

28. September 2016

Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

7C Solarparken AG

Portfolioverdopplung mit strategischem
Deal in 2018 anvisiert

Urteil: **Strong Buy** (unverändert) | Kurs: **2,495 Euro** | Kursziel: **3,40 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Markt	9
Zahlen	12
Equity-Story	14
DCF-Bewertung.....	17
Fazit	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Bayreuth
Branche:	PV-Anlagenbetrieb
Mitarbeiter:	20
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A11QW68
Kurs:	2,495 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	42,3 Mio. Stück
Market Cap:	105,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	260,1 Mio. Euro
Free-Float:	43,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,67 / 1,922 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	58,9 Tsd. Euro

Kurzportrait

7C Solarparken bewegt sich auf einem dynamischen Expansionspfad, seit der Börsennotiz im Jahr 2014, die über ein Reverse Takeover vollzogen wurde, konnte das Solarpark-Portfolio von 67,4 MWp auf zuletzt 94,4 MWp ausgebaut werden. Der Betrieb der Anlagen ist hochprofitabel, im ersten Halbjahr 2016 hat das Unternehmen bei Erlösen in Höhe von 15,2 Mio. Euro (+18,9 Prozent) ein EBITDA von 13,4 Mio. Euro (+30,4 Prozent) und einen Nettogewinn von 2,1 Mio. Euro (+38,2 Prozent) erwirtschaftet, obwohl die Sonneneinstrahlung relativ niedrig war. Bis Ende 2017 soll das Portfolio weiter auf 115 MWp ausgebaut werden, was Potenzial für ein EBITDA von 28,9 Mio. Euro und einen Netto-Cashflow von 23,5 Mio. Euro (0,53 Euro je Aktie) bieten würde. Damit wären aus Sicht des Managements gute Voraussetzungen für einen strategischen Deal gegeben, mit dem das Unternehmen die Marke von 200 MWp überspringen will. Wir sehen 7C Solarparken auf einem sehr guten Weg, rechnen mit einer Erfüllung der Ziele und bekräftigen das Urteil „Strong Buy“ mit einem aktualisierten Kursziel von 3,40 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	10,2	14,6	25,4	29,3	33,0	34,1
EBITDA (Mio. Euro)	4,5	16,7	24,9	24,4	27,1	28,9
Jahresüberschuss	0,4	7,4	5,5	2,1	3,6	5,5
EpS	0,02	0,28	0,16	0,05	0,08	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10
Umsatzwachstum		42,2%	74,3%	15,3%	12,8%	3,5%
Gewinnwachstum		1.755,3%	-25,5%	-60,9%	65,3%	54,0%
KUV*	10,90	7,25	4,16	3,61	3,38	3,27
KGv*	280,2	14,3	19,2	49,1	31,4	20,4
KCF*	13,1	10,2	5,2	5,9	5,5	4,9
EV / EBITDA	57,2	15,5	10,4	10,6	9,6	9,0
Dividendenrendite*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	3,8%

*2017 und 2018 voll verwässert mit 44,7 Mio. Aktien

Executive Summary

- **Spezialist für den Betrieb und die Optimierung von Solarparks:** 7C Solarparken hat sich auf den Aufbau und den Betrieb eines Portfolios von Photovoltaikanlagen in Deutschland fokussiert, die installierte Leistung des Bestands summiert sich inzwischen auf 94,4 MWp (ein kleiner Teil davon entfällt auf Belgien und Italien). Das Unternehmen konzentriert sich vor allem auf den Zukauf von Anlagen, deren Performance in der Vergangenheit nicht zufriedenstellend war, die aber Optimierungspotenzial aufweisen. Ergänzend werden Grundstücke erworben, auf denen Solaranlagen installiert sind oder installiert werden können.
- **Markt wird anspruchsvoller:** Eine zersplitterte Angebotsstruktur im Bereich der PV-Anlagen zwischen 1 und 5 MWp, dem Zielsegment des Unternehmens, bietet prinzipiell noch viel Potenzial für Zukäufe. Ein geringer Zubau und das gestiegene Investoreninteresse haben allerdings die Preise steigen lassen und die Renditen gedrückt.
- **Dynamisches Umsatz- und Ertragswachstum:** In 2015, dem ersten vollen Geschäftsjahr nach dem Reverse Takeover in 2014, konnte das Unternehmen den Umsatz um 74,3 Prozent auf 25,4 Mio. Euro und das EBITDA aus dem laufenden Anlagenbetrieb um 80,4 Prozent auf 20,2 Mio. Euro steigern. Neben dem Ausbau des Portfolios war dafür auch eine relativ hohe Sonneneinstrahlung verantwortlich. Im ersten Halbjahr 2016 waren die Wetterbedingungen hingegen ungünstig, trotzdem gelang eine weitere Steigerung von Umsatz und bereinigtem EBITDA um 18,9 Prozent (auf 15,2 Mio. Euro) resp. 23 Prozent (auf 12,7 Mio. Euro). Das Mindestziel für den Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen in der laufenden Finanzperiode wurde anschließend sogar von 23,7 auf 24,0 Mio. Euro angehoben.
- **Neue Wachstumsziele vorgestellt:** Obwohl die Rahmenbedingungen für weitere Wertsteigerungen – für 7C Solarparken ist der Cashflow je Aktie die zentrale Kennziffer – anspruchsvoller geworden sind, sieht das Management genügend Chancen für profitables Wachstum und hat kürzlich mit dem Strategieplan bis 2018 die neuen Ziele vorgestellt. Über den Kauf von älteren Bestandsanlagen und neuen Objekten soll das Portfolio bis Ende 2017 auf 115 MWp (bislang 105 MWp) ausgeweitet werden. Zusammen mit einer weiteren Optimierung des Bestands wäre das dann die Basis, um in 2018 ein EBITDA von 28,9 Mio. Euro und ein Cashflow je Aktie von 0,53 Euro zu erwirtschaften. Auf dieser Grundlage soll dann mit einem strategischen Deal die Marke von 200 MWp in Angriff genommen werden.
- **Bestand bietet Potenzial:** Wir haben den angestrebten Portfolioausbau in unserem Modell berücksichtigt, weitere Potenziale (wie etwa eine Wertsteigerung durch einen strategischen Deal) aber außen vor gelassen. Dennoch sehen wir den fairen Wert mit 3,40 Euro je Aktie deutlich über dem aktuellen Kurs. Unser Urteil bleibt daher, auch vor dem Hintergrund des vergleichsweise geringen Prognoserisikos, „Strong Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Langjähriger 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 bietet einen attraktiven Werthebel.
- Die seit dem Reverse Takeover kommunizierten Ziele wurden zuverlässig übertroffen.
- Sehr schlanke Unternehmensstrukturen, die Akquise und der Anlagenbetrieb sind mit einem kleinen Personalstamm möglich.
- Staatliche Preisgarantie ohne Mengenbeschränkung.
- Portfolio bietet eine langfristig stabile Einnahmehbasis und ermöglicht hohe Free-Cashflows.

Chancen

- Die fragmentierte Angebotsstruktur im Marktsegment der Bestandsanlagen bis 5 MWp bietet Chancen für selektive Zukäufe mit Optimierungspotenzial.
- Mit dem Ausbau des Portfolios auf mehr als 100 MWp und einer Marktkapitalisierung von über 100 Mio. Euro erschließt sich Solarparken aktuell neue Investorengruppen.
- Mit einer steigenden Portfoliogröße sinken üblicherweise die Kapitalkosten, was weitere Wertbeiträge für die Aktionäre schafft.
- Das Wachstum wird von einem deutlich unterproportionalen Personalaufbau begleitet, somit können Skalenerträge realisiert werden.
- Perspektivisch dürfte das Unternehmen attraktive Dividenden ausschütten.
- Mit Investitionen in Grundstücke (PV-Estate) werden stille Reserven geschaffen.

Schwächen

- Das Portfolio besteht ausschließlich aus Solaranlagen, damit schwanken die Cashflows unterjährig wetterbedingt deutlich.
- Das Wetter übt einen unkalkulierbaren (allerdings nicht maßgeblichen) Einfluss auf das Ergebnis aus, Jahre mit schwacher Sonneneinstrahlung können temporär die Profitabilität schmälern.
- Das Unternehmen setzt fast ausschließlich auf den deutschen Markt und verzichtet damit auf eine Länderdiversifikation.
- Der starke Rückgriff auf Fremdkapital bedingt eine relativ geringe EK-Quote (25,1 Prozent Mitte 2016).

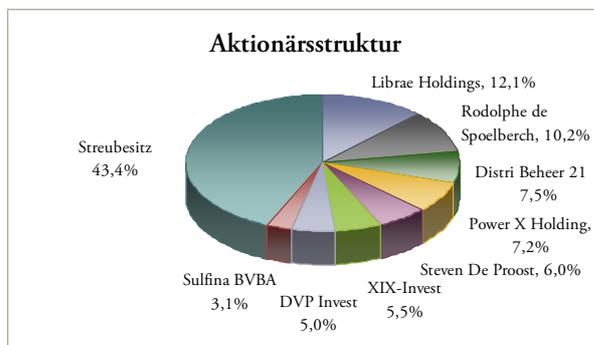
Risiken

- Der Wettbewerb um attraktive Objekte hat sich wegen der hohen Liquidität im Markt intensiviert und drückt die Renditen. Bei neuen Anlagen sorgt das Ausschreibungsmodell in Deutschland für zusätzlichen Druck auf die erzielbaren Erlöse.
- Ein deutlicher Anstieg des Zinsniveaus würde die Chancen für externes Wachstum erheblich schmälern.
- Rückwirkende Eingriffe in die Einspeisevergütung oder Sonderabgaben würden die Profitabilität beeinträchtigen.
- Für das weitere Wachstum wirbt die Gesellschaft in der Regel zusätzliches Eigenkapital ein. Die Erreichbarkeit des Ziels, den Cashflow je Aktie weiter zu steigern, hängt auch davon ab, ob neue Aktien zu einem angemessenen Kurs platziert werden können.

Profil

Reverse Takeover in 2014

Der Wurzeln der 7C Solarparken AG liegen in der gleichnamigen belgischen Gesellschaft, die 2008 gegründet und vor zwei Jahren im Rahmen eines Reverse Takeover von der börsennotierten Colexon Energy AG formell übernommen wurde. Die vormaligen Eigner des belgischen Unternehmens erhielten im Zuge der Transaktion 70 Prozent der Anteile an dem neu formierten Konzern. An die Spitze der Aktiengesellschaft rückte der Gründer und CEO der belgischen Gesellschaft, Steven De Proost, auch CFO Koen Boriau stammt aus dem Team der alten 7C Solarparken. Deren vormalige Anteilseigner, insb. zahlreiche family offices, halten auch heute noch substantielle Aktienpakete. Seit der Übernahme eines größeren Portfolios im letzten Jahr, die überwiegend mit der Ausgabe von neuen Aktien beglichen wurde, ist die britische Librae Holdings der größte Einzelaktionär. CEO De Proost hält 6 % der Anteile, 43,4 % befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

Fokus: Kauf und Betrieb von PV-Anlagen

7C Solarparken hat sich vor allem auf den Betrieb und den Ausbau eines Portfolios von Photovoltaikanlagen fokussiert. Ergänzend werden auch Investitionen in Grundstücke getätigt, auf denen Solaranlagen stehen oder errichtet werden können (PV-Estate). Per Mitte September summierte sich die installierte Leistung des Portfolios auf 94,4 MWp. Die Anlagen befinden sich überwiegend in Deutschland

(90,6 MWp) und hier vor allem in sonnenreichen Gebieten wie Bayern, Sachsen oder Rheinland-Pfalz. Rund 70 Prozent der hiesigen Kapazitäten sind Freiflächen-Solarparks, die übrigen 30 Prozent Dachanlagen. Vom letztgenannten Typ gibt es auch noch drei Standorte in Belgien mit insgesamt 2,8 MWp, darüber hinaus zählt noch eine italienische Freiflächenanlage (1 MWp) zum Portfolio.

PV-Portfolio	D	B+I	gesamt
Freifläche (MWp)	64,2	1,0	65,2
Dachanlage (MWp)	26,4	2,8	29,2
Gesamt (MWp)	90,6	3,8	94,4
Tarif (EUR/MWh)	331,6	402,5	334,4
Ertrag (kWh/kWp)*	972	981	973
Umsatz (mEUR)	29,1	1,4	30,5
EBITDA(mEUR)**	25,5	1,2	26,7

*bei einer durchschnittlichen Sonneneinstrahlung; **ohne Holdingkosten; Quelle: Unternehmen

Langfristig gesicherte Einnahmehasis

Dank garantierter Einspeisevergütungen verfügt das Unternehmen über eine langfristig gesicherte, gut kalkulierbare Einnahmehasis. Im Durchschnitt des Portfolios beträgt die Laufzeit der Vergütungsrechte noch rund 14 Jahre, der mittlere Preis je Megawattstunde liegt bei 334,3 Euro. Bei einer unterstellten Sonneneinstrahlung auf dem Niveau des langfristigen Mittelwerts erzielen die Anlagen gemäß aktueller Unternehmensschätzungen einen Jahresertrag von 973 kWh je kWp installierter Leistung, das korrespondiert mit einem jährlichen Umsatz von 30,5 Mio. Euro. Daraus resultiert ein EBITDA aus dem Betrieb von 26,7 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer operativen Marge von 87,5 Prozent, wobei die Holdingkosten in dieser Rechnung noch nicht berücksichtigt sind.

Zweites Standbein: PV-Estate

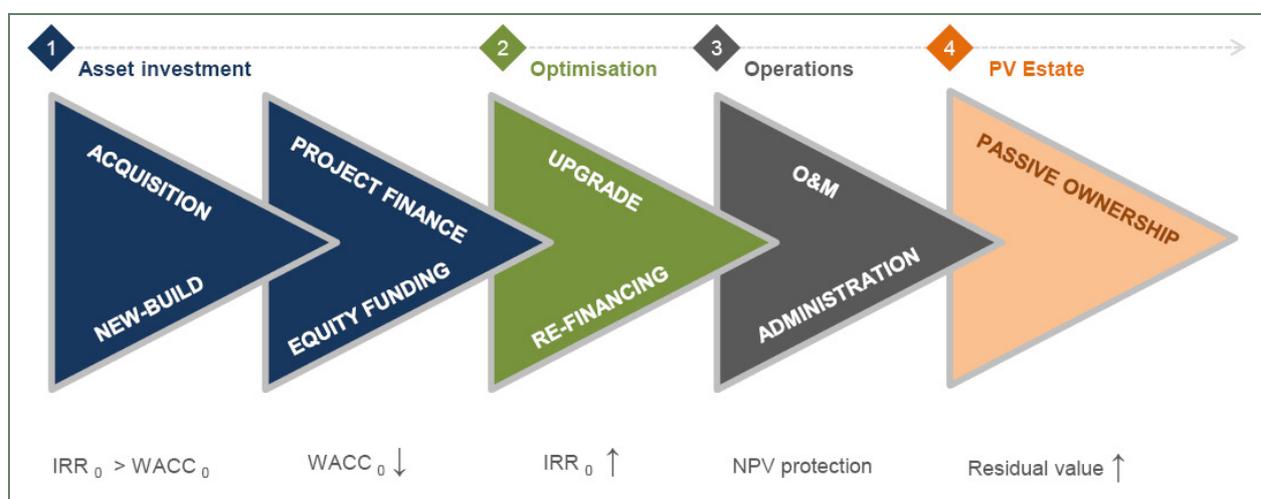
Das Management sieht die Investition in die Grundstücke, auf denen die unternehmenseigenen Solaranlagen installiert sind, als eine ideale Ergänzung. Per Mitte September zählten zehn Standorte mit einer kumulierten Fläche von 85 Hektar zum Portfolio, außerdem eine Lagerhalle und ein Bürogebäude mit Aufdachanlagen. Die dort installierte Kapazität beträgt insgesamt 26,3 MWp und ist größtenteils dem eigenen Bestand zuzuordnen, weitere 5 MWp sind auf zwei zuletzt erworbenen Flächen geplant. Von externen Anlagenbetreibern erhält 7C Solarparken in der Regel als Pacht 3 bis 4 Prozent der Einspeisevergütung und strebt so in Relation zum investierten Kapital eine Verzinsung von 7 bis 8 Prozent p.a. an; für den Eigenbestand spart sich das Unternehmen die Pachtkosten. Als Upside bleibt das künftige Nutzungspotenzial nach dem Ende der garantierten Einspeisevergütung. Die Pachtzeit externer Anlagen endet in der Regel zeitnah zu diesem Termin, das bietet Chancen für günstige Übernahmen (da der Besitzer ansonsten zur Demontage verpflichtet ist). Das Management schätzt, dass die Anlagen dann unter Berücksichtigung der Leistungsabnutzung noch über 80 Prozent der ursprünglichen Kapazität verfügen, was einen rentablen Weiterbetrieb bis zum Ende der technischen Lebensdauer (nach ca. 25 bis 30 Jahren) ermöglichen würde.

Wertmaßstab: Cashflow je Aktie

Das stellt im Moment aber nur ein attraktives Zusatzgeschäft dar, im Mittelpunkt stehen der Betrieb und der Ausbau des Portfolios – und die Erwirtschaftung attraktiver Renditen für die Aktionäre. Als zentrale Kennzahl sieht das Management den erwirtschafteten Cashflow je Aktie an. Obwohl Zukäufe in der Regel mit 25 Prozent Eigenkapital und 75 Prozent Fremdkapital unterlegt werden und zu diesem Zweck immer wieder Kapitalerhöhungen durchgeführt wurden und werden, konnte der operative Zahlungsmittelüberschuss je Anteilsschein in der Vergangenheit stets überproportional ausgeweitet werden. In der belgischen Vorgängergesellschaft 7C Solarparken NV wurde der Cashflow je Aktie von 2011 bis 2014 verdoppelt, in dem neu formierten Konzern gelang im Anschluss eine Steigerung von 0,26 auf 0,41 Euro in 2015, damit wurde die Prognose des Vorstands (0,37 bis 0,39 Euro) übertroffen.

Mehrere Werthebel

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. Schlüsselgröße ist dabei die Performance Ratio (PR), die angibt, welcher Anteil der verfügbaren Energie nach Abzug von Energieverlusten (z. B. durch thermische Verluste und Leitungs-



Geschäftsmodell von 7C Solarparken; Quelle: Unternehmen

verluste) und dem Eigenverbrauch der Anlage real für die Einspeisung zur Verfügung steht. Die PR bewegt sich in der Regel zwischen 70 und knapp über 80 Prozent. 7C Solarparken versucht derartige Anlagen nach einer umfangreichen Due Diligence (in deren Rahmen u.a. die Einstrahlungsbedingungen, die mögliche Designoptimierung und die rechtlichen und finanziellen Rahmenbedingungen erhoben werden) zu einem günstigen Preis zu erwerben, oftmals wird zur Konsolidierung ein Badwill verbucht. Im Anschluss werden die Objekte zu verbesserten Konditionen refinanziert und technisch optimiert. Der Konzern übernimmt auch die Betriebsführung und die Fernüberwachung sowie, soweit wie möglich, die Wartung und Reparatur.

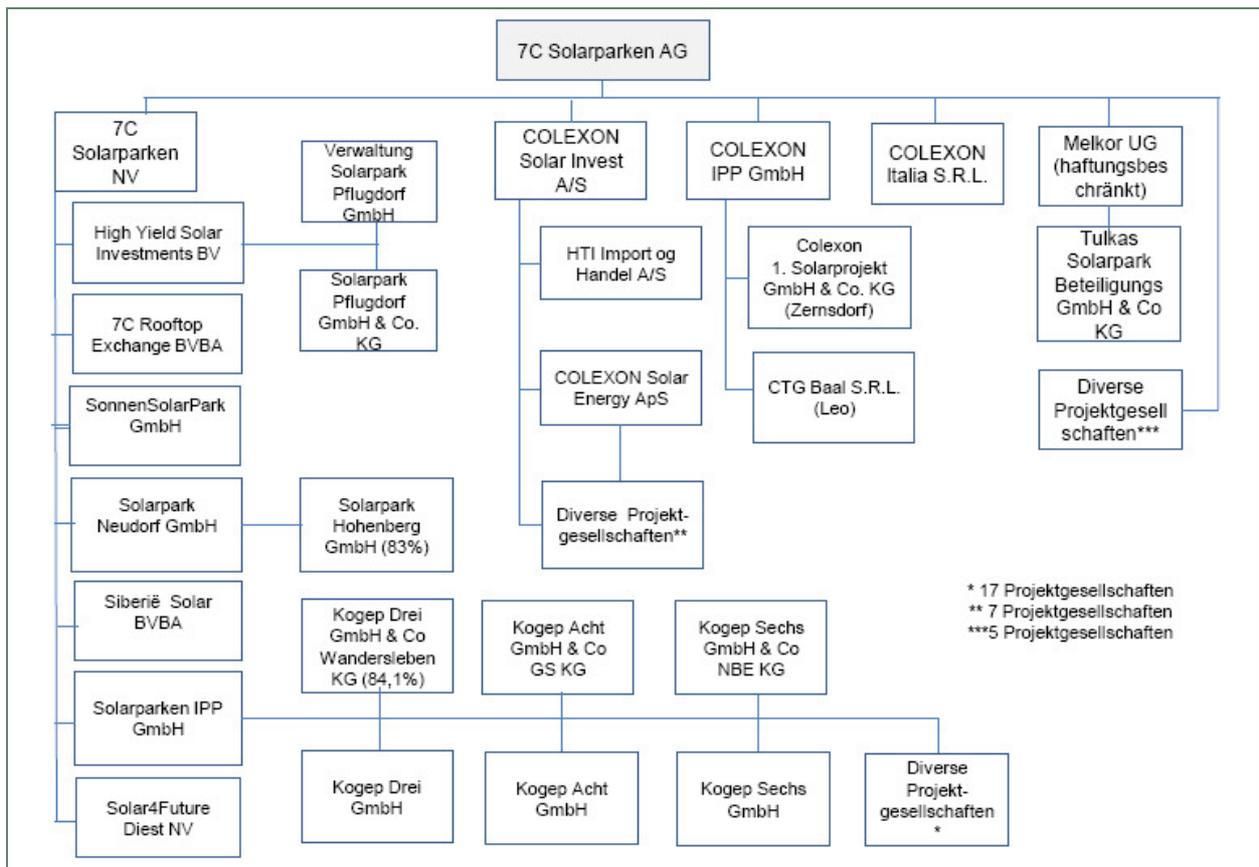
Effizientes Team

Das Kerngeschäft von 7C Solarparken besteht damit aus der Akquise von Anlagen, aus deren Optimie-

rung und einem effizienten Betrieb. Bei guten Gelegenheiten werden auch opportunistisch einzelne Anlagen wieder verkauft. Diese Aktivitäten bewältigt das Unternehmen mit einem kleinen Stamm von Mitarbeitern. Zusammen mit dem Vorstand beschäftigt 7C Solarparken derzeit ca. 20 Mitarbeiter aus dem kaufmännischen und dem technischen Bereich.

Komplexe Organisationsstruktur

Im Gegensatz dazu ist die Gesellschaftsstruktur des Unternehmens relativ komplex (siehe Grafik). Das resultiert einerseits aus dem Kerngeschäft, da einzelne Solarparks zur Risikobegrenzung in separaten Projektgesellschaften geführt werden. Andererseits bestehen aus dem Zusammenschluss mit Colexon noch Zwischenholdings, auf die das Unternehmen verzichten kann. Im letzten Jahr wurde eine Bereinigung der Strukturen angestoßen, mit deren Abschluss die Fixkosten weiter gesenkt werden sollen.

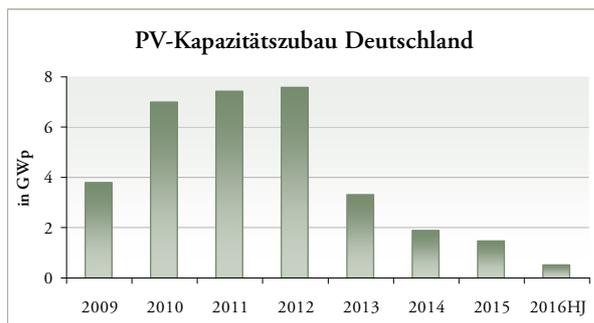
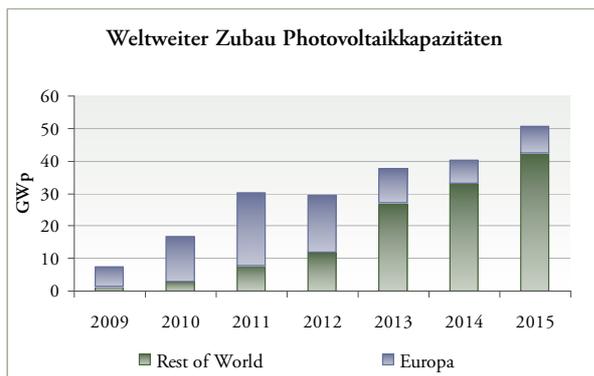


Quelle: Unternehmen

Markt

Bedeutungsverlust für Europa

Der Zubau von Photovoltaikanlagen hat im letzten Jahr weltweit um 25,5 Prozent auf 50,6 GWp zugelegt, die für die Branche wichtigsten Länder waren China (15,2 GWp, +46 Prozent), Japan (11 GWp, +13 Prozent) und die USA (7,3 GWp, +18 Prozent). Auch der europäische Markt verzeichnete zum ersten Mal seit 2011 Wachstum (8,1 GWp, +16 Prozent), hat aber dennoch, als Folge der von mehreren Ländern im laufenden Jahrzehnt vorgenommenen kräftigen Förderungskürzungen, stark an Bedeutung eingebüßt. Entfiel noch 2010 fast 82 Prozent der globalen Installationen auf Europa, so waren es im letzten Jahr nur noch 16 Prozent.



Quelle: EPIA, Bundesnetzagentur

Drastischer Rückgang in Deutschland

Diese Aussage gilt auch für Deutschland, den Zielmarkt von 7C Solarparken. Die EEG-Novellen von 2012 und 2014 haben zu einem Einbruch des Kapazitätsausbaus geführt, im letzten Jahr wurden Anlagen mit einer Leistung von 1,46 GWp installiert, ein Rückgang von 23 Prozent zum Vorjahr. Im Peak 2012 summierte sich der Zubau noch auf 7,6 GWp. Der Abwärtstrend hat sich im ersten Halbjahr 2016 mit lediglich 0,5 GWp fortgesetzt. Dafür verantwortlich ist auch das neue Steuerungssystem in Deutschland, in dessen Rahmen seit dem Frühjahr 2015 in der ersten Phase Freiflächenanlagen oberhalb von 1,0 MWp (bis maximal 10 MWp) im Rahmen von Auktionssystemen ausgeschrieben werden. In den drei Runden des letzten Jahres haben Solarparks mit einer kumulierten Kapazität von 520,9 MWp den Zuschlag erhalten, davon wurde seitdem aber nur ein kleiner Teil realisiert. Der Zubau von Anlagen mit einer Leistung von mehr als 1 MWp betrug in den letzten drei Quartalen insgesamt nur rund 210 MWp.

zitätsausbaus geführt, im letzten Jahr wurden Anlagen mit einer Leistung von 1,46 GWp installiert, ein Rückgang von 23 Prozent zum Vorjahr. Im Peak 2012 summierte sich der Zubau noch auf 7,6 GWp. Der Abwärtstrend hat sich im ersten Halbjahr 2016 mit lediglich 0,5 GWp fortgesetzt. Dafür verantwortlich ist auch das neue Steuerungssystem in Deutschland, in dessen Rahmen seit dem Frühjahr 2015 in der ersten Phase Freiflächenanlagen oberhalb von 1,0 MWp (bis maximal 10 MWp) im Rahmen von Auktionssystemen ausgeschrieben werden. In den drei Runden des letzten Jahres haben Solarparks mit einer kumulierten Kapazität von 520,9 MWp den Zuschlag erhalten, davon wurde seitdem aber nur ein kleiner Teil realisiert. Der Zubau von Anlagen mit einer Leistung von mehr als 1 MWp betrug in den letzten drei Quartalen insgesamt nur rund 210 MWp.

Auktionsrunden	Volumen MWp	Zuschläge MWp	Preis EUR/MWh
15.04.2015	150	157	91,7
01.08.2015	150	159,7	84,9
01.12.2015	200	204,2	80
01.04.2016	125	128,2	74,1
01.08.2016	125	118	72,5

Quelle: Bundesnetzagentur

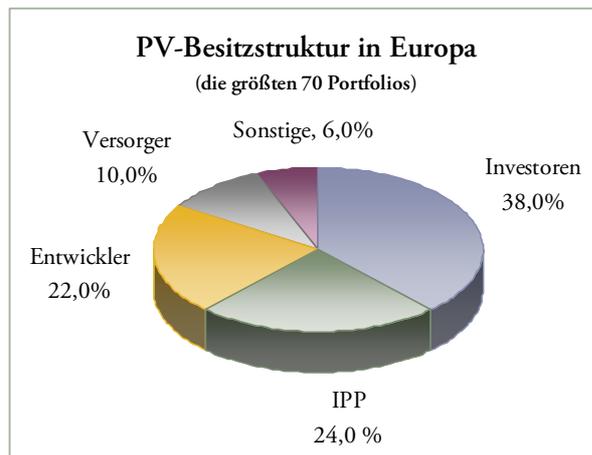
Preisniveau stark rückläufig

In den einzelnen Ausschreibungsrunden dokumentiert sich ein deutlicher Rückgang der geforderten Vergütung für neue Anlagen. Nachdem auf dem internationalen Markt in diesem Jahr schon Abschlüsse zu 48 USD/MWh (Peru), 36 USD/MWh (Mexiko) und schließlich sogar 29,9 USD/MWh (Dubai) erfolgt sind, reduzierte sich der Durchschnittspreis hierzulande in den fünf Auktionsrunden von 91,7 auf 72,5 Euro je MWh, das entspricht einem Abschlag von 20 Prozent. Das spiegelt den weiteren

Rückgang der Installationskosten wider, obwohl Importzölle auf chinesische Solarzellen und -module die Entwicklung hemmen.

Druck auf die Renditen

In den Zahlen kommt aber auch der Renditedruck im Sektor zum Ausdruck. Aufgrund der niedrigen Marktzinsen im festverzinslichen Bereich ist das Interesse an Investitionen in Solarparks stark gestiegen, was vice versa die geforderten Renditen deutlich gedrückt hat. 7C Solarparksen schätzt die Nachsteuerrendite einer neuen 5 MWp-Solaranlage in Deutschland mit einer Vergütung von 74,1 Euro / MWh unter marktüblichen Errichtungs- und Finanzierungskosten auf nur noch 4 bis 5 Prozent (IRR).



Quelle: Solarplaza

Wachstumstempo divergiert

Dieses Niveau dürfte vor allem für Finanzinvestoren mit relativ niedrigen Refinanzierungskosten resp. fehlenden Opportunitäten von Interesse sein. Schon jetzt ist diese Gruppe der dominierende Akteur im Markt mit einem Anteil von 38 Prozent an den 70 größten PV-Portfolios in Europa (Quelle: Solarplaza). Auf den Plätzen folgen Independent Power Producer, Projektentwickler und Versorger. Die Grenzen sind allerdings fließend, in Deutschland stellen die größten Bestandhalter, wie Enerparc, Capital Stage und KGAL, Mischformen aus Finanzinvestoren und IPPs dar. Nach der Erhebung von Solarplaza konnte die hiesige Top-10 ihr Portfolio binnen Jahresfrist gemessen an der installierten Kapazität um

durchschnittlich 8,1 Prozent auf 3.348 MWp ausbauen (Erhebungsmonat Juli 2016). Marktführer Enerparc gelang sowohl relativ (32,5 Prozent) als auch absolut (243,2 MWp) ein großer Sprung, die Nummer zwei und drei, Aquila (5,7 Prozent) und Capital Stage (1,3 Prozent) konnten hingegen nur unterdurchschnittlich zulegen. 7C Solarparksen hat mit 34,6 Prozent die größte Steigerungsrate in der Gruppe erzielt.

PV-Portfolios	2015	2016*	Änderung
dt. Firmen	MWp	MWp	%
Enerparc	749	992,2	32,5%
Aquila	477,7	505	5,7%
Capital Stage	391,7	396,7	1,3%
KGAL	373	384	2,9%
CEE	273	291	6,6%
RC Partners	232,4	232,4	0,0%
Wattner	232,8	221	-5,1%
Allianz REF	135,7	135,7	0,0%
Voigt & Co.	102,2	104,5	2,3%
7C Solarparksen	63,9	86	34,6%

* Erhebungsmonat Juli 2016; Quelle: Solarplaza

Konsolidierungstendenzen im Sektor

Aufgrund des im historischen Vergleich aktuell eher niedrigen Kapazitätsausbaus in Deutschland und Europa ist zu erwarten, dass das Portfoliowachstum tendenziell abnimmt. Dem wirken indes die Konsolidierungstendenzen im Sektor entgegen. So ist Capital Stage kürzlich die Übernahme des Wettbewerbers CHORUS Clean Energy gelungen, was auch mit einem deutlichen Ausbau des Solarportfolios verbunden ist. Die große Installationsbasis, allein in Deutschland rund 40 GWp, und eine stark zersplitterte Eigentümerstruktur bieten prinzipiell nach wie vor großes Potenzial für Zukäufe, wobei die niedrigen Renditen resp. die hohen Preise für Bestände die Konsolidierungsdynamik hemmen. 7C Solarparksen sieht auch in dem adressierten Segment zwischen 1 und 5 MWp einen intensivierten (Preis-) Wettbewerb, wobei die Fokussierung auf schlecht performende Anlagen eine attraktive Nische darstellt. In-

vestitionen in diesem Bereich sind ohne Spezialwissen bezüglich der Identifizierung von Optimierungspotenzialen sowie deren Realisierung kaum umzusetzen. Insofern bestehen im Zielsegment des Unternehmens nicht zu unterschätzende Markteintrittsbarrieren.

Zusatzchance: Projekte im Zeitverzug

Eine zusätzliche Akquise-Chance sieht 7C Solarparken in Projekten, die im Rahmen der Ausschreibungsrunden einen Zuschlag erhalten haben, bislang aber noch nicht gebaut wurden. Wie bereits dargestellt klafft zwischen den bislang erteilten Genehmigungen und dem Ausbau in Deutschland in den letz-

ten Quartalen eine relativ große Lücke. Es ist zu erwarten, dass diese nur zum Teil geschlossen werden kann. Die Unternehmen haben für eine Realisierung 18 Monate Zeit, in einer verlängerten Spanne bis zu 24 Monaten sinkt der Einspeisetarif um 3 Euro pro MWh. Im Anschluss verfällt die an die Behörde geleistete Sicherheit in Höhe von 50 Euro je kWp (bei einem 5 MWp-Projekt sind das immerhin 0,25 Mio. Euro). Projekte können allerdings für einen Abschlag auf die Vergütung von 3 Euro pro MWh an einen anderen Standort transferiert werden. Aus dieser Konstellation heraus könnten sich in den nächsten Monaten attraktive Gelegenheiten ergeben.

Zahlen

Erfolgreicher Start nach Reverse Takeover

Die Finanzperiode 2015, das erste volle Geschäftsjahr von 7C Solarparken nach dem Vollzug des Reverse Takeover, ist für das Unternehmen sehr erfolgreich verlaufen. Der spezifische Ertrag je PV-Anlage hat sich im Durchschnitt um 4,9 Prozent auf 1.044 kWh/kWp erhöht, wobei 3,9 Prozentpunkte auf eine überdurchschnittliche Sonneneinstrahlung und ein Prozentpunkt auf die Optimierung von zwei Solarparks zurückzuführen waren. Zusammen mit dem Ausbau des Portfolios von 47 MWp auf 72 MWp (gewichtet über den Jahresverlauf) erhöhte sich die Stromproduktion um 61,4 Prozent auf 74,7 GWh, was zu einem Erlöswachstum um 74,3 Prozent auf 25,4 Mio. Euro führte.

Geschäftszahlen	2014	2015	Änderung
Stromproduktion	46,3	74,7	+61,4%
Umsatz	14,6	25,4	+74,3%
EBITDA	16,7	24,9	+48,8%
EBITDA bereinigt	11,2	20,2	+80,4%
EBIT	10,1	11,6	+14,4%
Jahresüberschuss	7,4	5,5	-25,5%
Cashflow je Aktie	0,26	0,41	+61,3%

In GWh, Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Prognosen deutlich übertroffen

Das EBITDA erhöhte sich im Zuge dessen um 48,8 Prozent auf 24,9 Mio. Euro. Bereinigt um Sondereffekte, u.a. den verbuchten Badwill aus vollzogenen Übernahmen und andere Einmaleffekte, verzeichnete das bereinigte EBITDA aus dem laufenden Betrieb sogar eine Steigerungsrate von 80,4 Prozent auf 20,2 Mio. Euro. Damit wurde die Management-Guidance von 18,2 bis 18,8 Mio. Euro deutlich übertroffen. Selbiges gelang auch beim Netto-Cashflow, der sich auf 14 Mio. Euro summierte (+100 Prozent, Prognose 12,0 bis 12,6 Mio. Euro), sowie beim Cashflow je Aktie mit 0,41 Euro (+58 Prozent, Prognose 0,37 bis 0,39 Euro).

Wachstum trotz schlechterer Bedingungen

Im ersten Halbjahr 2016 waren die meteorologischen Rahmenbedingungen erheblich schlechter als im Vorjahr, die Zahl der Sonnenstunden reduzierte sich bspw. in Bayern um 13,6 Prozent und lag damit deutlich unter dem langfristigen Mittelwert. Infolgedessen und wegen einer Änderung in der Portfoliostruktur (u.a. wurde eine ertragreiche Anlage in Frankreich veräußert) reduzierte sich der spezifische Ertrag des Portfolios um 10,3 Prozent auf 492 kWh/kWp. Dank des erneut um 22,1 Prozent auf 86,1 MWp (gewichtete durchschnittliche Leistung) ausgebauten Portfolios erhöhte sich die Stromproduktion dennoch um 9,6 Prozent auf 42,4 Mio. Euro. Daraus resultierte ein Anstieg der Stromverkaufserlöse von 15,5 Prozent auf 14,5 Mio. Euro, insgesamt lag der Konzernumsatz mit 15,2 Mio. Euro um 18,9 Prozent über dem Vorjahreswert.

Geschäftszahlen	HJ 15	HJ 16	Änderung
Stromproduktion	38,7	42,4	+9,6%
Umsatz	12,8	15,2	+18,9%
EBITDA	10,2	13,4	+30,4%
EBITDA bereinigt	10,3	12,7	+23,0%
EBIT	4,8	5,6	+17,4%
Periodenüberschuss	1,5	2,1	+38,4%
Cashflow je Aktie	0,23	0,23	0,0%

In GWh, Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Nettoergebnis legt kräftig zu

Angesichts höherer planmäßiger Abschreibungen auf das Portfolio (+41,8 Prozent auf 7,7 Mio. Euro) blieb der Anstieg des EBIT mit 17,4 Prozent etwas unter dem EBITDA-Zuwachs, das Halbjahresergebnis profitierte wiederum von einem unterproportionalen Anstieg des Finanzergebnisses (von -2,7 auf -2,9 Mio. Euro) und einem leicht reduzierten Steueraufwand (von -0,65 auf -0,63 Mio. Euro). Unter dem Strich wurde so ein Überschuss nach Anteilen

Dritter von 2,1 Mio. Euro (+38,4 Prozent) erwirtschaftet.

Positiver Effekt durch Optimierung

Der Cashflow je Aktie war mit 0,23 Euro nur auf Vorjahresniveau, was auf die Einbußen wegen der schwachen Sonneneinstrahlung und die Aktienausgabe im Rahmen des Portfolioausbaus zurückzuführen war. Insbesondere hatte die Gesellschaft im letzten November als Gegenleistung für den Kauf eines 13,7 MWp-Portfolios neben der Zahlung von 2,7 Mio. Euro auch 5,2 Mio. Aktien ausgegeben. Aus diesem Portfolio wurden nun im ersten Halbjahr zwei Anlagen wie geplant technisch optimiert, was zu einem Ertragsausfall in Höhe von 0,1 Mio. Euro geführt hat. Inklusiv dieser Opportunitätskosten wurden 0,7 Mio. Euro aufgewendet (und damit weniger als die geplanten 1,0 Mio. Euro). Dank einer spürbar verbesserten Performance-Ratio wird daraus künftig ein jährlicher EBITDA-Beitrag von 0,2 Mio. Euro resultieren, der anteilig schon im zweiten Halbjahr anfallen wird. Das Management hat daher nach den zuletzt vermeldeten Resultaten die Prognosen für das Gesamtjahr bekräftigt und an einer Stelle sogar angehoben. Nach wie vor werden ein Umsatz von mehr als 28,8 Mio. Euro und ein Netto-Cashflow von mehr als 18,2 Mio. Euro erwartet, der Cashflow je Aktie soll von 0,41 auf mindestens 0,43 Euro steigen. Beim EBITDA hatte das Management bislang einen Wert von 23,7 Mio. Euro als Mindestziel ausgegeben, dieses wurde auf 24 Mio. Euro angehoben.

Prognose	2015 IST	2016p
Umsatz	25,3	>28,8
EBITDA	24,9	>24,0
Netto-Cashflow	14,0	>18,2
Cashflow pro Aktie (Euro)*	0,41	>0,43

*Aktienzahl 2015: 34,1 Mio., 2016: 42,3 Mio.
 Angaben in Euro bzw. Mio. Euro, Quelle: Unternehmen

Portfolioausbau über Plan

Der Portfolioausbau wurde auch im laufenden Jahr mit hohem Tempo fortgesetzt, im ersten Halbjahr wurden drei ältere Bestandsanlagen mit einer kumu-

lierten Kapazität von 3,7 MWp erworben. Zusätzlich investiert das Unternehmen jetzt auch in neu errichtete Solarparks, das erste Objekt mit 2,0 MWp wurde ebenfalls in den ersten sechs Monaten realisiert. Im Rahmen eines aktiven Asset Managements, das die Veräußerung einzelner Solarparks bei guten Gelegenheiten zur Erwirtschaftung eines EBITDA-Beitrags von mindestens 0,2 Mio. Euro p.a. vorsieht, wurde auch eine Anlage mit einer installierten Leistung von 3,1 MWp verkauft, daraus resultierte ein Entkonsolidierungsgewinn in Höhe von 432 Tsd. Euro. Per Saldo wurde das Portfolio so im ersten Halbjahr von 86,3 auf 88,9 MWp ausgebaut. Nach dem Stichtag wurden weitere Investitionen abgeschlossen, und zwar in zwei ältere Bestandsanlagen mit einer Kapazität von insgesamt 3,8 MWp und einen neuen Park mit 1,8 MWp. Per Mitte September summiert sich die installierte Portfolioleistung somit auf 94,4 MWp, damit wurde das Zwischenziel für das Jahresende (94 MWp) bereits übertroffen. Nun soll das Portfolio bis Ende Dezember unter Berücksichtigung weiterer Anlagen im Bau auf 100 bis 105 MWp anwachsen.

Emission einer Wandelanleihe

Die finanziellen Voraussetzungen für die weitere Expansion sind weiter sehr komfortabel, zum 30. Juni verfügte das Unternehmen über eine Liquidität in Höhe von 27,3 Mio. Euro, gegenüber 22,9 Mio. Euro zum Vorjahresstichtag. Für Investitionen sind in den ersten sechs Monaten 3,3 Mio. Euro abgeflossen, wobei den Ausgaben für ältere Bestandsanlagen (3,6 Mio. Euro) und einen neuen Solarpark (1,8 Mio. Euro) die Einnahmen für die Veräußerung eines Objekts (2,0 Mio. Euro) gegenüberstanden. Das künftige Wachstum wird 7C Solarparks aber auch weiterhin mit Kapitalmaßnahmen flankieren, die (potenziell) das Eigenkapital stärken. Für den Oktober wurde die Emission einer Wandelanleihe mit einem Volumen von 2,5 Mio. Euro und einer Laufzeit von zwölf Monaten angekündigt, die zu einem Kurs von 2,50 Euro gewandelt werden kann. Mit diesen Mitteln soll eine weitere technische Optimierung des Bestandsportfolios finanziert werden (siehe dazu auch das nächste Kapitel).

Equity-Story

Starke Ausgangsbasis

Mit einem Portfolio von aktuell 94,4 MWp verfügt 7C Solarparken über ein starkes Fundament für die künftige Unternehmensentwicklung. Die Anlagen sollen im laufenden Jahr plangemäß bei einem Umsatz von mindestens 28,8 Mio. Euro einen Netto-Cashflow von mehr als 18,2 Mio. Euro erwirtschaften. Die erzielbaren Zahlungsmittelüberschüsse sind dabei sehr gut kalkulierbar. Dank der (im Portfolio-durchschnitt noch für 14 Jahre) garantierten Einspeisevergütung bleiben nur die technische Verfügbarkeit und Effizienz der Anlagen einerseits und das Wetter andererseits als wesentliche Unsicherheitsfaktoren auf der Einnahmenseite. Da 7C Solarparken eine ausgeprägte Expertise in der Optimierung und dem Betrieb von Photovoltaikanlagen vorweisen kann, halten wir die Wahrscheinlichkeit für hoch, dass das Unternehmen im Hinblick auf die unterstellte Portfolio-Performance im Plan bleiben wird. Die Sonneneinstrahlung als volatiler Faktor kann zwar nicht beeinflusst werden, über verschiedene Regionen und längere Zeiträume mitteln sich die Schwankungen aber tendenziell aus.

Weitere Skaleneffekte

Gut kalkulierbaren und, mit dem Ausbau des Portfolios, steigenden Cashflows stehen weitere potenzielle Skaleneffekte auf der Kostenseite gegenüber. Schon jetzt arbeitet das Unternehmen sehr effizient und kostenbewusst, das Kerngeschäft wird mit einem überschaubaren Team von etwa 20 Personen bewältigt. Dass es hier dennoch Potenzial für eine weitere Kostendegression gibt, liegt an der Historie der Gesellschaft. Aus dem früheren Projektgeschäft von Colexon bestehen noch verlustbringende O&M-Verträge für Fremdanlagen, die letzten wesentlichen Kontrakte werden Ende 2016 auslaufen. Das wird Personalkapazitäten freisetzen, die künftig für den eigenen Bestand eingesetzt werden können. Das Management schätzt, dass ein Portfolio mit einer Größe von 115 MWp weitgehend mit dem aktuellen Team betrieben werden kann. Diese Marke wurde als Wach-

tumsziel für Ende nächsten Jahres ausgegeben. Die Bedeutung der Inhouse-Kapazitäten für die Betreuung ist nicht zu unterschätzen. Nach Angaben des Managements reagiert das Unternehmen innerhalb kürzester Zeit auf Störungen der Anlagen, während Kontrakte mit externen Dienstleistern üblicherweise eine Reaktionszeit von bis zu drei Tagen vorsehen. Der Produktionsausfall kann dadurch auf ein Minimum begrenzt werden.

Selektives Portfoliowachstum

Angesichts der gestiegenen Preise für Solarparks als Resultat der hohen Nachfrage ist das Wachstum über Zukäufe schwieriger geworden. Dennoch sieht das Management gute Chancen, die anvisierte Größenordnung des Portfolios wertsteigernd zu realisieren. Dazu werden zwei Wege beschritten. Einerseits setzt das Unternehmen derzeit stärker auf neu errichtete Anlagen, weitere 5 MWp befinden sich aktuell in der Umsetzung. Zu aktuellen Einspeisetarifen schätzt das Management die Nachsteuerrendite am Markt zwar nur auf 4,6 Prozent, mit verschiedenen Hebeln kann diese aber auf 7,4 Prozent erhöht werden. Dazu zählt insbesondere die Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen auf der AG-Ebene (aus der Colexon-Zeit) sowie die Verwendung von Equipment (bspw. Wechselrichter) der Bestandsanlagen, das prinzipiell noch voll funktionsfähig ist, aber zur Erhöhung der Effizienz der Altanlagen (bei hohen Einspeisetarifen) gegen neue Technik ausgetauscht wird. Andererseits sucht das Management weiter aktiv nach schlecht performenden Anlagen mit Optimierungspotenzial. Das notwendige Know-how und die erforderliche Kosteneffizienz der Arbeitsprozesse sorgen in diesem Bereich für Eintrittsbarrieren und bieten 7C Solarparken die Chance für Überrenditen.

Hohe Rendite durch Optimierung

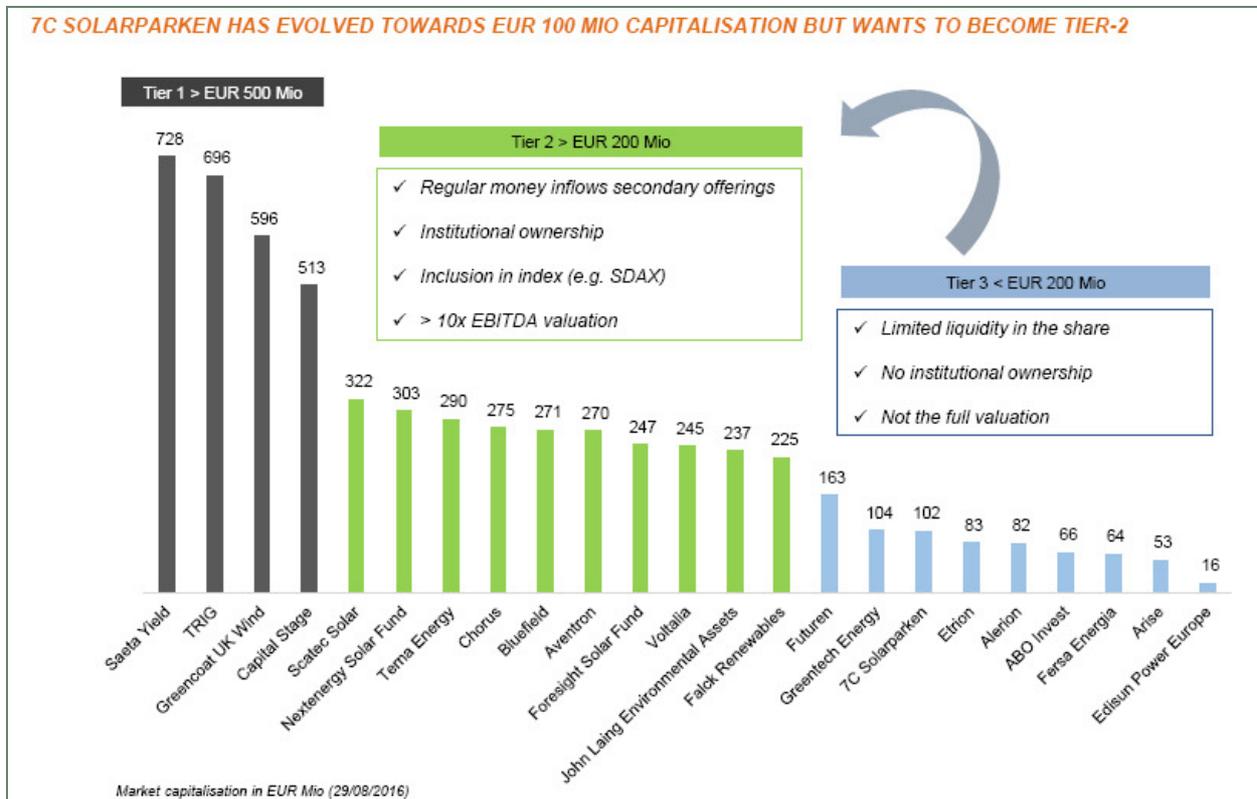
Der Renditehebel, den die technische Optimierung bietet, hat das Unternehmen eindrucksvoll an dem

im letzten Jahr übernommenen 13,7 MWp-Portfolio demonstriert. Insbesondere zwei Anlagen (mit 1,8 und 2,4 MWp) wiesen zum Zeitpunkt der Übernahme mit 72,2 resp. 71,1 Prozent unterdurchschnittliche Performance-Ratios auf. In mehreren Schritten konnten diese auf 79,1 resp. 79,4 Prozent verbessert werden. Dem Investitionsvolumen von 0,7 Mio. Euro steht nun ein jährlicher EBITDA-Beitrag von 182 Tsd. Euro gegenüber, daraus errechnet sich ein IRR von mehr als 20 Prozent. Da der Wertbeitrag deutlich oberhalb der aktuellen Markttrenditen für Anlagen ohne Performanceprobleme liegt (selbst unter Nutzung von Steuervorteilen und anderer Werthebel), hat das Management das Bestandportfolio noch einmal intensiv auf verbliebene Optimierungspotenziale durchleuchtet und zahlreiche Optionen identifiziert, die von umfangreichen Reinigungsmaßnahmen über eine Reallokation der Module bis zum Austausch verschiedener Komponenten (insb. Module, Kabel, Wechselrichter) reicht. Das Unternehmen will hier noch einmal 2,2 Mio. Euro investieren, womit die Einnahmen um 0,4 Mio. Euro pro Jahr gesteigert werden könnten. Das entsprä-

che einem IRR von mehr als 15 Prozent. Zur Refinanzierung dieser Maßnahmen ist die Ausgabe der Wandelanleihe gedacht.

Ziel: Strategischer Deal in 2018

Letztlich sollen so die noch vorhandenen Profitabilitätsreserven im Portfolio gehoben werden. Zusammen mit dem Sprung über die Marke von 100 MWp sieht das Management im Anschluss die Voraussetzungen geschaffen, um den Sprung in eine größere Dimension zu wagen. Angestrebt ist ein strategischer Deal im Jahr 2018, mit dem das Portfolio auf mehr als 200 MWp ausgebaut werden kann. Das Unternehmen hält dabei mehrere Wege für denkbar, etwa eine synergetische Fusion mit einem börsennotierten Konkurrenten, eine Akquisition eines noch nicht gelisteten PV-Portfolios resp. ein Reverse Merger (wenn der Partner größer ist), oder auch der Transfer des Portfolios an eine große YieldCo, die in Deutschland expandieren will. Eine andere Alternative wäre eine Partnerschaft mit einem Finanzinvestor, der günstig Kapital für einen deutlichen Portfolioausbau



Quelle: Unternehmen

bereitstellt – so, wie das Capital Stage bereits mit Gothaer Versicherung praktiziert hat. Der Sprung in eine neue Größenklasse, mit dem 7C im europäischen Maßstab aus eigener Sicht zu einem Tier-2 Anbieter würde (siehe Grafik auf der vorherigen Sei-

te), zielt in jedem Fall auf einen weiteren Wertsprung für die Aktionäre, da größere Portfolios am Markt in der Regel mit höheren Multiples je installiertem MWp belohnt werden, was den vorhandenen Bestand weiter aufwerten würde.

DCF-Bewertung

Konservative Planung

Seit dem Reverse Merger ist es 7C Solarparken gelungen, sämtliche Prognosen des Managements zu erreichen oder zu übertreffen. Das dokumentiert zum einen eine konservative Planung und zum anderen die hohe Verlässlichkeit und Stabilität des Geschäftsmodells. Auf dem zuletzt abgehaltenen Kapitalmarkttag hat das Unternehmen den Ausblick auf die Entwicklung der Geschäftszahlen bis 2018 erweitert und verfeinert. Unterstellt ist dabei ein Ausbau des Portfolios auf 115 MWp bis Ende nächsten Jahres, das zu einem substanziellen Anteil (ca. 16 MWp) über neu gebaute Projekte (unter Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen) erfolgen soll, ca. 4,5 MWp entstammen plangemäß aus der Akquise von älteren Bestandsanlagen. Gleichzeitig soll das bestehende Portfolio weiter optimiert werden. Zur Finanzierung der Optimierung und der Expansion, die mit einer um 10 MWp erhöhten Zielgröße für das Portfolio per Ende 2017 einhergeht, plant das Unternehmen neben der in Kürze anstehenden Emission der Wandelanleihe auch die Akquise von weiteren 3,4 Mio. Euro innerhalb der nächsten zwölf Monate, entweder über ein Private Placement von Aktien, eine weitere Wandelanleihe oder auch über eine Sachkapitalerhöhung. Die Aktienzahl wird so plangemäß auf 44,7 Mio. Stück bis 2018 steigen.

Prognosen von 7C	2016p	2017p	2018p
Portfolio (MWp)*	100-105	115	
EBITDA	>24,0	27,0	28,9
Netto-Cashflow	>18,2	21,0	23,5
Cashflow/Aktie (Euro)	>0,41	0,50	0,53
Dividende		0,10	
Nettoverschuldung	154,4	155,5	137,7
Net debt/EBITDA	6,5x	<6,0x	<5,0x

* zum Jahresende; Aktienzahl 2016: 42,3 Mio., 2017: 44,7 Mio.; Angaben in Euro bzw. Mio. Euro, Quelle: Unternehmen

Nettoverschuldung soll sinken

Das Unternehmen plant, das Wachstum mit einer sinkenden Nettoverschuldung zu realisieren. Während diese Kennzahl bis zum Jahresende 2017 noch einmal leicht zulegen soll, auf dann 155,5 Mio. Euro, ist danach eine Reduktion auf 137,7 Mio. Euro vorgesehen (wobei kein weiterer Kapazitätsausbau in 2018 unterstellt wurde). Damit verbunden ist ein Absinken des Multiples Nettoverschuldung/EBITDA auf weniger als 5,0. Das Management sieht hierin einen wesentlichen Werttreiber, da ein geringerer Verschuldungsgrad am Kapitalmarkt tendenziell mit einem höheren Multiple auf den Cashflow je Aktie belohnt wird.

Schätzung zum Portfoliowachstum

In unserem Modell zur Geschäftsentwicklung des Unternehmens waren wir bislang davon ausgegangen, dass das Portfolio bis zum Jahresende zunächst auf 100 MWp ausgebaut wird und dann im nächsten Jahr weiter auf 110 MWp wächst. Damit waren wir etwas offensiver als das Management, beide Zielgrößen dürften aber nun voraussichtlich übertroffen werden, wobei die Kennzahl für 2016 vor allem vom Baufortschritt neuer Projekte abhängt. Letztlich ist es wegen der niedrigen Produktion im Winter aber wenig relevant, ob die Anlagen Ende dieses oder Anfang nächsten Jahres in Betrieb gehen. Wir gehen jetzt davon aus, dass die beiden in der Umsetzung befindlichen neuen Solarparks Großfurra und Mühlgrün (zusammen 5,1 MWp) bis Ende Dezember ans Netz gehen und rechnen darüber hinaus mit der Akquise von Bestandsanlagen mit einer installierten Leistung von 2,5 MWp. Damit summiert sich die Portfoliokapazität zum Jahresende auf 102 MWp. Im nächsten Jahr kalkulieren wir mit 11,5 MWp an weiteren Neubauprojekten und einem Zukauf von älteren Bestandsanlagen im Volumen von insgesamt 4 MWp, so dass wir per Ende 2017 mit 117,5 MWp rechnen. Im Anschluss unterstellen wir vereinfachend keine weiteren Zukäufe, weil die Konditionen für weit in

der Zukunft liegende Transaktionen nicht hinreichend zuverlässig geschätzt werden können.

Schätzungen	2016e	2017e	2018e
Umsatz	29,3	33,0	34,1
EBITDA	24,4	27,1	28,9

Schätzungen SMC-Research

Erlös- und EBITDA-Schätzung

Unter der Voraussetzung, dass die Sonneneinstrahlung im zweiten Halbjahr dem langjährigen Durchschnitt entspricht – die wichtigen Monate Juli und August waren in der bedeutendsten Zielregion von 7C Solarparken per Saldo überdurchschnittlich – erwarten wir, dass das Unternehmen mit dem aktuellen Bestand einen Jahresumsatz von 29,3 Mio. Euro und ein EBITDA von 24,3 Mio. Euro erwirtschaften kann. Beiträge aus weiteren Zukäufen und Neubauten unterstellen wir für dieses Jahr nicht mehr. In 2017 erbringen dann die bis dato in der aktuellen Finanzperiode durchgeführten und annahmegemäß bis zum Jahresende noch hinzukommenden Käufe (5 MWp Neubau, 2,5 MWp ältere Anlagen) ihren vollen Beitrag. Die weiteren Transaktionen in 2017

(11,5 MWp Neubau, 4 MWp ältere Anlagen) haben wir pauschal in der GuV des nächsten Jahres zu 50 Prozent berücksichtigt, so dass sich in unserer Kalkulation Erlöse in Höhe von 33,0 Mio. Euro und ein EBITDA von 27,1 Mio. Euro errechnen. Ohne weitere Akquisitionen und mit dem vollen Jahresbeitrag der in 2017 erworbenen Anlagen steigen Umsatz und EBITDA in der Folgeperiode auf 34,2 bzw. 28,9 Mio. Euro.

Cashflow aus dem Bestand ab 2018

Ab 2018 basiert das Modell nur noch auf einer effizienten Fortführung des Bestands. Das führt in der Tendenz zu sinkenden Personalkosten und sonstigen Aufwendungen; beide Posten sind nur noch in der Höhe berücksichtigt, wie sie zum Bestanderhalt notwendig wären. Die Erlöse lassen wir um 0,5 Prozent p.a. absinken, um den altersbedingten Leistungsverlust der Anlagen abzubilden. Ab 2027 nehmen wir zusätzlich einen jährlichen pauschalen Abschlag von 10 Prozent vor, um das Auslaufen der Einspeisevergütung für die ersten Anlagen abzubilden. Nach dem Ende der zweiten Modellphase im Jahr 2030 berücksichtigen wir zur Ermittlung des Terminal Value nur noch einen Sockelumsatz von 19 Mio. Euro bei einer

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	29,3	33,0	34,1	34,0	33,8	33,6	33,5	33,3
Umsatzwachstum		12,8%	3,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
EBIT-Marge	29,9%	31,9%	34,0%	33,7%	33,5%	33,2%	33,0%	32,7%
EBIT	8,7	10,5	11,6	11,5	11,3	11,2	11,0	10,9
Steuersatz	10,0%	10,0%	10,0%	12,5%	15,0%	16,0%	16,5%	17,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,9	1,1	1,2	1,4	1,7	1,8	1,8	1,9
NOPAT	7,9	9,5	10,4	10,0	9,6	9,4	9,2	9,0
+ Abschreibungen & Amortisation	15,7	16,6	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	23,6	26,0	27,7	27,3	26,9	26,7	26,5	26,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-2,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
- Investitionen AV	-6,3	-10,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cashflow	16,6	13,1	27,9	27,5	27,1	26,9	26,7	26,5

SMC-Schätzmodell

EBIT-Marge von 11,5 Prozent. Das spiegelt zum einen die Einnahmen aus Landbesitz und zum anderen die Option eines Weiterbetriebs einzelner Anlagen zu Marktpreisen wider. Wir halten das für eine äußerst konservative Kalkulation. Für den Terminal Value kalkulieren wir mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent. Die Kerndaten der ersten acht Jahre des Modells finden sich auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung sind zudem im Anhang abgebildet.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisiko­prämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Bei einer Zielkapitalstruktur mit 75 Prozent Fremdkapital resultiert daraus, in Kombination mit einem Beta von 0,7, ein WACC-Satz von 4,2 Prozent.

Kursziel: 3,40 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 4,2 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Unternehmenswert von 152 Mio. Euro. Wir haben voll verwässert mit einer Aktienzahl von 44,7 Mio. Stück gerechnet, je Aktie entspricht das einem fairen Wert von 3,40 Euro je Aktie. Anhand unseres DCF-Modells sehen wir demnach für die 7C Solarparken-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von 36 Prozent.

Sehr niedriges Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Das Geschäft von 7C Solarparken ist außerordentlich transparent und gut planbar. Für Volatilität – im geringen Umfang – sorgt lediglich die Sonneneinstrahlung. Zudem sind die konkreten Akquisitionsziele im Bereich älterer Bestandsanlagen für dieses und nächstes Jahr noch unklar, wir haben hier aber nur noch moderates Wachstum unterstellt. Die Verschiebung der Aktivitäten in Richtung (besser planbarer) Neubauten sorgt an dieser Stelle für eine weitere Risikominderung. Schließlich würde ein deutlich erhöhtes Zinsniveau das anvisierte externe Wachstum deutlich erschweren. Damit rechnen wir aber im eingeplanten Akquizezeitraum bis 2017 nicht. Vor diesem Hintergrund sehen wir nur ein sehr geringes Prognoserisiko (1 Punkt).

Fazit

Im ersten Halbjahr 2016 war die Sonneneinstrahlung in den Zielregionen von 7C Solarparken zum Teil deutlich unterdurchschnittlich. Trotzdem hat das Unternehmen kräftige Zuwächse präsentieren können und die EBITDA-Prognose für das Gesamtjahr sogar leicht angehoben. Das verdeutlicht einmal mehr, dass das Management konservativ plant. Insofern gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft die Wachstumspläne für 2016 und 2017 mindestens erfüllen wird. Bis Ende nächsten Jahres soll die Kapazität des Portfolios von aktuell 94,4 MWp auf 115 MWp ausgebaut werden, auf Ganzjahresbasis würde das ab 2018 Potenzial für ein EBITDA von 28,9 Mio. Euro und einen Cashflow je Aktie von 0,53 Euro schaffen. Unterstellt ist dabei auch die Hebung noch bestehender Profitabilitätsreserven im Bestand mit Hilfe einer weiteren technischen Optimierungsrunde, die das Unternehmen gestartet hat.

Mit dem Abschluss der Optimierung und dem Ausbau des Portfolios auf 115 MWp sieht sich 7C Solarparken gut gerüstet, um mit einem strategischen Deal in 2018 den Sprung über die Marke von 200 MWp zu schaffen. Dabei sind mehrere Varianten denkbar, das Spektrum reicht von der Integration eines noch nicht gelisteten PV-Portfolios über eine Fusion mit einem börsennotierten Konkurrenten oder eine Veräußerung der Kapazitäten an eine YieldCo bis zur Einbindung eines großen Finanzinvestors zur Finanzierung größerer Zukäufe.

Insgesamt sehen wir 7C Solarparken voll auf Kurs, die positive Unternehmensentwicklung dürfte sich fortsetzen, das Prognoserisiko ist sehr gering. Unser DCF-Modell signalisiert aktuell einen fairen Wert von 3,40 Euro, das Urteil lautet weiterhin „Strong Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
AKTIVA									
I. AV Summe	233,4	241,3	246,4	229,1	211,8	194,5	177,3	160,0	142,7
1. Immat. VG	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
2. Sachanlagen	227,3	235,0	239,9	222,6	205,3	188,1	170,8	153,5	136,3
II. UV Summe	31,4	30,8	25,7	25,7	37,7	50,7	64,2	77,8	91,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	62,3	68,1	77,6	78,9	80,5	82,0	84,0	86,2	88,9
II. Rückstellungen	7,5	7,2	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	174,4	178,7	172,6	154,8	148,3	142,8	137,2	131,6	126,0
2. Kurzfristiges FK	20,5	18,1	17,4	16,4	15,9	15,5	15,1	14,6	14,2
BILANZSUMME	264,7	272,1	272,1	254,8	249,5	245,3	241,4	237,8	234,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	25,36	29,25	33,00	34,15	33,98	33,81	33,64	33,48	33,31
EBITDA	24,91	24,43	27,09	28,89	28,75	28,60	28,46	28,32	28,18
EBIT	11,60	8,74	10,52	11,61	11,47	11,32	11,18	11,04	10,90
EBT	6,38	2,74	4,27	6,53	6,97	7,32	7,78	8,09	8,40
JÜ (vor Ant. Dritter)	5,54	2,19	3,63	5,55	5,92	6,19	6,54	6,75	6,97
JÜ	5,50	2,15	3,55	5,47	5,84	6,09	6,44	6,65	6,87
EPS	0,16	0,05	0,08	0,12	0,13	0,14	0,14	0,15	0,15

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	13,37	17,16	17,58	19,99	23,40	23,66	24,01	24,23	24,45
CF aus Investition	3,30	-9,91	-13,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	-9,78	-8,35	-9,16	-20,26	-11,40	-10,58	-10,57	-10,56	-10,44
Liquidität Jahresanfa.	20,44	27,34	26,23	20,99	20,72	32,73	45,80	59,24	72,90
Liquidität Jahresende	27,34	26,23	20,99	20,72	32,73	45,80	59,24	72,90	86,91

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	74,3%	15,3%	12,8%	3,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
EBITDA-Marge	98,2%	83,5%	82,1%	84,6%	84,6%	84,6%	84,6%	84,6%	84,6%
EBIT-Marge	45,7%	29,9%	31,9%	34,0%	33,7%	33,5%	33,2%	33,0%	32,7%
EBT-Marge	25,2%	9,4%	12,9%	19,1%	20,5%	21,7%	23,1%	24,2%	25,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	21,7%	7,3%	10,8%	16,0%	17,2%	18,0%	19,1%	19,9%	20,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

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 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 / 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, 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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 5), 7)

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: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung 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 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 Bewer-

tungsverfahren 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 dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
13.06.2016	Strong Buy	3,35 Euro	1), 3), 4), 5), 7)
25.04.2016	Strong Buy	3,30 Euro	1), 3), 4), 5), 7)
02.03.2016	Strong Buy	3,20 Euro	1), 3), 4), 5), 7)
20.11.2015	Strong Buy	3,20 Euro	1), 3), 4), 5), 7)
21.09.2015	Strong Buy	3,00 Euro	1), 3), 5), 7)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update, 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.