

19. August 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

## PNE AG

### Hohes EBITDA für das zweite Halbjahr in Aussicht gestellt

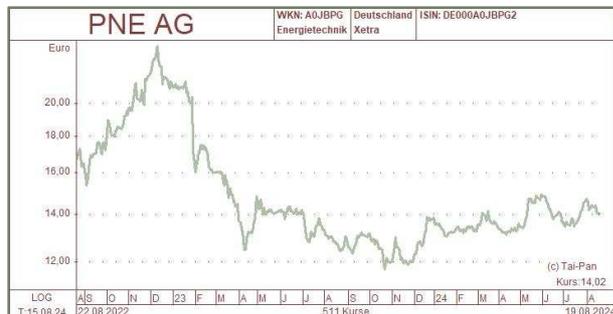
Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 14,00 € | Kursziel: 14,80 € (zuvor: 15,90 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Cuxhaven
<b>Branche:</b>	Clean Energy Solutions
<b>Mitarbeiter:</b>	638
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0JBPG2
<b>Ticker:</b>	PNE3:GR
<b>Kurs:</b>	14,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	76,6 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	1,07 Mrd. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	1,89 Mrd. Euro
<b>Freefloat:</b>	26,2 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	15,10 / 11,66 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	902,5 Mio. Euro

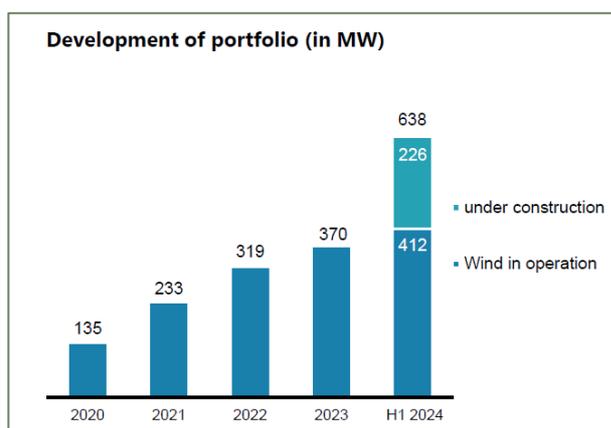
## Neues Führungsteam

PNE hat sein Führungsteam neu aufgestellt. Zunächst wurde im April der CFO-Posten von Harald Wilbert übernommen, der damit auf den langjährigen Finanzvorstand Jörg Klowat folgte. Nachdem Herr Klowat seinen Vertrag auf eigenen Wunsch nicht verlängert hat, konnte mit Herrn Wilbert ein versierter Experte für Finanzen im Energie- und Technologiesektor gewonnen werden. Außerdem wurde im August der Vorstand wieder von zwei auf drei Personen erweitert, mit Roland Stanze – der schon seit 2008 als Executive Vice President für PNE tätig war – als neuem COO. Den Posten des CEO hat zugleich interimsmäßig der bisherige Aufsichtsratsvorsitzende Per Hornung Pedersen übernommen (zunächst befristet bis zum 31.03.25), der diesen Posten schon einmal 2015/16 innehatte und seit Jahrzehnten in der Erneuerbare-Energien-Branche aktiv ist. Die Suche nach einem neuen Kandidaten für diese Position befindet sich bereits in einem fortgeschrittenen Stadium, nachdem der bisherige CEO Markus Lesser im März bekannt gegeben hatte, dass er das Unternehmen Ende Juli verlassen möchte.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	117,7	126,2	121,5	134,9	168,6	210,8
EBITDA (Mio. Euro)	32,7	35,4	39,9	44,2	67,5	94,1
JÜ (Mio. Euro)	25,1	14,9	-9,6	-20,5	-21,6	-9,7
EpS (Euro)	0,33	0,19	-0,12	-0,27	-0,28	-0,13
Dividende je Aktie (Euro)	0,08	0,08	0,08	0,04	0,04	0,04
Umsatzwachstum	57,8%	7,2%	-3,7%	11,0%	25,0%	25,0%
Gewinnwachstum	1.450%	-40,7%	-	-	-	-
KUV	9,11	8,50	8,82	7,95	6,36	5,09
KGV	42,7	72,0	-	-	-	-
KCF	45,1	-	-	199,8	69,9	32,2
EV / EBITDA	57,7	53,3	47,3	42,6	27,9	20,0
Dividendenrendite	0,6%	0,6%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%

## Hohes Bauvolumen

Auch im Fokus des neuen Teams steht die Umsetzung der Scale-up 2.0 Strategie, die bis 2027 einen Ausbau der Projektpipeline auf mehr als 20 GW/GWp und des Portfolios auf 1.500 MW/MWp (in Betrieb oder in Bau) zum Ziel hat, was in Kombination mit einer kontinuierlichen Ausweitung des Servicegeschäfts zu einem EBITDA von mehr als 150 Mio. Euro p.a. führen soll. Auf dem Weg zur Erreichung dieser Ziele macht PNE gute Fortschritte, vor allem in Deutschland, auch wenn die Fertigstellung von Windparks weiterhin durch Verzögerungen bei Transportgenehmigungen und Materialengpässe gebremst wird. Hierzulande befinden sich aktuell neun Windparks mit einer Zielkapazität von 215 MW im Bau (Vorjahr: 183 MW), außerdem wird derzeit ein Windpark in Frankreich mit 11 MW realisiert. Auch die Pipeline wurde weiter gestärkt, mit vier Windparks (82,1 MW), die im ersten Halbjahr die Genehmigung nach dem Bundesimmissionsschutzgesetz erhalten haben, und sieben erfolgreichen Projekten (117,9 MW) in den Ausschreibungen der Bundesnetzagentur. PNE baut die Windparks hierzulande derzeit vorrangig für das eigene Portfolio, das im laufenden Jahr bislang auf 412 MW ausgebaut wurde, wobei fertiggestellten Objekten mit einer Kapazität von 61,3 MW der Abbau eines älteren 19-MW-Windparks für das Repowering gegenüberstand.



Quelle: Unternehmen

## Umsatz steigt moderat

Der kontinuierliche Erlösstrom aus dem Stromverkauf wird damit eine immer wichtigere Erlös- und Er-

tragssäule der Gesellschaft. Der Ausbau des Portfolios hat im ersten Halbjahr eine Steigerung der Stromproduktion um 17 Prozent auf 380 GWh ermöglicht, wobei eine schwache Windverfügbarkeit im zweiten Quartal die Entwicklung etwas gebremst hat. Die Erlöse aus dem Stromverkauf haben sich wegen rückläufiger Marktpreise indes nur um 5 Prozent auf 37,9 Mio. Euro erhöht. Höher war die Dynamik im Servicegeschäft mit einem Umsatzanstieg um 33 Prozent auf 12,3 Mio. Euro. Das Unternehmen verfügt hier über zahlreiche Wachstumstreiber, u.a. den Ausbau der Anlagen im Betriebsmanagement (von 2,7 auf 2,9 GW), gutachterliche Tätigkeiten im Bereich der qualifizierten Windmessungen (Volumen verdoppelt), technische Inspektionen und Prüfungen (500 Anlagen im ersten Halbjahr) oder die Transaktionsberatungsdienstleistung „PPA as a Service“ (Mandate mit 250 MW gewonnen). In der Projektentwicklung ist der extern durch Projektverkäufe realisierte Umsatz hingegen leicht zurückgegangen, von 11,6 auf 10,4 Mio. Euro, obwohl das Unternehmen Photovoltaikprojekte in Südafrika (240 MWp) und Kanada (100 MWp) sowie in letztgenanntem Land auch ein Windparkprojekt (210 MW) verkauft hat, die sich allerdings noch in einem relativ frühen Stadium befunden haben. Außerdem hat das Unternehmen das gesamte US-Geschäft – mit einer Wind- und Solarpipeline von 746 MW bzw. 1.372 MWp (ebenfalls größtenteils in einem frühen Stadium) – für einen Betrag im einstelligen Millionenbereich sowie mögliche Earn-out-Zahlungen, die sich in Abhängigkeit von Projektfortschritten in den nächsten fünf Jahren auf einen zweistelligen Millionenbetrag summieren könnten, veräußert. Kumuliert über alle Bereiche hat der PNE-Umsatz im ersten Halbjahr damit um 6 Prozent auf 60,6 Mio. Euro zugelegt.

## Gesamtleistung auf neuem Rekordniveau

Da PNE derzeit die meisten Projekte in Deutschland für das eigene Portfolio realisiert, zeigt der berichtete Umsatz nur einen Teil der Aktivitäten. Aussagekräftiger ist daher die Gesamtleistung, die im ersten Halbjahr wegen der umfangreichen Bautätigkeiten um 50 Prozent auf 174,9 Mio. Euro zugelegt und damit einen neuen historischen Höchststand im ersten Halbjahr erreicht hat. Der Bestandsaufbau hat sich damit

binnen Jahresfrist von 54,0 auf 109,8 Mio. Euro mehr als verdoppelt.

Geschäftszahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Umsatz	57,1	60,6	+6,2%
- Projektentwicklung	11,6	10,4	-10,5%
- Services	9,2	12,3	+33,2%
- Stromproduktion	36,2	37,9	+4,7%
Gesamtleistung	116,7	174,9	+49,9%
EBITDA	18,1	8,7	-52,0%
- Projektentwicklung*	9,6	-14,6	-
- Services*	4,6	5,0	+7,9%
- Stromproduktion*	28,3	31,5	+11,2%
EBIT	2,0	-6,9	-
Konzernergebnis	-14,1	-20,2	-

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

## EBITDA noch rückläufig

Mit einem EBITDA (vor Konsolidierung) von -14,6 Mio. Euro (Vorjahr: +9,6 Mio. Euro) war die Sparte Projektentwicklung im ersten Halbjahr noch defizitär, nach Unternehmensangaben wird das zweite Halbjahr mit weiteren Projektverkäufen aber deutlich positiver ausfallen. Die beiden anderen Bereiche waren auch in den ersten sechs Monaten schon sehr profitabel: So konnte das EBITDA im Servicegeschäft um 8 Prozent auf 5 Mio. Euro ausgeweitet werden und das Sparten-EBITDA der Stromerzeugung erhöhte sich sogar um 11 Prozent auf 31,5 Mio. Euro. Konsolidiert auf Konzernebene ergibt sich für die ersten sechs Monate ein Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen von 8,7 Mio. Euro, der damit um 52 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Der Rückgang der Marge von 15,5 auf 5,0 Prozent resultiert aus den hohen Materialkosten (+93 Prozent auf 118,1 Mio. Euro), die vor allem aus dem Bau der Windparks resultieren und für einen Anstieg der Materialaufwandsquote von 52,5 auf 67,5 Prozent gesorgt haben. Der Zuwachs des Personalaufwands (+21 Prozent) und der SBA (+42 Prozent) war hingegen in Relation zur Gesamtleistung unterproportional, so dass die entsprechenden Aufwandsquoten von 19,5 auf 15,7 Prozent (Personal) bzw. von

12,5 auf 11,8 Prozent gesunken sind. Zu beachten ist hinsichtlich der EBITDA-Entwicklung, dass PNE mit dem Ausbau des Portfolios auf eine direkte Gewinnrealisierung durch einen Projektverkauf zugunsten langfristig anfallender Erträge aus dem Stromverkauf verzichtet. Der kalkulatorische Gewinn aus der unternehmensinternen Veräußerung – vom Bereich Projektentwicklung an den Bereich Stromerzeugung – wird im Konzernabschluss eliminiert. Die entsprechende Summe belief sich im ersten Halbjahr auf 13,3 Mio. Euro (Vorjahr 22,5 Mio. Euro) und hätte bei einem Verkauf zu den unterstellten Konditionen den Gewinn entsprechend erhöht. Insgesamt wurden durch den Bestandsaufbau bislang stille Reserven von 216,7 Mio. Euro aufgebaut.

## Nettoergebnis deutlich negativ

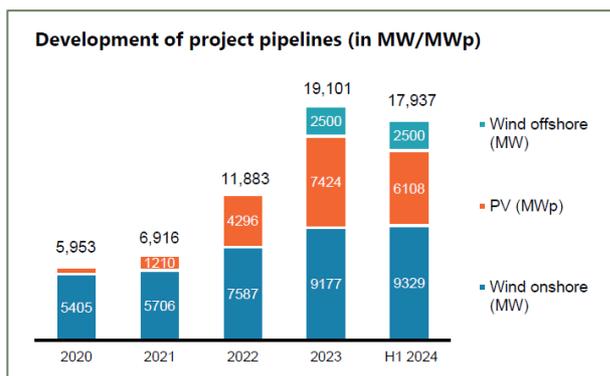
Bei etwas niedrigeren Abschreibungen (-4 Prozent auf 15,6 Mio. Euro) ergibt sich aus dem EBITDA ein EBIT von -6,9 Mio. Euro, gegenüber +2,0 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum. Das Vorsteuerergebnis liegt mit -12,4 Mio. Euro trotzdem in der Nähe des Vorjahreswertes (-11,3 Mio. Euro), da sich das Finanzergebnis von -13,3 auf -5,5 Mio. Euro verbessert hat, was aber vor allem auf Bewertungseffekte bei Zinssicherungsgeschäften und Kreditvereinbarungen zurückzuführen ist. Demgegenüber hat sich der Steueraufwand von 3,6 auf 7,6 Mio. Euro erhöht, so dass sich der Periodenverlust (bei geringfügigen Minderheitsanteilen) von -14,1 auf -20,2 Mio. Euro ausgeweitet hat.

## Investitionsprozess fortgesetzt

Deutlich negativ ist auch der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit und aus Investitionen ausgefallen, der sich auf -117,7 Mio. Euro summiert hat, nach -59,4 Mio. Euro im Vorjahr. Das spiegelt vor allem die hohen Investitionen in den Ausbau des Portfolios wider. Die Auszahlungen wurden mit einer hohen Nettokreditaufnahme (161,9 Mio. Euro), die maßgeblich verantwortlich war für den Finanzierung-Cashflow in Höhe von 157,3 Mio. Euro, überkompensiert, so dass die Liquidität in den ersten sechs Monaten von 90,4 auf 129,8 Mio. Euro gestiegen ist.

## EK-Quote unter dem Zielwert

Vor allem wegen der Nettokreditaufnahme ist das Fremdkapital im ersten Halbjahr um 18 Prozent auf 1,05 Mrd. Euro gestiegen. Das Eigenkapital hat zugleich wegen des Periodenverlusts und der Dividendenzahlung (8 Cent je Aktie oder 6,1 Mio. Euro) um 9 Prozent auf 189,2 Mio. Euro abgenommen. Damit ist die EK-Quote von 18,9 auf 15,3 Prozent zurückgegangen und liegt somit unter dem Zielwert der Gesellschaft von mindestens 20 Prozent. Unter Anrechnung der stillen Reserven beträgt die hypothetische EK-Quote allerdings 27,9 Prozent. Zu beachten ist auch, dass es sich bei den langfristigen Finanzverbindlichkeiten gegenüber Banken, die das Gros der Verschuldung ausmachen, zu mehr als 95 Prozent um Projektfinanzierungen ohne Rückgriffsrecht (Non-recourse) handelt.



Quelle: Unternehmen

## Prognose bestätigt

Das Unternehmen erwartet für das zweite Halbjahr ein deutlich höheres Ergebnis als für die ersten sechs Monate, speziell das vierte Quartal soll stark ausfallen. Basis dieser Einschätzung ist ein hoher Reifegrad von mehreren Projekten, die vor einem Verkauf stehen. Außerdem stehen im vierten Quartal Meilensteinzahlungen aus bereits veräußerten Projekten an. Daher wurde die Prognose bestätigt, die für das Gesamtjahr ein EBITDA von 40 bis 50 Mio. Euro vorsieht. Die Aussichten für weitere Steigerungen in den nächsten Jahren sind gut, denn das Unternehmen baut nicht nur das eigene Portfolio kontinuierlich und dynamisch aus, sondern auch die Projekt-Pipeline. Seit Jahresanfang ist diese zwar durch den Verkauf des ge-

samten US-Geschäfts (mit insgesamt 2,1 GW/GWp) von 19,1 auf 17,9 GW/GWp zurückgegangen, gegenüber dem Wert vor zwölf Monaten stellt das aber immer noch eine Steigerung um 8 Prozent dar. Damit besteht eine große und wachsende Basis für den weiteren Geschäftsausbau.

## Schätzungen für 2024 reduziert

Wir hatten bislang mit einem EBITDA von 55 Mio. Euro und somit mit einem Übertreffen der Guidance gerechnet. Basis dieser Taxe war unsere Einschätzung zum Ertrag aus dem Verkauf des US-Geschäfts. Dieser könnte in Summe – mit einem einstelligen Millionenbetrag im laufenden Jahr und möglichen Earnouts im zweistelligen Millionenbereich – zwar unsere Ertragserwartungen erfüllen, aber erst kumuliert in einigen Jahren, wenn der Projektfortschritt entsprechend ausfällt. Für die laufende Periode reduzieren wir unsere EBITDA-Prognose infolgedessen auf 44,2 Mio. Euro, was nun innerhalb der Zielspanne des Managements und rund 10 Prozent über dem Wert aus 2023 liegt. Der wesentliche Treiber der Anpassung war die Anhebung des Materialaufwands nach dessen deutlichem Anstieg in den ersten sechs Monaten.

## Höhere Bedeutung der Stromproduktion

Da weitere hohe Erträge aus dem Verkauf des US-Geschäfts in den nächsten Jahren anfallen könnten, müssten wir unsere EBITDA-Schätzung für diesen Zeitraum eigentlich anheben, verzichten aber darauf. Stattdessen haben wir sogar etwas vorsichtiger kalkuliert und dabei insbesondere etwas höhere Materialaufwendungen angesetzt. Für die nächste Periode erwarten wir jetzt ein EBITDA von 67,5 Mio. Euro (bislang: 74,9 Mio. Euro) und für 2027, das Zieljahr der Scale-up-Strategie 2.0, rechnen wir mit 133,4 Mio. Euro (bislang: 135 Mio. Euro) und bleiben damit im Rahmen einer konservativen Prognose noch etwas deutlicher unter dem anvisierten Wert des Unternehmens (150 Mio. Euro), der dann in unserem Modell aber 2028 überschritten wird. Da die Margenbelastung vor allem auf die Bautätigkeit zurückzuführen ist, die annahmegemäß nach 2028 nur noch im geringen Maße für den eigenen Bestand durchgeführt wird, und wir zudem angesichts der hohen Dynamik in der Projektpipeline insgesamt einen stärkeren Aus-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	134,9	168,6	210,8	252,9	290,9	328,7	368,1	401,3
Umsatzwachstum		25,0%	25,0%	20,0%	15,0%	13,0%	12,0%	9,0%
<b>EBITDA</b>	<b>44,2</b>	<b>67,5</b>	<b>94,1</b>	<b>133,4</b>	<b>166,4</b>	<b>161,7</b>	<b>182,8</b>	<b>199,7</b>
EBIT	10,3	23,2	43,5	79,7	104,9	103,8	127,1	146,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,1	7,0	13,1	23,9	31,5	31,1	38,1	43,8
<b>NOPAT</b>	<b>7,2</b>	<b>16,3</b>	<b>30,5</b>	<b>55,8</b>	<b>73,4</b>	<b>72,6</b>	<b>89,0</b>	<b>102,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	34,0	44,3	50,6	53,7	61,5	58,0	55,7	53,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>41,5</b>	<b>60,9</b>	<b>81,4</b>	<b>109,8</b>	<b>135,2</b>	<b>130,9</b>	<b>145,0</b>	<b>156,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-7,7	-7,0	-7,4	-9,5	0,2	-0,1	-0,5	-0,9
- Investitionen AV	-225,7	-232,5	-247,6	-306,7	-119,5	-9,7	-10,5	-11,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>-191,9</b>	<b>-178,5</b>	<b>-173,6</b>	<b>-206,3</b>	<b>16,0</b>	<b>121,1</b>	<b>134,0</b>	<b>144,2</b>

#### SMC-Schätzmodell

bau des Portfolios unterstellt haben als bislang (Sachanlagevermögen im Jahr 2031 jetzt 1,13 Mrd. Euro, bislang: 0,94 Mrd. Euro), womit der Anteil der margenstarken Stromerlöse an den Einnahmen steigt (bei geringeren Erlösen aus der Projektentwicklung als zuvor angenommen), hat sich unsere Ziel-EBITDA-Marge erhöht, von bislang 43,9 Prozent auf 49,8 Prozent. Für das Jahr 2031 unterstellen wir damit jetzt einen Umsatz von 401 Mio. Euro (bisher 416 Mio. Euro) und ein EBITDA von 200 Mio. Euro (bisher 182 Mio. Euro). Die Tabelle oben enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details bietet der Anhang.

#### Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 10-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungs-

zinssatz (WACC) von 4,3 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 7,7 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 0,9), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 80 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,0 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent.

#### Neues Kursziel: 14,80 Euro

Nach der Modellaktualisierung liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 1,03 Mrd. Euro oder 13,44 Euro je Aktie. Da wir weiterhin eine Übernahmeprämie von 10 Prozent einkalkulieren (weil der Großaktionär Morgan Stanley grundsätzlich verkaufswillig scheint, obwohl der Prozess zunächst abgebrochen wurde), beträgt unser Kursziel jetzt 14,80 Euro je Aktie. Der Reduktion gegenüber unserer bisherigen Taxe (15,90 Euro) ist vor allem höheren Materialkosten beim Portfolioausbau geschuldet. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

## Fazit

---

PNE hat auch im ersten Halbjahr 2024 große operative Fortschritte erzielt. Hervorstechend ist neben der erfolgreichen Ausweitung des Servicegeschäfts vor allem das hohe Bauvolumen im Onshore-Windbereich (226 MW) und der weitere Ausbau des Portfolios (von 370 auf 412 MW, obwohl ein 19-MW-Windpark zum Repowering abgebaut wird). Die Gesellschaft wird in diesem Jahr voraussichtlich den sogenannten „IPP-Break-even“ erreichen, also erstmals mehr als 50 Prozent des Gruppen-EBITDA vor Konsolidierung mit dem Betrieb der Windkraftanlagen erwirtschaften. Außerdem konnte in den ersten sechs Monaten das gesamte US-Geschäft veräußert und die übrige Pipeline weiter gestärkt werden.

Durch die Realisierung zahlreicher Windparks ist die Gesamtleistung mit rund 175 Mio. Euro (+50 Prozent) auf einen neuen Rekordwert für die ersten sechs Monate gestiegen. Da aber der Großteil der Erträge aus dem US-Verkauf in Form von Earn-outs erst bei entsprechenden Projektfortschritten des Käufers in den nächsten Jahren fließen wird und ansonsten Erlöse aus anderen Projektverkäufen in den ersten sechs Monaten noch gering waren, lag das Halbjahres-EBITDA mit 8,7 Mio. Euro um 52 Prozent unter dem Vorjahreswert.

Das zweite Halbjahr soll durch mehrere Projektverkäufe und Meilensteinzahlungen aus bereits veräußerten Projekten erheblich ertragsstärker ausfallen, weshalb das Management die Guidance bekräftigt hat, die für das laufende Jahr ein EBITDA von 40 bis 50 Mio. Euro vorsieht.

Wir hatten bislang mit 55 Mio. Euro gerechnet, da wir deutlich höhere Erträge aus dem US-Verkauf schon für dieses Jahr einkalkuliert hatten. Als Reaktion auf die Zahlen senken wir unsere Schätzung auf 44 Mio. Euro, gehen somit aber davon aus, dass das Unternehmen die Zielspanne erreicht.

Auch unsere Schätzung für die EBITDA-Entwicklung der Folgejahre fällt etwas vorsichtiger aus, vor allem als Reaktion auf deutlich gestiegene Materialkosten in der Projektrealisierung. Insgesamt unterstellen wir angesichts der hohen Dynamik in der Projektentwicklung mittelfristig allerdings einen stärkeren Ausbau des Portfolios als bislang, womit die Marge langfristig höher ausfällt als von uns zuvor unterstellt.

Unser Kursziel ist mit der Aktualisierung von zuletzt 15,90 auf 14,80 Euro zurückgegangen. Wir sehen somit für die Aktie jetzt ein moderates Aufwärtspotenzial von 6 Prozent, was nach unserem Bewertungsschema zu einer Einstufung mit „Hold“ führt.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Das Unternehmen kann einen langjährigen Track-Record in der profitablen Entwicklung von On- und Offshore-Windparks vorweisen.
- Eine international breit diversifizierte Entwicklungs-Pipeline von Onshore- und Offshore-Windkraftprojekten sowie Photovoltaik-Projekten.
- Zielgerichtete Ausbau des Geschäftsmodells (Scale-up) mit der Erschließung neuer Märkte und dem Ausbau des Dienstleistungsportfolios.
- In den letzten Jahren wurde ein eigenes Windparkportfolio (aktuell 412 MW) aufgebaut, das kontinuierliche Einnahmen aus der Stromerzeugung generiert. Der weitere Ausbau auf mehr als 638 MW läuft bereits.
- Mit rd. 130 Mio. Euro (Juni 2023) komfortable Liquiditätsposition zur Finanzierung des weiteren Wachstums.

## Chancen

- Das Unternehmen hat mehrere Projektverkäufe und Meilensteinzahlungen für das zweite Halbjahr angekündigt, um die Guidance, ein EBITDA von 40 bis 50 Mio. Euro, zu erreichen.
- Die dynamisch wachsende Projektpipeline stützt die mittelfristigen Wachstumsziele.
- Danke dem fortgesetzten Portfolioausbau und dem dadurch steigenden Beitrag der hochmargigen Erlöse aus der Stromproduktion soll das EBITDA bis 2027 auf mehr als 150 Mio. Euro zulegen.
- Die anvisierte Beschleunigung des Ausbaus Erneuerbarer Energien in Europa dürfte für zusätzliche Geschäftschancen sorgen.
- Eine mögliche Wiederaufnahme der Verkaufsgespräche durch Photon könnte erneut Spekulationen um eine Übernahmeofferte anfachen.

## Schwächen

- Durch den Verzicht auf Projektverkäufe zugunsten des Portfolioaufbaus war die EBIT-Marge in jüngster Zeit relativ niedrig.
- Der Portfolioausbau erfordert hohe Investitionen und bedingt einen deutlich negativen Free-Cashflow. PNE greift hierfür stark auf Fremdkapital zurück, die EK-Quote beträgt nur noch 15,3 Prozent.
- Das Projektgeschäft ist volatil, einzelne große Abschlüsse üben einen starken Einfluss auf die Zahlen aus.
- Trotz Fortschritten in der Internationalisierung hat der deutsche Markt immer noch eine hohe Bedeutung für PNE, was die Diversifikationsvorteile begrenzt.
- Die Möglichkeiten einer erfolgreichen Projektentwicklung hängen von den politischen Rahmenbedingungen ab, die einem stetigen Wandel unterliegen.

## Risiken

- Die notwendigen Projektverkäufe und Meilensteinzahlungen zur Erreichung der Guidance für 2024 könnten sich verzögern und zur Verfehlung der Ziele führen.
- Engpassprobleme in der Branche verzögern aktuell die Projektrealisierung und sorgen für Kostendruck.
- Steigende Zinsen erhöhen die Projektkosten.
- Für den angestrebten weiteren Portfolioausbau muss PNE noch Eigen- und Fremdkapital einwerben.
- Die attraktive Branchenperspektiven könnten neue Player anlocken und den Wettbewerb um attraktive Flächen erhöhen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	652	843	1.032	1.229	1.481	1.539	1.491	1.446	1.403
1. Immat. VG	65	66	66	67	68	68	68	68	69
2. Sachanlagen	398	587	772	967	1.217	1.273	1.222	1.174	1.129
II. UV Summe	450	483	514	523	535	509	535	572	600
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	208	186	161	148	162	176	178	198	218
II. Rückstellungen	13	16	19	22	26	29	32	35	38
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	732	938	1.150	1.340	1.557	1.568	1.541	1.509	1.473
2. Kurzfristiges FK	149	186	215	241	272	276	276	275	275
<b>BILANZSUMME</b>	<b>1.102</b>	<b>1.326</b>	<b>1.545</b>	<b>1.752</b>	<b>2.017</b>	<b>2.048</b>	<b>2.026</b>	<b>2.018</b>	<b>2.004</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	121,5	134,9	168,6	210,8	252,9	290,9	328,7	368,1	401,3
Gesamtleistung	267,8	363,0	409,6	470,5	581,9	412,7	378,4	420,8	456,4
Rohrertrag	126,8	144,7	170,4	201,6	249,8	279,8	289,9	326,4	356,2
EBITDA	39,9	44,2	67,5	94,1	133,4	166,4	161,7	182,8	199,7
EBIT	5,7	10,3	23,2	43,5	79,7	104,9	103,8	127,1	146,0
EBT	-8,6	-7,6	-14,1	-2,0	26,9	43,6	41,8	66,2	86,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-8,2	-20,9	-22,0	-9,9	17,3	28,9	27,6	44,6	58,6
JÜ	-9,6	-20,5	-21,6	-9,7	17,0	28,4	27,1	43,7	57,5
EPS	-0,12	-0,27	-0,28	-0,13	0,22	0,37	0,35	0,57	0,75

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-166,2	5,4	15,3	33,3	61,5	90,7	85,5	99,8	111,4
CF aus Investition	-20,1	-225,7	-232,5	-247,6	-306,7	-119,5	-9,7	-10,5	-11,2
CF Finanzierung	155,1	236,3	235,8	211,2	242,1	-3,7	-55,8	-60,1	-79,4
Liquidität Jahresanfa.	121,6	90,4	106,3	125,0	121,9	118,8	86,3	106,2	135,4
Liquidität Jahresende	90,4	106,3	125,0	121,9	118,8	86,3	106,2	135,4	156,2

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-3,7%	11,0%	25,0%	25,0%	20,0%	15,0%	13,0%	12,0%	9,0%
Rohermargemarge	104,3%	107,3%	101,1%	95,7%	98,7%	96,2%	88,2%	88,7%	88,8%
EBITDA-Marge	32,8%	32,8%	40,1%	44,7%	52,7%	57,2%	49,2%	49,7%	49,8%
EBIT-Marge	4,7%	7,6%	13,8%	20,6%	31,5%	36,1%	31,6%	34,5%	36,4%
EBT-Marge	-7,1%	-5,7%	-8,4%	-0,9%	10,6%	15,0%	12,7%	18,0%	21,5%
Netto-Marge	-7,9%	-15,2%	-12,8%	-4,6%	6,7%	9,8%	8,2%	11,9%	14,3%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
3,3%	63,09	42,20	30,23	22,46	17,02
3,8%	40,17	28,62	21,13	15,88	11,99
4,3%	27,08	19,85	14,78	11,03	8,15
4,8%	18,62	13,73	10,11	7,33	5,12
5,3%	12,72	9,23	6,54	4,41	2,67

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

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

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 19.08.2024 um 9:40 Uhr fertiggestellt und am 19.08.2024 um 12:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
13.05.2024	Buy	15,90 Euro	1), 3)
02.04.2024	Buy	15,00 Euro	1), 3), 4)
15.11.2023	Buy	15,40 Euro	1), 3), 4), 10)
15.08.2023	Buy	15,40 Euro	1), 3)
11.05.2023	Hold	15,40 Euro	1), 3), 4)
31.03.2023	Hold	15,20 Euro	1), 3), 4)
16.02.2023	Hold	18,40 Euro	1), 3)
21.11.2022	Hold	19,00 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: ein Update und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

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

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

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