

31. März 2025
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

PNE AG

Intensivierte Verkaufsaktivitäten führen
zu operativem Ergebnissprung

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 14,12 € | Kursziel: 16,00 € (zuvor: 14,50 €)

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:	680
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JBPG2
Ticker:	PNE3:GR
Kurs:	14,12 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	76,6 Mio. Stück
Market Cap:	1,08 Mrd. Euro
Enterprise Value:	1,91 Mrd. Euro
Freefloat:	13,1 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	15,10 / 10,34 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	794,3 Tsd. Euro

Verkaufsaktivitäten stark ausgeweitet

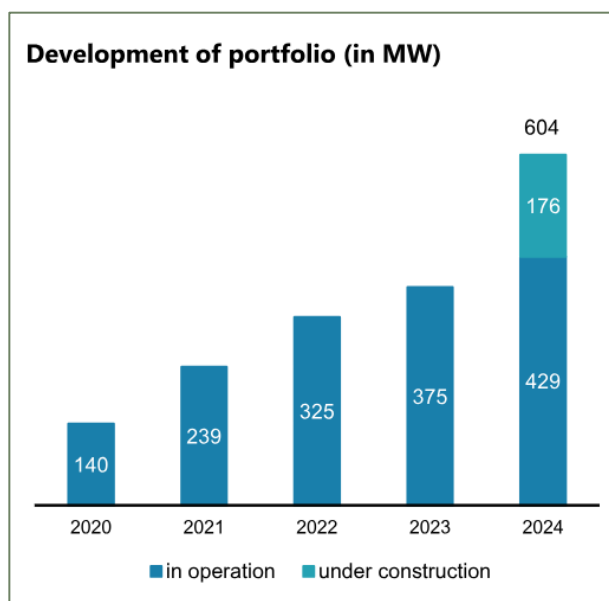
PNE hat im letzten Jahr die Strategie adjustiert und im Rahmen dessen die Erzielung von zeitnahen Gewinnen aus Projektverkäufen wieder stärker in den Fokus gerückt. Während in den Jahren zuvor neue Windparks im Kernmarkt Deutschland fast ausschließlich für das eigene Portfolio realisiert wurden, um damit über einen langen Zeitraum Erträge aus der Stromproduktion zu generieren, hat das Unternehmen in der abgelaufenen Finanzperiode gleich drei Objekte in Deutschland mit einer kumulierten installierten Leistung von 98,3 MW veräußert, wobei PNE die Projekte in der Regel bis zur Fertigstellung betreut. Im Ausland war PNE ebenfalls mit dem Verkauf der Rechte an zwei PV-Projekten in Südafrika (300 MWp), einem Windprojekt in Schottland (43 MW) sowie einem PV- und einem Windprojekt in Kanada (100 MWp / 210 MW) sehr erfolgreich. Darüber hinaus wurde eine Fokussierung auf die Kernmärkte eingeleitet, weswegen sämtliche Tochtergesellschaften und die gesamte Projektpipeline in den USA (Wind, 0,7 GW; PV 1,4 GWp) und in Schweden (Wind 300 MW) veräußert wurden. Insgesamt hat PNE im letzten Jahr Windpark- und PV-Projekte mit einer Kapa-

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	126,2	121,5	210,4	220,0	253,0	285,9
EBITDA (Mio. Euro)	35,4	39,9	69,0	85,3	105,8	140,1
JÜ (Mio. Euro)	14,9	-9,6	-13,4	1,9	12,9	31,6
EpS (Euro)	0,19	-0,12	-0,17	0,02	0,17	0,41
Dividende je Aktie (Euro)	0,08	0,08	0,08	0,04	0,04	0,04
Umsatzwachstum	69,1%	-3,7%	73,1%	4,6%	15,0%	13,0%
Gewinnwachstum	-40,7%	-	-	-	587,0%	145,5%
KUV	8,57	8,90	5,14	4,92	4,28	3,78
KGV	72,6	-	-	577,2	84,0	34,2
KCF	-	-	-	42,9	26,5	17,3
EV / EBITDA	53,8	47,8	27,6	22,3	18,0	13,6
Dividendenrendite	0,6%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%

zität von knapp 3,7 GW/GWp fertiggestellt oder verkauft, was eine Vervielfachung des Vorjahresvolumens (494 MW) darstellt. Selbst bereinigt um die Pipeline-Veräußerungen und die Fertigstellungen haben sich die Projektverkäufe auf 751,2 MW/MWp in etwa verdoppelt.

Portfolioausbau fortgesetzt

Mit den Verkäufen von Projekten in Deutschland hat PNE die Gewichtung zwischen kurz- und langfristigen Erträgen zu Gunsten der aktuellen Erträge etwas verschoben. Dennoch bleibt es ein strategisches Ziel, das eigene Portfolio weiter auszubauen. Dies ist auch im letzten Jahr gelungen, das Unternehmen konnte für den Eigenbestand drei Windparks in Deutschland mit einer installierten Leistung von 61,3 MW und den ersten Windpark in Frankreich mit 11 MW fertigstellen. Abzüglich des alten Windparks Papenrode (19 MW), der abgebaut und im Rahmen des Repowerings verkauft wurde, ist das Portfolio netto von 375 auf 429 MW gewachsen. Zum Jahresende befanden sich acht Windparks in Deutschland (mit 164,2 MW) sowie einer in Frankreich (mit 11 MW) im Bau, die zumindest teilweise für das Portfolio vorgesehen sind. Außerdem hat PNE am Stichtag als Dienstleister die Realisierung von drei bereits verkauften Projekten (mit 102 MW) betreut.



Quelle: Unternehmen

Umsatz fast verdoppelt

Die Stromerzeugung aus dem Portfolio wurde 2024 um 8 Prozent auf 748 GWh gesteigert. Bei einer im Vorjahresvergleich schwächeren Windverfügbarkeit war dabei der Ausbau der Kapazitäten der Treiber. In Kombination mit rückläufigen Strompreisen führte das zu einer Steigerung der Segmenterlöse um 5 Prozent auf 77,6 Mio. Euro. Deutlich stärker ist das Wachstum im Bereich Projektentwicklung ausgefallen, wo die umfangreichen Verkaufsaktivitäten für eine Vervielfachung der mit Externen erzielten Erlöse von 26,3 auf 108,7 Mio. Euro gesorgt hat. Zusammen mit einer fortgesetzten Expansion im Servicegeschäft, in dem die Einnahmen um 12,5 Prozent auf 24,1 Mio. Euro gesteigert wurden, hat PNE den Umsatz im letzten Geschäftsjahr um 73 Prozent auf 210,4 Mio. Euro ausgeweitet. Die fortschreitende Realisierung von Windparks hat darüber hinaus zu einer Bestandserhöhung um 123,5 Mio. Euro (Vorjahr: 136,4 Mio. Euro) geführt, woraus unter Hinzurechnung der sonstigen betrieblichen Erträge (8,6 Mio. Euro, Vorjahr: 9,9 Mio. Euro) eine Gesamtleistung von 342,6 Mio. Euro (Vorjahr: 267,8 Mio. Euro) resultierte. Damit wurde unsere Schätzung, die sich auf 344,6 Mio. Euro belaufen hatte, fast punktgenau erreicht.

Geschäftszahlen	2023	2024	Änderung
Gesamtleistung	267,8	342,6	+27,9%
- Projektentwicklung*	217,6	230,5	+5,9%
- Services*	30,8	36,5	+18,7%
- Stromproduktion*	79,0	83,0	+5,0%
Umsatz	121,5	210,4	+73,1%
- Projektentwicklung*	26,3	108,7	+313,3%
- Services*	21,4	24,1	+12,5%
- Stromproduktion*	73,8	77,6	+5,1%
EBITDA	39,9	69,0	+72,8%
- Projektentwicklung*	17,9	46,7	+160,2%
- Services*	6,5	7,8	+19,6%
- Stromproduktion*	60,3	57,7	-4,3%
EBIT	5,7	35,1	+511,7%
Jahresüberschuss	-9,6	-13,4	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, *vor Konsolidierung

Quelle: Unternehmen

EBITDA viel besser als erwartet

Die Projektverkäufe haben sich auch im EBITDA sehr positiv niedergeschlagen, wobei vor allem die Veräußerung der Windparks in Deutschland einen großen Beitrag geleistet hat. Auf Segmentebene ist ein kalkulatorischer Veräußerungsgewinn schon in 2023 (im Rahmen des internen Verkaufs der Projekte vom Bereich Projektentwicklung an den Bereich Stromerzeugung) erfasst und anschließend im Konzernabschluss eliminiert worden. Daher wurde der tatsächlich erzielte Gewinn in der Segmentberichterstattung für das Jahr 2024 nun auf der Ebene Konzern/Konsolidierung ausgewiesen. PNE hat aber adjustierte Werte für die Sparten veröffentlicht, in denen dieser Gewinn wieder in den verantwortlichen Bereich Projektentwicklung verschoben wurde, um die operative Entwicklung besser abzubilden. Das so adjustierte EBITDA des Segments ist damit binnen Jahresfrist von 17,9 auf 46,7 Mio. Euro gestiegen. Eine Verbesserung des EBITDA gab es auch im Servicesegment (von 6,5 auf 7,8 Mio. Euro), wohingegen im Bereich Stromerzeugung ein leichter Rückgang (von 60,3 auf 57,7 Mio. Euro) hingenommen werden musste. Abzüglich des Konzern-/Konsolidierungswertes von adjustiert -43,2 Mio. Euro (Vorjahr: -44,9 Mio. Euro) führt das zu einem berichteten Konzern-EBITDA von 69,0 Mio. Euro. Damit wurde nicht nur der Vorjahreswert von 39,9 Mio. Euro deutlich übertroffen, sondern auch die ursprüngliche Zielsetzung, die sich auf 40 bis 50 Mio. Euro belaufen hatte und im Februar nach den erfolgreichen Projektverkäufen zum Jahresende auf 60 bis 70 Mio. Euro angepasst worden war. Wir hatten zuletzt mit 65 Mio. Euro gerechnet.

EBIT vervielfacht

Nach Abzug der leicht rückläufigen Abschreibungen (von 34,2 auf 33,8 Mio. Euro) resultiert daraus ein EBIT von 35,1 Mio. Euro, womit der Vorjahreswert (5,7 Mio. Euro) vervielfacht wurde. Das Vorsteuerergebnis ist mit -2,8 Mio. Euro (Vorjahr: -8,6 Mio. Euro) trotzdem erneut negativ ausgefallen, was aber ausschließlich auf die Auswirkungen der nach IFRS vorgeschriebenen Folgebewertungen von bestehenden Swaps und einer KfW-Verbindlichkeit zurückzuführen ist, die das Finanzergebnis – nicht liquiditätswirksam – mit 22,7 Mio. Euro belastet haben, nach einem

Effekt von lediglich -3,8 Mio. Euro im Vorjahr. Zusammen mit den „normalen“ FK-Zinsen ergibt sich daraus ein Finanzergebnis von -37,9 Mio. Euro (Vorjahr: -14,3 Mio. Euro). Nach Abzug von Ertragssteuern (-9,9 Mio. Euro, Vorjahr: +0,4 Mio. Euro) und Minderheitsanteilen (-0,7 Mio. Euro, Vorjahr: -1,4 Mio. Euro) resultiert daraus ein Nettoergebnis von -13,4 Mio. Euro (Vorjahr: -9,6 Mio. Euro). Das Unternehmen hat aber zusätzlich ein adjustiertes Nettoergebnis veröffentlicht, das um die Effekte der Folgebewertungen bereinigt wurde und sich von -5,8 auf +10,7 Mio. Euro verbessert hat. Vor diesem Hintergrund und angesichts eines Jahresgewinns von 6,4 Mio. Euro (resp. 0,08 Euro je Aktie) auf der Ebene der Einzelgesellschaft haben die Gremien die Ausschüttung einer Dividende von 8 Cent je Aktie vorgeschlagen, die sich aus der Basisdividende von 4 Cent je Aktie und einer Sonderdividende in derselben Höhe zusammensetzt.

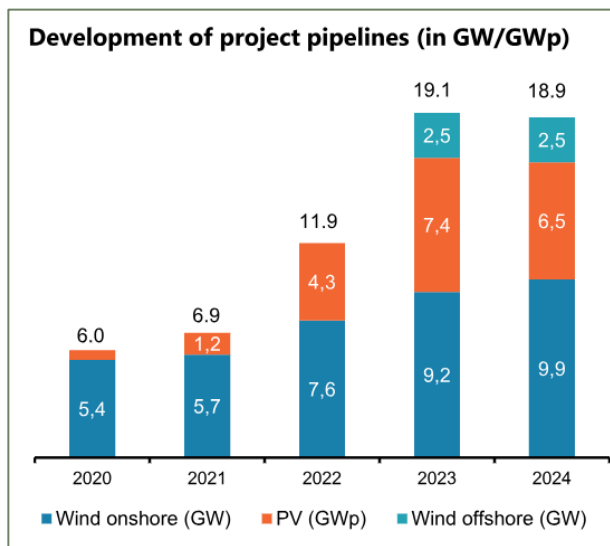
Investitionstätigkeit weiter intensiv

Obwohl jetzt auch wieder Windparkprojekte in Deutschland verkauft werden, prägt der Ausbau des Portfolios weiter die Cashflow-Rechnung, so dass sich der Mittelabfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit und der Investitionstätigkeit von -186,3 auf -206,2 Mio. Euro sogar noch etwas erhöht hat. Das wurde mit einer fortgesetzten Nettokreditaufnahme finanziert, die zu einem positiven Finanzierungs-Cashflow von 220,8 Mio. Euro geführt hat. Damit konnte die Liquidität im Jahresverlauf leicht gesteigert werden, von 90,4 auf 91,6 Mio. Euro, und bewegt sich weiterhin auf hohem Niveau.

Hoher Verschuldungsgrad

In der Bilanz spiegeln sich die stark fremdkapitalfinanzierten Investitionen der letzten Jahre inzwischen in einem hohen Verschuldungsgrad wider: Bei einer Bilanzsumme von 1,26 Mrd. Euro ergibt sich aus einem Eigenkapital von 194,6 Mio. Euro eine EK-Quote von lediglich 15,4 Prozent. Rechnet man hier allerdings die Effekte der Swap-/Kreditfolgebewertung heraus, steigt die Quote auf 17,3 Prozent. Noch deutlich besser sieht es aus, wenn man die stillen Reserven berücksichtigt, die im Portfolio wegen des Verzichts auf einen Verkauf der Projekte gebunden sind,

und die sich nach Unternehmensangaben auf 195,3 Mio. Euro belaufen – damit steigt die EK-Quote auf 26,7 Prozent. Das ist angesichts sehr werthaltiger Assets – die Sachanlagen belaufen sich auf 493 Mio. Euro und die Vorräte (darunter Anlagen im Bau) auf 288 Mio. Euro – und der gut kalkulierbaren Erlöse eine branchenübliche Größenordnung. Die stillen Reserven sind im Übrigen im letzten Jahr erstmals gesunken – von 208,6 Mio. Euro Ende 2023 –, was auf die erfolgreiche Realisierung im Zuge der Projektverkäufe in Deutschland zurückzuführen ist. Damit sieht PNE die kalkulierten Reserven als gut untermauert an.



Quelle: Unternehmen

Große Fortschritte in den Kernmärkten

Die Pipeline für die künftige Projektentwicklung konnte PNE im letzten Jahr mit 18,9 GW/GWp trotz der umfangreichen Verkäufe – insbesondere in den USA und in Schweden – nahezu auf dem Niveau des Vorjahres halten. Während im PV-Bereich vor allem der Abgang der US-Projekte durch neue Vorhaben nicht vollständig kompensiert werden konnte und es daher einen Rückgang von 7,4 auf 6,5 GWp gab, wurde die Windkraft-Pipeline in den Kernmärkten Deutschland (+25 Prozent auf 3,2 GW) und Polen (+65 Prozent auf 2,0 GW) kräftig ausgeweitet, so dass sich das Volumen der insgesamt betreuten Windkraftprojekte von 9,2 auf 9,9 GW erhöht hat.

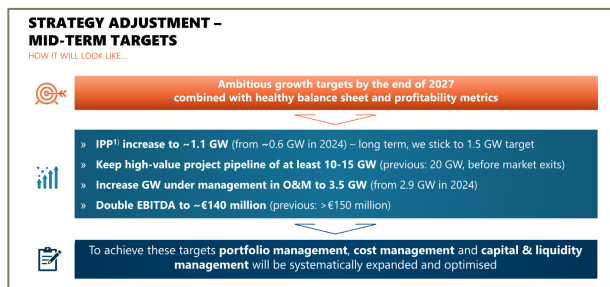
Optimierung der Aktivitäten

PNE konstatiert für mehrere Märkte eine Verbesserung der politischen Rahmenbedingungen, insbesondere in Deutschland, Frankreich und Italien gab es zuletzt Fortschritte, welche die Projektentwicklung beschleunigt haben. Zugleich sind die Branchenbedingungen allerdings durch das gestiegene Zinsniveau, höhere Kosten (Turbinen, Transformatoren) und wieder niedrigere Strompreise anspruchsvoller geworden. Darauf haben der zwischenzeitliche Interims-CEO Per Hornung Pedersen und das neue dreiköpfige Managementteam, das im April (CFO Harald Wilbert) und August 2024 (COO Roland Stanze) sowie im Januar 2025 (CEO Heiko Wuttke) sein Amt angetreten hat, eine umfassende Überprüfung des Status-quo und der Strategie vorgenommen und notwendige Anpassungsmaßnahmen eingeleitet. Zu diesen zählt die Fokussierung auf Kernmärkte, die mit dem Verkauf der Aktivitäten in den USA und Schweden bereits eingeleitet wurde. Weitere Kandidaten für eine Veräußerung sind die Türkei und Panama. Die Projekt-Pipeline wird damit künftig eher schrumpfen, aber dafür qualitativ hochwertiger und margenträchtiger sein. Darüber hinaus wurde für die Kostenstrukturen und Abläufe ein umfassender Optimierungsprozess gestartet und neue Regeln für die Kapitalallokation und die Profitabilität im Konzern aufgestellt (siehe Abbildung). Im Zuge dessen erfolgte auch die neue Ausbalancierung zwischen kurzfristigen (Projektverkäufe) und mittel- bis langfristigen (Portfolioaufbau) Erträgen. Insgesamt wurden bereits 85 Verbesserungsinitiativen gestartet, der gesamte Prozess soll 2026/27 abgeschlossen sein.

STRATEGY ADJUSTMENT – IMPLEMENTATION TOOLS
WHAT IT NEEDS...

1 Portfolio Management	2 Cost Management	3 Capital & Liquidity Management
<ul style="list-style-type: none"> » Focus on core markets: this will increase the pipeline value while - due to market exits – the nominal figure of the pipeline will decrease. We will target a smaller, but higher quality pipeline, which will decrease risks and costs significantly » Integration of BESS and hybrid projects 	<ul style="list-style-type: none"> » Optimisation of selected cost drivers (e.g. overhead analysis) » Review of outsourcing vs. insourcing » Improvement of operational excellence (project and process management measures, other sales models, economic and technical optimisation, standardised processes) » Merge as much as reasonable as quickly as possible 	<ul style="list-style-type: none"> » Allocation of capital only to projects and markets with corresponding return expectations » No cross-subsidisation of business segment: need to be "self-funding" on an "Operating Cashflow - Investing Cashflow" basis » Exception: funding of IPP segment can rely on raising project level debt » Pace of IPP build-up (keeping vs. selling) to be re-calibrated to optimise value creation and cashflow

Quelle: Unternehmen



Quelle: Unternehmen

Neue Ziele

Aus diesen Anpassungen hat das Unternehmen neue Zielsetzungen für das Jahr 2027 abgeleitet (siehe Abbildung). Das eigene Portfolio soll bis dahin auf ca. 1,1 GW (in Betrieb und im Bau) wachsen, nachdem die Strategie bisher noch auf 1,5 GW abgezielt hatte. Durch den umfassenden Optimierungsprozess liegt das EBITDA-Ziel trotzdem nicht weit unter dem Bisherigen: Angestrebt wird bis 2027 eine Verdopplung des Resultats aus dem letzten Jahr auf rund 140 Mio. Euro, gegenüber dem alten Ziel von mehr als 150 Mio. Euro. Für das laufende Jahr werden, wie schon im Februar kommuniziert, weiterhin 70 bis 110 Mio. Euro angepeilt. Damit einher geht aber ein entscheidender Unterschied zur früheren Strategie: Durch schon jetzt höhere Gewinne und den langsameren

Portfolioaufbau wird der Kapitalbedarf im aktuellen Jahr und in den Folgeperioden viel geringer ausfallen, als es die Umsetzung der früheren Pläne erfordert hätte. Mittel- bis langfristig soll das Portfolio aber weiterhin eine Größenordnung von 1,5 GW erreichen.

Aktualisierung des Modells

Die neuen Zielsetzungen harmonisieren gut mit den Modellanpassungen, die wir im Februar mit der Veröffentlichung der aktualisierten Guidance für 2024 sowie des Ausblicks für die laufende Periode vorgenommen haben. Wir hatten das von uns unterstellte Tempo beim Ausbau des Portfolios bereits da gedrosselt, aber insgesamt eine erfolgreiche Expansion in allen drei Segmenten unterstellt. Daraus hatten wir einen Anstieg des EBITDA bis auf 138 Mio. Euro im Jahr 2027 abgeleitet, was gut zu den nun veröffentlichten Unternehmenszielen passt. Unter Berücksichtigung der Abschlusszahlen und der detaillierter erläuterten strategischen Anpassungsmaßnahmen haben wir jetzt die Modelländerungen noch etwas ausgeprägter angesetzt. Das heißt, dass wir kurzfristig eine etwas höhere Umsatzrealisierung bei etwas moderateren Investitionen ansetzen, dafür aber (zur Erreichung des langfristigen Investitionsziels) einen etwas längeren Investitionsprozess unterstellen. Außerdem haben

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	220,0	253,0	285,9	317,3	352,2	387,5	418,5	451,9
Umsatzwachstum		15,0%	13,0%	11,0%	11,0%	10,0%	8,0%	8,0%
EBITDA	85,3	105,8	140,1	159,5	162,6	179,0	191,9	205,8
EBIT	47,2	63,8	94,0	104,8	108,1	126,2	141,0	156,7
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,2	19,2	28,2	31,4	32,4	37,9	42,3	47,0
NOPAT	33,1	44,7	65,8	73,4	75,7	88,3	98,7	109,7
+ Abschreibungen & Amortisation	38,1	41,9	46,1	54,7	54,5	52,9	50,9	49,1
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Operativer Brutto Cashflow	71,4	86,8	112,1	128,3	130,3	141,4	149,8	159,0
- Zunahme Net Working Capital	-14,8	-14,3	-15,9	-4,8	-5,1	-5,5	-5,8	-6,1
- Investitionen AV	-186,5	-204,1	-287,6	-160,4	-68,6	-9,4	-10,1	-10,7
Free Cashflow	-129,9	-131,5	-191,4	-36,9	56,6	126,5	134,0	142,1

SMC-Schätzmodell

wir das umfassende Optimierungsprogramm mit einer graduellen Verbesserung der Kostenquote berücksichtigt. In Summe liegt unsere EBITDA-Kurve jetzt über dem bisherigen Niveau, mit einem Schätzwert von 85,3 Mio. Euro für 2025 (bislang: 83,8 Mio. Euro), 105,8 Mio. Euro für das nächste Jahr (bislang: 104,5 Mio. Euro) und 140,1 Mio. Euro für 2027 (bislang: 138,3 Mio. Euro). Ergo trauen wir dem Unternehmen die Erreichung des Ertragsziels punktgenau zu. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2032. 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 2032 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungs-

zinssatz (WACC) von 4,3 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 7,5 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,6 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.

Neues Kursziel: 16,00 Euro

Nach der Modellaktualisierung liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 1,22 Mrd. Euro oder 15,98 Euro je Aktie, woraus wir 16,00 Euro (bisher: 14,50 Euro) als neues Kursziel ableiten. Die Erhöhung gegenüber unserem letzten Update resultiert aus einer Anhebung der Gewinnschätzungen und dem Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2025. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

PNE hat im letzten Jahr die Verkaufsaktivitäten stark gesteigert und damit auch eine Fokussierung auf die Kernmärkte eingeleitet, die mit dem Verkauf der Tochtergesellschaften und Projekte in den USA und in Schweden gestartet wurde.

Die umfangreichen Veräußerungen, insbesondere von Projekten in Deutschland, haben eine Umsatzsteigerung um 73 Prozent auf 210,4 Mio. Euro und eine Verbesserung des EBITDA von 39,9 auf 69,0 Mio. Euro ermöglicht. Damit wurde die ursprüngliche EBITDA-Guidance (40 bis 50 Mio. Euro) ebenso deutlich übertroffen wie unsere Schätzungen.

PNE achtet nun stärker darauf, dass die kurzfristige Ertragerzielung durch Projektverkäufe und der mittel- bis langfristige Potenzialaufbau durch Investitionen in das eigene Portfolio in einem ausgewogenen Verhältnis stehen. Zugleich hat das neue Management, das in den letzten zwölf Monaten installiert wurde, einen umfangreichen Optimierungsprozess eingeleitet, um die erfolgreiche Unternehmensent-

wicklung in einem anspruchsvoller gewordenen Umfeld fortzusetzen.

Für das laufende Jahr hat sich die Gesellschaft zunächst ein EBITDA von 70 bis 110 Mio. Euro zum Ziel gesetzt. Basis dieser Prognose sind geplante Projektverkäufe, insbesondere auch in den Kernmärkten Deutschland und Polen sowie in Rumänien, ein möglicher Komplettverkauf der Aktivitäten in Panama und der Türkei sowie anstehende Meilensteinzahlungen. Bis 2027 soll das EBITDA auf rund 140 Mio. Euro gesteigert und damit gegenüber 2024 verdoppelt werden.

Wir trauen dem Unternehmen das Erreichen dieser Ziele zu und haben unsere Gewinnschätzungen in Reaktion auf die neuen Informationen etwas angehoben. Zusammen mit dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2025 hat das zu einem Anstieg unseres Kursziels von 14,50 auf 16,00 Euro geführt. Angesichts eines Kurspotenzials von 13 Prozent rechtfertigt das weiterhin die Einstufung mit „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Das Unternehmen 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 429 MW) aufgebaut, das kontinuierliche Einnahmen aus der Stromerzeugung generiert. Weitere Windparks mit 176 MW sind schon im Bau.
- Mit 91,6 Mio. Euro (Ende 2024) komfortable Liquiditätsposition zur Finanzierung des weiteren Wachstums.

Chancen

- Der Portfolioausbau und die starke Pipeline stützen die operative Gewinnentwicklung, das EBITDA soll 2025 auf 70 bis 110 Mio. Euro steigen.
- Die Fokussierung auf die Kernmärkte, eine etwas höhere Zahl von Projektverkäufen und eine umfassende Optimierung der Prozesse und Kostenstrukturen dürften die Gewinnentwicklung auch darüber hinaus stützen. Bis 2027 soll das EBITDA gegenüber 2024 auf 140 Mio. Euro verdoppelt werden.
- 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

- Der Portfolioausbau erfordert hohe Investitionen und bedingt einen deutlich negativen Free-Cash-flow. PNE greift hierfür stark auf Fremdkapital zurück, die EK-Quote beträgt nur noch 15,4 Prozent.
- Hohe planmäßige Abschreibungen und Bewertungsondereffekte im Finanzergebnis haben zuletzt noch für einen hohen Nettoverlust gesorgt.
- 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 Erfolgchancen der Projektentwicklung hängen von den politischen Rahmenbedingungen ab, die einem stetigen Wandel unterliegen.

Risiken

- Engpassprobleme in der Branche verzögern aktuell die Projektrealisierung und sorgen für Kostendruck.
- Eine steigende Zahl von Stunden mit negativen Strompreisen am deutschen Spotmarkt könnte das Branchenwachstum mittelfristig bremsen.
- Mögliche Änderungen an der Regulierung der Erneuerbaren Energien in Deutschland könnten die Projektentwicklung unattraktiver machen.
- Für den angestrebten weiteren Portfolioausbau muss PNE noch Fremd- und insbesondere Eigenkapital einwerben. Das könnte in einem Umfeld mit steigenden Kosten und niedrigeren Strompreisen eine größere Verwässerung bedingen.
- Die Konsolidierungstendenzen in der Branche und das Engagement kapitalstarker Player könnten das Wettbewerbsumfeld verschärfen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
AKTIVA									
I. AV Summe	752	900	1.063	1.304	1.410	1.424	1.380	1.340	1.301
1. Immat. VG	65	66	67	67	68	68	68	68	69
2. Sachanlagen	493	640	801	1.041	1.146	1.159	1.114	1.073	1.033
II. UV Summe	512	513	525	539	535	521	549	572	591
PASSIVA									
I. Eigenkapital	195	190	200	230	261	265	282	299	318
II. Rückstellungen	11	10	8	7	5	3	2	0	-1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	842	973	1.118	1.318	1.379	1.373	1.343	1.310	1.273
2. Kurzfristiges FK	215	240	261	289	300	303	303	303	303
BILANZSUMME	1.264	1.413	1.588	1.843	1.945	1.945	1.930	1.911	1.892

GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	210,4	220,0	253,0	285,9	317,3	352,2	387,5	418,5	451,9
Gesamtleistung	342,5	393,2	470,7	567,3	491,1	428,7	441,5	474,9	510,8
Rohertrag	170,7	192,0	225,9	269,7	283,3	299,9	330,2	355,1	382,1
EBITDA	69,0	85,3	105,8	140,1	159,5	162,6	179,0	191,9	205,8
EBIT	35,1	47,2	63,8	94,0	104,8	108,1	126,2	141,0	156,7
EBT	-2,8	11,9	23,2	47,6	50,7	51,5	69,6	85,5	102,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-12,7	1,9	13,1	32,2	34,3	34,8	47,4	58,5	70,3
JÜ	-13,4	1,9	12,9	31,6	33,7	34,1	46,5	57,4	68,9
EPS	-0,17	0,02	0,17	0,41	0,44	0,45	0,61	0,75	0,90

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	-176,6	25,2	40,8	62,5	84,3	84,2	94,8	103,7	113,3
CF aus Investition	-29,6	-186,5	-204,1	-287,6	-160,4	-68,6	-9,4	-10,1	-10,7
CF Finanzierung	220,8	147,1	160,2	222,1	65,4	-36,5	-64,9	-79,3	-92,7
Liquidität Jahresanfa.	90,4	91,6	77,4	74,3	71,3	60,6	39,7	60,2	74,5
Liquidität Jahresende	91,6	77,4	74,3	71,3	60,6	39,7	60,2	74,5	84,4

Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	73,1%	4,6%	15,0%	13,0%	11,0%	11,0%	10,0%	8,0%	8,0%
Rohtragsmarge	81,1%	87,3%	89,3%	94,3%	89,3%	85,2%	85,2%	84,9%	84,5%
EBITDA-Marge	32,7%	38,8%	41,8%	49,0%	50,3%	46,2%	46,2%	45,9%	45,5%
EBIT-Marge	16,7%	21,5%	25,2%	32,9%	33,0%	30,7%	32,6%	33,7%	34,7%
EBT-Marge	-1,3%	5,4%	9,2%	16,7%	16,0%	14,6%	18,0%	20,4%	22,7%
Netto-Marge	-6,4%	0,9%	5,1%	11,1%	10,6%	9,7%	12,0%	13,7%	15,2%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,3%	64,52	43,40	31,43	23,73	18,35
3,8%	41,26	29,74	22,32	17,14	13,32
4,3%	28,11	20,96	15,98	12,30	9,48
4,8%	19,67	14,87	11,32	8,60	6,45
5,3%	13,80	10,39	7,77	5,69	4,01

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 31.03.2025 um 9:15 Uhr fertiggestellt und am 31.03.2025 um 10:30 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
21.02.2025	Buy	14,50 Euro	1), 3)
23.01.2025	Buy	13,80 Euro	1), 3), 4)
12.11.2024	Buy	13,00 Euro	1), 3), 4)
19.08.2024	Hold	14,80 Euro	1), 3)
13.05.2024	Buy	15,90 Euro	1), 3)
02.04.2024	Buy	15,00 Euro	1), 3), 4)
15.11.2023	Buy	15,40 Euro	1), 3), 4), 10)
15.08.2023	Buy	15,40 Euro	1), 3)
11.05.2023	Hold	15,40 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.