68	68	69
2. Sachanlagen	354	474	626	777	965	1.184	1.114	1.049	990
II. UV Summe	335	341	349	359	373	374	411	457	498
PASSIVA									
I. Eigenkapital	232	210	205	208	230	246	247	264	287
II. Rückstellungen	10	13	16	19	22	25	28	32	35
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	548	672	816	955	1.111	1.289	1.253	1.215	1.173
2. Kurzfristiges FK	130	153	172	190	211	235	234	234	233
BILANZSUMME	920	1.048	1.209	1.372	1.574	1.795	1.763	1.744	1.728

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	126,2	141,3	176,6	224,3	269,2	312,3	356,0	398,7	446,6
Gesamtleistung	243,3	269,8	336,9	411,1	522,3	631,6	466,7	435,7	484,9
Rohrertrag	106,0	124,8	134,6	164,4	203,5	235,3	261,5	285,7	318,1
EBITDA	35,4	48,9	64,0	88,1	124,1	150,0	166,1	179,7	199,7
EBIT	6,2	13,4	21,1	37,7	69,1	86,6	88,4	106,5	130,7
EBT	23,9	-8,0	-2,7	9,0	35,7	47,9	43,6	62,9	88,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	14,1	-15,8	-2,2	6,0	24,7	33,2	30,2	43,7	61,6
JÜ	14,9	-14,3	-2,1	5,9	24,2	32,6	29,6	42,9	60,4
EPS	0,19	-0,19	-0,03	0,08	0,32	0,43	0,39	0,56	0,79

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-9,0	11,4	35,0	48,4	69,3	84,1	107,4	116,0	129,3
CF aus Investition	-98,1	-156,9	-195,8	-203,4	-243,7	-282,5	-8,6	-9,4	-10,4
CF Finanzierung	79,2	139,3	157,7	151,9	171,5	181,4	-68,9	-69,3	-86,1
Liquidität Jahresanfa.	149,6	121,6	115,5	112,4	109,3	106,4	89,4	119,4	156,7
Liquidität Jahresende	121,6	115,5	112,4	109,3	106,4	89,4	119,4	156,7	189,5

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	7,2%	12,0%	25,0%	27,0%	20,0%	16,0%	14,0%	12,0%	12,0%
Rohermargemarge	84,0%	88,3%	76,2%	73,3%	75,6%	75,3%	73,4%	71,7%	71,2%
EBITDA-Marge	28,1%	34,6%	36,2%	39,3%	46,1%	48,0%	46,6%	45,1%	44,7%
EBIT-Marge	4,9%	9,5%	11,9%	16,8%	25,7%	27,7%	24,8%	26,7%	29,3%
EBT-Marge	18,9%	-5,7%	-1,5%	4,0%	13,3%	15,3%	12,2%	15,8%	19,8%
Netto-Marge	11,8%	-10,1%	-1,2%	2,6%	9,0%	10,4%	8,3%	10,7%	13,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,3%	58,58	39,89	29,17	22,22	17,35
3,8%	38,09	27,75	21,04	16,34	12,86
4,3%	26,38	19,91	15,37	12,02	9,43
4,8%	18,82	14,44	11,21	8,71	6,73
5,3%	13,56	10,43	8,02	6,11	4,56

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)

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 15.08.2023 um 6:30 Uhr fertiggestellt und am 15.08.2023 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
11.05.2023	Hold	15,40 Euro	1), 3), 4)
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)

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 vorstehenden 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.