

28. September 2015

Branchenstudie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Investment-Case YieldCo

„Neue Chancen nach scharfer
Korrektur“

Branchenstudie 2015 | Erneuerbare Energien

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

Investment-Case YieldCo	3
YieldCo: Definition und Entwicklung	4
Status der YieldCos USA/Can/GB.....	7
Status der YieldCos D/CH	11
Kritische Erfolgsfaktoren	14
Fazit	18
7C Solarparks: Wachstumssprung geglückt	19
KKB: Wachstumsstrategie mit Weitblick.....	21
KTG Energie: Antreiber der Branchenkonsolidierung	23
PNE Wind: YieldCo als nächster Meilenstein.....	25
Impressum & Disclaimer.....	27

Investment-Case YieldCo

YieldCo – Durchbruch einer neuen Anlageform

Der Begriff YieldCo ist erst vor wenigen Jahren eingeführt worden, mittlerweile zählen Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 25 Mrd. US-Dollar zu dieser Gruppe. Darunter subsumiert werden börsennotierte Gesellschaften, die Stromerzeugungskapazitäten (erneuerbar oder konventionell) mit langen Laufzeiten in einem Portfolio bündeln, damit hohe Cashflows erwirtschaften und diese zum größten Teil an ihre Anteilseigner ausschütten. Am Markt gibt es im Groben zwei Modelle: In den USA dominiert das Modell mit einem Initiator (Sponsor), dessen Projekte im Rahmen eines Vorkaufsrechts von der YieldCo erworben werden (können). Zahlreiche andere YieldCos, insbesondere in Großbritannien, agieren demgegenüber unabhängig und decken sich mit ihren Projekten frei am Markt ein. Als Pionier der Branche gilt das Investmentvehikel Brookfield Renewable Energy Partners des kanadischen Asset-Managers Brookfield, das 2011 aus der Bündelung von Wasser- und Windkraftkapazitäten unter einem Dach entstanden ist. Ab 2013 folgten zahlreiche IPOs, die sowohl im Hinblick auf die bevorzugten Erzeugungsarten als auch in regionaler Hinsicht unterschiedliche Konzepte verfolgen. Mittlerweile zählen in Großbritannien, Kanada und den USA, selbst bei einer engeren Abgrenzung, 18 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 25 Mrd. US-Dollar zum Sektor. Die meisten US-YieldCos zeichnen sich dabei durch eine relativ aggressive Strategie (hoher Leveragegrad, hohe Ausschüttungen) mit anvisierten hohen Dividendensteigerungen aus, was ihnen zunächst zu einer starken Outperformance verhalf, in den letzten zwölf Monaten aber in überdurchschnittlich starken Kurskorrekturen mündete.

Entwicklung im deutschsprachigen Raum im Anfangsstadium

Der IPO-Boom ist an den Börsen im deutschsprachigen Raum weitgehend vorüber gegangen, in den vergangenen Jahren sind lediglich zwei kleinere IPOs gelungen. Der hiesige Marktführer Capital Stage, der sich nach einer Neuausrichtung 2008/09 zu einer Independent YieldCo (ohne Sponsor) entwickelt hat, ist mit einer Marktkapitalisierung von 0,6 Mrd. Euro gerade so groß wie die kleinste YieldCo in den USA. Trotzdem ist die hiesige Branche in dreierlei Hinsicht beachtenswert. Zum einen umfasst die bestehende Auswahl trotz des geringen zahlenmäßigen Umfangs bereits die wichtigsten Konzepte, nämlich fokussierte Portfolios (auf Windkraft, Photovoltaik und Biogas) einerseits und breit diversifizierte Ansätze andererseits. Zum zweiten ist der Hype in den USA 2013/14 an den deutschen Gesellschaften vorüber gegangen, was sie in der Korrekturphase weitgehend vor Kursabschlägen bewahrt hat. Dementsprechend stammen die beiden weltweiten Topperformer der letzten zwölf Monate (mit einem Kurszuwachs von 120 resp. 74 Prozent) aus Deutschland. Und zum dritten weist die deutsche YieldCo-Branche durch ihren Spätstart noch ein erhebliches Nachholpotenzial auf, das sich in den nächsten Jahren entfalten könnte.

Erste deutsche YieldCo-Investorenkonferenz

Aus diesem Grund halten wir es für gerechtfertigt, die Branche im deutschsprachigen Raum genauer unter die Lupe zu nehmen – im Rahmen dieser Studie sowie auf der ersten deutschen YieldCo-Investorenkonferenz am 30. September in Frankfurt. Dort werden sich die vier Unternehmen präsentieren, die ab S. 19 in dieser Studie detaillierter vorgestellt werden. Aus der Branchenentwicklung in Nordamerika und Großbritannien haben wir zudem mehrere kritische Erfolgsfaktoren für YieldCos herausgearbeitet, die im gleichnamigen Abschnitt (S. 14) ausgeführt sind und die als Hilfe für eine Einschätzung der hiesigen Anbieter dienen sollen.

YieldCo: Definition und Entwicklung

YieldCo-Definition

Eine Yield Company, kurz „YieldCo“ ist, anders als der verwandte REIT, keine gesetzlich definierte Unternehmensgattung. Das Konzept hat sich vielmehr aus dem Marktgeschehen heraus entwickelt und ist durch mehrere Charakteristika umrissen. Das National Renewable Energy Laboratory vom US Department of Energy definiert eine YieldCo wie folgt:

„A yieldco is a dividend growth-oriented public company, created by a parent company, that bundles renewable and/or conventional long-term contracted operating assets in order to generate predictable cash flows. Yieldcos allocate cash available for distribution (CAFD) each year or quarter to shareholders in the form of dividends.“

Sponsored YieldCo

Als wesentliche Merkmale können dieser Definition entnommen werden, dass YieldCos

- von einem Mutterunternehmen (Sponsor) initiiert werden
- Erzeugungskapazitäten (erneuerbar oder konventionell) mit langer Laufzeit bündeln
- gut planbare Cashflows generieren, um Dividenden auszuschütten.

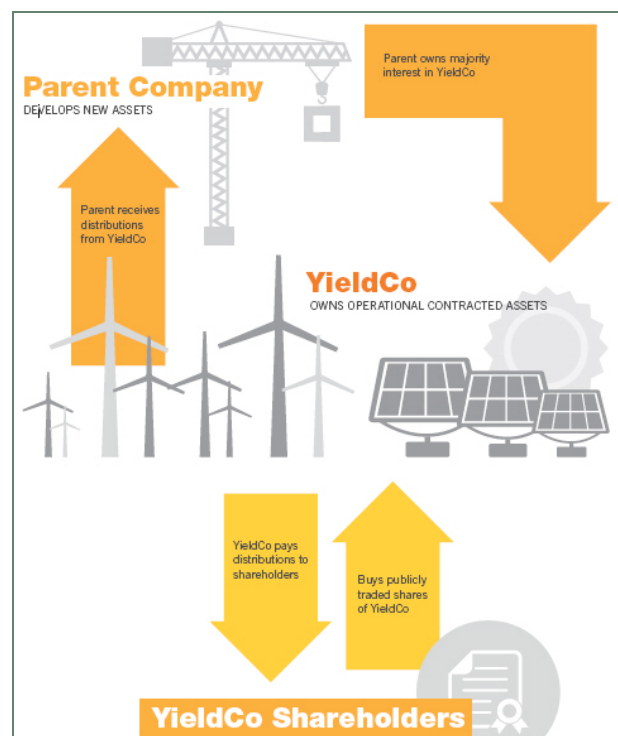
Gesellschaften, die diese Punkte erfüllen, bezeichnen wir im Rahmen dieser Studie als „Sponsored YieldCos“.

Independent YieldCos

Eine etwas andere Definition liefert Tom Konrad, Head of Research des JPS Green Economy Fund:

„A company which owns primarily clean energy assets for the purpose of generating income which is mostly returned to investors in the form of distribution.“

Im Hinblick auf Assets liegt hier die Betonung auf Erzeugungskapazitäten aus erneuerbaren Energien, an dieser Stelle ist die Abgrenzung damit strenger. Der entscheidende Unterschied ist allerdings, dass ein Mutterunternehmen als fester Sponsor in dieser Version nicht zu den zwingenden Charakteristika zählt. YieldCos ohne Sponsor bezeichnen wir als „Independent YieldCos“.



Quelle: YieldCo Index ETF Factsheet

Historie

Die Konstruktion der YieldCos ist an das Modell der REITs sowie an den in den USA gängigen Master Limited Partnerships (MLPs) angelehnt. Während REITs eine transparente Investition in Immobilienportfolios ermöglichen und MLPs als steuerbegünstigte Unternehmenskonstrukte zur Investition in Infrastrukturprojekte (Pipelines, Tanks,...) geschaffen wurden, sind YieldCos auf den Besitz und Betrieb von Stromerzeugungskapazitäten fokussiert. Das ist vergleichbar zu einem Independent Power Producer

(IPP), allerdings mit schärferen Vorgaben: Die YieldCo (in Reinform) trägt keine Projektrisiken sondern übernimmt nur produzierende Anlagen, überwiegend auf Basis erneuerbarer Energien (also ohne Abhängigkeit von der Preisentwicklung fossiler Brennstoffe); die Einnahmen werden zum größten Teil direkt an die Investoren ausgeschüttet (siehe Graphik).

Schlüsselfaktor Kapitalkosten

Der zentrale Reiz für eine Bündelung von Projekten in einer YieldCo liegt insbesondere auf Seiten der Projektentwicklung in den niedrigeren Kapitalkosten. Ausgangspunkt des Konzepts war die Zurückhaltung von Banken und institutionellen Investoren in der Finanzierung von EE-Projekten nach der Finanzkrise 2008/09. Daraus resultierte ein Käufermarkt, mit zweistelligen Renditen auf Seiten professioneller Investoren. Mit der Bündelung von Projekten in börsennotierten Vehikeln konnten als Antwort darauf neue Anlegerkreise erschlossen werden, nicht zuletzt die Kleinanleger. Der Diversifikationseffekt senkt zudem das Risiko im Portfolio, was ebenfalls die Kapitalkosten drückt, sowohl in der Fremdkapital- als auch in der Eigenkapitalfinanzierung. Die durchschnittliche Dividendenrendite für YieldCos liegt aktuell knapp über 6 Prozent (mehr dazu in Kapitel zwei), damit sind die geforderten Eigenkapitalrenditen deutlich niedriger als im Einzelverkauf der Projekte.

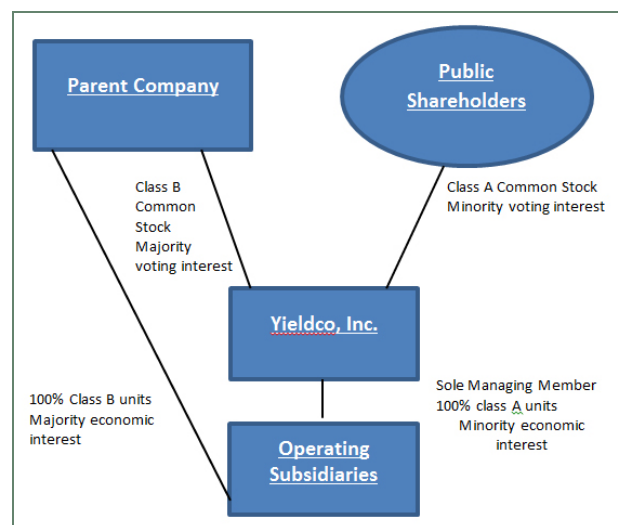
YieldCo IPO-Welle ab 2013

Pionier bei der Etablierung dieser Unternehmensform war der Assetmanager Brookfield, der die YieldCo-Ära im Jahr 2011 mit der Zusammenführung seiner Erzeugungskapazitäten im Bereich der Erneuerbaren Energien, vor allem Wasserkraftwerke und zwei Windparks, unter dem Dach der Brookfield Renewable Energy Partners L.P. einleitete. Der Erfolg dieses Konzepts, auch an der Börse, bereite in Nordamerika den Boden für eine Welle von vier IPOs im Jahr 2013 (Hannon Armstrong Sustainable Yield Infrastructure Capital Inc., NRG Yield Inc., TransAlta Renewables und Pattern Energy Group). In Großbritannien gelang im selben Jahr zunächst Greencoat UK Wind der Sprung an die Börse, es

folgten im weiteren Jahresverlauf der Bluefield Solar Income Fund und die Renewables Infrastructure Group Ltd. 2014 gab es zwei weitere Börsengänge auf der Insel und drei in den USA

YieldCo-Stuktur in den USA

Dominiert wird die Branche im Hinblick auf Anzahl und Größe bislang von den amerikanischen YieldCos, daher stellen wir hier zunächst die übliche Struktur in Übersee vor. YieldCos werden in den USA üblicherweise von einem Sponsor gegründet, der Kapazitäten einbringt. Dabei handelt es sich in der Regel um IPPs oder Utilities, Projektentwickler oder Komponentenhersteller. Diese bleiben an der neuen Gesellschaft maßgeblich beteiligt und können für die Kraftwerke auch Dienstleistungen wie Operations & Maintenance übernehmen (das kann aber auch an Dritte outsourced werden). Das breit gestreute Aktionariat hält in der Regel eine Minderheitsbeteiligung über eine andere Aktiengattung (mit unterschiedlichem Stimmrecht - siehe Grafik). Für neue Projekte des Sponsors haben YieldCos ein „right to first offer“ (ROFO), also ein Vorkaufsrecht. Sie können, müssen aber nicht Projekte des Mutterunternehmens kaufen, das entscheidet das Management der Gesellschaft. Die feste Verbindung bringt zusätzliche Vorteile wie etwa reduzierte Due-Diligence-Kosten in der Projektprüfung. Der Kauf bei Dritten ist aber zulässig und wird auch praktiziert.



Quelle: The National Renewable Energy Laboratory

Kein originärer Steuervorteil

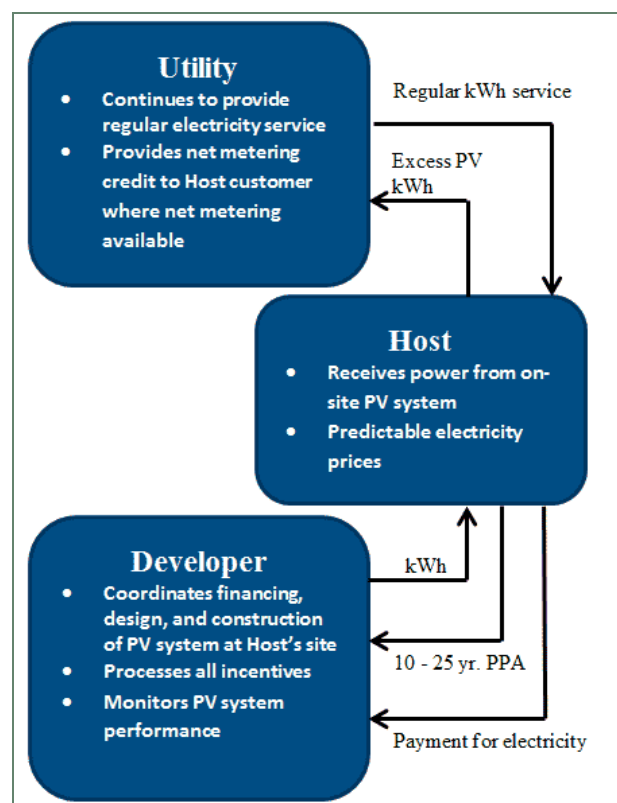
YieldCos haben auf Unternehmensebene (anders als REITs oder MLPs) keine Steuervergünstigungen. Trotzdem sind die Gesellschaften bemüht, die Steuerbelastung zu minimieren. Relativ niedrige Steuerzahlungen resultieren zum einen aus steigenden Abschreibungen aus dem kontinuierlichen Erwerb neuer Anlagen (finanziert durch Kapitalerhöhungen). In Relation zum ausgewiesenen Gewinn wird so ein relativ hoher Cashflow aus den Bestandsanlagen erwirtschaftet, der die Basis für hohe Ausschüttungsquoten darstellt. Zum anderen werden für Investitionen in Erneuerbare Energien Steuererleichterungen gewährt, die entweder von der Investitionssumme (Investment Tax Credit) oder von dem Output der Anlage (Production Tax Credit) abhängen.

Regulierungsrahmen

Die Steuervergünstigen sind wichtige Instrumente zur Förderung von Investitionen in Erneuerbare Energien in den USA. Die Regelung zum Production Tax Credit für verschiedene Erzeugungsarten (bspw. Windparks 2,3 US-Cent/kWh, Biomasse auf Basis von Energiepflanzen 2,2 Cent/kWh oder Wasserkraftwerke 1,1 Cent/kWh) ist Ende 2014 ausgelaufen, wird aber noch für Anlagen gewährt, die sich zum damaligen Zeitpunkt bereits im Bau befanden. Für Investitionen in Photovoltaikanlagen gibt es noch einen Investment Tax Credit in Höhe von 30 Prozent der Investitionssumme, die Regelung läuft bis Ende 2016 (danach Absenkung auf 10 Prozent). Neben diesen zentralen Investitionsanreizen existiert noch eine Vielzahl weiterer Fördermaßnahmen, die allerdings teilweise von Regelungen in einzelnen Staaten abhängen. Die Mehrzahl der Bundesstaaten hat bspw. Renewable Portfolio Standards beschlossen, die verpflichtende Ziele für den Anteil Erneuerbarer Energien an der Energieversorgung vorsehen. Diese können über Renewable Energy Certificates, die für die Produktion von 1 MWh Strom aus erneuerbaren Energien erteilt werden und die separat veräußert werden können, erfüllt werden.

Power Purchase Agreements

Ein generelles System der Einspeiseverpflichtung wie in Deutschland gibt es hingegen in den USA nicht. Stattdessen werden in der Regel in der Entwicklungsphase einer Anlage individuelle Power Purchase Agreements (PPAs) mit Kunden (Host, siehe Grafik) vereinbart. Diese werden noch vom Projektentwickler (Developer) abgeschlossen (der die Anlage nach dem Bau an eine YieldCo verkaufen kann), haben üblicherweise eine Laufzeit von 10 bis 25 Jahren und decken auch O&M für die Anlage ab. Das Pricing in diesen Kontrakten wird naturgemäß durch die Förderung und die gesetzlichen Verpflichtungen zur Nutzung von Strom aus regenerativen Energien in den einzelnen Staaten und Kommunen stark beeinflusst. Auch Versorger (Utility) bleiben als Abnehmer überschüssiger Energie oder zur Deckung von Fehlmengen involviert.



Quelle: Solar Energy Industries Association

Status der YieldCos USA/Can/GB

18 YieldCos börsennotiert

So klar das Konstrukt der YieldCo theoretisch ist, so vielfältig ist – trotz der bislang begrenzten Anzahl der Unternehmen – bereits das Spektrum der am Markt verfügbaren Konzepte. Das liegt schon allein daran, dass die Grenze zu IPPs fließend ist und diese dementsprechend in einer umfangreichen Analyse mitberücksichtigt werden müssten. Im Rahmen dieser Einführung beschränken wir uns auf eine Grundgesamtheit von 18 Gesellschaften (aus USA / Kanada / GB), die die eingangs skizzierten Charakteristika am

besten erfüllen. Die Marktkapitalisierung der Unternehmen beträgt aktuell 25,2 Mrd. US-Dollar (Stichtag 21.09.), die kumulierten Erzeugungskapazitäten liegt bei 26,7 GW (andere Assets der YieldCos wurden nicht berücksichtigt) und die durchschnittliche Dividendenrendite beträgt 6,2 Prozent. Mehr als 900 Fonds weltweit halten nach Angaben von Lipper / Thomson Reuters mindestens Anteile an einer YieldCo. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick zu unserer Auswahlgruppe.

	IPO	Land	Sponsor	Market Cap (Mrd. USD)	Div.- Rendite	Kapazi- täten (MW)
8point3	2015	USA	First Solar/Sunpower	0,98	6,2%	432
Abengoa Yield	2014	USA	Abengoa SA	1,94	8,3%	1.641
Bluefield Solar Income	2013	GB	Keiner	0,44	4,9%	203
Brookfield Renewable	2012*	USA/Kanada	Brookfield AM	3,92	6,1%	7.416
Capstone Infrastructure	2004	Kanada	Keiner	0,23	9,7%	535
Foresight Solar	2013	GB	Keiner	0,44	8,9%	233
Greencoat UK Wind	2013	GB	Keiner	0,81	1,5%	272
Hannon Armstrong	2013	USA	Keiner	0,62	5,4%	0
Innergex Renewable	2007	Kanada	Keiner	0,80	5,7%	1.513
John Laing	2014	GB	John Laing Group	0,37	3,1%	171
Nextenergy Solar	2014	GB	Keiner	0,39	5,1%	217
Nextera Energy	2014	USA	Nextera	2,69	3,6%	1.923
NRG Yield	2013	USA	NRG Energy	2,85	5,4%	3.825
Pattern Energy	2013	USA	Pattern Development	1,74	6,2%	2.282
Renewables Infrastructure	2013	GB	RES Group	1,02	6,1%	879
Terraform Global	2015	USA	SunEdison	1,43	12,2%	1.407
Terraform Power	2014	USA	SunEdison	2,96	6,4%	1.883
Transalta Renewables	2013	Kanada	TransAlta Corp	1,57	7,7%	1.848

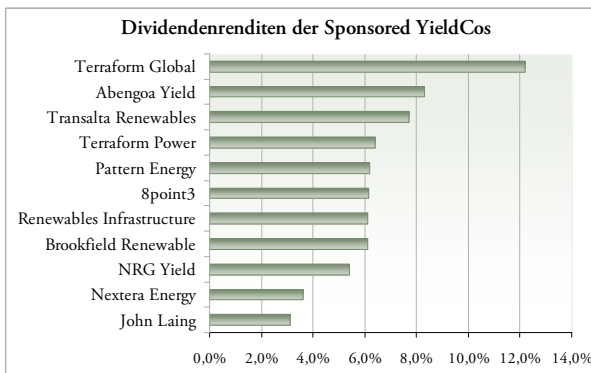
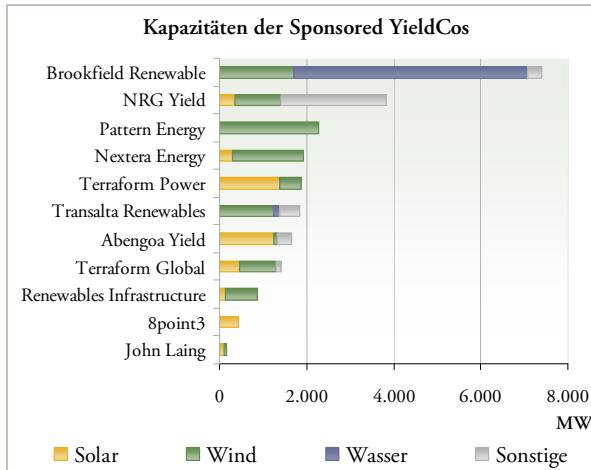
* Jahr der Restrukturierung; Quelle: Unternehmen, Bloomberg

Elf Sponsored YieldCos

Das skizzierte Konzept einer „Sponsored YieldCo“ verfolgen elf der 18 Gesellschaften. Davon sind sieben in den USA beheimatet sowie je zwei in Kanada und Großbritannien. Marktführer ist ganz klar Pionier Brookfield mit einer Marktkapitalisierung von 3,9 Mrd. US-Dollar und einer Erzeugungskapazität

von 7,4 GW, davon 72,5 Prozent Wasserkraft und 22,9 Prozent Windkraft. Aktuell bietet das Unternehmen eine Brutto-Dividendenrendite von 6,1 Prozent (Quelle für alle Dividendenrenditen: Bloomberg). Die Schwankungsbreite der aktuellen Renditen im Sektor ist sehr hoch und reicht von 3,6 Prozent bei Nextera Energy Partners bis 12,2 Prozent

für Terraform Global. Die durchschnittliche Dividendenrendite der Sponsored YieldCos liegt bei 6,5 Prozent.



Verschiedene Einflussfaktoren auf die Bewertung

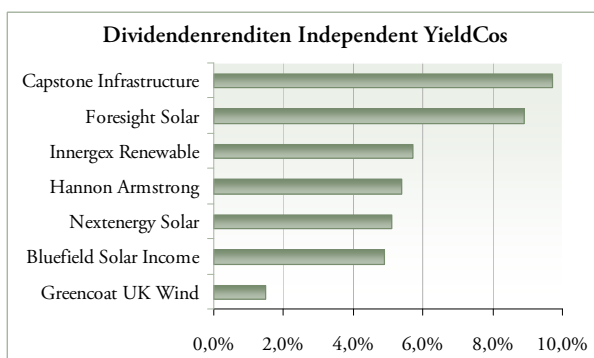
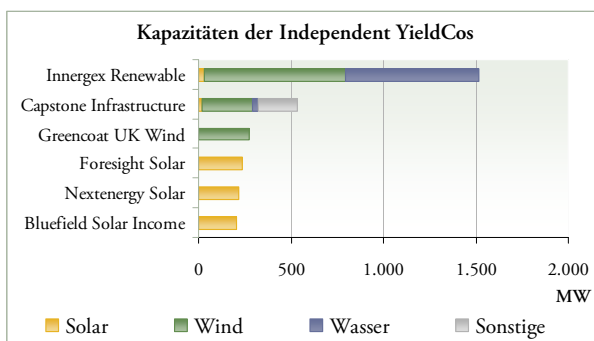
Diese Spanne resultiert u.a. aus der Größe des Portfolios und den damit einhergehenden Diversifikationseffekten, aus dem Track-record sowie aus den Erwartungen im Hinblick auf künftige Dividendensteigerungen. Terraform Global ist bspw. eine erst kürzlich emittierte YieldCo und mit einer Market Cap von 1,4 Mrd. US-Dollar und einem Portfolio von 1,4 GW (zum IPO-Zeitpunkt) im US-Maßstab relativ klein. Mit einem Fokus auf Anlagen in Schwellenländern wie China, Indien, Südafrika und Südamerika scheint der Markt zudem einen Risikoaufschlag zu fordern.

Hohe Zuwächse versprochen

Einen zentralen Einflussfaktor auf die Bewertung stellen aber auch die erwarteten Dividendensteigerungen dar. Die amerikanischen Sponsored YieldCos haben hier hohe Steigerungsraten versprochen. NRG Yield hat zum IPO ein Wachstum der Ausschüttung um 15 bis 18 Prozent p.a. in einem Zeitraum von fünf Jahren in Aussicht gestellt. In einer ähnlichen Dimension bewegen sich Terraform Power (15 Prozent für drei Jahre), Nextera Energy Partners (12 bis 15 Prozent für drei Jahre) und 8point3 Energy Partners (12 bis 15 Prozent für drei Jahre). Etwas vorsichtiger agiert Pattern Energy (10 bis 12 Prozent für drei Jahre), Abengoa Yield kann mit 6,5 Prozent p.a. im Branchenvergleich als sehr konservativ gelten. Brookfield hingegen hat keine Pläne kommuniziert, kann aber bereits eine historische Dividendensteigerung von durchschnittlich 12 Prozent p.a. vorweisen.

Britische YieldCos konservativer

Die britischen YieldCos verfolgen deutlich konservativere Ziele, sie zielen üblicherweise lediglich darauf ab, dass die Dividenden mit der Inflationsrate steigen. Nur zwei der britischen Vehikel zählen zu den Sponsored YieldCos. Die Renewables Infrastructure Group, mit der RES Group als Sponsor, ist mit einer Market Cap von umgerechnet 1,0 Mrd. US-Dollar und Kapazitäten in Höhe von 879 MW das größte Vehikel auf der Insel. Die fünf anderen Gesellschaften sind als börsengehandelte geschlossene Fonds konzipiert. Davon hat nur John Laing Environmental Assets Group Ltd einen Sponsor, die John Laing Group, die anderen zählen zur Gattung der „Independent YieldCos“. Hier ragt Greencoat UK Wind Plc. mit einer Marktkapitalisierung von umgerechnet 0,8 Mrd. US-Dollar und Kapazitäten in Höhe von 272 MW heraus, die anderen vier Fonds bewegen sich bei umgerechnet ca. 0,4 Mrd. US-Dollar.



Zwei kanadische Vehikel mit längerer Historie

Darüber hinaus haben wir mit der Capstone Infrastructure Corp. und Innergex Renewable Energy, Inc., noch zwei kanadische Investmentvehikel in die Gruppe aufgenommen, die vorwiegend in Erneuerbare-Energien-Projekte investieren und daher ebenfalls in Auswahl aufgenommen wurden (beide finden sich u.a. auch in dem Branchenfonds Global X YieldCo Index ETF der Global X Management Company). Die Gesellschaften haben keinen Sponsor und zählen somit zu den Independent YieldCos, allerdings mit einem entscheidenden Unterschied zu den britischen Angeboten. Denn Capstone und Innergex entwickeln Projekte inhouse, womit ein zentrales Definitionskriterium – keine Projektrisiken – verletzt wird. Das ist allerdings auch bei anderen Gesellschaften, wie Brookfield, der Fall, was, wie eingangs beschrieben, verdeutlicht, dass es am Markt bereits verschiedene Mischformen gibt.

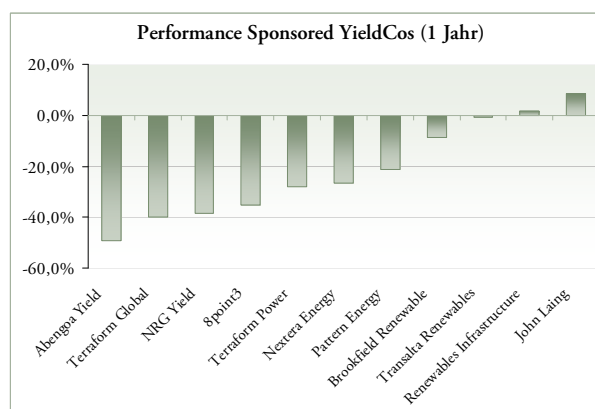
Ausschüttung, Leverage...

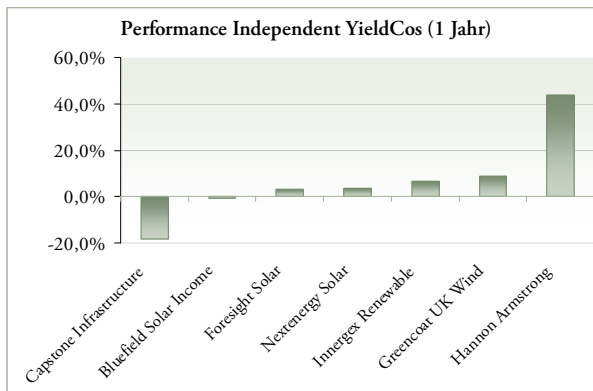
Die deutlich ambitionierteren Ziele der US-YieldCos führen auch zu einer aggressiveren Politik, so werden

üblicherweise 80 bis 90 Prozent des Cashflows als Dividende ausgeschüttet (Quelle: Bloomberg, McCrone and Liebreich: Yieldcos – two big questions, 30.07.2015). Einer Bloomberg-Analyse zufolge kommt Pattern auf eine Ausschüttungsquote von 80 Prozent, Transalta (aus Kanada) auf 80 bis 85 Prozent und NRG Yield auf 80 bis 90 Prozent. Dem stehen bei Greencoat eine Quote von 60 Prozent und 70 Prozent bei John Laing gegenüber. Die amerikanischen Anbieter nutzen zudem einen höheren Fremdkapitalhebel, der FK-Anteil beträgt im Fall von NRG Yield bspw. 70 Prozent, während der britische Fonds Foresight Solar eine Grenze von 30 Prozent der Brutto-Assets gezogen hat.

...und Performance

Die aggressivere Politik spiegelt sich auch in einer deutlich höheren Volatilität an der Börse wider. So konnten einige amerikanische YieldCos bis Ende 2014 / Anfang 2015 stark zulegen (insb. NRG Yield und Brookfield), anschließend folgte allerdings eine scharfe Korrektur, in deren Rahmen die US-Anbieter in den letzten zwölf Monaten per Saldo zweistellige Kursverluste verzeichneten (siehe Grafik). Katastrophal ausgefallen ist zudem die Performance der beiden diesjährigen IPOs, Terraform Global und 8point3 Energy Partners, mit Einbußen von 39,9 resp. 35,1 Prozent. Fast alle britischen YieldCo-Fonds können hingegen für die vergangenen zwölf Monate eine moderat positive Performance vorweisen.





Quelle: Bloomberg

US-YieldCos: Mehrere Belastungsfaktoren

Die zum Teil hohen Kursverluste der US-YieldCos und die relative Schwäche im Vergleich zu den britischen Werten in den letzten zwölf Monaten sind das Resultat mehrerer Determinanten. Zum einen war der US-Markt zuvor überhitzt, was sich in hohen Aufschlägen auf den Buchwert ausdrückte. Diese lagen zeitweise bei 40 bis 100 Prozent, während die britischen Fonds nur mit einem Premium von wenigen Prozentpunkten notierten (Quelle: Bloomberg, McCrone and Liebreich: Yieldcos – two big questions, 30.07.2015). Zum anderen könnte die anstehende Zinswende in den USA die hoch gehebelten Geschäftsmodelle beeinträchtigen. Damit gehen Zweifel, ob die angekündigten hohen Dividendenwachstum haltbar sind (auf diesen Punkt gehen wir ausführlich im Abschnitt „Kritische Erfolgsfaktoren“ ab S. 14 ein). Die Mischung dürfte die Verkaufsbereitschaft von Hedgefonds erhöht haben, die in den USA stark engagiert waren, die mittel- bis langfristige aber Renditeziele verfolgen, die eher oberhalb der von den YieldCos angekündigten Steigerungsraten liegen dürften. Als genereller Belastungsfaktor für die Branche gilt darüber hinaus der stark gefallene Ölpreis, der die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien unattraktiver macht. Und nicht zuletzt haben die großen IPOs und die anschließenden Kapitalerhöhungen viel Liquidität aus dem Markt gesogen.

IPO-Motor stottert

Gerade in der Anfangsphase waren die IPOs von YieldCos zum Teil stark überzeichnet, wie etwa im Fall von Abengoa, Nextera und Terraform. Mittlerweile ist das Emissionsgeschäft erheblich schwieriger geworden, nicht zuletzt ein Resultat der hohen Kapitalabsorption der letzten Jahre sowie der Performance in den letzten zwölf Monaten. Zwei große IPOs in London wurden in der zweiten Julihälfte erst einmal verschoben. Nach dem Erfolg des Nextenergy Solar Fund mit Investments in Großbritannien sollte das neue Angebot, Nextenergy European Solar Utility Plc, rund 215 Mio. GBP für den Kauf von Solaranlagen im übrigen Europa, insbesondere in Italien und Spanien, einsammeln. Das ist vorerst ebenso gescheitert wie ein ähnlich ausgerichtetes Vehikel von Bluefield (Bluefield European Solar Fund), das rund 140 Mio. GBP Eigenkapital einwerben wollte.

Trotz dieser Rückschläge befinden sich zahlreiche weitere YieldCos in der Vorbereitung. Die Pläne liegen in der Schublade und die Initiatoren dürften die Marktentwicklung aufmerksam verfolgen. Bereits kommuniziert wurden entsprechende Absichten von Canadian Solar sowie vom US-Konzern Sunpower.

Die nächste Welle in Asien?

Auch abseits der Kernmärkte Nordamerika und UK zeichnen sich IPOs ab. Die Neo Solar Power Corporation aus Taiwan will die erste YieldCo am heimischen Markt einführen. Vor allem aber denken die großen chinesischen Photovoltaikproduzenten über eine Auslagerung von Anlagen und Projekten nach. JinkoSolar strebt jüngsten Medienberichten zufolge ein IPO Ende 2015 / Anfang 2016 an. Der weltgrößte PV-Panel-Hersteller Trina Solar könnte im Verlauf des nächsten Jahres folgen. Der Ableger soll aber nicht auf Ausschüttungen, sondern auf Wachstum fokussiert sein, weshalb die Gesellschaft „GrowthCo“ getauft wurde.

Status der YieldCos D/CH

Festland-Europa im Frühstadium

Der Boom der YieldCo-Branche in den USA und in Großbritannien hat erst im laufenden Jahr zu IPO-Vorhaben auf dem europäischen Festland geführt, mit einem bislang sehr mäßigen Erfolg. Die erste „Sponsored YieldCo“ schaffte es im Februar auf den Kurszettel in Spanien, der Infrastrukturkonzern ACS hatte in das Vehikel 19 Anlagen mit einer Stromerzeugungskapazität von 688 MW eingebracht (davon 16 Windparks) und dann Anteile für rund 435 Mio. Euro platziert. Der Preis für die Aktie lag mit 10,45 Euro allerdings am unteren Ende der ausgegebenen Spanne und hat seitdem noch einmal 19 Prozent nachgegeben. Der IPO-Versuch der französischen

Solairedirect mit einem PV-Portfolio von 500 MW (allerdings Minderheitsanteile) scheiterte im April gleich ganz.

Dasselbe Schicksal hat der Börsengang von Chorus Clean Energy im Juli in Deutschland erlitten. Das Unternehmen hält im Eigenbestand 60 Solar- und Windparks mit einer Leistung von 180 MW und wollte mit dem IPO bis zu 125 Mio. Euro für das weitere Wachstum einnehmen, stieß in der angebotenen Preisspanne aber nicht auf ausreichend Kaufinteresse. Aktuell ist ein zweiter Anlauf gestartet.

	IPO	Land	Sponsor	Market Cap (Mio. EUR)	Div.- Rendite	Kapazitäten (MW)
7C Solarparks	2014*	D	Keiner	82	Keine	71
ABO Invest	2011	D	ABO Wind	59	Keine	132
Capital Stage	1999	D	Keiner	618	1,8%	498
KKB	2010	CH	Keiner	133	2,4%	152
KTG Energie	2012	D	Keiner	82	3,9%	60

* Reverse Takeover; Quelle: Unternehmen, Bloomberg

Erste Sponsored YieldCo in Deutschland seit 2011 börsennotiert

Dennoch sind auch in Deutschland schon vor einigen Jahren IPOs aus dem Sektor gelungen, die allerdings erheblich kleiner ausgefallen sind als im angelsächsischen Raum. Die ABO Invest AG hatte als Vorreiter auf dem hiesigen Markt bereits im Mai 2011 7,5 Mio. Aktien zu einem Preis von 1,05 Euro angeboten. Dabei handelt es sich um eine Sponsored YieldCo (auch wenn der Begriff damals noch nicht geläufig war), die Anlagen stammen von dem ebenfalls börsennotierten Projektentwickler ABO Wind AG. Auch die Zielvorgabe für ABO Invest, eine Wertsteigerung der Anteile von 8 Prozent p.a., erinnert an die YieldCo-Praxis und wurde im Anschluss, gemessen am Börsenkurs, auch realisiert. Mittlerweile beträgt die Marktkapitalisierung fast 60 Mio. Eu-

ro, das Portfolio besteht aus 62 Windenergieanlagen und einer Biogasanlage mit einer kumulierten Kapazität von 132,2 MW.

PNE Wind bereitet YieldCo vor

Bei dieser bislang einzigen YieldCo, die ausschließlich auf Windkraftkapazitäten setzt, wird es aber nicht bleiben, aktuell bereitet PNE Wind ebenfalls eine Auslagerung vor. Bis Ende nächsten Jahres sollen Windparks in Deutschland mit einer Gesamtkapazität von 150 MW für eine YieldCo fertiggestellt sein, um dann Anteile an dieser Gesellschaft bei Investoren zu platzieren. Ein IPO könnte danach in London stattfinden oder auch in Deutschland, falls der Markt aufnahmebereit ist. Diesem Beispiel könnten weitere folgen, zu den Kandidaten für die Eta-

blierung neuer Windkraft-YieldCos zählen bspw. Energiekontor und e.n.o. energy.

KTG Energie mit Sonderstatus

Einen erfolgreichen Börsengang in Deutschland hat auch KTG Energie umgesetzt, und zwar Mitte 2012. Obwohl aus dem Unternehmen KTG Agrar hervorgegangen, ist KTG Energie als Independent YieldCo positioniert, da Anlagen zunächst selbst gebaut wurden und nun frei am Markt eingekauft werden. Die Gesellschaft ist auf den Erwerb und den Betrieb von Biogasanlagen spezialisiert und erwirbt bevorzugt Objekte, die in technischer und/oder finanzieller Hinsicht Optimierungspotenzial aufweisen. Mittlerweile ist das Portfolio auf eine Stromerzeugungskapazität von 60 MW ausgebaut worden, darüber hinaus werden ca. 30 Prozent der Erlöse mit dem Verkauf von Biomethan erzielt. Obwohl sich KTG Energie auf den Anlagenbetrieb, die Erwirtschaftung hoher Cashflows und die Ausschüttung hoher Dividenden fokussiert, weist das Unternehmen dennoch einen wichtigen Unterschied zu Wind- und Solar-YieldCos auf. Denn die Anlagen benötigen Agrarrohstoffe für den Betrieb, insofern besteht ein Beschaffungsrisiko. Das Unternehmen bezieht das Material aber von der Mutter KTG Agrar im Rahmen langfristiger Verträge zu festen Preisen, die Planungssicherheit und einen rentablen Anlagenbetrieb ermöglichen.

Capital Stage als erfolgreicher Pionier

Dass YieldCo-IPOs, wenn auch im kleinen Maßstab, in Deutschland gelungen sind, hat auch mit dem Erfolg des Vorreiters zu tun. Die vormalige Beteiligungsgesellschaft Capital Stage AG hatte sich schon 2008/09 neu ausgerichtet und auf den Erwerb von Solar- und Windparks fokussiert. Nachdem 2009 die ersten Anlagen erworben wurden, konnte das Portfolio im Anschluss auf aktuell 73 Solar- und 6 Windparks mit einer Kapazität von rund 500 MW ausgebaut werden. Damit ist Capital Stage nach eigenen Angaben Deutschlands größter unabhängiger Solarpark-Betreiber. Ein wesentlicher Eckpfeiler der erfolgreichen Performance ist das Inhouse-Know-how im Bereich der kaufmännischen und technischen Be-

triebsführung, die durch die Tochter Capital Stage Solar Service GmbH abgedeckt wird.

Solarspezialist 2014 neu formiert

Hier sieht auch die 7C Solarparks AG die eigene Stärke. In der heutigen Form ist das Unternehmen aus einem Reverse Takeover in 2014 hervorgegangen. Die belgische Gesellschaft 7C Solarparks NV hatte im Zuge dessen den deutschen PV-Projektentwickler Colexon Energy AG übernommen. Das Projektgeschäft wurde im Anschluss abgewickelt, Kern der Übernahme war der Colexon-Anlagenbestand im Bereich der Photovoltaik mit einer installierten Leistung von 25,8 MW. Zusammen mit dem Bestand der belgischen Gesellschaft (41,6 MW) und weiteren Zukäufen ist daraus ein Portfolio von rund 71 MW entstanden. Der Konzern befindet sich weiter auf Expansionskurs, bevorzugt werden Anlagen mit Restrukturierungspotenzial erworben, die dann mit dem eigenen Team technisch und finanziell optimiert und betrieben werden.

Die ganze Bandbreite

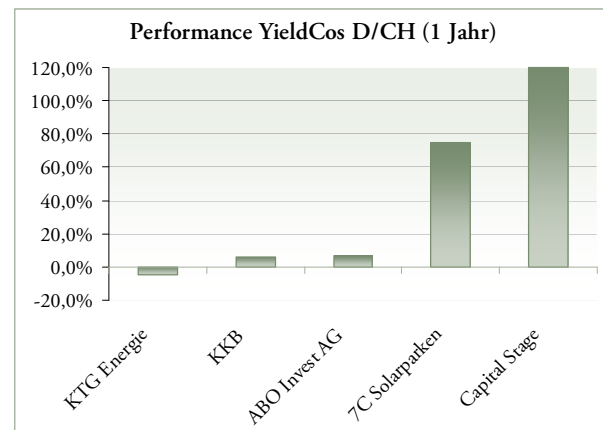
Obwohl die Zahl der Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum, die strukturell zu den YieldCos gezählt werden können, überschaubar ist, bietet sich Investoren bereits die ganze Bandbreite – Wind-, Solar- und Biogasspezialisten einerseits sowie Unternehmen mit einem hinsichtlich der Erzeugungsart diversifizierten Ansatz andererseits. Neben Capital Stage zählt zu zweiten Kategorie auch die Kleinkraftwerk Birseck AG (KKB) aus der Schweiz, die über Zukäufe bereits ein Portfolio von 150 MW im Bereich Windkraft, Photovoltaik und Wasserkraft aufgebaut hat. Auch KKB operiert als Independent YieldCo und kauft Projekte am Markt an, langfristig sollen die Erlöse zu 20 Prozent mit Solarenergie und zu je 40 Prozent mit Wind- und Wasserkraft erwirtschaftet werden.

Starke Performance

Die YieldCos im deutschsprachigen Raum sind überwiegend SmallCaps, ihre Pendanten aus den USA können hingegen zu den MidCaps gezählt werden. Der Fokus größerer Investoren richtete sich in den

letzten Jahren vor allem auf Nordamerika und – mit Abstrichen – auf Großbritannien. Der Hype um die US-YieldCos hat die Werte im deutschsprachigen Raum nicht erfasst, was sich in den letzten zwölf Monaten als Vorteil erwiesen hat. Im Gegensatz zu den Unternehmen im angelsächsischen Raum konnten vier der fünf in diesem Abschnitt vorgestellten börsennotierten Gesellschaften eine positive Kursperformance erzielen, Capital Stage und 7C Solarparken stellen mit 120,0 resp. 74,9 Prozent sogar die Topperformer im ganzen Sektor dar.

Die Unternehmen 7C Solarparken, KTG Energie, PNE Wind und Kleinkraftwerk Birseck, die sich auf der 1. YieldCo-Investorenkonferenz in Deutschland



präsentieren, werden ab S. 19 noch einmal detailliert vorgestellt.

Kritische Erfolgsfaktoren

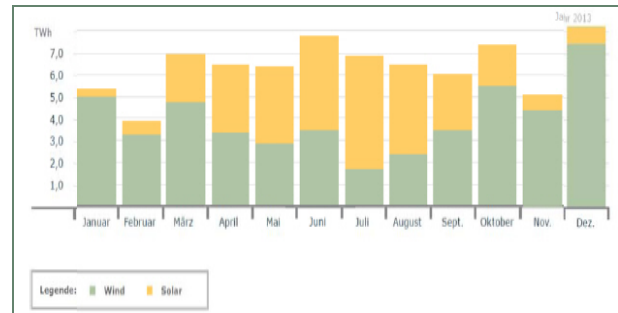
Erste Lehren

Nach der Etablierung zahlreicher YieldCos in den letzten Jahren, die insbesondere in den USA zunächst von einem starken Kursaufschwung und in den letzten zwölf Monaten schließlich auch von einer scharfen Korrektur begleitet wurde, können erste Lehren im Hinblick auf Investitionsentscheidungen im Sektor gezogen werden. Wir sehen insbesondere folgende Punkte als kritische Erfolgsfaktoren:

- Portfoliodiversifikation
- Projektpipeline
- Förderung und Vertragslaufzeiten
- Nachhaltigkeit der Ausschüttungen
- Verschuldung und Zinsentwicklung
- Bonität von Abnehmern und Sponsoren

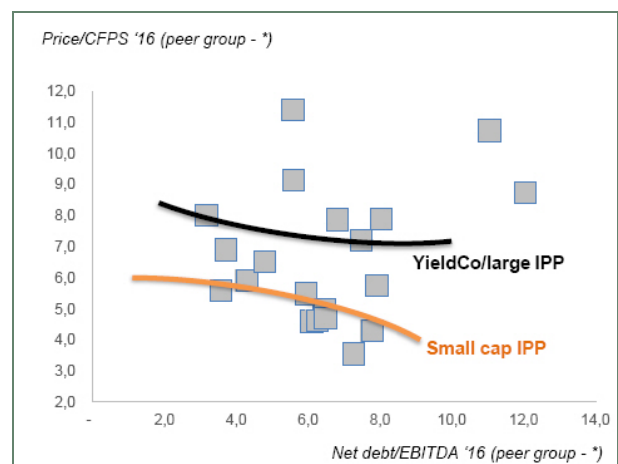
Portfolio: Diversifikation positiv

Die Fokussierung des Portfolios auf eine Erzeugungsart erlaubt dem YieldCo-Management die größtmögliche Hebung von Spezialisierungsvorteilen. Das schlägt sich in der Regel beispielsweise in einer überdurchschnittlichen Anlagenverfügbarkeit positiv nieder. Dem steht aber ein positiver Diversifikationseffekt bei einer Mischung verschiedener Erzeugungsarten gegenüber. So führt beispielsweise die Kombination aus Wind- und Photovoltaikanlagen zu einer deutlichen Glättung der Produktion und Erlöse im Zeitablauf (siehe dazu die Graphik zur Wind- (grün) und Sonnenstromproduktion (gelb) in Deutschland auf Monatsbasis im Jahr 2013; Quelle: Fraunhofer: Aktuelle Fakten zur Photovoltaik in Deutschland). Weitere Diversifikationseffekte sind darüber hinaus durch eine Mischung unterschiedlicher Regionen (verschiedene Wetterlagen) zu erzielen, aufgrund unsicherer politischer Rahmenbedingungen scheint zudem eine Streuung im Hinblick auf unterschiedliche Länder und damit Fördersysteme sinnvoll.



Stromproduktion in D (2013) in TWh; Quelle: Fraunhofer ISE

Größe und Diversifikation wird am Markt tendenziell mit niedrigeren Renditeforderungen belohnt. Die folgende Grafik zeigt die Bewertung verschiedener YieldCos in Abhängigkeit von der Größe und dem Verschuldungsgrad (Stand Anfang September). Große YieldCos (>500 MW) notieren am Markt mit einem deutlich höheren Kurs in Relation zum Cashflow je Aktie, das Multiple liegt in der Regel oberhalb von 7,0 – sinkt allerdings mit steigender Verschuldung, darauf wird an späterer Stelle noch eingegangen. Für Small-Cap-YieldCos scheint derzeit maximal ein Multiple von etwa 6 erreichbar. (Erhebung von 7C Solarparks, Peergroup mit 20 börsennotierten YieldCos und IPPs).



Quelle: 7C Solarparks

Projektpipeline: Der Nachschub

Das Wachstum der YieldCos erfolgt durch den Ankauf neuer Anlagen. Die Pipeline stellt damit einen wichtigen Erfolgsfaktor dar. Die enge Bindung der YieldCos an ihre Sponsoren, verbunden mit einem Vorkaufsrecht, ist in dieser Hinsicht ein zwiespältiges Konstrukt. Einerseits besteht damit eine gewisse Exklusivität, mit der von der Stärke des Sponsors in der Projektentwicklung profitiert werden kann. Andererseits schafft das, auch aufgrund des substanziellen Anteils der Sponsoren an der YieldCo, die Gefahr von Interessenkonflikten in Form überhöhter Preise. Noch scheint die Situation für beide Seiten komfortabel, Schätzungen zufolge können in den USA aktuell Projekte mit einem IRR von 8 bis 10 Prozent (ohne Leverage) entwickelt und zu einem IRR von 6 bis 7 Prozent an YieldCos verkauft werden (Quelle: SunEdison and the death of the YieldCo?, 13.08.2015). Sollten sich aber die Kapitalkosten der YieldCos erhöhen (siehe Abschnitt Verschuldung und Zinsentwicklung), müssten die Entwickler die eigenen Renditeansprüche senken.

Der freie Einkauf am Markt hat in dieser Hinsicht gewisse Vorzüge. Allerdings resultiert aus dem Boom der YieldCos selbst möglicherweise ein Problem. Denn damit ist die Nachfrage nach Objekten stark gestiegen, was sich in steigenden Preisen niederschlägt. Von essentieller Bedeutung scheint vor diesem Hintergrund die Frage, ob eine YieldCo – Sponsored oder Independent – letztlich Wettbewerbsvorteile im Einkauf vorweisen kann, sei es durch eine enge Verbindung zu einem starken Sponsor oder durch eine Spezialisierung (etwa Inhouse-Know-how im Bezug auf Optimierungspotenziale von Bestandsanlagen).

Förderung und Vertragslaufzeiten

Im Hinblick auf den Einkauf ebenfalls relevant ist der gesamte potenzielle Projektnachschub in einem Markt /Land. In Deutschland ist beispielsweise der Neubau von Photovoltaikanlagen nach mehreren EEG-Novellen drastisch eingebrochen, von 7 GWp noch in 2012 auf lediglich 0,6 GWp im ersten Halbjahr 2015 (Quelle: EPIA). In den USA dürfte die dämpfende Wirkung der auslaufenden Förderung

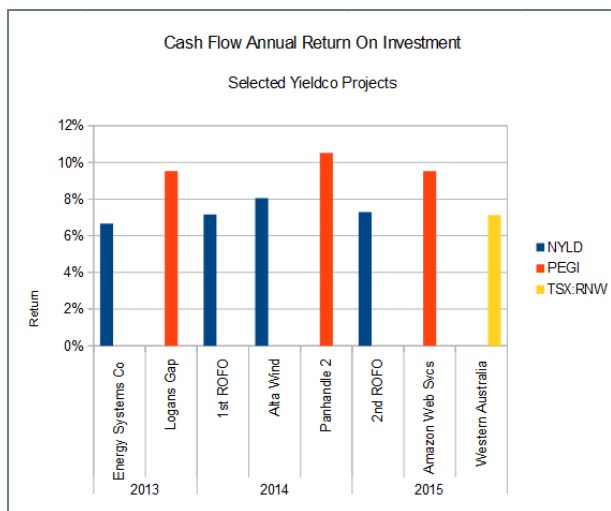
noch bevorstehen, wenn nicht doch noch neue Maßnahmen beschlossen werden. Noch bewegt sich der Ausbau auf hohem Niveau, so hat sich der Kapazitätszuwachs bei großen PV-Anlagen im letzten Jahr auf 12,3 GW verdoppelt (Quelle: US Energy Information Administration). Es bleibt aber abzuwarten, wie sich die Absenkung des Investment Tax Credit von 30 auf 10 Prozent zum 1. Januar 2017 auswirkt. Möglicherweise wird der große Projektappetit der US-YieldCos dann auf ein reduziertes Angebot treffen.

Auch die Planungssicherheit bezüglich der Einnahmen aus Bestandsanlagen stellt ein wichtiges Erfolgskriterium dar. Zwar wird von den YieldCos in der Regel eine hohe Planungssicherheit über lang laufende Verträge oder Fördermechanismen angestrebt, aber die Restlaufzeiten von PPAs (USA) oder bestehenden Einspeisegarantien (Europa) können stark variieren. Im Hinblick auf staatliche Fördermaßnahmen besteht zudem ein Länderrisiko, resultierend aus möglichen rückwirkenden politischen Eingriffen in die Einnahmestruktur, etwa über Sonderabgaben oder neue Steuern. Diese hat es in den letzten Jahren beispielsweise in Spanien, Italien, Griechenland und Tschechien gegeben, Deutschland hat hingegen mit der EEG-Novelle 2014 einen Bestandsschutz für Anlagen ausgesprochen. Länderrisiken lassen sich entweder durch Konzentration auf YieldCos mit Portfolios in den – voraussichtlich – verlässlichsten Standorten oder durch eine breite Diversifikation minimieren.

Nachhaltigkeit der Ausschüttungen

Ein Bestandsportfolio mit einer hohen Vertragssicherheit (PPA oder Förderung) ist eine gute Basis für nachhaltige Ausschüttungen, eine kontinuierliche Steigerung der Dividende je Aktie stellt das aber noch nicht sicher. Dies gilt auch für einen kontinuierlichen Zukauf weiterer Projekte nur unter bestimmten Bedingungen. Kritiker bezweifeln insbesondere die Nachhaltigkeit der anvisierten hohen Steigerungsraten der US-YieldCos, einige Unternehmen, wie TerraForm Power verfolgen eine sehr aggressive Ausschüttungspolitik, bei der die Auszahlungen den Cashflow (zumindest temporär) überstei-

gen. Da neue Projekte in der Regel fast vollständig extern, über neues Eigen- und Fremdkapital, finanziert werden (da die YieldCos ja einen Großteil ihres Cashflows ausschütten), gibt es für eine nachhaltige Dividendensteigerung nur wenige Hebel, schließlich muss die Verwässerung ja überkompensiert werden. Dividendenzuwächse können in diesem Fall zum einen aus Skaleneffekten in der Organisation resultieren, deren Potenzial bei einem Wachstum über den Zukauf fertiger Projekt aber überschaubar sein dürfte. Zum anderen könnte das Management den Leveragegrad erhöhen, was aber zu Risikoaufschlägen in der Finanzierung führt und damit zumindest ab einem gewissen Grad kontraproduktiv ist (da ohnehin mit einer recht hohen Verschuldung operiert wird). Schließlich bleibt noch die Möglichkeit, Projekte mit einer steigenden Rentabilität zu erwerben. Beispiele von drei YieldCos legen nahe, dass auch das nicht der Fall ist. In den letzten zweieinhalb Jahren bewegte sich die interne Verzinsung der Projekte relativ konstant zwischen 7 und 10 Prozent (siehe Grafik)



Legende:

NYLD: NRG Yield

PEGI: Pattern Energy Group

TSX:RNW: TransAlta Renewables

(Quelle: „My yieldco raised its dividend with this weird trick“ vom 26.05.2015)

Trotzdem konnten bisher zum Teil beträchtliche Steigerungen erzielt werden. NRG Yield hat das Niveau der ersten Ausschüttung, 0,23 US-Dollar auf Quartalsbasis in 2013, in der Spitze um rund 70

Prozent erhöht (0,39 US-Dollar in Q1 2015), Pattern Energy konnte die Ausschüttung auf Quartalsbasis zumindest von 0,3125 US-Dollar in 2013 auf zuletzt 0,363 US-Dollar steigern (rd. 8 Prozent p.a.). Nextera Energy Partners wiederum hat innerhalb von nur drei Quartalen einen Zuwachs um satte 25 Prozent geboten. Vor dem Hintergrund der begrenzten Hebel für eine Steigerung des Cashflows je Aktie werfen Kritiker den YieldCos vor, dass dieser Effekt nur mit einem kontinuierlich steigenden Investment pro Aktie erzielt werden kann. Solange der Aktienkurs steigt, und damit die Kapitalakquise je Anteilsschein, resultiert daraus ein höherer Cashflow je Aktie. Bei fallenden Kursen (und weiteren Kapitalerhöhungen zur Anlagenakquise) wirkt der Hebel aber auch in die andere Richtung (siehe dazu „My yieldco raised its dividend with this weird trick“, 26.05.2015).

Insofern scheint eine genaue Analyse der Ausschüttungspolitik im Hinblick auf die Deckung durch den aktuellen Cashflow und das verfolgte Wachstums-konzept unabdingbar.

Verschuldung und Zinsentwicklung

Eine zentrale Rolle für die Rentabilität der YieldCos spielt der Leverageeffekt. Wie bereits dargestellt, verfolgen einige Unternehmen eine sehr aggressive Verschuldungspolitik und hebeln damit ihre Rendite. Entsprechend groß ist hier die Anfälligkeit für eine Änderung der Marktzinsen. Zum einen sollte im Rahmen der Investmententscheidung genau analysiert werden, wie lange die Kreditlaufzeiten für das bestehende Portfolio sind. Kürzere Laufzeiten und potenzieller Refinanzierungsbedarf erhöhen naturgemäß die Sensitivität des Börsenkurses auf Zinschwankungen. Konservative Player wählen allerdings oftmals lange Laufzeiten, hier beschränkt sich dann das Risiko auf die Akquise. Sollte das Zinsniveau steigen, können neue Objekte nur die bisherigen Renditen erwirtschaften, wenn die Preise fallen.

Bonität von Kunden und Sponsoren

Der Verschuldungsgrad übt einen starken Einfluss auf die Bonität und die Marktbewertung einer YieldCo aus. Mittelfristig könnte aber auch eine an-

dere Bonitätsfrage stärkere Beachtung finden, nämlich die Solvenz von Kunden und Sponsoren. Insbesondere die PPAs von YieldCos haben nur eine stabilisierende Wirkung, wenn der Gegenpart den vertraglich formulierten Zahlungsverpflichtungen nachkommt. Zum Kundenkreis zählen dabei auch Versorger. Wie ihre deutschen Peers stehen diese auch in den USA vor den Herausforderungen einer tiefgreifenden Markttransformation, die zu einer Gewichtsverschiebung zugunsten einer dezentraleren Versorgungsstruktur führt. Auch wenn die Ausmaße der

Entwicklung deutlich moderater sind als in Deutschland, werden nicht unbedingt alle bisherigen Versorger diesen Wandel unbeschadet überstehen. Das gilt in anderer Hinsicht auch für Sponsoren, die sich einem intensiven Wettbewerb ausgesetzt sehen. Wechsel in der Regulierungspraxis können Marktschocks auslösen (siehe Deutschland), die den Initiator einer YieldCo in Schwierigkeiten bringen kann. In diesem Fall könnte das Vorkaufsrecht wertlos sein, auch ein Notverkauf der YieldCo-Anteile scheint denkbar.

Fazit

Die YieldCo-Branche hat sich in den vergangenen Jahren rasant entwickelt. Mit einer IPO-Welle in den USA und Großbritannien ab 2013 ist Kapital im zweistelligen Milliardenbereich in die Unternehmen geflossen, die damit zu einem zentralen Investor für neue Projekte im Bereich der Erneuerbaren Energien geworden sind. Eine relativ aggressive Strategie mit hohen Dividendenversprechen verfolgen dabei die US-Anbieter. Erste Erfolge haben zu einem Hype geführt, gefolgt von einer kräftigen Korrektur in den letzten zwölf Monaten.

Obwohl bei einigen Unternehmen die Nachhaltigkeit der anvisierten Ausschüttungspolitik angezweifelt wird, hat sich das Konzept YieldCo zweifelsohne fest etabliert und wird künftig eine wichtige Rolle spielen. Dividendenrenditen, die nach den kräftigen

Kursrückschlägen zum Teil im hohen einstelligen oder sogar zweistelligen Bereich liegen, bieten durchaus das Potenzial für eine Trendwende. Eine Einzel-fallprüfung im Hinblick auf mehrere kritische Erfolgsfaktoren ist aber unumgänglich.

Angesichts des weltweiten Vormarsches der Erneuerbaren Energien sehen Optimisten aber immer noch enormes Wachstumspotenzial für den Sektor. Jeff McDermott, Managing Partner bei Greentech Capital Advisors LLC, erwartet angesichts der deutlich gesunkenen Erzeugungskosten bei Strom und Wind einen weiteren Schub und sieht perspektivisch ein Potenzial für eine kumulierte YieldCo-Marktkapitalisierung von 100 Mrd. US-Dollar, das wäre in etwa eine Vervierfachung zum aktuellen Niveau.

7C Solarparken: Wachstumssprung geglückt

Equity Story

In der heutigen Form ist die 7C Solarparken AG im letzten Jahr aus einem Reverse Takeover der börsennotierten Colexon Energy AG entstanden. Im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung hat Colexon formal die belgische Gesellschaft 7C Solarparken NV erworben, die vormaligen Eigner von 7C Solarparken erhielten im Zuge dessen 70 Prozent der Anteile an dem neu formierten Konzern und das Management der Tochter rückte an die Konzernspitze. Durch die Übernahme wurde der Colexon-Bestand mit einer kumulierten Leistung von 25,8 MWp mit den Anlagen der belgischen Gesellschaft (41,6 MWp) unter einem Dach zusammengeführt. Per Mitte 2015 gehören, nach weiteren Zukäufen, somit 42 Solarparks mit einer kumulierten Kapazität von 71,5 MWp zum Portfolio, hiervon entfallen 93,4 Prozent auf Deutschland.

Das Management kann einen bemerkenswerten Track-record vorweisen, von 2011 bis 2014 konnte durch den Portfolioausbau der Cashflow je Aktie in der belgischen Gesellschaft Solarparken NV verdoppelt werden. Diese beachtliche Wertschöpfung beruht auf mehreren Stellschrauben. Der Akquisitions-Fokus liegt vor allem auf Anlagen mit einer Leistung von 1 bis 5 MWp, deren Performance in der Vergangenheit nicht zufriedenstellend war, die aber Optimierungspotenzial aufweisen. Nach der Übernahme werden die Anlagen technisch optimiert, weitere Renditepotenziale erschließt 7C Solarparken durch eine Neustrukturierung der Finanzierung.

Im laufenden Jahr ist dem Unternehmen mit dem Zukauf eines 13,7 MWp-Portfolios ein weiterer großer Expansionsschritt gelungen. Bis 2017 soll das Portfolio um weitere 20 MWp auf 105 MWp ausgebaut werden, das würde dann die Basis für ein EBITDA von 27 Mio. Euro, einen freien Cashflow von 21 Mio. Euro und eine Dividende von 0,10 Euro je Aktie darstellen.



Stammdaten

Sitz:	Bayreuth
Branche:	PV-Anlagenbetrieb
Mitarbeiter:	17
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A11QW68
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	33,5 Mio. Stück
Kurs:	2,376 Euro
Market Cap:	79,6 Mio. Euro
Free-Float:	31,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,51 / 1,43 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	37,3 Tsd. Euro

Mio. Euro	2014	2015e	2016e
Umsatz	14,6	24,0	30,3
EBITDA	16,7	18,8	24,3
JÜ	7,4**	2,4	4,2
EpS	0,28	0,06	0,10
Dividende	-	-	-
Ums.-Wachstum	42,2%	64,9%	26,4%
JÜ-Wachstum	1.755%	-68,1%	76,6%
KUV	2,30	1,40	3,26*
KGV	4,5	14,2	23,8*
KCF	4,96	3,17	5,91*
EV / EBITDA	12,5	11,1	9,4*
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

* 41,6 Mio. Aktien (voll verwässert); **incl. Einmaleffekt 5,5 Mio. Euro

SWOT-Analyse

Stärken

- Mehrjähriger Track-record im Bezug auf den raschen Ausbau und den sehr profitablen Betrieb eines Portfolios von Photovoltaikanlagen.
- Umfangreiche Erfahrung in der Optimierung von akquirierten Objekten, dadurch attraktiver Werthebel.
- Sehr schlanke Unternehmensstrukturen, die Akquise und der Anlagenbetrieb sind mit einem kleinen Personalstamm möglich.
- Staatliche Preisgarantie ohne Mengenbeschränkung.
- Gut kalkulierbare Cashflows, hoher freier Cashflow.

Chancen

- Bei Altanlagen besteht ein zum Teil erhebliches Optimierungspotenzial, das schafft günstige Kaufgelegenheiten.
- Der Bereich kleiner Anlagengrößen von 1 bis 5 MWp stellt eine Marktnische mit relativ wenig Kaufinteressenten dar.
- Mit den bestehenden Kapazitäten kann ein Portfolio von bis zu 100 MWp betreut werden, damit bieten sich noch Skalenerträge.
- Mit einem Ausbau des Portfolios sinken üblicherweise die Kapitalkosten, was weitere Wertbeiträge für die Aktionäre schafft.
- Perspektivisch dürfte das Unternehmen attraktive Dividenden ausschütten.
- Mit Investitionen in Grundstücke (PV-Estate) werden stille Reserven geschaffen.
- PV spielt in den Zielen der EU und der Bundesregierung zur Senkung des CO₂-Ausstoßes eine zentrale Rolle.

Schwächen

- Keine Diversifikation im Hinblick auf die Erzeugungsart (ausschließlich Photovoltaik) und ausgeprägter regionaler Schwerpunkt in Deutschland.
- Hoher Fremdkapitaleinsatz, dadurch relativ geringe EK-Quote im Konzern.
- Wachstum über Neubau von Anlagen in Deutschland im Moment weitgehend unattraktiv, nur Kauf von Bestandsanlagen.
- Aus der Übernahme von Colexon bestehen noch Haftungs- und Gewährleistungsansprüche aus gebauten Anlagen, dafür wurden Rückstellungen in Höhe von 3,8 Mio. Euro gebildet.

Risiken

- Ein deutlicher Anstieg des Zinsniveaus würde die Chancen für externes Wachstum erheblich schmälern.
- Rückwirkende Eingriffe in die Einspeisevergütung oder Sonderabgaben würden die Profitabilität beeinträchtigen.
- Wegen der hohen Liquidität im Kapitalmarkt könnten die Preise für PV-Bestandsanlagen steigen.
- Das Wetter übt einen unkalkulierbaren (allerdings nicht maßgeblichen) Einfluss auf die Resultate aus.
- Für das weitere Wachstum will die Gesellschaft zusätzliches Eigenkapital einwerben, die Realisation hängt auch von der Börsenentwicklung ab.

KKB: Wachstumsstrategie mit Weitblick

Equity Story

Kleinkraftwerk Birseck, kurz KKB, wurde 2005 von dem traditionsreichen Schweizer Energieversorger Elektra Birseck Münchenstein (EBM) zur Realisation von Investments im Bereich der Erneuerbaren Energien gegründet. Als weitere Ankeraktionäre konnten Energie Wasser Bern und Stadtwerk Winterthur gewonnen werden, seit 2010 ist das Unternehmen börsennotiert. In den letzten sechs Jahren konnte KKB den Umsatz durchschnittlich um mehr als 40 Prozent p.a. ausweiten, die installierte Kraftwerksleistung erhöhte sich dank mehrerer Zukäufe von 2,4 MW (2009) auf 104 MW Ende 2014. Das Unternehmen konzentriert sich auf drei Bereiche: Wasserkraft (49 MW), Windkraft (29 MW) und Solar (26 MW). Mit dem Portfolio wurde im letzten Jahr ein Umsatz von 15,3 Mio. CHF, ein EBIT von 3,9 Mio. CHF und ein Nettoergebnis von 1,1 Mio. CHF erwirtschaftet. Die Gruppe hält Assets in fünf Ländern (D, CH, FR, I, NOR)

Im Jahr 2013 wurde eine ambitionierte Wachstumsstrategie beschlossen, um im Kernbereich, Stromerzeugung aus Kleinkraftwerken auf Basis Erneuerbarer Energien, eine führende Stellung in Europa zu erlangen. Bis 2020 soll das Portfolio auf eine Gesamtleistung von 300 MW ausgebaut werden, um einen Umsatz von dann 75 Mio. CHF zu generieren. Je 40 Prozent davon sollen auf Wasser- und Windkraft und 20 Prozent auf Solar entfallen. Im Juli gelang auf dem Weg dahin ein großer Schritt durch den Zukauf von Windparks und Solaranlagen in mehreren Ländern. Die Finanzierungsbasis für die weitere Expansion wurde im Anschluss mit einer Kapitalerhöhung in Höhe von 21,3 Mio. CHF geschaffen, dabei wurden Darlehen konvertiert, Barmittel in Höhe von 6,37 Mio. CHF bereitgestellt und Photovoltaik- und Windanlagen (5 MW / 6,3 MW) eingebracht. Darüber hinaus konnte sich KKB einen 30 Mio. Euro Rahmenkreditvertrag sichern.



Stammdaten

Sitz: Münchenstein (CH)
Branche: EE-Stromproduktion
Mitarbeiter: 5
Geschäftsjahr: 31.12.

ISIN: CH0023777235
Marktsegment: Börse Bern
Aktienzahl: 19,45 Mio. Stück

Kurs: 8,40 CHF (Bern)
Market Cap: 163,4 Mio. CHF
Free-Float: 15,1 %
Kurs Hoch/Tief (12 M): 8,95 / 6,73 CHF
Ø Umsatz (12M Bern): 6,2 Tsd. CHF

Mio. CHF	2014	2015e	2016e
Umsatz	14,7	23,0	38,0
EBIT	3,86	6,90	12,35
JÜ	0,73	1,84	4,37
EpS	0,04	0,09	0,22
Dividende	0,20	0,20	0,20
Ums.-Wachstum	32,9%	56,0%	65,2%
JÜ-Wachstum	-21,8%	152,1%	137,5%
KUV	11,08	7,10	4,30
KGV	223,8	88,8	37,4
KCF	143,32	32,68	10,89
EV / EBIT	71,0	39,8	22,2
Dividendenrendite	2,4%	2,4%	2,4%

SWOT-Analyse

Stärken

- Kleinkraftwerk Birseck setzt konsequent auf kleine, dezentrale Stromerzeugungsanlagen auf Basis Erneuerbarer Energien und hat bereits ein Portfolio von rund 150 MW aufgebaut.
- Das Unternehmen ist äußerst schlank und kosteneffizient aufgestellt.
- Durch Aktivitäten in fünf Ländern und Kapazitäten im Bereich Wasser, Wind und Solar ist das Portfolio sowohl regional als auch im Hinblick auf die Erzeugungsart sehr gut diversifiziert.
- Das Unternehmen kann in der Akquise von EE-Erzeugungsanlagen bereits eine zehnjährige erfolgreiche Wachstumsstory vorweisen.
- Mehrere regionaler Schweizer Versorger sind als strategische Aktionäre involviert.

Chancen

- Dank der Ankeraktionäre besteht ein starker finanzieller Rückhalt für die weitere Expansion.
- Der stark zersplitterte Markt im Bereich der Erzeugungsanlagen auf Basis Erneuerbarer Energien bietet ein großes Akquisitionspotenzial.
- Das Unternehmen konnte bereits in fünf verschiedenen Ländern Fuß fassen und kann die Aktivitäten nun skalieren.
- Mit einem schnell wachsenden Portfolio können zunehmend Synergien im Bereich O&M gehoben werden.
- Durch einen breiten Ansatz und Engagement in drei verschiedenen Erzeugungsarten und fünf Ländern kann opportunistisch jeweils in dem Bereich zugekauft werden, der gerade die vorteilhaftesten Konditionen bietet.

Schwächen

- In den einzelnen Zielmärkten muss das Unternehmen die kritische Größe erst noch erreichen.
- Als M&A-Spezialist ist die Gesellschaft zur Umsetzung der Wachstumsstrategie auf die Verfügbarkeit geeigneter Objekte zu angemessenen Preisen angewiesen.
- Die deutliche Kürzung der Förderung führt dazu, dass in den Zielmärkten aktuell zum Teil deutlich weniger neue Anlagen realisiert werden.
- KKB hat nur geringe Inhouse-Kapazitäten für die Betriebssteuerung und setzt stark auf Outsourcing, damit wird in diesem Bereich nur begrenzt firmeninternes Spezialwissen aufgebaut.

Risiken

- Die Expansion wird mit weiteren Kapitalerhöhungen finanziert. Kann der Cashflow je Aktie nicht mindestens proportional gesteigert werden, droht den Aktionären eine Verwässerung.
- Die gleichzeitige, schnelle Expansion in mehreren europäischen Ländern könnte die Managementkapazitäten überstrapazieren.
- Der Boom des YieldCo-Modells könnte die Preise für Anlagen weiter steigen lassen.
- Rückwirkende Eingriffe in die EE-Förderung, wie es sie in Italien schon gegeben hat, würden die Ertragskraft des Unternehmens schmälern.
- Ein deutlicher Anstieg des Zinsniveaus könnte die externe Expansion erschweren.

KTG Energie: Antreiber der Branchenkonsolidierung

Equity Story

KTG Energie ist ein Ableger der ebenfalls börsennotierten KTG Agrar AG, die 52,3 % der Anteile hält, der Rest befindet sich in Streubesitz. Während die Mutter auf die Produktion landwirtschaftlicher Erzeugnisse fokussiert ist, baut die Tochter ein Portfolio von Biogasanlagen auf. Über KTG Agrar ist die Versorgung der Anlagen mit dem notwendigen Substrat – insb. Zweifrüchte, die nicht in Konkurrenz zum Lebensmittelanbau stehen – zu festen Konditionen sichergestellt. Wichtigste Einnahmequelle sind die mit dem Anlagenbetrieb erzielten Erlöse aus dem Stromverkauf (62,8 Prozent), darüber hinaus werden Biomethan (34,5 Prozent) und Wärme (2,7 Prozent) produziert. Die Kernkompetenz von KTG Energie liegt insbesondere auf dem effizienten Betrieb der Anlagen, das Unternehmen hat ein eigenes Team, bestehend aus Biologen und Technikern, und nutzt auch eigene Softwarelösungen. Das sichert eine Auslastung der Anlagen im Regelbetrieb von mehr als 90 Prozent.

Zum Halbjahresstichtag (30.04.) bestand das Portfolio von KTG Energie aus Biogasanlagen mit einer Leistung von 53 MW. Damit wurde ein Umsatz von 36,6 Mio. Euro (+11 Prozent), ein EBITDA von 12 Mio. Euro (+21 Prozent) und ein Nettoergebnis von 1,3 Mio. Euro (+38 Prozent) erwirtschaftet.

Der Neubau von Biogasanlagen ist für KTG Energie nach einer Änderung der Förderung derzeit unattraktiv, ein zersplitterter Markt und Performanceprobleme einiger Anbieter bieten aber attraktive Kaufchancen. Durch die Übernahme von drei Standorten in Brandenburg von der insolventen AC Biogas-Gruppe konnte die Kapazität im Mai um 7,5 MW aufgestockt werden. Als Zielmarke für das GJ 2015/16 hat der Vorstand nun 100 Mio. Euro Umsatz (inkl. weiterer Zukäufe) und ein EBITDA von mehr als 30 Mio. Euro in Aussicht gestellt.



Stammdaten

Sitz: Hamburg
Branche: Biogas-Anlagenbetrieb
Mitarbeiter: 83
Geschäftsjahr: 31.10.

ISIN: DE000A0HNG53
Marktsegment: Entry Standard
Aktienzahl: 7,17 Mio. Stück

Kurs: 11,40 Euro
Market Cap: 81,7 Mio. Euro
Free-Float: 47,7 %
Kurs Hoch/Tief (12 M): 13,21 / 10,78 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra): 37,9 Tsd. Euro

Mio. Euro	13/14	14/15e	15/16e
Umsatz	70,9	83,5	100,0
EBIT	22,00	27,00	31,00
JÜ	1,86	4,00	5,50
EpS	0,29	0,56	0,77
Dividende	0,45	0,50	0,60
Ums.-Wachstum	39,1%	17,8%	19,8%
JÜ-Wachstum	39,6%	115,4%	37,5%
KUV	1,15	0,98	0,82
KGV	44,0	20,4	14,9
EV / Umsatz	8,71	4,09	3,27
EV / EBIT	9,9	8,1	7,0
Dividendenrendite	3,9%	4,4%	5,3%

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Unternehmen hat ein Portfolio von Biogasanlagen aufgebaut, das einen gut planbaren Cashflow erwirtschaftet.
- Ein versiertes Team von Biologen und Technikern sowie eigene IT-Lösungen sichern eine hohe Anlagenverfügbarkeit (Auslastung >90 Prozent).
- Dank dieser Inhouse-Kompetenz können schwach performende Anlagen von Dritten günstig erworben und optimiert werden.
- Mit dem EEG 2014 wurde eine Bestandsgarantie für die Förderung (Strom) ausgesprochen.
- Die Substratversorgung ist durch langfristige Lieferverträge mit der Mutter KTG Agrar zu Festpreisen gesichert.

Chancen

- Die Ertragsschwierigkeiten von Konkurrenten eröffnen attraktive Akquisitionschancen.
- Mit weiteren Zukäufen können Skalenerträge und überproportionale Ertragssteigerungen realisiert werden.
- Die Möglichkeit zur Refinanzierung über günstige KfW-Kredite soll die Zinsbelastung senken und den freien Cashflow erhöhen.
- Insbesondere bei den älteren Anlagen im Portfolio ist der Tilgungsanteil an den Zahlungen mittlerweile hoch, das sorgt nun für eine Beschleunigung des Schuldenabbaus.
- Das Unternehmen plant eine weitere deutliche Dividendensteigerung.
- Mit dem mobilen Wärmetransport baut sich das Unternehmen ein neues Standbein auf.

Schwächen

- Die bestehende FK-Finanzierung über eine Anleihe sorgt aktuell noch für eine hohe Zinsbelastung.
- KTG Energie arbeitet mit einem hohen FK-Hebel (EK-Quote ca. 13,5 Prozent).
- Nach großen Pleiten in der Branche (geschlossene Fonds, AC Biogas) besteht derzeit unter Investoren Skepsis gegenüber dem Sektor.
- Nach einer Änderung der Förderung ist Wachstum über den Neubau von Anlagen aktuell unattraktiv.

Risiken

- Sonderabgaben oder -steuern könnten das mit dem EEG garantierte Ertragspotenzial schmälern.
- Sollte die Refinanzierungsmöglichkeiten durch die KfW beschränkt werden, müsste sich das Unternehmen wieder stärker zu den üblichen Marktkonditionen verschulden.
- Sollte die Mutter KTG Agrar in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten, etwa durch weiter sinkende Preise für Agrarerzeugnisse, hätte das über die Lieferbeziehung auch Auswirkungen auf KTG Energie.
- Die Gasnetzzugangsverordnung ist zentral für den Verkauf von Biomethan, Verschlechterungen der Rahmenbedingungen (die aktuell nicht absehbar sind), würden das Geschäft erschweren.

PNE Wind: YieldCo als nächster Meilenstein

Equity Story

PNE Wind fokussiert sich auf die Entwicklung von Windparks und bietet hier alle wichtigen Prozessschritte an, von der Standortfestlegung über Genehmigungsverfahren bis zur Planung und Realisation der Anlage; lediglich der Bau der Parks selbst wird an Partner outsourct. Das Unternehmen beschränkte sich zunächst auf Onshore-Projekte in Deutschland, expandierte im Lauf der Zeit aber auch in ausländische Märkte sowie in das Offshore-Geschäft in Deutschland. 2012 wurde mit dem Verkauf von drei Offshore-Projekten an den dänischen Energiekonzern DONG Energy für 157 Mio. Euro ein wichtiger Meilenstein erreicht, in der Folgeperiode wurde der Konkurrent WKN übernommen und damit die internationale Positionierung gestärkt. Im Onshore-Bereich wurden mittlerweile Projekte mit einer Kapazität von 2.250 MW entwickelt und verkauft, die aktuelle Pipeline umfasst On- und Offshore-Windparks mit einer Plankapazität von mehr als 1.300 resp. 4.700 MW, im Ausland werden Onshore-Projekte mit einer anvisierten Leistung von über 3.600 MW vorangetrieben. Im Juni gelang mit dem Verkauf der britischen Tochter (Entwicklungspipeline von 1.200 MW) an den kanadischen Assetmanager Brookfield für 103 Mio. brit. Pfund erneut ein großer Deal. Davon wurden 38,3 Mio. brit. Pfund direkt bezahlt, der Rest fließt in Abhängigkeit von der Erreichung definierter Meilensteine. Mit dem Erlös und weiteren eigenen Mitteln finanziert der Konzern aktuell den Aufbau eines Windparkportfolios mit einer Leistung von 150 MW in Deutschland. Die Anlagen sollen bis Ende 2016 fertiggestellt und in eine YieldCo eingebracht werden, deren Anteile zum Jahresende dann bei Anlegern platziert werden könnten. Der scheidende CEO Billhardt hat auf dieser Basis für den Zeitraum von 2014 bis 2016 ein EBIT 110 bis 130 Mio. Euro in Aussicht gestellt.



Stammdaten

Sitz:	Cuxhaven
Branche:	Windparkentwicklung
Mitarbeiter:	383
Geschäftsjahr:	31.12.
ISIN:	DE000A0JBPG2
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	76,55 Mio. Stück
Kurs:	2,133 Euro
Market Cap:	163,3 Mio. Euro
Free-Float:	84,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,66 / 1,88 Euro
Ø Umsatz (12M Xetra):	394,6 Tsd. Euro

Mio. Euro	2014	2015e	2016e
Umsatz	211,3	126,8	367,2
EBIT	2,7	35,0	88,7
JÜ	-13,0	21,8	62,7
EpS	-0,22	0,28	0,82
Dividende	0,04	0,10	0,15
Ums.-Wachstum	46,7%	-40,0%	189,7%
JÜ-Wachstum	-	-	187,5%
KUV	0,77	1,29	0,44
KGV	-	7,5	2,6
KCF	-	-	1,2
EV / EBIT	112,3	8,6	3,4
Dividendenrendite	1,9%	4,7%	6,9%

SWOT-Analyse

Stärken

- Das Unternehmen kann einen langjährigen Track-record in der Entwicklung von On- und Offshore-Windparks vorweisen.
- PNE verfügt über eine international breit diversifizierte Entwicklungs-Pipeline von Onshore-Projekten, viele Vorhaben befinden sich in einem fortgeschrittenen Planungsstadium.
- Sechs potenziell sehr lukrative Offshore-Projekte zählen noch zum eigenen Besitz.
- Aus verkauften Projekten (in UK und Offshore) werden dem Unternehmen plangemäß noch erhebliche Meilensteinzahlungen zufließen.
- Mit der Etablierung einer YieldCo schafft das Unternehmen aktuell einen neuen Vertriebskanal, der sich als sehr margenstark erweisen könnte.
- Dank einer Liquidität von mehr als 100 Mio. Euro zum 30. Juni ist der Aufbau der YieldCo bereits voll durchfinanziert.

Chancen

- Der Verkauf von YieldCo-Anteilen könnte PNE 2016 einen kräftigen Erlös und Ertragsprung bescheren, die aktuelle EBIT-Guidance für 2014 bis 2016 korrespondiert mit einem operativen Überschuss von mindestens 67 Mio. Euro in 2016.
- Mit der Etablierung der YieldCo hätte sich PNE dauerhaft einen attraktiven Absatzkanal geschaffen.
- Die prall gefüllte Projektpipeline bietet noch auf Jahre ein attraktives Wachstumspotenzial.
- Windkraft zählt derzeit zu den günstigsten regenerativen Energien und damit zu den Favoriten für den weiteren Ausbau der EE-Kapazitäten.

Schwächen

- Der Jahresabschluss 2014 wurde durch Sonderabschreibungen auf WKN belastet, das führte zu Verstimmungen zwischen dem Management und Teilen des AR um den WKN-Vorbesitzer und größten PNE-Einzelaktionär Volker Friedrichsen.
- Die schwierige Konstellation konnte im August nur mit dem Rücktritt des CEO (zum 30.09.) und einer anvisierten kompletten Neubesetzung des AR (HV am 23.10.) gelöst werden.
- Diskontinuierlich anfallende Projektverkäufe sorgen für eine hohe Erlösvolatilität.
- Die Projektentwicklung hängt auch von staatlichen Fördersystemen ab, in den letzten Jahren gab es in einigen Ländern politisch bedingte Verzögerungen. Die erbrachten Vorleistungen haben relativ viel Kapital gebunden.
- Offshore-Vorhaben stellen aufgrund der Projektgröße ein gewisses Klumpenrisiko dar.

Risiken

- Der Posten des CEO muss neu besetzt werden. Offen ist damit auch, ob die Ergebnis-Guidance unverändert bestehen bleibt.
- Der Erfolg des YieldCo-Projekts hängt von der Entwicklung der Renditeforderungen der Investoren bis zum Jahresende 2016 ab.
- Die Ausrichtung der Regulierung hin zu mehr Wettbewerb (Ausschreibungsmodelle) schafft in vielen Ländern neue Rahmenbedingungen, in denen sich die Unternehmen neu bewähren müssen.
- Fünf von sechs Offshore-Projekten liegen recht weit vor der Küste, der Realisierungszeitpunkt ist aktuell schwer einschätzbar.

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

Verantwortliche Analysten

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

I) 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 der Unternehmen 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, andere Auftragsbeziehungen, die die vorliegende Analyse nicht zum Gegenstand haben (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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten:

7C Solarparken AG:	1), 5), 7)
KKB AG:	1), 5)
KTG Energie AG:	1), 5)
PNE Wind AG:	1), 5)

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

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.
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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse vom 25.09.2015. 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.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu den Unternehmen veröffentlicht:

Unternehmen	Datum	Anlageempfehlung	Kursziel (Euro)	Interessenkonflikte
7C Solarparken	21.09.2015	Strong Buy	3,00 Euro	1), 3), 5), 7)
PNE Wind	15.06.2015	Speculative Buy	3,45 Euro	1), 3)
PNE Wind	21.05.2015	Speculative Buy	3,45 Euro	1), 3), 7)
PNE Wind	15.04.2015	Speculative Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
PNE Wind	15.01.2015	Buy	4,74 Euro	1, 3), 4)
PNE Wind	14.08.2014	Buy	4,80 Euro	1), 3), 4)
PNE Wind	14.05.2014	Buy	4,60 Euro	1), 3)
PNE Wind	10.04.2014	Buy	4,60 Euro	1), 3), 7)
PNE Wind	27.03.2014	Buy	4,64 Euro	1), 3), 4)
PNE Wind	16.12.2013	Buy	4,25 Euro	1), 3), 4), 7)

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

7C Solarparken: Ein Update, zwei Comments

PNE Wind: Eine Studie, ein Update, drei Comments

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt

dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorstehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.