

Kleinkraftwerk Birseck AG

Schweiz / Erneuerbare Energien
 Berner Börse
 Bloomberg: KKBN SW
 ISIN: CH0023777235

Aufnahme der
 Coverage

BEWERTUNG
KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

KAUFEN
CHF10,50

31,3%
 medium

GUT DIVERSIFIZIERTER UND WACHSENDER GRÜNSTROM-NISCHENSPIELER

Kleinkraftwerk Birseck AG (KKB) ist Eigentümer und Betreiber eines gut diversifizierten Portfolios von Kraftwerken, die Strom aus erneuerbaren Ressourcen (Wasser, Wind, Solar) erzeugen, und hat eine besonders gute Position in der Wasserkraft. Mit starker finanzieller und operativer Unterstützung ihrer Hauptaktionäre (regionale Schweizer Versorgungsunternehmen) verfolgt KKB eine aggressive Wachstumsstrategie und beabsichtigt, ihre derzeitige Kapazität zu verdreifachen – auf 300 MW bis zum Jahr 2020. KKB ist eine attraktive Kombination aus starkem Wachstum und niedrigem Risiko, da Einspeisevergütungen eine stabile langfristige Basis für die Umsatzgenerierung bilden. Wir nehmen die Coverage mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von CHF 10,50 auf.

Gute technologische und geografische Diversifizierung KKBs Portfolio ist über drei Technologien (Wasser-, Wind- und Solarkraft) und fünf Länder (Schweiz, Frankreich, Italien, Deutschland und Norwegen) diversifiziert. Dies reduziert technologische und wetterbedingte Risiken (schwankendes Wind- & Wasserangebot und variierende Sonneneinstrahlung). KKB plant, ihre Diversifizierung noch weiter zu verbessern mit dem Ziel, bis zum Jahr 2020 eine Umsatzaufteilung von 40% Wasser-, 40% Wind- und 20% Solarkraft zu erreichen.

Klare Wachstumsstrategie KKB plant, ihr Portfolio an Grünstromanlagen von 104 MW am Ende des Jahres 2014 auf ca. 300 MW im Jahr 2020 zu erhöhen und dann 720 GWh zu erzeugen. Dies erfordert im Durchschnitt jährliche Kapazitätssteigerungen von ca. 40 MW.

Starke strategische Anteilseigner Drei regionale Schweizer Versorgungsunternehmen, Elektra Birseck Münchenstein, Energie Wasser Bern und Stadtwerk Winterthur haben zusammen eine Beteiligung von 80% an KKB und planen, KKBs ambitionierte Wachstumsstrategie weiterhin zu unterstützen und weitgehend zu finanzieren.

Track-Rekord steigender Dividenden Zwischen 2009 und 2013 hat KKB ihre Dividende pro Aktie von CHF 0,05 auf CHF 0,20 vervierfacht. Die Dividende für 2014 bleibt stabil bei CHF 0,20 und bietet eine Dividendenrendite von 2,5%. KKB plant eine dauerhafte Dividendenrendite von 2-3%.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz (CHF Mio.)	11,10	14,75	24,12	41,91	50,68	56,61
Jährliches Wachstum	na	32,9%	63,6%	73,7%	20,9%	11,7%
EBIT (CHF Mio.)	3,89	3,86	7,58	14,12	16,42	17,92
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	31,4%	33,7%	32,4%	31,6%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,93	0,73	1,97	5,06	5,73	6,24
EPS (verwässert) (CHF)	0,16	0,06	0,10	0,20	0,19	0,21
DPS (CHF)	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
FCF (CHF Mio.)	-16,51	-25,69	-91,13	-96,05	-35,00	-30,98
Nettoverschuldungsgrad	148,1%	107,9%	118,3%	79,5%	100,1%	118,9%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	6,67	16,41	12,57	52,84	33,39	13,93

RISIKEN

Die Hauptrisiken sind technologische Risiken, regulatorische Risiken, Finanzierungsrisiken, Akquisitionsrisiken und Währungsrisiken.

UNTERNEHMENSPROFIL

Kleinkraftwerk Birseck AG ist Besitzer und Betreiber von Kleinwasser-, Wind- und Solarkraftwerken. Das Portfolio (>100 MW) ist geografisch über die Länder Schweiz, Frankreich, Italien, Deutschland und Norwegen diversifiziert. Das Unternehmen sitzt in der Schweiz nahe Basel und ist an der Berner Börse gelistet.

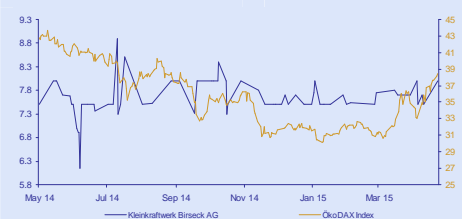
HANDELSDATEN

Stand: 5. Mai 2015

Schlusskurs	CHF 8,00
Aktien im Umlauf	17,08 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 136,66 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 6,15 / 8,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	884

Multiples	2014A	2015E	2016E
KGV	186,7	76,8	39,9
EV/Sales	6,8	4,2	2,4
EV/EBIT	26,0	13,2	7,1
Div.-Rendite	2,5%	2,5%	2,5%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2014

Liquide Mittel	CHF 17,59 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	CHF 30,06 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	CHF 4,16 Mio.
Bilanzsumme	CHF 204,39 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	CHF 21,84 Mio.
Eigenkapital	CHF 84,63 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM Trirhena AG	44,2%
Energie Wasser Bern	23,0%
Stadtwerk Winterthur	13,4%
Gebäudeversicherung Kanton Bern	3,6%
Free Float	15,8%



INHALT	SEITE
Kleinkraftwerk Birseck AG – Übersicht	1
Investment Case	3
SWOT-Analyse	4
Bewertung.....	6
<i>DCF-Modell</i>	6
Unternehmensprofil.....	8
<i>Unternehmensstruktur</i>	10
<i>Kapazität, Stromproduktion und Umsatzverteilung</i>	10
<i>Strategie</i>	13
<i>Technologien</i>	15
<i>Dividendenpolitik</i>	17
Finanzlage und -Ausblick	19
<i>Finanzlage</i>	19
<i>Finanzieller Ausblick</i>	22
Marktumfeld	25
<i>Kleinwasserkraft</i>	26
<i>Windkraft</i>	28
<i>Solkraft</i>	28
Management.....	31
Aktionärs- & Aktieninformationen	32
Gewinn- und Verlustrechnung.....	33
Bilanz	34
Cashflowrechnung	35



INVESTMENT CASE

GUT DIVERSIFIZIERTES PORTFOLIO AUS GRÜNSTROMANLAGEN

KKB besitzt und betreibt ein 104 MW Grünstromanlagen-Portfolio, das aus Wasser- (49 MW), Wind- (29 MW) und Solarkraftwerken (26 MW) besteht. Die Zahl der Anlagen (mit Ausnahme sehr kleiner Kraftwerke) beläuft sich auf mehr als 80. Neben der technologischen Diversifizierung des Portfolios ist dieses auch geografisch über die fünf Länder Schweiz, Frankreich, Deutschland, Italien und Norwegen verteilt. Sowohl die technologische als auch die geografische Diversifizierung stabilisieren die Umsätze beträchtlich. Die jährliche Stromerzeugung einzelner Kraftwerke kann in Abhängigkeit vom Wasser- und Windangebot sowie der Sonneneinstrahlung erheblich schwanken (Hydro: +/- 25%, Wind: +/- 25%, Solar: +/- 5%), was den immensen Wert eines gut diversifizierten Portfolios unterstreicht.

In den kommenden Jahren wird KKB die technologische und geographische Diversifikation der Vermögenswerte noch weiter ausbauen und zielt auf eine Umsatzaufteilung von 40/40/20 Prozent Wasserkraft, Wind und Solar (Umsatzaufteilung in Prozent zum Ende des Jahres 2014: 56/14/30). Die angestrebten regionalen Kapazitäten bis 2020 sollen sich auf Frankreich mit 39%, Deutschland mit 19%, Italien und Norwegen mit je 15% und Schweiz mit 12% aufteilen. Zur Zeit beträgt die Kapazität in Frankreich 71% und in Deutschland 15%. Der Rest verteilt sich auf Italien (4%), Norwegen (2%) und die Schweiz (8%). Wir gehen davon aus, dass die geplante Erweiterung des Portfolios und die Diversifikationsstrategie das aktuelle Risikoprofil deutlich senken werden.

STARKES WACHSTUM KOMBINIERT MIT GESICHERTEN ERTRÄGEN

KKB plant, sein Portfolio von 104 MW (Ende 2014) auf etwa 300 MW bis 2020 zu erhöhen, und hat sich zum Ziel gesetzt, dann eine jährliche Stromproduktion von 720 GWh zu erreichen.

Somit plant die Firma ihre bisherige Kapazität innerhalb von 6 Jahren zu verdreifachen, was zu deutlichen Steigerungen bei Umsatz und Gewinn führen sollte. Das schnelle Wachstum geht mit einer risikoarmen Vorgehensweise einher, da Einspeisevergütungen für den überwältigenden Teil des Portfolios stabile und sichere Umsätze von bis zu 20 Jahren garantieren. KKB plant weiterhin, Dividenden auszuschütten und eine jährliche Dividendenrendite von 2-3% zu erzielen.

ENGAGIERTE AKTIONÄRE BIETEN UMFANGREICHE STRATEGISCHE UND FINANZIELLE UNTERSTÜTZUNG

KKB hat drei strategische Aktionäre: die Versorgungsunternehmen EBM Trirhena AG (44,2%), Energie Wasser Bern (23,0%) und Stadtwerk Winterthur (13,4%). EBM gehört zu den TOP10-Versorgungsunternehmen in der Schweiz mit Umsätzen von knapp CHF 400 Mio. im Jahr 2013 und einer Bilanzsumme von rund CHF 2 Mrd. Zur Zeit managt KKB mehr als 550 Mitarbeiter, die 130.000 Kunden bedienen. In der Vergangenheit nahmen die strategischen Aktionäre an KKBs Kapitalerhöhungen teil, und wir sind überzeugt, dass sie dies auch in Zukunft tun werden, da sie ihr Exposure im Bereich der erneuerbaren Energien ausdehnen wollen. Dadurch wird das Einwerben finanzieller Mittel für die enorme Erweiterung des Portfolios für KKB viel einfacher als für andere unabhängige Stromerzeuger, denen die Unterstützung eines großen Spielers fehlt. Darüber hinaus stellt EBM rechtliche und Buchführungs- sowie allgemeine Dienstleistungen für KKB zur Verfügung. Dies ermöglicht es KKB, ihre Aktivitäten mit einem kleinen Team von fünf Personen zu managen und sich auf ihre Kernkompetenzen, nämlich den Erwerb und das Management von Ökostrom-Assets, zu fokussieren.



SWOT-ANALYSE

STÄRKEN

- **Gut diversifiziertes Portfolio von Grünstrom-Assets** KKB besitzt und betreibt ein gut diversifiziertes Portfolio von Grünstromanlagen. Die Firma investiert in drei Technologien (Wasser-, Wind- und Solarkraft) in fünf Ländern (Frankreich, Schweiz, Italien, Deutschland, Norwegen). Die Diversifizierung verringert die Volatilität der Portfolioerträge. Dieser Effekt wird sich mit den geplanten Verbesserungen der geografischen und technologischen Diversifikation erhöhen.
- **Starke strategische Aktionäre** KKB wird von drei regionalen Schweizer Versorgern unterstützt, die hinter KKBs Wachstumsstrategie stehen. Über die finanzielle Unterstützung in Form der Beteiligung an Kapitalerhöhungen hinaus bieten sie auch strategische und operative Hilfe. Aufgrund ihrer Fachkompetenz im Versorgungsgeschäft haben die strategischen Aktionäre einen Anlagehorizont, der zu KKBs Geschäftsmodell passt.
- **Effizientes und bewährtes M&A-Verfahren** Das KKB-Team hat einen stringenten und strukturierten M&A-Prozess entwickelt, um neue Vermögenswerte zu erwerben. In der Vergangenheit bildeten eine sehr gründliche technische, rechtliche und wirtschaftliche Due Diligence die Grundlage für kluge Investitionsentscheidungen.

SCHWÄCHEN

- **Niedrige Aktienliquidität** Der Streubesitz beläuft sich auf nur 15%, und das durchschnittliche Handelsvolumen in Q1 2015 betrug 20.255 (Q4 2014: 16.439). Künftige Kapitalerhöhungen, die notwendig sind, um die Wachstumsstrategie zu verfolgen, werden jedoch zu einer höheren Aktienzahl und mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zu einem höheren Handelsvolumen führen.
- **Abhängigkeit von wichtigen Mitarbeitern** KKB besteht aus einem sehr kleinen Team von fünf erfahrenen Investment- und Vermögensmanagern einschließlich des CEO und des COO. Der Verlust eines einzelnen Mitglieds kann einen erheblichen Einfluss auf den Erfolg des Unternehmens haben.

CHANCEN

- **Konsolidierung des europäischen Kleinwasserkraftmarktes** Der Markt für Kleinwasserkraft ist sehr fragmentiert. In vielen europäischen Ländern gibt es so viele Besitzer wie es Wasserkraftwerke gibt. Europäische und nationale Verordnungen werden immer herausfordernder, und mit der Marktliberalisierung wächst die Komplexität des Geschäfts. Dies führt zu wirtschaftlichen Schwierigkeiten für kleinere Betreiber und bietet KKB Möglichkeiten, Anlagen während der Marktkonsolidierungsphase zu erwerben.
- **Teilnahme an Europas wachsendem grünen Energiemarkt** Die Energieversorgung aus erneuerbaren Energiequellen dürfte in den kommenden Jahren in Europa deutlich anwachsen, da dies ein wichtiger Baustein der europäischen Strategie ist, ihre CO₂-Emissionen zu reduzieren. Als Nischenanbieter mit Schwerpunkt auf kleine bis mittelgroße Grünstromanlagen ist KKB gut positioniert, um von diesem Trend zu profitieren.
- **Effizienzsteigerung** Sowohl die technische Effizienz als auch die Ausschöpfung von Synergien, wie z.B. die Bündelung des Anlagenbetriebs vieler Anlagen, sollte die EBITDA-Marge steigern. Das wachsende Portfolio bringt viele Möglichkeiten zur Nutzung von Größenvorteilen.

RISIKEN

- **Währungsrisiko** KKB ist ein Schweizer Unternehmen, berichtet in Schweizer Franken und hat ein Euro- und Norwegische Krone-Exposure. Durch einen schwächeren Kurs des Euros und der Norwegischen Krone würde es zu geringeren Umsätzen in Schweizer Franken kommen. Dies würde Erträge und Eigenkapital belasten.
- **Akquisitionsrisiko** KKB plant, sein Portfolio bis 2020 auf ca. 300 MW zu verdreifachen. Da die Nachfrage nach Grünstromanlagen hoch ist, könnte es für KKB schwierig werden, ihr mittelfristiges Expansionsziel zu erreichen, insbesondere, da alle neu erworbenen Anlagen die Mindest-IRR-Voraussetzungen erfüllen müssen. Auch können neu erworbene Assets weniger effizient sein als erwartet. Da KKB über ein Team von sehr erfahrenen Investment- und Asset-Managern verfügt, gehen wir davon aus, dass KKB dieses Risiko minimieren kann.
- **Finanzierungsrisiko** KKB finanziert Assets in Euroland in Euro. Sehr niedrige Zentralbankzinsen und Quantitative Easing- (QE) Programme der Europäischen Zentralbank (EZB) haben zu sehr geringen Langfristzinsen geführt (10-jährige deutsche Bundesanleihe: ~0.6%). Diese Sätze sind sehr attraktiv für die Fremdfinanzierung grüner Energieanlagen. Sobald die EZB wieder zu einer restriktiveren Geldpolitik zurückkehrt, werden höhere Zinssätze die Profitabilität von neu erworbenen Grünstrom-Assets – die normalerweise stark gehebelt sind (KKBs Assets werden zu ca. 65% fremdkapitalfinanziert sein) – belasten. Allerdings sind laufende Finanzierungen normalerweise nicht betroffen, da die Zinssätze für 10 Jahre festgelegt sind.



BEWERTUNG

Unsere Bewertung der KKB AG basiert auf einem Discounted-Cash-Flow-Modell, das die zukünftig generierten freien Cashflows auf den Gegenwartswert abdiskontiert. Unser DCF-Modell liefert einen fairen Aktienwert von CHF 10,50 pro Aktie.

DCF-MODELL

Auf der Basis unseres eigenen Multi-Faktor-Risiko-Modells ermitteln wir den Eigenkapitalkostensatz von KKB, der unternehmensspezifische Risikofaktoren wie Managementstärke, Bilanz, finanzielle Risiken, Konkurrenzsituation und Unternehmensgröße berücksichtigt. Wir gehen von einem Eigenkapitalkostensatz von 5,70% aus.

Für die Fremdkapitalkosten gehen wir von einem Zinssatz von 3,50% aus. Bei einem terminalen effektiven Steuersatz von 30% ergeben sich nach Steuern Finanzierungskosten in Höhe von 2,45%.

Unsere Einschätzung von KKBs WACC (Weighted Average Capital Costs) von 3,59% basiert auf einem risikofreien Zins von 1,0% und einer Marktrisikoprämie von 5,0%. Als Zielkapitalstruktur haben wir ein Eigenkapital- / Fremdkapital-Verhältnis von 35% / 65% zugrunde gelegt.

In unserem DCF-Modell unterscheiden wir drei Planungszeiträume voneinander:

- Wir führen eine detaillierte Schätzung für den Zeitraum 2015E – 2020E (sechs Jahre) durch. Wir prognostizieren sowohl die Gewinn- und Verlustrechnung als auch die Bilanz und die Kapitalflussrechnung im Detail.
- Für den Planungszeitraum 2021E – 2029E (9 Jahre) werden die für die Wertermittlung (Gewinn- und Verlustrechnung, CAPEX, Working Capital uvm.) relevanten Parameter ermittelt.
- Für den terminalen Zeitraum gehen wir von einem stetigen Umsatzwachstum, einer konstanten EBIT-Marge und einem konstanten Steuersatz aus.

Detaillierte Prognosen für die Jahre 2015E – 2016E werden in dem Kapitel „Finanzlage & Ausblick“ dargestellt. Für den Planungszeitraum bis 2020E gehen wir davon aus, dass KKB sein Portfolio auf 300 MW steigern wird. Für den Zeitraum 2021E – 2029E prognostizieren wir:

- eine Umsatzwachstumsrate von 1%;
- eine leicht von 30,7% auf 30,8% steigende EBIT-Marge;
- einen effektiven Steuersatz von 30%;
- einen stabilen Wert der Sachanlagen.

Für den terminalen Zeitraum schätzen wir eine Umsatzwachstumsrate von 1%, eine EBIT-Marge von 30,8% und einen Steuertarif von 30%.

Wir haben die modellierten Kapitalerhöhungen in 2015E und 2016E in unsere Berechnung integriert und die diskontierte Anzahl der zusätzlichen Aktien zu der aktuellen Anzahl von 17,08 Mio. Aktien und die diskontierten Finanzmittel aus der Kapitalerhöhung zum Nettoschulden- / Nettokassenbestand hinzugefügt. Wir haben zwei Kapitalerhöhungen (4,445 Mio. und 8,889 Mio. Aktien) zu CHF 9,00 in 2015E und 2016E modelliert. Die (undiskontierten) Gesamterlöse aus den Kapitalerhöhungen belaufen sich auf CHF 40 Mio. + CHF 80 Mio. = CHF 120 Mio.



Abbildung 1: DCF-Modell

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in Tsd CHF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoumsatz	24.120	41.907	50.682	56.614	61.519	65.086	65.737	66.394
NOPLAT	6.563	11.782	13.791	15.070	15.972	16.866	17.133	17.207
+ Abschreibungen	6.337	11.274	14.702	16.901	18.630	19.419	20.079	20.193
= Operativer Cashflow (netto)	12.900	23.057	28.494	31.971	34.603	36.286	37.212	37.400
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-99.843	-112.780	-55.828	-54.522	-26.721	-26.050	-19.990	-20.103
Capex	-97.000	-112.500	-55.400	-54.500	-26.800	-26.139	-20.079	-20.193
Working Capital	-2.843	-280	-428	-22	79	89	88	90
= Freier Cashflow (FCF)	-86.943	-89.723	-27.335	-22.550	7.881	10.236	17.221	17.297
GW der FCFs	-85.087	-84.759	-24.928	-19.853	6.698	8.397	13.639	13.224

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2015-2029)	-90.580
GWs der FCFs in der Terminalperiode	360.263
Unternehmenswert (EV)	269.682
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	36.398
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.466
Shareholder value	312.547

Fairer Wert je Aktie	10,50
----------------------	-------

WACC	3,6%
Eigenkapitalkosten	5,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,5%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,5%
EK-Anteil	35,0%
FK-Anteil	65,0%
Fairer Wert je Aktie	10,50

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,8%	13,16	14,54	16,20	18,23	20,77	24,04	28,41
	3,0%	11,60	12,74	14,08	15,48	17,68	20,15	23,34
	3,2%	10,26	11,21	12,32	13,64	15,21	17,14	19,56
	3,4%	9,11	9,91	10,84	11,92	13,20	14,74	16,62
	3,6%	8,11	8,79	9,57	10,48	11,53	12,78	14,28
	3,8%	7,22	7,81	8,48	9,24	10,12	11,15	12,37
	4,0%	6,44	6,95	7,53	8,18	8,92	9,78	10,78
	4,2%	5,74	6,19	6,69	7,25	7,88	8,61	9,44

Aus Layoutgründen zeigt Abbildung 1 nur die Jahre 2015E – 2022E.

UNTERNEHMENSPROFIL

Kleinkraftwerk Birseck AG (KKB) ist ein schweizerisches Unternehmen mit Hauptsitz in Mühlenstein in der Nähe von Basel. KKB fungiert als Holding für ihre Tochterunternehmen in den verschiedenen Ländern. Das Unternehmen ist in fünf Ländern aktiv: Schweiz, Frankreich, Deutschland, Italien und Norwegen (siehe Abbildung 2). Die Tochterfirmen besitzen und betreiben Grünstromanlagen wie z.B. kleine Wasserkraftwerke, Windparks, und Photovoltaik- (PV) Anlagen – insgesamt über 80 Anlagen (ausgenommen sehr kleine PV-Anlagen). Der überwiegende Teil der Anlagen gehört vollständig den Tochterfirmen. Manchmal gehören den Tochterfirmen ein Mehrheits- oder ein Minderheitsanteil. KKB besteht aus einem Team von fünf erfahrenen Investment- und Assetmanagern. Das Unternehmen ist an der Berner Börse in der Schweiz gelistet und berichtet gemäß schweizerischen Rechnungslegungsregeln. Als Folge einer großen Kapitalerhöhung verdoppelte sich die Marktkapitalisierung in 2014 auf CHF 128,1 Mio. von CHF 59,2 Mio. Ende 2013.

Abbildung 2: Länder, in denen KKB aktiv ist (dunkelblau)



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

In den letzten Jahren hat KKB ein Grünstromanlagen-Portfolio aufgebaut, das am Ende des Jahres 2014 eine Kapazität von 104 MW (anteilig) hatte. Die Gesellschaft hat das notwendige Eigenkapital über Kapitalerhöhungen in den Jahren 2012-14 eingeworben. KKB plant, ihr Kraftwerksportfolio auf 300 MW mit einer Leistung von ca. 720 GWh im Jahr 2020 zu erhöhen. KKB versucht, von potenziellen Synergien zu profitieren und damit ihre operative Effizienz zu verbessern.



Abbildung 3: Geschichte von KKB AG

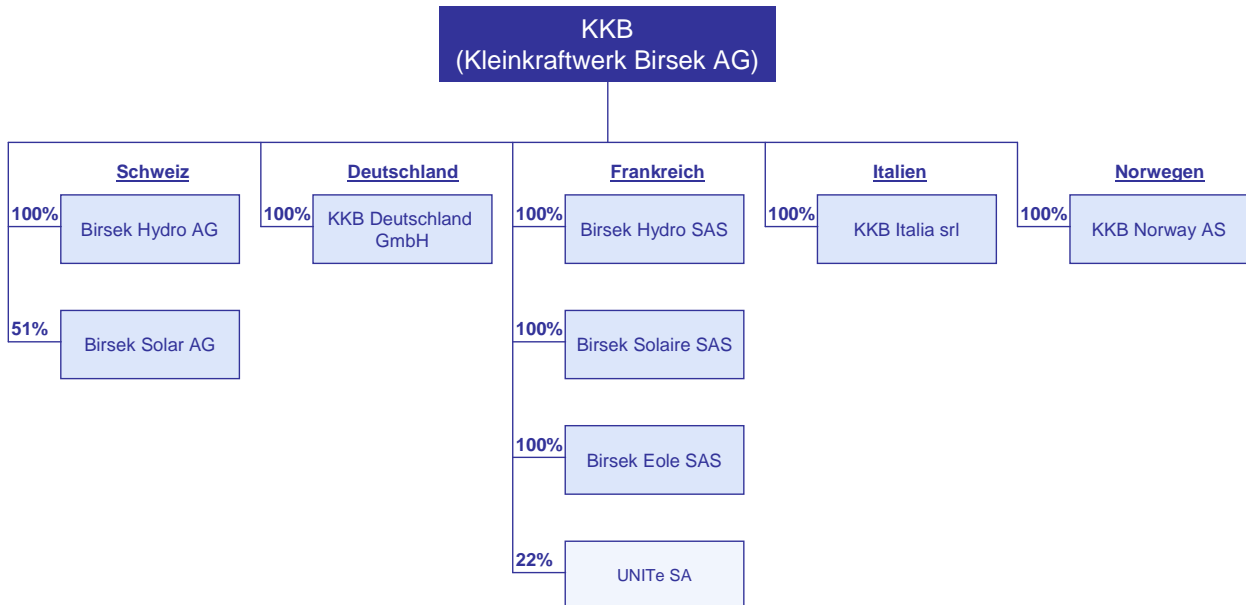
Jahr	Meilensteine des Unternehmens
2005	- Gründung der KBB AG durch den Schweizer Energieversorger Elektra Birseck Münchenstein (EBM) gegen Sacheinlage: Wasserkraftwerk „Laufen“ und Solarkraftwerke
2010	- Einstieg in den französischen Markt durch den Erwerb von sieben kleinen Wasserkraftwerken - Listing der KBB AG an der Berner Börse in der Schweiz
2011	- Inbetriebnahme des zu jenem Zeitpunkt größten Schweizer Solarkraftwerks mit 1,17 MW
2012	- Kapitalerhöhung: ca. 3,3 Mio. Aktien zu CHF 8,60 - Schweizer Versorger Energie Wasser Bern erwirbt eine 38%-Beteiligung an der Tochterfirma Birseck Hydro SAS gegen Sacheinlage
2013	- Erwerb des Kleinwasserkraftwerks Cogeco Washington SAS (6 MW) - Kapitalerhöhung: 3,5 Mio. Aktien zu CHF 8,60 - Erwerb von 18 Solarkraftwerken (8,3 MW) in der Schweiz - Schweizer Versorger Stadtwerk Winterthur erwirbt Anteil an KKB - Betrieb eines Portfolios von Kleinwasser-, Wind- und Solarkraftwerken (kontrollierte Leistung von 57 MW)
2014	- Realisierung des ersten Windparks (12 MW) in Frankreich - Gründung einer deutschen Tochterfirma und Übernahme zweier Windparks in Deutschland (9,2 und 6,3 MW) - Gründung einer italienischen Tochterfirma und Übernahme von Solarkraftwerken (4,2 MW) - Einstieg in den norwegischen Kleinwasserkraftwerke-Markt - Kapitalerhöhung: ca. 9,2 Mio. Aktien zu CHF 9,00 - Portfolio-Bestandserhöhung um 82% von 57 MW auf 104 MW

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

UNTERNEHMENSSTRUKTUR

KKB AG fungiert als Holding für die Landesgesellschaften, welche die Grünstromanlagen (siehe Abbildung 4) halten. KKB hält eine Minderheitsbeteiligung an der französischen Firma UNITe SA, die ein diversifiziertes Portfolio von Wasser-, Wind- und Solaranlagen in Frankreich besitzt und betreibt.

Abbildung 4: Unternehmensstruktur



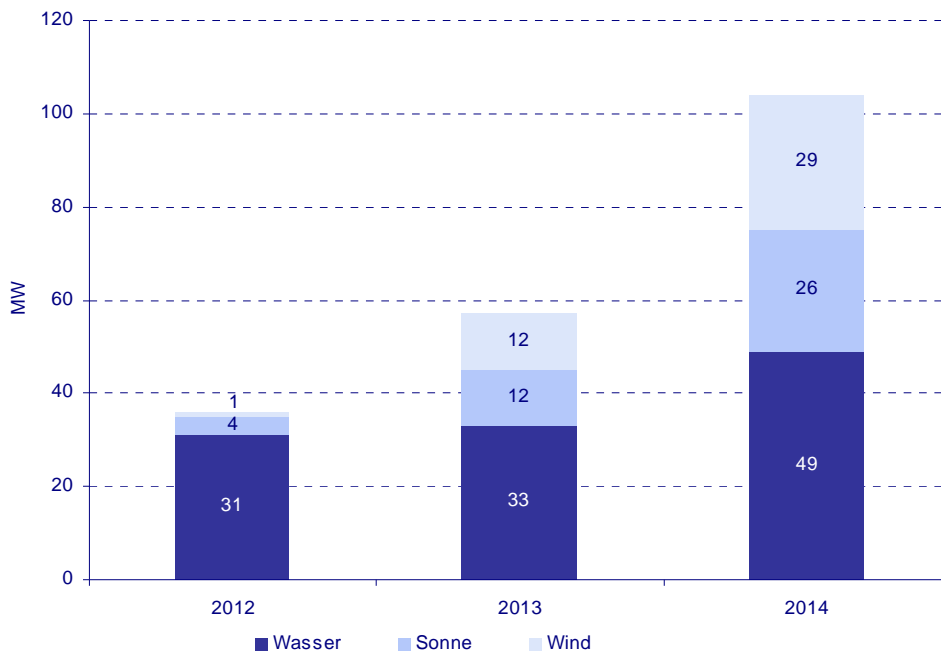
Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

KAPAZITÄT, STROMPRODUKTION UND UMSATZVERTEILUNG

Im Jahr 2014 erhöhte KKB ihre Kapazität um 82% von 57 MW auf 104 MW (anteilig). Die wesentlichen Akquisitionen waren zwei deutsche Windparks (9,2 und 6,3 MW) und eine Mehrheitsbeteiligung an zwei 12 MW-Teilen einer 300 MW PV-Anlage in der Nähe von Bordeaux im Südwesten Frankreichs. Diese Anlage wird die größte PV-Anlage in Europa und Strom zu Kosten von 105 €/MWh erzeugen. Abbildung 5 (nächste Seite) zeigt die Entwicklung der Verteilung der Kapazität von KKB auf Kleinwasserkraft, Wind- und Solarenergie.



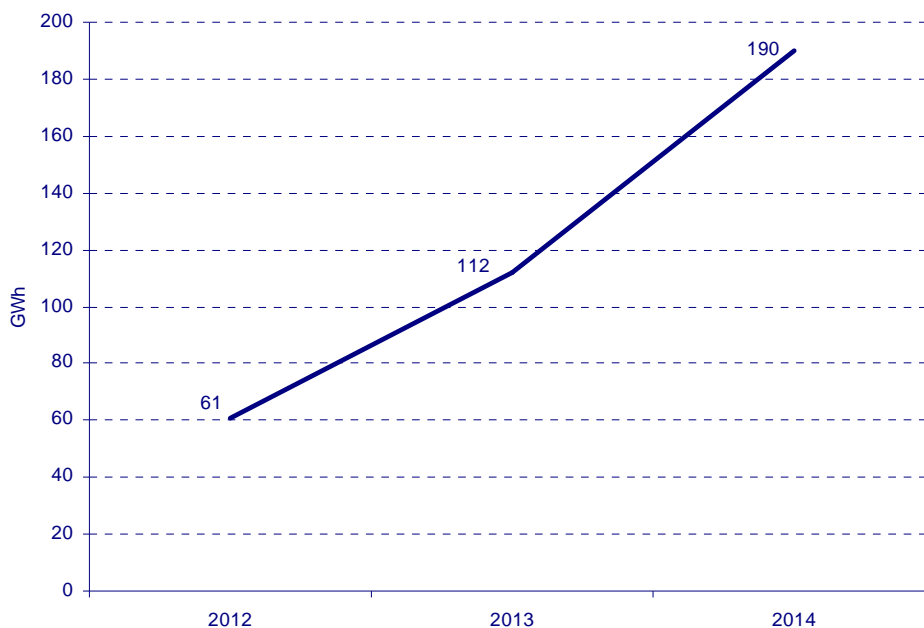
Abbildung 5: Kapazitätsaufteilung zwischen Wasser-, Wind- und Solarkraft 2012 – 2014



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Im Jahr 2014 stieg die Stromproduktion auf 190,3 GWh (anteilig). Wasserkraft generierte 154,2 GWh, was 2,5% über dem Budget lag. Solarenergie steuerte 18,3 GWh und Windkraft 17,8 GWh bei, was ein wenig unter den Erwartungen KKBs lag, da es neben des niedrigen Windangebots anfänglich noch Probleme mit den beiden deutschen Windparks gab, die 2014 in Betrieb gingen. Abbildung 6 zeigt den Anstieg der Stromproduktion von 2012 – 2014.

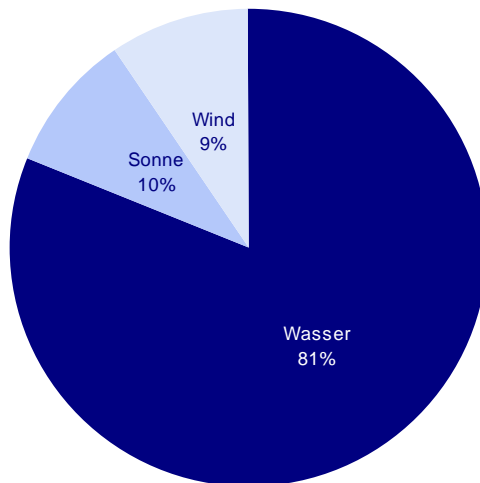
Abbildung 6: Stromproduktion 2012 – 2014



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Abbildung 7 gibt einen Überblick über die Stromproduktion je Technologie. In 2014 wurden mehr als 80% der Elektrizität (154,2 GWh von 190,3 GWh) von Kleinwasserkraftwerken produziert.

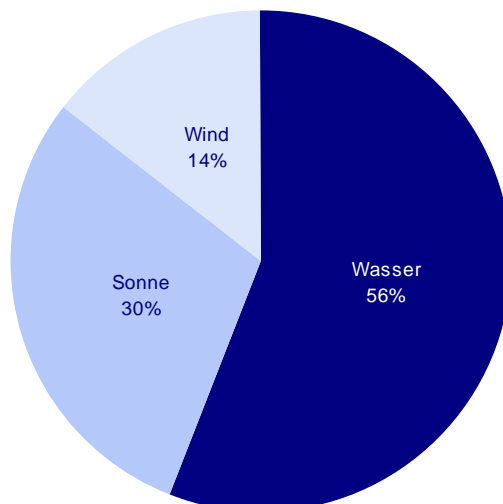
Abbildung 7: Aufteilung der Stromproduktion in 2014



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Die Umsatzaufteilung nach Technologien (siehe Abbildung 8) zeigt, dass Kleinwasserkraftwerke immer noch die Hauptumsatzträger (56%) sind, gefolgt von Solar (30%) und Windkraft (14%). Im Vergleich zum Wasserkraftanteil von 81% in 2013 ist der Anteil jetzt – im Einklang mit KKBs Diversifikationsstrategie – deutlich geringer.

Abbildung 8: Umsatzaufteilung per Technologie in 2014

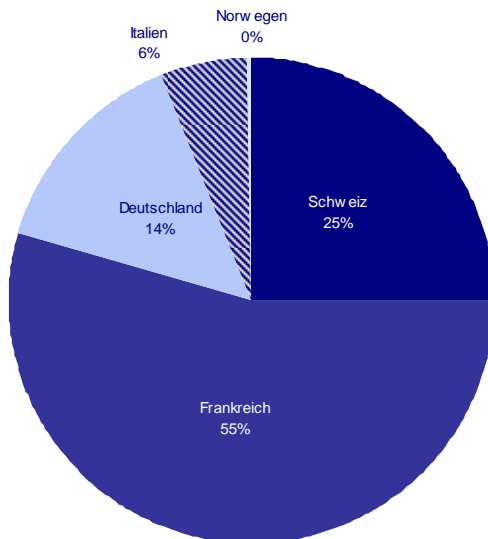


Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Im Jahr 2014 wurde der größte Teil des Umsatzes (55%) in Frankreich erzeugt. Dies war vor allem auf das große Wasserkraftwerks-Portfolio zurückzuführen, das 144,8 GWh Strom produzierte. Der zweitgrößte Markt war die Schweiz mit 25%. Deutschland leistete durch die

zwei neuerworbenen Windparks Selmsdorf und Pölzig einen Beitrag von 14%. Italiens Solaranlage (4,2 MW) trug 6% bei. Der norwegische Beitrag war minimal, da die zwei Wasserkraftwerke Strandjordselva (0,8 MW) und Snefjellkraft (2,7 MW) erst zum Ende des Jahres 2014 erworben wurden (siehe Abbildung 9).

Abbildung 9: Regionale Umsatzaufteilung in 2014



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

STRATEGIE

KKB ist in der dezentralen Produktion von Ökostrom aktiv mit dem Fokus auf kleinere Anlagen. Laut KKB definieren sich Kleinanlagen wie folgt:

- Wasserkraftanlagen mit einer Kapazität von bis zu 10MW,
- Solaranlagen mit einer Kapazität von bis zu 10 MWp (Freilandanlage) und bei Aufdachanlagen mit bis zu 2 MWp und
- Windparks mit bis zu 15 MW.

Bis zum Jahr 2020 will KKB ein wichtiger europäischer Nischenspieler im Bereich der Erzeugung erneuerbaren Stroms sein. Basis dafür soll ein 300-MW-Portfolio mit kleinen regenerativen Kraftwerken sein, das durch den Kauf, den Bau und die Optimierung dieser Vermögenswerte aufgebaut wird. Die Firma plant, von Skaleneffekten und technologischer Diversifizierung zu profitieren, um stabile Erträge zu gewährleisten und das Risiko der Assets zu senken.

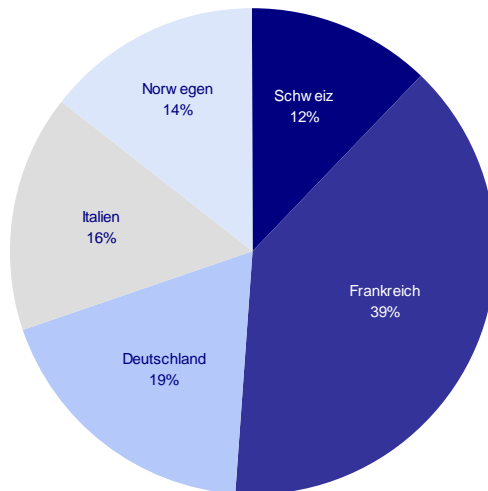
Die Firma will ein Portfolio erreichen, das den Umsatzanteil je Land auf 40% und je Technologie auf 50% begrenzt. Darüber hinaus will KKB eine kritische Masse von 50 MW für jedes Land erreichen, in dem es tätig ist, mit Ausnahme der Schweiz.

Wachstum

Um das Ziel von 300 MW zu erreichen, plant KKB bis zum Jahr 2020 ihr Portfolio um durchschnittlich 40 MW pro Jahr zu erhöhen. Das größte Wachstum ist für den Windsektor geplant, gefolgt vom Wasserkraft- und Solarsektor. Wir erwarten eine Aufteilung der Regionalkapazität (in %) von 39/19/16/14/12 auf Frankreich/Deutschland/Italien/Norwegen/Schweiz bis 2020E. Darüber hinaus prognostizieren wir eine Aufteilung von 40/33/27 für

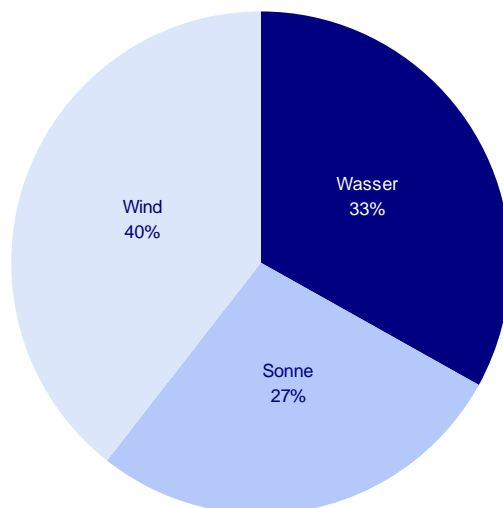
Wind/Wasserkraft/Solar (Kapazität in %). Die Abbildungen 10 und 11 zeigen die Aufteilung je Region und Technologie in 2020E.

Abbildung 10: Erwartete regionale Kapazitäts-Aufteilung in 2020



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Abbildung 11: Erwartete Kapazitäts-Aufteilung je Technologie in 2020



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Geringes Risiko

KKB verfolgt eine risikoarme Strategie mit folgenden Grundsätzen:

- 2/3 des Kapitals wird in Anlagen investiert, die den Betrieb bereits aufgenommen haben oder schon für längere Zeit in Betrieb sind,
- 1/3 des Kapitals kann in Anlagen investiert werden, die baureif sind,

- Projektentwicklungsrisiken werden nur in einer 500 km-Zone um Basel eingegangen, wenn KKB sich auf lokale Expertise verlassen kann. Nur max. 2,5% des Kapitals wird für Projektentwicklung verwendet.

Die Gesellschaft rechnet mit einer Anlage-Lebensdauer von 25 Jahren für PV und Wind, und von 40 Jahren für die Wasserkraft. Neue Assets werden nur erworben, wenn sie die Mindest-IRR-Hürde erfüllen, die KKB für jedes Land und jede Technologie festgelegt hat. KKB plant, mit einem relativ hohen durchschnittlichen Eigenkapitalanteil von 35% in neue Anlagen zu investieren. Die vergleichsweise geringe Hebelwirkung ist ein weiterer Baustein der Strategie geringen Risikos.

TECHNOLOGIEN

Wasserkraft

Wasserkraftwerke nutzen die Bewegung von Wasser, um elektrische Energie zu erzeugen. Ein Wasserkraftwerk erfordert einen stetigen Wasserfluss und eine angemessene Fallhöhe des Wassers. Bei einer typischen Installation wird das Wasser aus einem Reservoir durch einen Kanal oder ein Rohr in eine Turbine geleitet. Durch den Druck des fließenden Wassers auf die Turbinenschaufeln entsteht eine Wellen-Drehbewegung. Ein elektrischer Generator, der mit der Welle verbunden ist, wandelt die Bewegung der Welle in elektrische Energie um, welche ins Netz eingespeist werden kann.

Typische Wasserkraftturbinen sind Francis-Turbinen, Kaplan-Turbinen und Pelton-Turbinen. Wasserturbinen haben eine sehr lange industrielle Tradition und einen hohen Wirkungsgrad von bis zu 95%. Ihre Leistung ist abhängig von der Wasserversorgung und kann saisonal um +/- 25% variieren, da sie abhängig vom Niederschlag und der Verdunstung ist und dem daraus resultierenden Wasserstand der Flüsse.

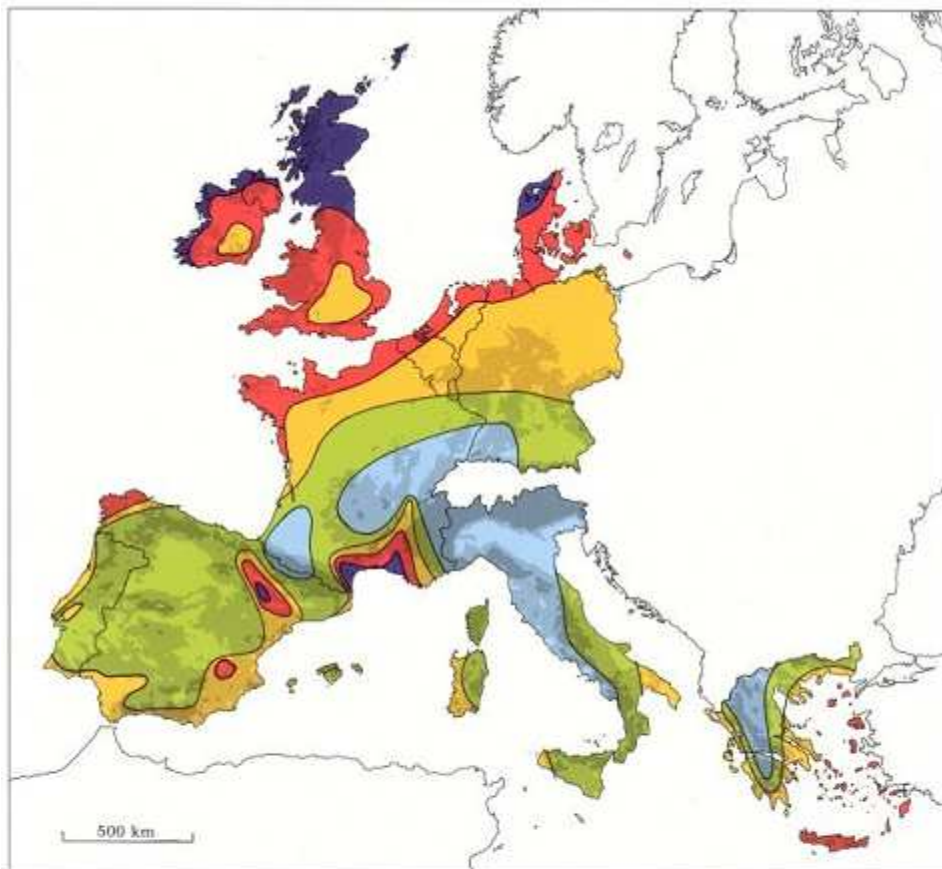
Investitionen in Kleinwasserkraft variieren von 1,5 Mio. bis 6,5 Mio. €/MW, abhängig von der spezifischen Lage, der Kapazität (größere Anlagen sind aufgrund von Skaleneffekten vergleichsweise günstiger) und der regulatorischen Unterstützung für die Technologie. Einige Wasserkraftwerke können wettbewerbsfähige Preise anbieten, andere benötigen regulatorische Unterstützung wie Einspeisetarife, um profitabel zu arbeiten.

Windkraft

Windkraftanlagen nutzen Luftstrom, um elektrische Energie zu erzeugen. Moderne Windkraftanlagen haben in der Regel ein ähnliches Design – eine horizontale Windturbinen-Achse, welche mit einem Rotor und drei Rotorblättern ausgerüstet und mit einer Gondel auf einem hohen Rohrturm angebracht ist. Onshore-Anlagen haben eine Kapazität von ca. 2-3 MW und eine Reichweite von ca. 3.000 Volllaststunden in Küstenregionen und ca. 2.000 Volllaststunden im Binnenland. Die folgende Karte zeigt einen Überblick über europäische Windressourcen (siehe Abbildung 12 auf der nächsten Seite).

Investitionen in Windkraftanlagen belaufen sich auf ca. 1,0 - 1,8 Mio. €/MW, und die Stromproduktionskosten liegen zwischen 45 und 107 €/MW, abhängig von Turbinengröße und -technologie sowie von lokalen Windressourcen (siehe Fraunhofer ISE-Studie: Stromgestehungskosten Erneuerbare Energien, November 2013).

Abbildung 12: Europäischer Windatlas



Wind resources ¹ at 50 metres above ground level for five different topographic conditions										
	Sheltered terrain ²		Open plain ³		At a sea coast ⁴		Open sea ⁵		Hills and ridges ⁶	
	m s ⁻¹	Wm ⁻²	m s ⁻¹	Wm ⁻²	m s ⁻¹	Wm ⁻²	m s ⁻¹	Wm ⁻²	m s ⁻¹	Wm ⁻²
	> 6.0	> 250	> 7.5	> 500	> 8.5	> 700	> 9.0	> 800	> 11.5	> 1800
	5.0-6.0	150-250	6.5-7.5	300-500	7.0-8.5	400-700	8.0-9.0	600-800	10.0-11.5	1200-1800
	4.5-5.0	100-150	5.5-6.5	200-300	6.0-7.0	250-400	7.0-8.0	400-600	8.5-10.0	700-1200
	3.5-4.5	50-100	4.5-5.5	100-200	5.0-6.0	150-250	5.5-7.0	200-400	7.0- 8.5	400- 700
	< 3.5	< 50	< 4.5	< 100	< 5.0	< 150	< 5.5	< 200	< 7.0	< 400

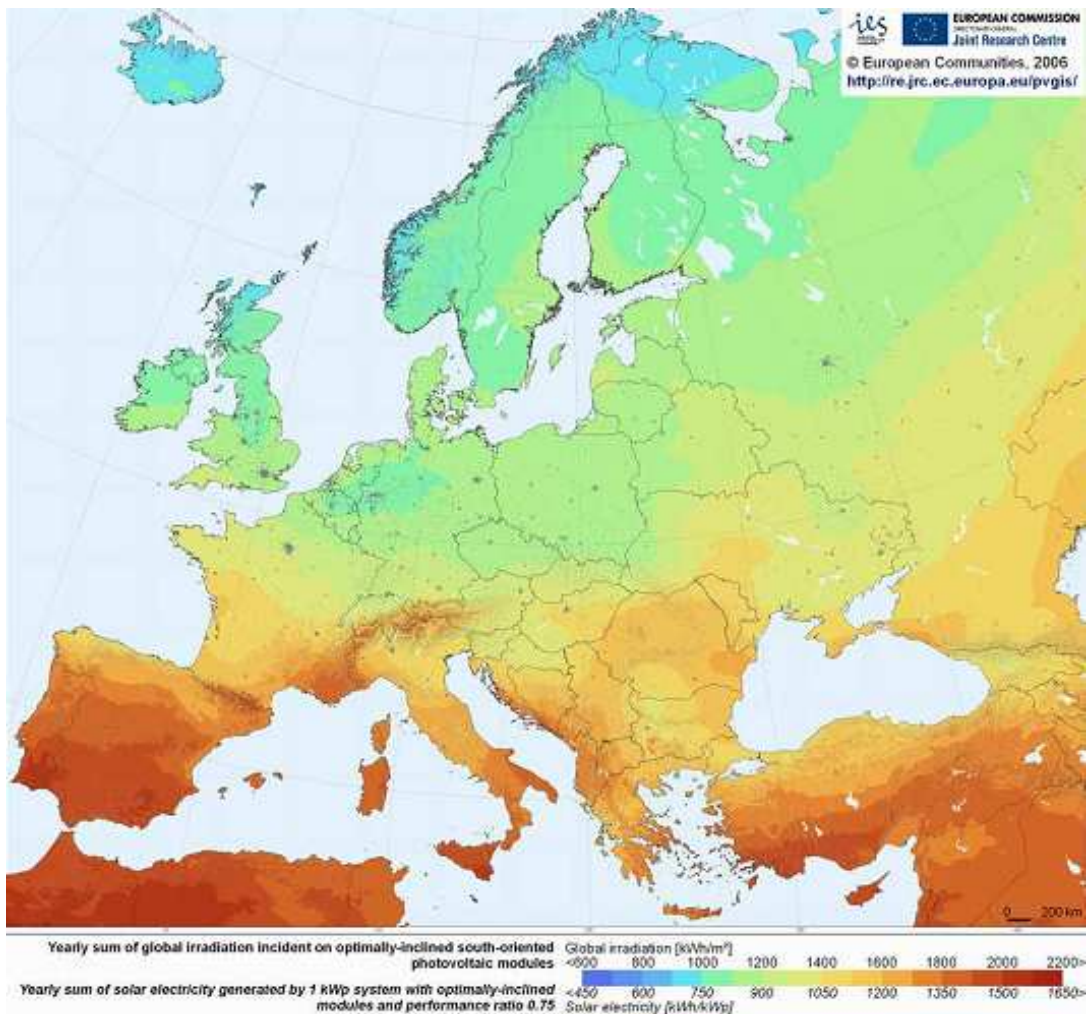
Quelle: First Berlin Equity Research, Risø National Laboratory, Dänemark

Solarenergie

Eine photovoltaische (PV) Zelle ist eine Vorrichtung, die Licht unter Verwendung des photovoltaischen Effekts in elektrische Energie umwandelt. Die erzeugte Leistung schwankt mit der Stärke der Sonneneinstrahlung. In Südfrankreich erreicht die Einstrahlung 1.450 kWh/m² pro Jahr, was zu einer Stromproduktion von bis zu 1.380 MWh/MWp pro Jahr führt. In Süditalien ergibt die Einstrahlung von bis zu 1.800 kWh/m² eine Stromproduktion von bis zu 1.680 MWh/MWp. Abbildung 13 (nächste Seite) gibt einen Überblick über die jährliche europäische Einstrahlung.

Investitionen in größere PV-Dachanlagen (10 – 1.000 kWp) belaufen sich auf ca. 1,0 – 1,7 Mio. €/MW. Für Freiflächenanlagen (> 1 MWp) liegen sie bei ca. 1,0 – 1,4 Mio. €/MWp. Je nach Größe, Einstrahlung und Anlagenkonfiguration variieren die Stromproduktionskosten von 60 bis zu 140 €/MWh. In Südfrankreich liegen die Stromproduktionskosten zwischen 80 – 120 €/MWh, während sie im Süden Italiens im Bereich von 60 – 100 €/MWh liegen (ISE 2013).

Abbildung 13: Solarstrompotenzial in Europa



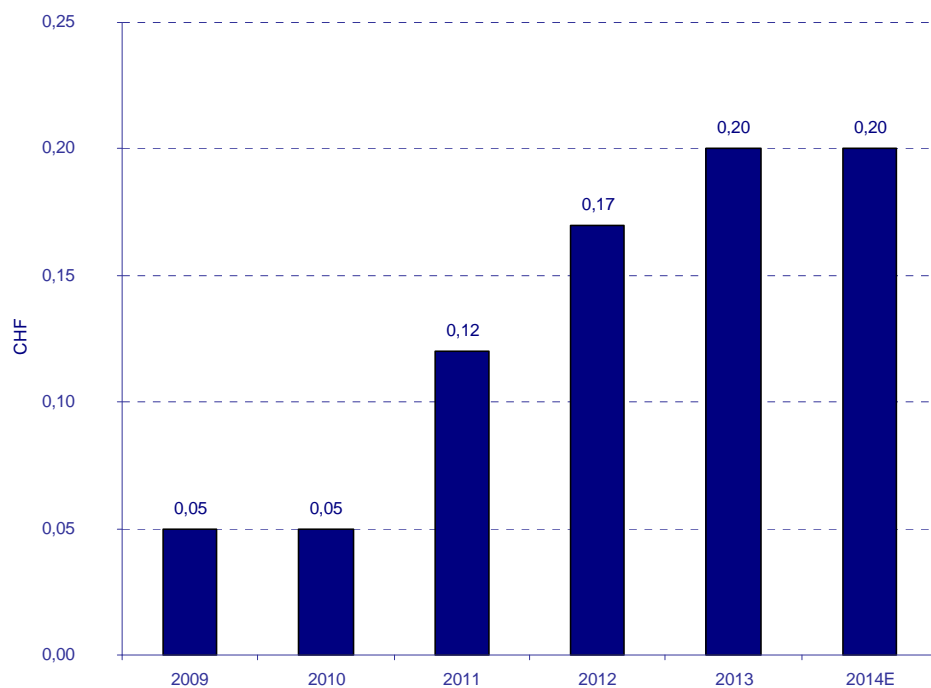
Quelle: First Berlin Equity Research, European Joint Research Centre

DIVIDENDENPOLITIK

Seit dem Börsengang im Jahr 2010 schüttet KKB regelmäßig Dividenden aus. Die Dividende wurde von CHF 0,05 je Aktie im Jahr 2010 auf CHF 0,20 im Jahr 2013 vervierfacht (siehe Abbildung 14 auf der nächsten Seite). Für 2014 schlägt die Geschäftsführung vor, eine Dividende von CHF 0,20 auszuschütten. KKB plant, Aktionären langfristig eine jährliche Dividendenrendite von 2-3% anzubieten.



Abbildung 14: Dividendenentwicklung 2009 – 2014E



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

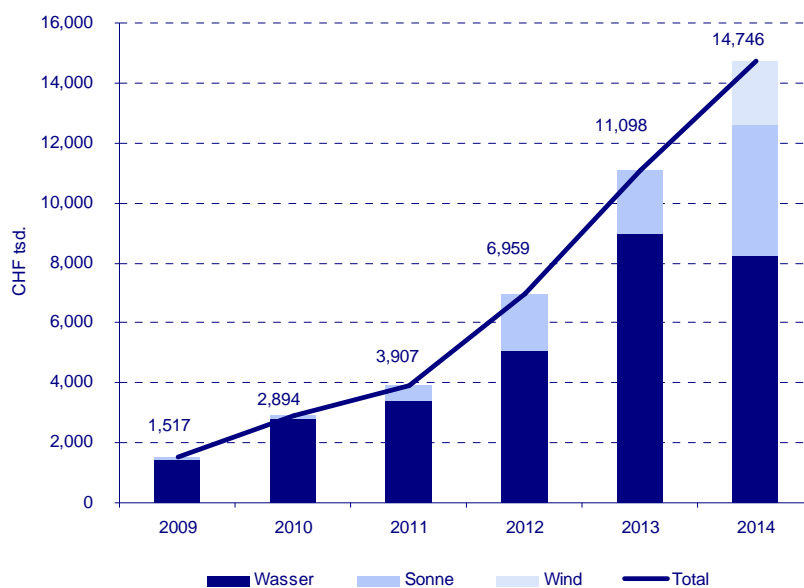
FINANZLAGE UND -AUSBLICK

FINANZLAGE

Gewinn- und Verlustrechnung

Im Jahr 2014 steigerte KKB den Umsatz um 33% auf CHF 14,8 Mio. Das Umsatzwachstum wurde größtenteils durch im Jahr 2013 gekaufte Assets vorangetrieben, die im Jahr 2014 zum ersten Mal einen ganzjährigen Beitrag leisteten. Neue Kraftwerke, die zusätzlich im Jahr 2014 ins Portfolio aufgenommen wurden, schlugen sich erstmalig in den Ergebnissen nieder. Im Jahr 2014 stieg das Portfolio auf 104 MW von 57 MW am Ende des Jahres 2013. Abbildung 15 zeigt die Umsatzentwicklung seit 2009:

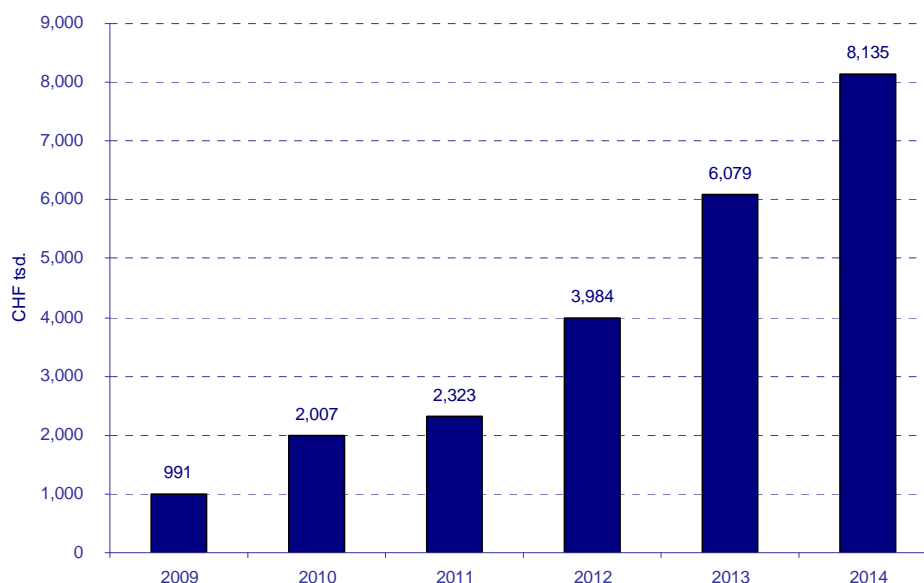
Abbildung 15: Umsätze 2009 – 2014



Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Durch den höheren Umsatz und fast stabile Materialkosten von (CHF 3,2 Mio. vs. CHF 3,1 Mio. im Jahr 2013) ist der Bruttogewinn von CHF 8,0 Mio. auf CHF 11,5 Mio. gestiegen (+44% J/J).

Das EBITDA stieg von CHF 6,1 Mio. in 2013 auf CHF 8,1 Mio. an (+33% J/J). Die relativ niedrige Steigung des EBITDA ist auf die gestiegenen Personalkosten (CHF 0,7 Mio. vs. CHF 0,1 Mio. im Jahr 2013) und sonstigen betrieblichen Aufwendungen (CHF 3,2 Mio. vs. CHF 2,0 Mio. im Jahr 2013) zurückzuführen. Im Herbst 2013 begann KKB, feste Mitarbeiter einzustellen (zur Zeit sind es 5 Mitarbeiter). Ursachen für die gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren das Wachstum der KKB-Gruppe und Markteintrittskosten, die darauf zurückzuführen waren, dass KKB neue nationale Töchter gegründet hat. Seit 2009 hat KKB das EBITDA kontinuierlich gesteigert (siehe Abbildung 16 umseitig).

Abbildung 16: EBITDA 2009 – 2014

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Das EBIT lag leicht unter dem Vorjahreswert (CHF 3,86 Mio. vs. CHF 3,89 Mio.), da das größere Ökostromanlagenportfolio zu höheren Abschreibungen führte.

Das Finanzergebnis blieb relativ stabil (CHF -2,3 Mio. vs. CHF -2,1 Mio.). Auslöser dafür waren höhere Zinsaufwendungen, da die Finanzverschuldung Ende 2013 von CHF 59,5 Mio. auf CHF 97,5 Mio. stieg.

Durch den Anstieg der Steuern (CHF -0,8 Mio. vs. CHF +0,1 Mio. im Jahr 2013) lag das Nettoergebnis von 2014 bei CHF 0,7 Mio. und damit 22% unter dem Vorjahresergebnis von CHF 0,9 Mio. Abbildung 17 gibt eine Übersicht von Umsatz und Ertrag für 2012 – 2014.

Abbildung 17: Erfolgsrechnung (ausgewählte Positionen) 2012 – 2014

CHF Mio.	2012A	2013A	2014A
Umsatz	6,96	5,76	14,75
<i>Jährliches Wachstum</i>	<i>./.</i>	<i>-17,2%</i>	<i>32,9%</i>
Bruttogewinn	4,78	7,95	11,50
<i>Bruttomarge</i>	<i>68,7%</i>	<i>138,0%</i>	<i>78,0%</i>
EBITDA	3,98	6,08	8,14
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>57,2%</i>	<i>105,5%</i>	<i>55,2%</i>
EBIT	2,28	3,89	3,86
<i>EBIT-Marge</i>	<i>32,8%</i>	<i>67,5%</i>	<i>26,2%</i>
Nettogewinn	0,50	0,93	0,73
<i>Nettomarge</i>	<i>7,1%</i>	<i>16,2%</i>	<i>5,0%</i>
EPS (verwässert, €)	0,00	0,16	0,06

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG



Bilanz

Die große Kapitalerhöhung von CHF 82,7 Mio. in 2014 führte zu einer soliden Eigenkapitalausstattung von CHF 75,1 Mio. und einer Eigenkapitalquote von 38,3%. Die Aktienanzahl stieg von 7,889 Mio. auf 17,082 Mio. Die Kapitalerhöhung teilte sich auf in eine Sacheinlage (CHF 30,9 Mio.), liquide Mittel (CHF 17,6 Mio.), und eine Umwandlung von Schulden in Eigenkapital (CHF 34,1 Mio.).

Trotz der Erhöhung der Sachanlagen um CHF 69,2 Mio. auf CHF 134,8 Mio. (+95%) in 2014 erhöhte sich die Nettoverschuldung um nur 54% auf CHF 81,0 Mio. (siehe Abbildung 18).

Abbildung 18: Bilanz (ausgewählte Positionen) 2013 – 2014

in CHF Mio.	2013A	2014A
Sachanlagen	65,65	134,83
Anlagevermögen, gesamt	93,89	166,12
Liquide Mittel und kurzfristige Investitionen	7,62	16,41
Vorräte	0,07	0,07
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,51	3,29
Umlaufvermögen, gesamt	14,11	30,06
Eigenkapital	35,63	75,09
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>33,0%</i>	<i>38,3%</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6,22	6,91
Zinstragende Verbindlichkeiten (langfristig)	59,39	95,29
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	0,07	2,16
Nettoverbindlichkeiten	51,84	81,04
<i>Net gearing</i>	<i>145,5%</i>	<i>107,9%</i>
Bilanz, gesamt	108,00	196,18

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Innerhalb der letzten drei Jahre hat KKB drei Kapitalerhöhungen in einer Gesamthöhe von CHF 141,1 Mio. (siehe Abbildung 19) erfolgreich durchgeführt.

Abbildung 19: Kapitalerhöhung 2012 – 2014

in CHF tsd.	2012	2013	2014
Anzahl der Aktien (tsd.)	3.289,14	3.500,00	9.193,00
Betrag (in CHF)	8,60	8,60	9,00
Bruttomittel	28.286,60	30.100,00	82.737,00
- Barmittel*	15.000,00	15.500,00	17.590,00
- Verrechnung mit einem Darlehen*	13.300,00	14.600,00	34.107,00
- Sachanlagen	./.	./.	30.861,00

* 2012 Zahlen gerundet

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Kapitalflussrechnung

Von 2012 – 2014 erwirtschaftete KKB einen positiven operativen Cashflow. 2014 erreichte der operative Cashflow CHF 1,1 Mio. (2013: CHF 7,6 Mio.). Der Grund für den gegenüber dem Vorjahreswert geringeren operativen Cashflow in 2014 liegt hauptsächlich in geringeren Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (CHF -3,6 Mio.).

Durch das hohe Investitionsvolumen (2014: CHF 33,9 Mio.) war der freie Cashflow in 2014 negativ und belief sich auf CHF -32,8 Mio. Der Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von CHF 42,7 Mio. führte zu einem Nettocashflow von CHF 9,7 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit setzt sich vor allem aus der Kapitalerhöhung (CHF 16,4 Mio.) und



zusätzlichen langfristigen Schulden in Höhe von CHF 32,7 Mio. (siehe Abbildung 20) zusammen.

Abbildung 20: Kapitalflussrechnung (ausgewählte Positionen) 2012 – 2014

in CHF Mio.	2012A	2013A	2014A
Operativer Cashflow	2,02	7,64	1,14
CAPEX	-6,40	-28,34	-33,94
Freier Cashflow	-4,38	-20,70	-32,80
Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten	-19,12	22,42	42,68
Veränderung der liquiden Mittel	-0,15	1,80	9,74

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

FINANZIELLER AUSBLICK

Erfolgsrechnung

KBB plant, ihre Kapazität bis 2020 auf 300 MW zu erhöhen. Abbildung 21 zeigt den erwarteten Kapazitätswachstum, die prognostizierte jährliche Stromerzeugung und Umsätze aus dem Verkauf des Stroms in den nächsten Jahren. Unser finanzieller Ausblick basiert auf einem EUR/CHF-Wechselkurs von 1,04.

Abbildung 21: Leistung, Stromproduktion und Umsatz, 2014 – 2017E

	2014A	2015E	2016E	2017E
Installierte Leistung am Anfang der Periode (MW)	57	104	158	215
Zugebaute Leistung (MW)	47	54	57	28
Installierte Leistung zum Ende der Periode (MW)	104	158	215	243
Stromproduktion (GWh)	190,3	264,0	427,3	526,7
Durchschnittlicher Verkaufspreis (CHF/MWh)	77,49	91,36	98,07	96,23
Umsatz (CHF Mio.)	14,75	24,12	41,91	50,68

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Für 2015E prognostizieren wir einen starken Ertragszuwachs von 64% auf CHF 24,1 Mio. (siehe Abbildung 22). Dieser Umsatzschub ist das Resultat

- der nunmehr ganzjährigen Stromerzeugung der 2014 hinzugefügten Anlagen. Im letzten Jahr stieg die Anlagenkapazität von 57 MW auf 104 MW.
- der Umsatzbeiträge der Anlagen, von denen wir erwarten, dass KKB sie in 2015E hinzufügt. Wir prognostizieren eine Ausweitung der Kapazität (Wind- und Solarkraft) von 54 MW.

Abbildung 22: Erfolgsrechnung (ausgewählte Positionen) 2014 – 2016E

CHF Mio.	2014A	2015E	2016E
Umsatz	14,75	24,12	41,91
<i>Jährliches Wachstum</i>	<i>32,9%</i>	<i>63,6%</i>	<i>73,7%</i>
Bruttogewinn	11,50	20,43	35,87
<i>Bruttomarge</i>	<i>78,0%</i>	<i>84,7%</i>	<i>85,6%</i>
EBITDA	8,14	13,92	25,40
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>55,2%</i>	<i>57,7%</i>	<i>60,6%</i>
EBIT	3,86	7,58	14,12
<i>EBIT-Marge</i>	<i>26,2%</i>	<i>31,4%</i>	<i>33,7%</i>
Nettogewinn	0,73	1,97	5,06
<i>Nettomarge</i>	<i>5,0%</i>	<i>8,2%</i>	<i>12,1%</i>
EPS (verwässert, €)	0,06	0,10	0,20

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Für 2016E erwarten wir aufgrund der starken Ausweitung der Kapazitätsbasis (siehe Abbildung 21 auf Seite 22) einen weiteren Umsatzschub auf CHF 41,9 Mio. Höhere Anlageneffizienz und Skaleneffekte führen zu erhöhten EBITDA- und EBIT-Margen. Für 2015E erwarten wir ein EBITDA von CHF 13,9 Mio. (Marge: 57,7%), und für 2016E CHF 25,4 Mio. (Marge: 60,6%). Trotz höherer Zinskosten, die die höheren Schuldenstände widerspiegeln, prognostizieren wir ein starkes Gewinnwachstum. Das Wachstum des Gewinns pro Aktie (EPS) ist erheblich geringer, da wir zwei große Kapitalerhöhungen in 2015E und 2016E zur Finanzierung des Eigenkapitalanteils der zusätzlichen Anlagen unterstellen. Die zusätzlichen Aktien verwässern die EPS.

Bilanz

Das steigende Bilanzvolumen (2015E: CHF 285 Mio., 2016E: CHF 428 Mio.) spiegelt die steigende Anlagenbasis (Wasser-, Wind-, und PV-Anlagen) wider. Wir prognostizieren eine Steigung des Sachanlagevermögens von CHF 134,8 Mio. in 2014 auf CHF 225,5 Mio. in 2015E und CHF 326,7 Mio. in 2016E (siehe Abbildung 23).

Abbildung 23: Bilanz (ausgewählte Positionen) 2014 – 2016E

in CHF Mio.	2014A	2015E	2016E
Sachanlagen	134,83	225,49	326,71
Anlagevermögen, gesamt	166,12	256,79	358,01
Liquide Mittel und kurzfristige Investitionen	16,41	12,57	52,84
Vorräte	0,07	0,08	0,13
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,29	5,29	6,89
Umlaufvermögen, gesamt	30,06	28,22	70,14
Eigenkapital	75,09	113,67	194,08
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>38,3%</i>	<i>39,9%</i>	<i>45,3%</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6,91	6,07	7,44
Zinstragende Verbindlichkeiten (langfristig)	95,29	144,09	202,19
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	2,16	3,00	5,00
Nettoverbindlichkeiten	81,04	134,52	154,35
<i>Net gearing</i>	<i>107,9%</i>	<i>118,3%</i>	<i>79,5%</i>
Bilanz, gesamt	196,18	285,00	428,15

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG



Wir modellieren zwei große Kapitalerhöhungen zur Finanzierung des Eigenkapitalanteils der weiteren Anlagen. In 2015E gehen wir von der Ausgabe von 4,445 Mio. neuer Aktien zu CHF 9,00 und in 2016E von 8,889 Mio. Aktien zum gleichen Preis aus. Dies würde zu Bruttoerlösen in Höhe von CHF 40 Mio. in 2015E und CHF 80 Mio. in 2016E führen. Langfristige Finanzverbindlichkeiten dürften sich auf CHF 144,1 Mio. in 2015E und CHF 202,2 Mio. in 2016E erhöhen. Die Nettoverschuldung dürfte auf CHF 134,5 Mio. in 2015E und CHF 154,4 Mio. in 2016E steigen, was wiederum zu einer signifikanten Reduzierung des Net Gearings auf 79,5% führen würde.

Kapitalflussrechnung

Die Erhöhung der Umsatz und Ergebnis generierenden Kraftwerkskapazität führt zu einem erhöhten operativen Cashflow. Für 2015E prognostizieren wir einen operativen Cashflow von CHF 5,9 Mio. und für 2016E von CHF 16,5 Mio. Hohe Investitionsausgaben (2015E: CHF 97,0 Mio., 2016E: CHF 112,5 Mio.) führen zu einem hohen negativen freien Cashflow, der durch Kapitalerhöhungen und weiteres Fremdkapital finanziert werden muss. Dies führt zu hohen Barmittelzuflüssen aus Finanzaktivitäten (siehe Abbildung 24).

Abbildung 24: Kapitalflussrechnung (ausgewählte Positionen) 2014 – 2016E

in CHF Mio.	2014A	2015E	2016E
Operativer Cashflow	1,14	5,87	16,45
CAPEX	-33,94	-97,00	-112,50
Freier Cashflow	-32,80	-91,13	-96,05
Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten	42,68	87,29	136,31
Veränderung der liquiden Mittel	9,74	-3,84	40,27

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

MARKTUMFELD

Auf der Basis der europäischen Richtlinie 2009/28/EC bestätigte die EU-Kommission ihre Ziele für das Jahr 2030:

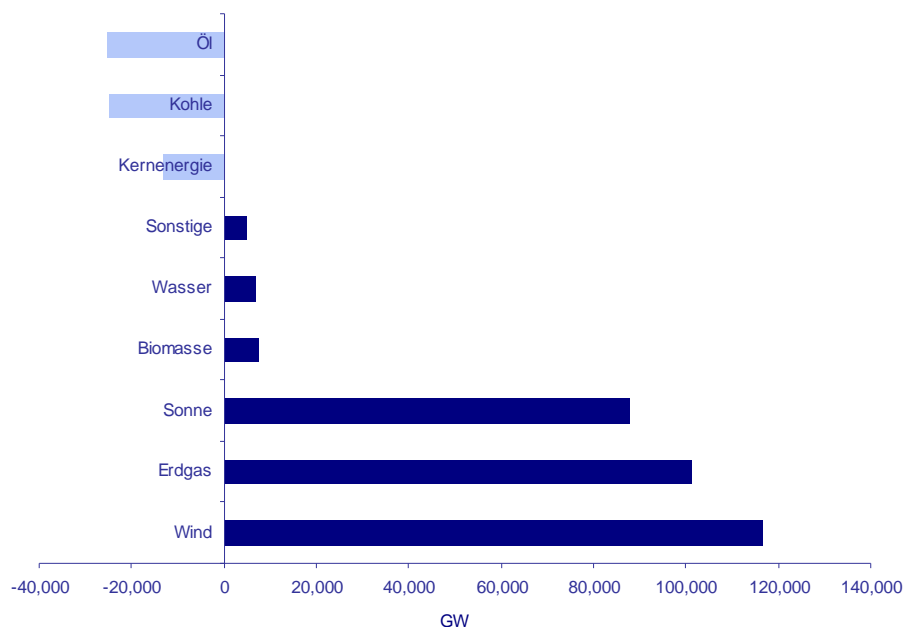
- eine europaweite Verringerung der Treibhausgasemissionen um mindestens 40% im Vergleich zu 1990 und
- einen Anteil erneuerbarer Energien von mindestens 27% am Energieverbrauch in der EU.

In den letzten Jahren wurde die staatliche Unterstützung für Produzenten von erneuerbarem Strom jedoch in einigen Ländern gekürzt. In Italien z.B. wurden Einspeisetarife für neue Photovoltaik-Anlagen (PV) abgeschafft. Da die erneuerbare Energien-Industrie von nationalen Regulierungen bestimmt wird, unterscheiden sich die Marktbedingungen von Land zu Land wegen unterschiedlicher nationaler Energiepolitiken und staatlicher Förderprogrammen grundlegend.

Als Nicht-Mitglied der EU hat die Schweiz ihre eigenen Erneuerbare-Energien-Ziele: die Produktion erneuerbaren Stroms soll bis 2030 um mindestens 5.400 GWh steigen.

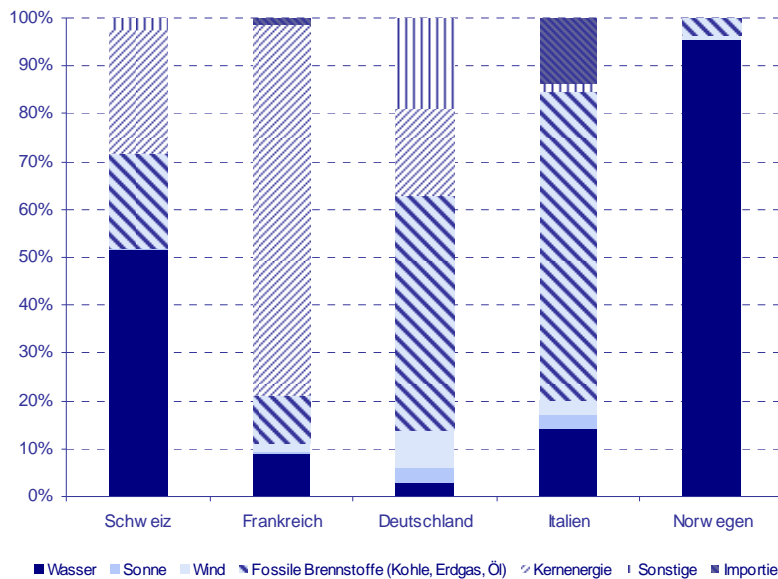
Im Jahr 2013 kamen in der EU 852,9 TWh oder ca. 25% des Gesamtstromverbrauchs aus erneuerbaren Quellen. Den größten Anteil macht Wasserkraft aus, gefolgt von Wind und Solar. Mit 10,8 GW Wind- und 10,6 GW Solarenergie gehören über 70% der neu errichteten Kraftwerke in den Bereich erneuerbarer Energien. In Abbildung 25 werden die zwischen 2000 und 2014 entstandenen Kraftwerkskapazitäten dargestellt.

Abbildung 25: Installierte Leistung in der EU (netto), 2000 - 2014



Quelle: First Berlin Equity Research, Platts Power Vision 2015, EWEA, EPIA, ESTELA, OEA

Die EU-Länder passen ihren Strommix kontinuierlich an, um mit den Direktiven und Zielen der EU-Kommission konform zu gehen. Abbildung 26 auf der nächsten Seite zeigt, dass der Strommix in den Zielländern von KBB bereits 2011 einen großen Anteil an Strom aus erneuerbaren Energien beinhaltete.

Abbildung 26: Strom-Mix in KKBs Zielmärkten, 2011

Quelle: First Berlin Equity Research, World Small Hydropower development Report 2013, United Nations Industrial Development Organization, and International Centre on Small Hydro Power

Im Folgenden betrachten wir Kleinwasser-, Wind- und Solarkraft entsprechend des Anlagen-Portfolios von KKB. Für jede Branche werden wir uns die Gesamttendenzen im europäischen Markt anschauen und uns auf die nationalen Märkte konzentrieren, in denen KKB aktiv ist.

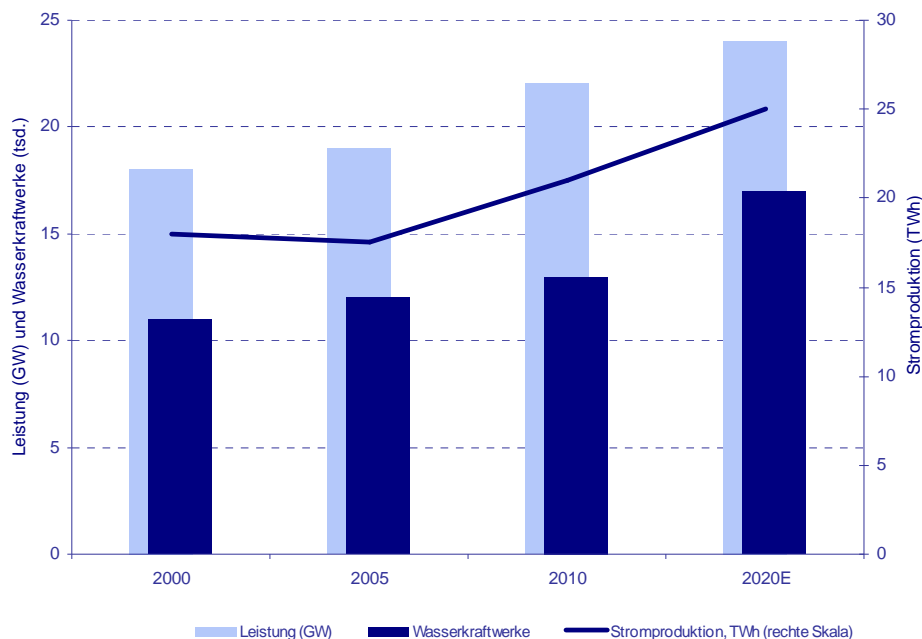
KLEINWASSERKRAFT

KKB definiert Kleinwasserkraft als Wasserkraftwerke mit einer Kapazität von bis zu 10 MW, was im Einklang mit den offiziellen Definitionen vieler europäischer Länder steht. Die wichtigsten Vorteile der Kleinwasserkraft ist die Fähigkeit, sofort auf Schwankungen der Stromnachfrage zu reagieren, sowie ihre geringen kurzfristigen Schwankungen in der Energieproduktion. Jedoch ist die Anzahl der möglichen Installationen aufgrund der dafür notwendigen Naturgegebenheiten beschränkt.

Die im Jahr 2013 installierte Gesamtkleinwasserkraft in der EU überschritt 14 GW. Der größte Anteil (21,6%) gehört Italien, gefolgt von Frankreich (14,4%) und Spanien (13,9%). Im Jahr 2013 betrug die Gesamtleistung von Kleinwasserkraft 49,5 TWh, was 13,5% über der Vorjahresproduktion lag.

Kleinwasserkraft trägt zur Diversifizierung des EU-Strommixes bei und steht im Einklang mit dem Nationalen Aktionsplan für erneuerbare Energien (NREAP) in Bezug auf installierte Kapazität und produzierten Strom. Unter günstigen Rahmenbedingungen wird sich die installierte Gesamtkapazität voraussichtlich von 16,0 auf 17,3 GW erhöhen – mit einer Gesamtproduktion von ~60 TWh im Jahr 2020. Das ist eine Steigerung von rund 20% sowohl der Kapazität als auch der Stromproduktion gegenüber dem Jahr 2013.

Abbildung 27: Anzahl von Kleinwasserkraftwerken, deren Kapazität und Stromerzeugung in der EU, 2000 – 2020E



Quelle: First Berlin Equity Research, *Small Hydropower Roadmap. Condensed Research Data for EU-27*, European Small Hydropower Organisation, 2009 – 2012

Frankreich

Der Kleinwasserkraft-Anteil am französischen Strommix beläuft sich auf 9%. Die installierte Gesamtleistung beträgt 2 GW und hat sich im Jahr 2013 leicht verringert. Im Jahr 2008 wurde das Einspeisevergütungssystem mit festen Preisen zwischen 66 und 86 €/MWh auf 20 Jahre festgelegt. Darüber hinaus werden Winter- und Sommer-Prämien zwischen 2,50 und 5,00 €/MWh für neue oder erweiterte Wasserkraftwerke bezahlt.

Schweiz

Gemäß dem Schweizer Bundesamt für Energie (BFE) entfallen rund 56% der inländischen Stromproduktion auf Wasserkraft. Mehr als 600 Wasserkraftwerke mit einer Einzelleistung von mindestens 300 kW erzeugen im Durchschnitt 36.000 GWh pro Jahr. Das BFE definiert Kleinwasserkraft als Wasserkraftwerke mit einer Leistung von bis zu 10 MW. Die Anzahl der im Betrieb befindlichen Kleinwasserkraftwerke übersteigt 1.000 Anlagen mit einer installierten Gesamtleistung von rund 760 MW und einer Leistung von 3.400 GWh pro Jahr. Kleinwasserkraftwerke profitieren von der Finanzierung der Mehrkosten ("Mehrkostenfinanzierung" (MKF)). Die Netzbetreiber, die verpflichtet sind, Strom von unabhängigen Stromerzeugern zu beziehen, kaufen Strom aus Wasserkraft für durchschnittlich 150 CHF/MWh.

Norwegen

Wasserkraft produziert 95% des in Norwegen verbrauchten Stroms. Durch die zuletzt hohen Investitionen in Kleinwasserkraft sank das durchschnittliche Anlagenalter deutlich. Norwegen hat kein Einspeisevergütungssystem. Jedoch vergibt die Regierung Stromzertifikate, um Investitionen in erneuerbaren Energien zu unterstützen. Seit Januar 2012 hat Norwegen einen gemeinsamen Stromzertifikatemarkt mit Schweden. Der durchschnittliche Zertifikatspreis im Jahr 2014 betrug 21,80 €/MWh, welcher dann zum



Strommarktpreis (<30 €/MWh) addiert wird. Der Endpreis beträgt somit ca. 50 €/MWh. Die Haupteinschränkung für die Entwicklung von Kleinwasserkraft in Norwegen sind Natur-Hindernisse.

WINDKRAFT

Im Jahr 2014 wuchs der EU-Windmarkt kräftig. 11,8 GW (EWEA 2015) neue Windkraftkapazitäten wurden installiert, fast die Hälfte davon (5,3 GW) in Deutschland, einem der weltweit führenden Windkraftländer (kumulierte installierte Kapazität: 39,2 GW). Der Output von Windkraftanlagen stieg um 5,3% J/J und belief sich auf 284 TWh (Onshore und Offshore). Der aktuelle Anteil der Windenergie in der EU-Strommix beträgt 10,2%. Die kumulierte installierte Leistung in der EU beläuft sich jetzt auf 129 GW und ist seit 2001 stetig gewachsen. Dieser Trend wird sich voraussichtlich fortsetzen aufgrund günstiger Regulierungen auf nationaler und europäischer Ebene.

Der EU-Markt für Onshore-Windkraft wird von Deutschland, Spanien und Großbritannien dominiert, die zusammen einen Anteil von 58% an der gesamten installierten Leistung haben. In Bezug auf die neu installierten Anlagen war eine Gruppe von vier Ländern (Deutschland, Großbritannien, Schweden und Frankreich) marktführend mit einem gemeinsamen Marktanteil von 77,2%. Die meisten europäischen Länder haben Einspeisetarif-Systeme zur Unterstützung der Windstromproduktion. Die aktuellen Tarife belaufen sich auf ca. 60 – 95 €/MWh.

Deutschland

Mehr als 30% der gesamten installierten EU-Windkraftkapazität befindet sich in Deutschland. Im August 2014 wurde das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) geändert. Der aktuelle Einspeisetarif liegt zwischen 49,50 und 89,00 €/MWh. Darüber hinaus wurde für die jährliche Installation ein atmender Deckel von 2,5 GW eingeführt. Von 2017 an wird ein Ausschreibungssystem die vorgegebene Einspeisevergütungsstruktur ersetzen. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau, eine staatliche Bank, unterstützt Investitionen in erneuerbare Energieanlagen durch die Vergabe zinsgünstiger Darlehen. Deutschland beabsichtigt, bis zum Jahr 2050 den Anteil erneuerbarer Energien am gesamten Strommix auf 80% zu steigern.

Frankreich

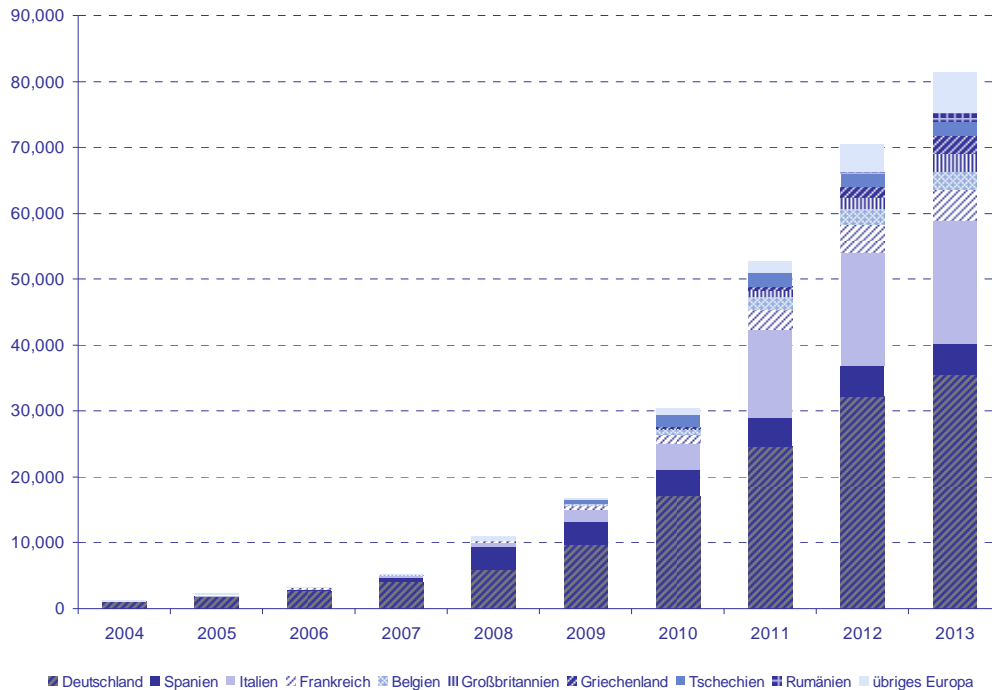
Frankreich ist der drittgrößte Markt für Windenergie in Europa mit mehr als 1,2 GW neu installierter Leistung im Jahr 2014. Die aktuelle Einspeisevergütung für Onshore-Windanlagen beträgt 82 €/MWh in den ersten 10 Jahren und 28 bis 82 €/MWh für die folgenden fünf Jahre, abhängig von der Gesamtdauer des Betriebs und der Betriebszeit pro Jahr. Französische Einspeisevergütungen für Wind und Solar sind teilweise inflationsindexiert.

SOLARKRAFT

Die gesamte Solarstromkapazität in Europa belief sich im Jahr 2013 auf 81,5 GWp und repräsentiert etwa 20% der gesamten erneuerbaren Energiekapazität. Im Jahr 2013 erhöhte sie sich um fast 10 GWp. Europäische Photovoltaik-Anlagen (PV) produzierten 80 GWh Strom im Jahr 2013, was rund 3% des gesamten Strombedarfs und 6% des Spitzenstrombedarfs deckte. Rund 60% des gesamten in der EU produzierten PV-Stromes kommen aus Deutschland und Italien.

Aufgrund von Änderungen in staatlichen Unterstützungsprogrammen der letzten Jahre folgte dem schnellen Wachstum der installierten PV-Anlagen in Europa ein Rückgang der Investitionen im Jahr 2013. Der Trend ist deutlich in Abbildung 28 zu erkennen, welche die kumulierte installierte PV-Leistung in Europa darstellt.

Abbildung 28: Entwicklung der kumulierten PV-Kapazität in Europa, MW



Quelle: First Berlin Equity Research, EPIA

Ein wichtiger Industrietrend war der starke Rückgang der PV-Systempreise, was die Höhe der Investitionen beeinflusste und zu niedrigeren Stromproduktionskosten führte. Die PV-Kosten haben in vielen europäischen Ländern die Netzparität auf Einzelhandelsebene (oder auch Steckdosen-Parität) erreicht, das heißt, dass Strom von der eigenen PV-Anlage für private Haushalte günstiger ist als der Strompreis, der ihnen von Versorgern angeboten wird. Dieser Trend führte zu einem Rückgang staatlich subventionierter Programme in Ländern wie Italien, der Tschechischen Republik, Spanien und der Schweiz.

Laut der Internationalen Energie-Agentur (IEA) wird die kumulierte Kapazität der PV-Installationen bis zum Jahr 2020 auf 440 GW steigen. Selbst wenn keine weiteren PV-Förderrichtlinien in Europa eingeführt werden, prognostiziert die IEA langfristig eine positive Entwicklung. Die Hauptfaktoren dafür sind steigende Energiepreise und die Notwendigkeit, das Klima zu stabilisieren.

Schweiz

Die Gesamtkapazität installierter PV-Systeme erreichte in der Schweiz im Jahr 2013 765 MW. Das Einspeisetarifsystem bietet Vergütungen zwischen 172 und 304 CHF/MWh an, abhängig von Größe und Typus der PV-Installation. Eigentümer der PV-Systeme mit Kapazitäten zwischen 10 und 30 kW haben die Möglichkeit, entweder einen direkten Zuschuss zu wählen oder sich für die Einspeisevergütung zu entscheiden.



Frankreich

Laut der französischen General-Kommission für Nachhaltige Entwicklung (CGDD) erreichte Frankreichs PV-Kapazität Ende 2014 5.632 MWp. Das Land fügte letztes Jahr ca. 926 MW hinzu. Im März 2013 erhöhte die französische Regierung ihr jährliches Installationsziel auf 1 GW (vorher: 500 MW). Im März 2014 hat die französische Energie-Regulierungs-Kommission (CRE) die aktuellen Strukturen des Einspeisetarifssystems festgelegt. Die Tarife werden gemäß eines jährlichen Kürzungssatzes angepasst. Im ersten Quartal 2015 variierte das Vergütungsniveau von 66,20 €/MWh für Freiflächenanlagen bis zu 12 MWp bis 256,70 €/MWh für gebäudeintegrierte PV-Systeme (0 – 9 kWp). Dachanlagen erhielten zwischen 127,90 €/MWh (36 – 100 kWp) und 134,60 €/MWh (0 – 36 kWp). PV Anlagen mit einer Leistung von mehr als 100 kWp müssen an einem Ausschreibungssystem teilnehmen.

Italien

Italien ist nach Deutschland der zweitgrößte Solarmarkt Europas. Eine Einspeisevergütung wird nicht mehr gezahlt, dennoch wurden 2013 direkte staatliche Anreize zur Unterstützung von Investitionen in PV-Systeme eingeführt. Allerdings könnte der Effekt aufgrund der Komplexität der gesetzlichen Bestimmungen und der Möglichkeit von rückwirkenden Änderungen beschränkt sein. Die Regierung legt die maximale Höhe der jährlichen Ausgaben für neue Anlagen fest.



MANAGEMENT

CEO

Antoine Millioud (Schweizer) (* 1969) ist seit Oktober 2013 CEO der KKB. Von 2009 bis 2013 war er CEO und Leiter des Portfolio-Managements bei IWB Erneuerbare Energien AG. IWB Industrielle Werke Basel ist ein führender Schweizer Versorger, der mit mehr als 700 Mitarbeitern mit Strom, Gas, Wasser und Fernwärme einen Umsatz von CHF 700 Mio. erzielt. Herr Millioud war verantwortlich für den Aufbau des Portfolios erneuerbarer Energien von 250 MW / 500 GWh. Im Jahr 2008 und 2009 war er Finanzvorstand der NEP Solar, einem Start-Up für erneuerbare Energien, das sich auf die Entwicklung von Windprojekten in Australien und Neuseeland konzentriert hat. Vom Jahr 2004 bis 2008 war Herr Millioud Investment-Manager bei Transfield Holdings (Australien und Schweiz). Zwischen 2001 und 2004 war er Berater bei A.T. Kearney in Sydney, Australien. Von 1996-99 war Herr Millioud Projektmanager und Systemingenieur für Kombi-Kraftwerke der Alstom Power in der Schweiz. Alstom ist einer der größten Kraftwerksausrüster und Kraftwerksbauer weltweit. Zwischen 1994 und 1996 war er wissenschaftlicher Mitarbeiter für Energiesysteme bei der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH) in Lausanne, Schweiz und des Kajima Technischen Forschungsinstituts in Tokyo, Japan. Herr Millioud hat einen Ingenieursabschluss der ETH Lausanne und einen MBA der INSEAD Business School.

COO

Eric Wagner (Franzose) (* 1966) ist seit Januar 2014 COO der KKB. Zuvor war er Geschäftsführer der KKB Frankreich und Netzwerkmanager der EBM Frankreich. Herr Wagner hat grundlegende technische sowie betriebswirtschaftliche Fachkenntnisse in der Energieindustrie mit substanzieller Erfahrung in der Entwicklung und Optimierung von Produktportfolios und der Etablierung strategischer Partnerschaften. Seit 1990 fungierte er in leitenden Positionen in verschiedenen Unternehmen und war als Unternehmensberater aktiv. Herr Wagner besitzt einen Ingenieursabschluss der ENSPG (École Nationale Supérieure de Physique de Grenoble).

Verwaltungsrat

Der KKB-Verwaltungsrat besteht aus folgenden Mitgliedern:

- Cédric Christmann (Frankreich): Verwaltungsratspräsident seit 2005, CFO und Mitglied der Geschäftsleitung der EBM.
- André Moro (Schweiz): Vize-Präsident seit 2012, Leiter Energiewirtschaft und Mitglied der Geschäftsleitung der Energie Wasser Bern.
- George Coelho (England): Mitglied seit 2012, Mitglied des Audit Committee und Remuneration Committee, Senior Investment Advisor bei Quadia SA.
- Dr. Patrik Frei (Schweiz): Mitglied seit 2012, CEO der Venture Valuation AG.
- Willy Gehrler (Schweiz): Mitglied seit 2012, Präsident der Schweizerischen Vereinigung für Geothermie, Vorsitzender der EUREL (Convention of National Associations of Electrical Engineers of Europe), Mitglied des Managementvorstands der Schweizerischen Akademie der Technischen Wissenschaften.
- Erich Peter (Schweiz): Mitglied seit 2013, Leiter Finanzen und Mitglied der Geschäftsleitung des Stadtwerk Winterthur.
- Werner Ulmer (Schweiz): Mitglied seit 2012, Vorstand des Audit Committee und Remuneration Committee und Vorsitzender der Geschäftsleitung der Raiffeisen Bank Allschwil-Schönenbuch.
- Dominic Baier (Schweiz): Sekretär des Aufsichtsrats, Manager für Kommunikation und Recht der EBM-Gruppe.



AKTIONÄRS- & AKTIENINFORMATIONEN

Aktieninformationen	
ISIN	CH0023777235
WKN	A0PA3C
Bloomberg Symbol	KKBN:SW
Aktien im Umlauf	17.082.295
Transparenzstandard	Börse Bern
Land	Schweiz
Sektor	Energie
Subsektor	Erneuerbare Energien

Quelle: Börse Bern, First Berlin Equity Research

Aktionärsstruktur	
EBM Trirhena AG	44,2%
Energie Wasser Bern	23,0%
Stadtwerk Winterthur	13,4%
Gebäudeversicherung Kanton Bern	3,6%

Quelle: Kleinkraftwerk Birseck AG

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
Umsatz	11.098	14.746	24.120	41.907	50.682
Herstellungskosten	3.149	3.243	3.690	6.035	7.400
Bruttogewinn	7.949	11.503	20.430	35.872	43.282
Personalkosten	90	681	2.412	3.772	4.055
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	6.337	11.274	14.702
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.342	7.124	8.616
EBIT	3.890	3.864	7.580	14.121	16.417
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-4.191	-6.325	-7.666
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	0	0	0
EBT	1.993	1.967	3.390	7.796	8.751
Steuern	-56	817	1.017	2.339	2.625
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-400	-400	-400
Nettogewinn/ -verlust	933	732	1.973	5.057	5.725
EPS (verwässert)	0,16	0,06	0,10	0,20	0,19
EBITDA	6.079	8.136	13.917	25.396	31.119
Kennzahlen					
Bruttomarge	71,6%	78,0%	84,7%	85,6%	85,4%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	31,4%	33,7%	32,4%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	57,7%	60,6%	61,4%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,2%	12,1%	11,3%
Steuersatz	-2,8%	41,5%	30,0%	30,0%	30,0%
Ausgaben in % vom Umsatz					
Personalkosten	0,8%	4,6%	10,0%	9,0%	8,0%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	26,3%	26,9%	29,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	18,0%	17,0%	17,0%
Jährliches Wachstum					
Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	63,6%	73,7%	20,9%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	96,2%	86,3%	16,3%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	169,5%	156,3%	13,2%

BILANZ

Alle Angaben in Tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
Vermögen					
Umlaufvermögen, gesamt	14.112	30.056	28.219	70.137	50.774
Liquide Mittel	6.673	16.413	12.574	52.839	33.393
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	1.177	1.177	1.177
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	5.287	6.889	6.943
Vorräte	73	72	81	132	162
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	9.100	9.100	9.100
Anlagevermögen, gesamt	93.885	166.122	256.785	358.011	398.709
Sachanlagen	65.646	134.825	225.488	326.714	367.412
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.001	3.117	3.117	3.117	3.117
Sonstige	27.238	28.180	28.180	28.180	28.180
Aktiva	107.997	196.178	285.004	428.148	449.483
Eigenkapital und Verbindlichkeiten					
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	11.002	21.907	23.346	27.979	30.672
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	66	2.162	3.000	5.000	7.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.215	6.908	6.066	7.440	7.095
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	14.280	15.539	16.576
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	61.363	99.186	147.986	206.086	224.686
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	144.092	202.192	220.792
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.971	3.894	3.894	3.894	3.894
Anteile Dritter	11.529	6.466	6.866	7.266	7.666
Eigenkapital	24.103	68.619	106.806	186.817	186.459
Share Capital	7.889	17.082	21.527	30.415	30.415
Capital Reserve	55.661	106.174	141.730	212.841	212.841
Other Reserves	0	0	0	0	0
Treasury Stock	0	-56	-56	-56	-56
Loss carryforward / retained earnings	-39.447	-54.581	-56.395	-56.383	-56.741
Passiva	107.997	196.178	285.004	428.148	449.483
Kennzahlen					
Current ratio	1,28	1,37	1,21	2,51	1,66
Quick ratio	1,28	1,37	1,21	2,50	1,65
Financial Leverage	4,48	2,86	2,67	2,29	2,41
Buchwert je Aktie	4,18	5,86	5,64	7,40	6,13
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	134.518	154.353	194.399
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	1,8%	2,7%	3,1%
Forderungsumschlag in Tagen	49,5	81,5	80,0	60,0	50,0
Vorratsumschlag in Tagen	8,5	8,1	8,0	8,0	8,0
Verbindlichkeiten L. u. L. in Tagen	720,4	777,5	600,0	450,0	350,0

CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
EBIT	3.890	3.864	7.580	14.121	16.417
Abschreibungen	2.189	4.272	6.337	11.274	14.702
EBITDA	6.079	8.136	13.917	25.396	31.119
Investitionen ins Working Capital	3.610	-4.170	-2.843	-280	-428
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-5.208	-8.664	-10.291
Operativer Cashflow	7.640	1.138	5.867	16.452	20.399
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-28.342	-33.941	-97.000	-112.500	-55.400
Freier Cashflow	-20.702	-32.803	-91.133	-96.048	-35.001
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	49.638	60.100	20.600
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	15.048	16.371	40.001	80.000	0
Sonstige	-4.909	-8.880	-2.344	-3.787	-5.046
Veränderung der liquiden Mittel	1.800	9.740	-3.839	40.265	-19.447
Cash am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	12.574	52.839
Cash zum Ende der Periode	6.673	16.413	12.574	52.839	33.393
EBITDA je Aktie	1,06	0,69	0,74	1,01	1,02

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	415,5%	180,4%	24,0%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-34,2%	5,9%	36,9%	1,6%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	20. Mai 2015	CHF8,00	Kaufen	CHF10,50

Dr Karsten von Blumenthal

First Berlin
Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 80 93 96 85
Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

FIRST BERLIN-GRUNDSÄTZE

Im Bestreben, die Unabhängigkeit der Berichte von First Berlin zu gewährleisten, verpflichten sich sowohl die Analysten als auch das Unternehmen selbst, die Wertpapiere besprochener Unternehmen weder zu besitzen noch mit ihnen zu handeln. Darüber hinaus ist die Vergütung der Analysten weder direkt an bestimmte finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Die Vergütung der Analysten erfolgt anhand einer breiten Palette von Richtgrößen. First Berlin hat von einer dritten Partei bei dem das betreffende Unternehmen Kunde ist, eine Kompensation erhalten. First Berlins Meinung basiert auf eigenen Erkenntnissen.

ERKLÄRUNG DES/DER ANALYSTEN

Ich, Dr Karsten von Blumenthal, erkläre hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen meine persönlichen und beruflichen Ansichten über das untersuchte Unternehmen darstellen. Zudem erkläre ich, dass meine Vergütung weder direkt an spezifische finanzielle Transaktionen (inklusive Börsenumsätze und Vermögensverwaltungsgebühren) gekoppelt ist noch in direkter oder indirekter Weise an spezifische Empfehlungen bzw. Ansichten, die Teil dieser Untersuchung sind. Auch besitze ich keine Anteile an dem besprochenen Unternehmen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung. Unsere Empfehlungen, die sich nach der von uns erwarteten Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) in dem jeweils angegebenen Jahr bestimmen, lauten wie folgt:

STRONG BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements
BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 25 %
ADD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 25 %
REDUCE: erwartete negative Wertentwicklung zwischen 0 % und -15 %
SELL: erwartete negative Wertentwicklung größer als -15 %

Unsere Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch acht Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit sowie sonstige unternehmensspezifische Risiken. Diese Risikofaktoren haben Eingang in unsere Bewertungsmodelle gefunden und sind daher in unseren Kurszielen enthalten. Unsere Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

Bis 16. Mai 2008 gliederte sich First Berlins System zur Anlageempfehlung in drei Kategorien. Es diente dazu, die von uns erwartete Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) für das jeweilige Jahr wiederzugeben. Unsere Anlageempfehlungen lauteten wie folgt: **BUY:** erwartete positive Wertentwicklung über 15 %, **HOLD:** erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 15 %, **SELL:** erwartete negative Wertentwicklung.

ZUSATZERKLÄRUNGEN

First Berlins Researchberichte sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot unrechtmäßig wäre. Er stellt auch keine Aufforderung zum Handeln auf Grundlage der gegebenen Informationen dar. Das enthaltene Material dient der allgemeinen Information der Kunden von First Berlin. Es berücksichtigt nicht die besonderen Anlageziele, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Kunden. Bevor ein Kunde aufgrund der in diesem Bericht enthaltenen Ratschläge oder Empfehlungen tätig wird, sollte er prüfen, ob sie auf seine persönliche Situation zugeschnitten sind und gegebenenfalls fachkundigen Rat einholen. Das Material beruht auf Informationen, die wir als zuverlässig erachten, deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir aber nicht garantieren und die entsprechend aufzufassen sind. Die geäußerten Ansichten geben unsere zum Zeitpunkt des auf dem Bericht angegebenen Datums aktuellen Überzeugungen wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Copyright© 2015 First Berlin Equity Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Berichts darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch First Berlin kopiert, fotokopiert, vervielfältigt sowie weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und Kanada bestimmt. Bei Zitaten bitte First Berlin als Quelle angeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.