esdekar

# PNE AG

## Ein Windenergie-Spezialist wird zu einem „Grüne Energie“-Allrounder

| | |
|---|---|
| ISIN | DE000A0JBPG2 |
| Datum | 05.04.2022 |
| Aktienanzahl | 76.603.334 |
| Aktienkurs | 10,40 Euro |
| Marktkapitalisierung | 797 Mio. Euro |

## Investmentidee

**Gut positioniert.** In den nächsten Jahren und Jahrzehnten soll grüne Energieerzeugung weltweit massiv ausgebaut werden. Als Windprojektierer mit jahrzehntelanger Erfahrung bildet PNE mittlerweile die gesamte Wertschöpfungskette ab und ist somit ideal für die Energiewende positioniert.

**Günstig bewertet.** Die Gesellschaft ist sehr gut mit dem Wettbewerber Energiekontor vergleichbar. Beide Unternehmen haben eine ähnliche Aufstellung und exakt die gleichen Mittelfristziele. PNE ist jedoch 40 % niedriger bewertet als Energiekontor. Dies könnte sich schnell anpassen.

**Übernahmefantasie.** Die Investorenvereinbarung von der gescheiterten Übernahme von Morgan Stanley ist jüngst am 1. April 2022 ausgelaufen. Der aktivistische Investor AOC hat zu einem Kurs von 7,85 Euro auf knapp 12 % aufgestockt. Ein erneuter Übernahmeversuch könnte bevorstehen.

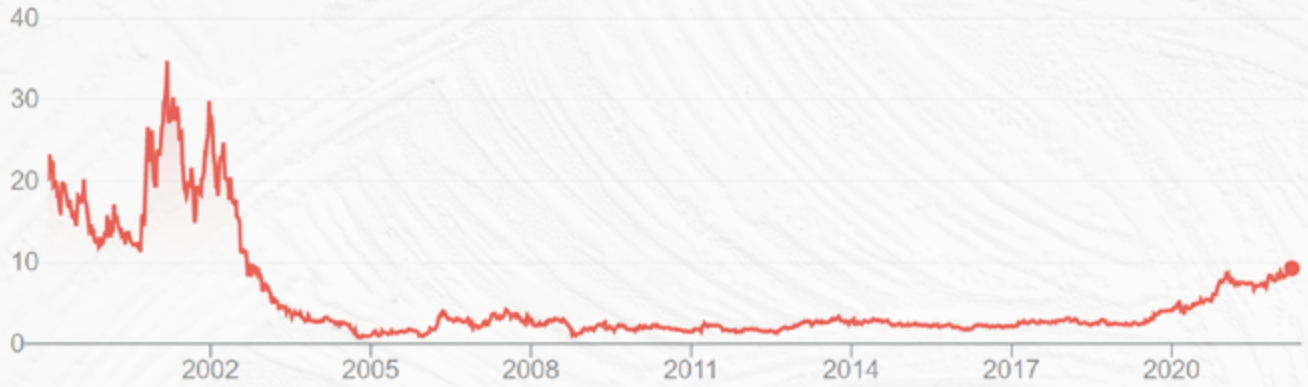
# Inhaltsverzeichnis


| | |
|---|---|
| Steckbrief & Investmentidee | 1 |
| Inhaltsverzeichnis & Vision | 2 |
| Geschichte & Geschäftsmodell | 3–6 |
| Branche & Marktumfeld | 7 |
| Geschäftstätigkeit allgemein | 8 |
| a) Projektierung | 9–11 |
| b) Stromerzeugung | 12–16 |
| c) Services | 17 |
| Corporate Governance | 18 |
| a) Vorstand | 18–20 |
| b) Abschlussprüfer | 20 |
| c) Aufsichtsrat | 21 |
| d) Sonderkomplexe | 22 |
| Bewertung | 23–27 |
| Fazit & Ausblick | 28–29 |
| Quellen & Haftungsausschluss & Autor | 30 |


# Vision

Eine sichere, nachhaltige und profitable Energieversorgung, die zu 100 % aus erneuerbaren Energien gespeist wird.

# Unternehmensgeschichte PNE AG




## Bewegte frühe Unternehmensjahre (1995–2004)

Die Ursprünge der Gesellschaft reichen bis ins Jahr 1995 zurück. Damals gründete die Unternehmerfamilie Plambeck die „Windpark Marschland GmbH“ – die heutige PNE AG.

1997 wurde der erste Windpark fertiggestellt und die Gesellschaft ging im Folgejahr 1988 unter dem Namen „Plambeck Neue Energien AG“ an die Börse. In der Euphorie des neuen Marktes stieg die Aktie bis auf 40 Euro, fiel dann aber in den Folgejahren auf unter 1 Euro zurück.

## Suche nach Ausrichtung und Profitabilität (2005–2009)

Um sich breiter aufzustellen, treibt die Gesellschaft die Internationalisierung mit der Gründung zahlreicher Joint Ventures voran und beginnt auch an Land mit der Projektierung von Windenergieanlagen.

Trotz operativer Erfolge bleibt die Windenergie ein Nischenthema. Im Vergleich zu konventioneller Stromerzeugung sind die Anlagen nicht konkurrenzfähig. Zudem macht die hohe Kapitalintensität und die Genehmigungskomplexität zu schaffen.

## Übernahme & juristische Streitereien (2010–2013)

Im Jahr 2013 beteiligt sich die Gesellschaft mit zunächst 54 % und in den Folgejahren schrittweise bis 100 % an dem Wettbewerber WKN AG. Im Zuge des Deals wird WKN-Hauptaktionär Volker Friedrichsen mit knapp 15 % größter PNE-Aktionär und -Aufsichtsratsmitglied.

Nach dem Deal entfacht jedoch ein Streit zwischen dem PNE-Management und Friedrichsen um die korrekte Bewertung einzelner Windparkprojekte sowie überteuerter Turbinenkäufe, in dessen Zuge sich auch die Staatsanwaltschaft einschaltet. Nach jahrelangem Streit und Managementrücktritten steigt Friedrichsen im Jahr 2017 vollständig bei PNE aus.

## YieldCo-Konzept (2014–2016)

Um die langen und projektbezogenen Entwicklungszeiten schwankungsärmer zu gestalten sowie höhere Verkaufsprämien zu erzielen, werden einzelne fertiggestellte Windparks zu größeren Portfolios gebündelt. Den größten Erfolg stellt ein im Jahr 2016 an Allianz Global Investors verkauftes Portfolio mit einer Größe von 142 MW dar. 20 % des Portfolios werden weiterhin von PNE gehalten und es wird sich weiterhin um das Betriebsmanagement gekümmert.

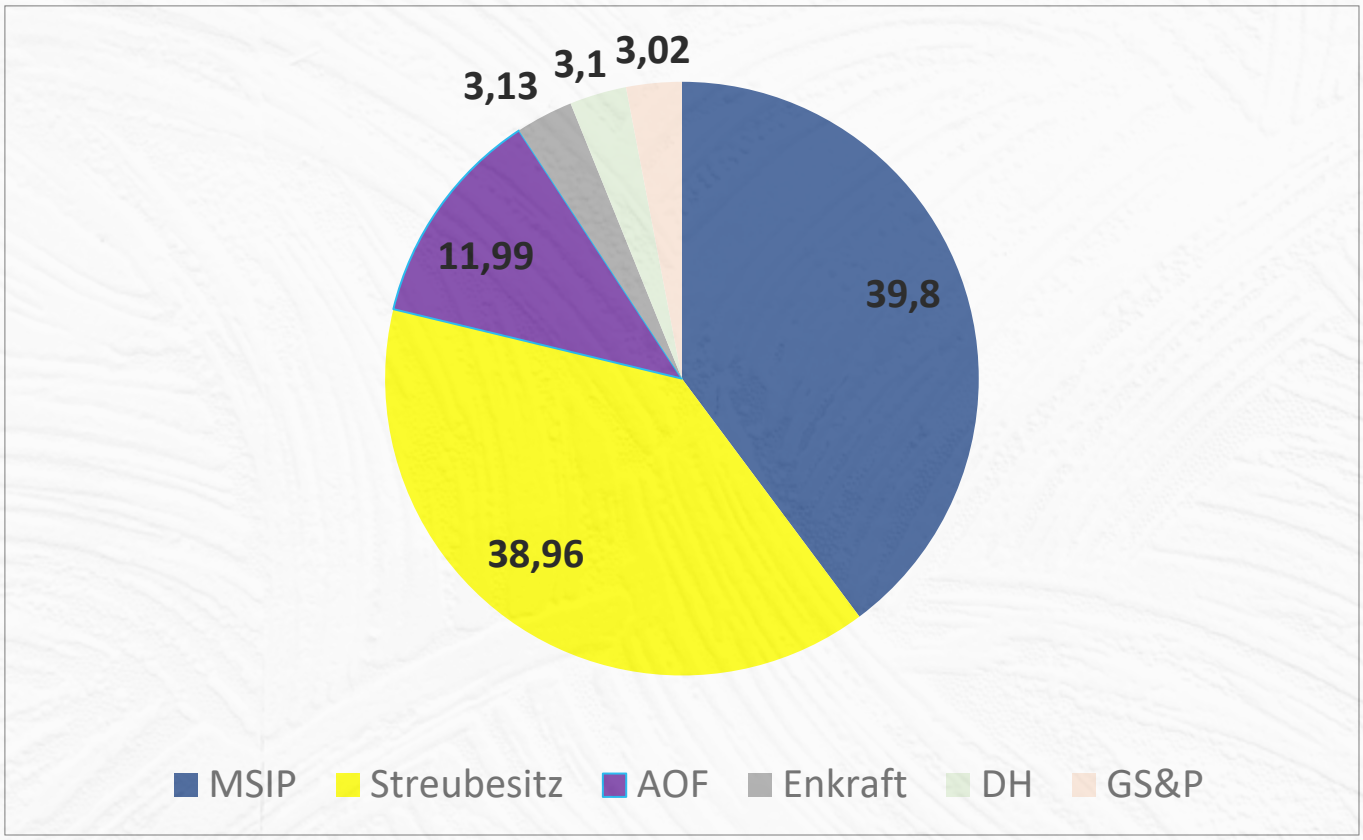
## Umfirmierung & neue Strategie (2017–2018)

Im Jahr 2018 erfolgt die Umfirmierung in die PNE AG. Zuvor wurde eine Strategieerweiterung hin zu einem „Clean Energy Solutions Provider“ verabschiedet. Mittels des Strategiekonzepts „Scale up“ werden bis heute neue Geschäftsfelder erschlossen, neben Windkraft und Photovoltaik beispielsweise auch Speicherlösungen und die Power-to-X-Technologie.

# Neue Großaktionäre (2019–2021)

Der aktivistische Investor Active Ownership Capital (AOC), welcher bereits nach Ausstieg von Friedrichsen im Jahr 2017 bei PNE eingestiegen war, stockt seinen Anteil in den Folgejahren weiter auf. Noch eine Nummer größer tritt 2019 „Morgan Stanley Infrastructure Partners“ (MSIP) mit einem Übernahmeangebot von 4 Euro auf die Bildfläche. Jedoch werden nur relativ wenige Anteile angedient und das anvisierte Delisting findet

## Aktionärsstruktur April 2022 in %




*IR-Seite

Mit den neuen finanzstarken Großaktionären wird auch eine weitere Strategieänderung vollzogen. Die zu einem Portfolio gebündelten Windparks werden nicht mehr ausschließlich verkauft, sondern teilweise auch in den Eigenbestand aufgenommen. Damit folgt die Gesellschaft der Strategie vom Wettbewerber Energiekontor, nicht nur als Projektierer und Dienstleister, sondern auch als Stromerzeuger zu agieren.

# Heute

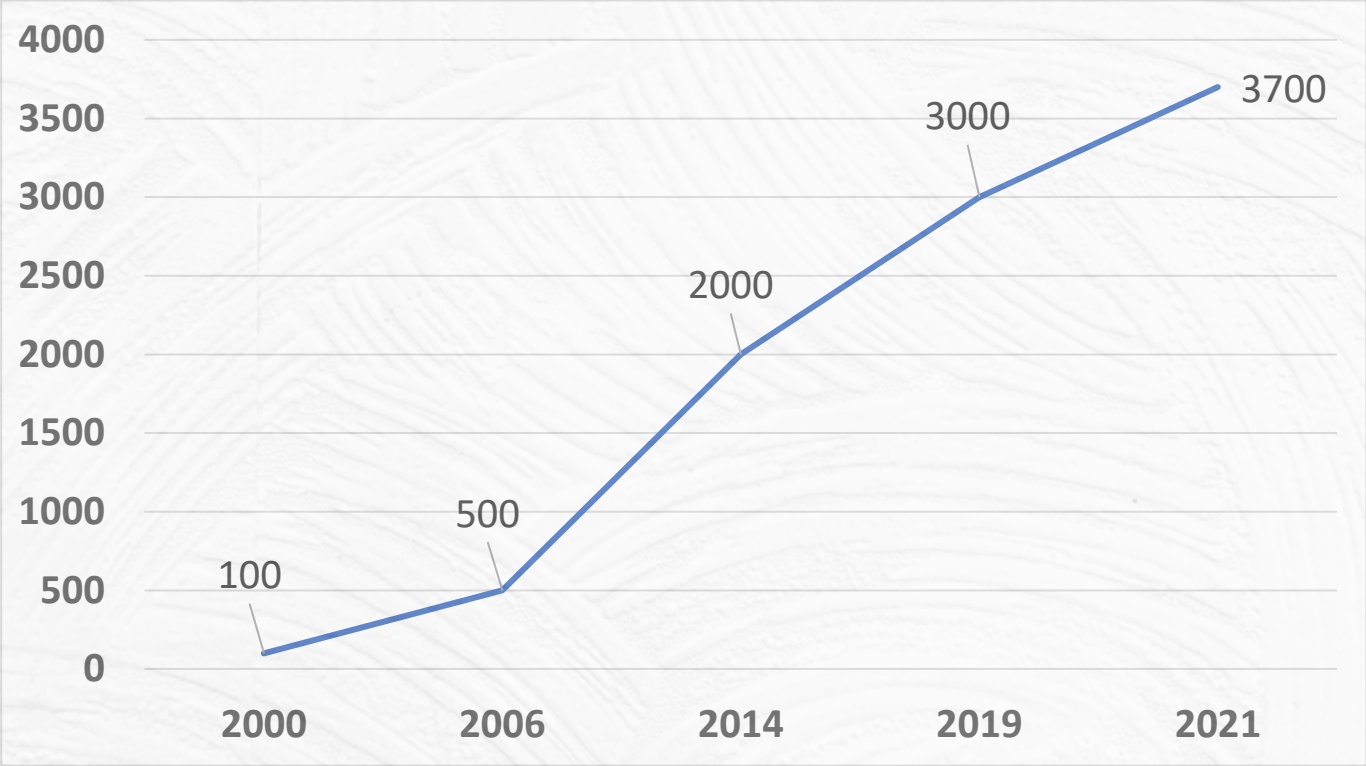
Die PNE AG bezeichnet sich als Clean Energy Solutions Provider, kurz: einen Anbieter von Lösungen im Bereich der sauberen Energie. Anstatt wie in früheren Unternehmensjahren ausschließlich Windkraftanlagen auf See und an Land zu projektieren, werden nun beispielsweise auch Photovoltaik sowie andere Erneuerbare-Energie-Anlagen projektiert.

Nicht alle projektierten Anlagen werden an Dritte verkauft, sondern immer mehr auch in den Eigenbestand aufgenommen. Dadurch ist die Gesellschaft selbst zu einem grünen Stromerzeuger geworden, was gut planbare und nachhaltige Cashflows beschert. Bis 2023 soll der Eigenbestand von aktuell 233 MW auf dann 500 MW gesteigert werden.

Die Gesellschaft agiert international in 13 Ländern auf vier Kontinenten mit über 490 Mitarbeitern. Bis heute wurden Windparks mit einer Nennleistung von über 3.100 MW realisiert. Die Pipeline an Windkraft- und Solar-Projekten umfasst eine Nennleistung von 6.916 MW/MWp.

Die heutige Pipeline ist somit fast doppelt so groß wie das, was die Gesellschaft in den letzten 27 Jahren projektiert hat:

## Kumulierte installierte MW seit Gründung




*aus Geschäftsberichten

# Branche & Marktumfeld

Die UN-Klimakonferenz in Glasgow im Jahr 2021 hat das Ende des fossilen Energiezeitalters eingeläutet. Um das Ziel der Klimaneutralität bis 2050 zu erreichen, müssen die Investitionen in saubere Energie und Infrastruktur in den nächsten zehn Jahren verzigfacht werden. Kaum eine Branche hat so viel Rückenwind wie die der erneuerbaren Energien. Hinzu kommt, dass der Ausbau der erneuerbaren Energien nicht nur die bestehenden fossilen Kapazitäten ersetzen, sondern auch den weltweit rasant steigenden und somit neu hinzukommenden „Energiehunger“ abdecken muss.

## Deutschland

Die 2021 gestartete Bundesregierung hat die Schlagzahl beim Ausbau von erneuerbaren Energien weiter beschleunigt. Für Windenergie an Land sollen 2 % der Landesflächen ausgewiesen werden. Die Kapazität für Windenergie auf See wurde erheblich gesteigert, das Ausbauziel 2030 für Photovoltaik sogar auf rund 200 GWp verdoppelt. Genehmigungsverfahren, der Flaschenhals in der Projektierung, sollen deutlich beschleunigt werden.

## Europa

Auch in Europa war der Klimaschutz im Jahr 2021 eines der Schwerpunktthemen. Mit dem Europäischen Klimagesetz wurde die Selbstverpflichtung der EU zur Klimaneutralität in bindendes Recht umgesetzt. In diesem Rahmen wurde das Maßnahmenpaket „Fit for 55“ vorgelegt, welches den Ausbau der erneuerbaren Energien weiter forciert

## Krieg gegen Ukraine

Der militärische Angriff Russlands auf die Ukraine hat die geopolitische Weltkarte radikal verändert und markiert eine historische Zäsur. Erneuerbare Energien sind die einzig wirtschaftliche und realisierbare Alternative, sich aus der Unfreiheit der Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu lösen. Durch den Krieg ist der Ausbau der erneuerbaren Energien nun auch eine Frage der nationalen und europäischen Sicherheit geworden.

# Geschäftstätigkeit

Die PNE AG hat sich zur Aufgabe gesetzt, die komplette Wertschöpfungskette erneuerbarer Energien abzudecken. Dieser integrierte Ansatz wird in folgende drei Geschäftsbereiche unterteilt:

**1. Projektentwicklung**

**2. Stromerzeugung**

**3. Services**

Das integrierte Geschäftsmodell erzeugt Synergien und Stabilität. So werden beispielsweise die Schwankungen in der Projektierung durch die konstante Stromerzeugung der eigenen Windparks sowie mittels langlaufender Dienstleistungsverträge mit Dritten aufgefangen. Das vorhandene Know-how in allen drei Bereichen stellt zudem einen unbezahlbaren Wettbewerbsvorteil dar.

Viele andere Unternehmen aus der Branche, wie beispielsweise Encavis, 7C Solarparken, Clere, Clearvise oder Pacifico Renewables Yield projektieren nur teilweise oder gar nicht selbst. Im Umkehrschluss müssen diese Akteure fertige Projekte teuer am Markt einkaufen, was geringere Margen, fortlaufenden Kapitalbedarf sowie eine große Abhängigkeit vom Marktangebot bedingt.

Wie auch der Wettbewerber Energiekontor hat PNE durch die eigene Entwicklung direkten Zugang zu Projekten und kann somit marktunabhängig ein eigenes Stromerzeugungsportfolio aufbauen sowie hohe Margen im Verkauf von fertiggestellten Projekten an Dritte erzielen.

Die Wertschöpfungskette ist damit deutlich länger und filigraner als bei reinen Bestandshaltern, bei denen diese erst mit Kauf eines von Dritten fertiggestellten Projekts startet. Vor diesem Hintergrund ist ersichtlich, was für ein enormes Asset die PNE-Pipeline von knapp 7 MW darstellt.

# Projektentwicklung

Die PNE-Gruppe mit den Marken PNE und WKN projektiert Windenergieanlagen an Land und auf See, Photovoltaikanlagen sowie Hybridlösungen mit teilweise auch Batterie- und Wasserstoffspeichern.

## 1. Entwicklung

Die Wertschöpfungskette beginnt auf der grünen Wiese. Die Gesellschaft kümmert sich selbst um Standortakquisition, analysiert die Windverhältnisse und Sonneneinstrahlung, bestimmt die Anlagenwahl und kümmert sich um die Genehmigungsverfahren.

## 2. Finanzierung

Im Nachgang zu Schritt 1 übernimmt die Gesellschaft weitere Aufgaben, wie die Finanzanalyse, die Projektfinanzierung, die rechtliche Konzeption sowie den Vertrieb und das Marketing.

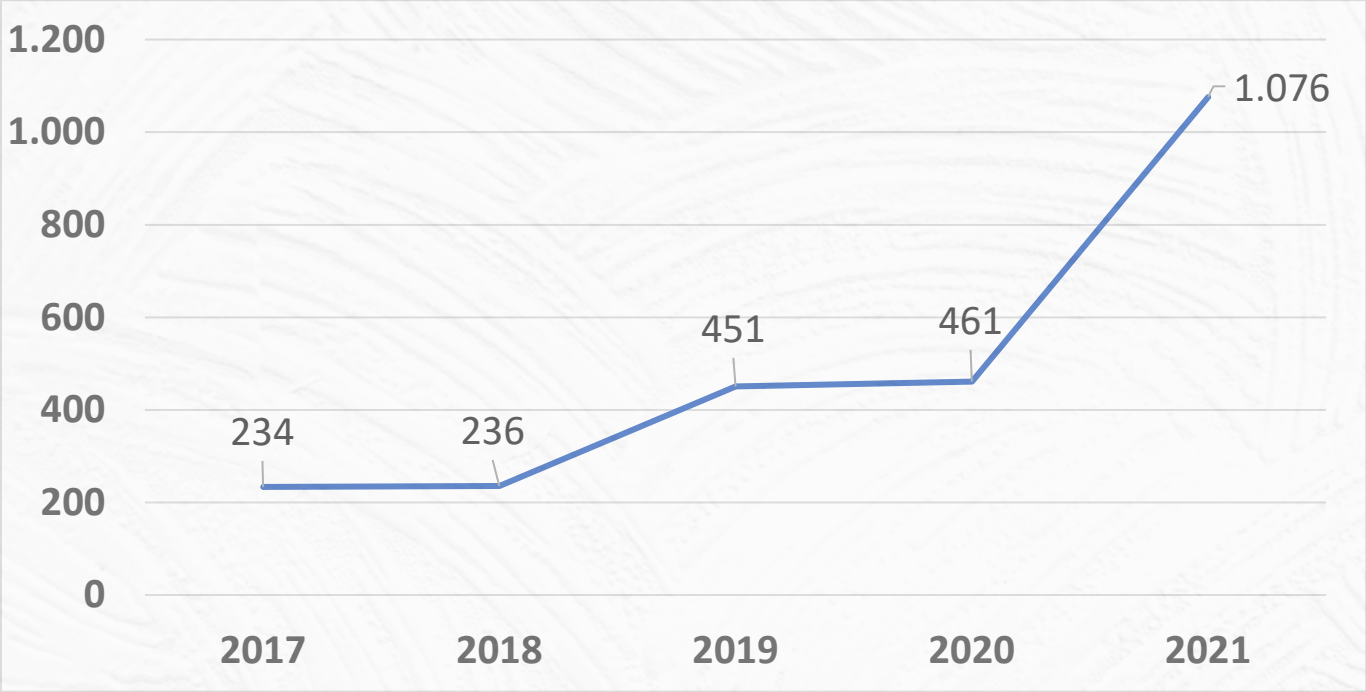
## 3. Bau

Auch beim Bau der Anlagen hat PNE die volle Kontrolle: Netzanschluss, Infrastruktur, Montage, Inbetriebnahme sowie die strategische Entscheidung, ob die Anlage verkauft oder in den Eigenbestand genommen wird.

## Gesamter Prozess

Von Schritt 1 bis 3 vergehen bei der Projektierung von Windenergieanlagen in der Regel drei bis sechs Jahre. Im Bereich PV geht es im Durchschnitt deutlich schneller. Hier kann eine Zeitspanne von zwei bis vier Jahren angesetzt werden. Diese langen Zeitspannen sind vor allem auf die komplexen Genehmigungsverfahren und sonstigen bürokratischen Hürden zurückzuführen.

2021 war für PNE ein außerordentlich starkes Geschäftsjahr in Sachen Projektierung. Es konnten 1.076 MW/MWp fertiggestellt, in Bau genommen oder verkauft werden – das ist fast ein Drittel von dem, was die Gesellschaft in den letzten 27 Jahren an Output erzielt hat und eine mehr als Verdopplung im Vergleich zum Vorjahr. Folgende Grafik zeigt die extrem dynamische Entwicklung des Outputs in MW:




*aus Geschäftsberichten

Das starke operative Wachstum hat sich auch in den Zahlen des Segments Projektierung niedergeschlagen.

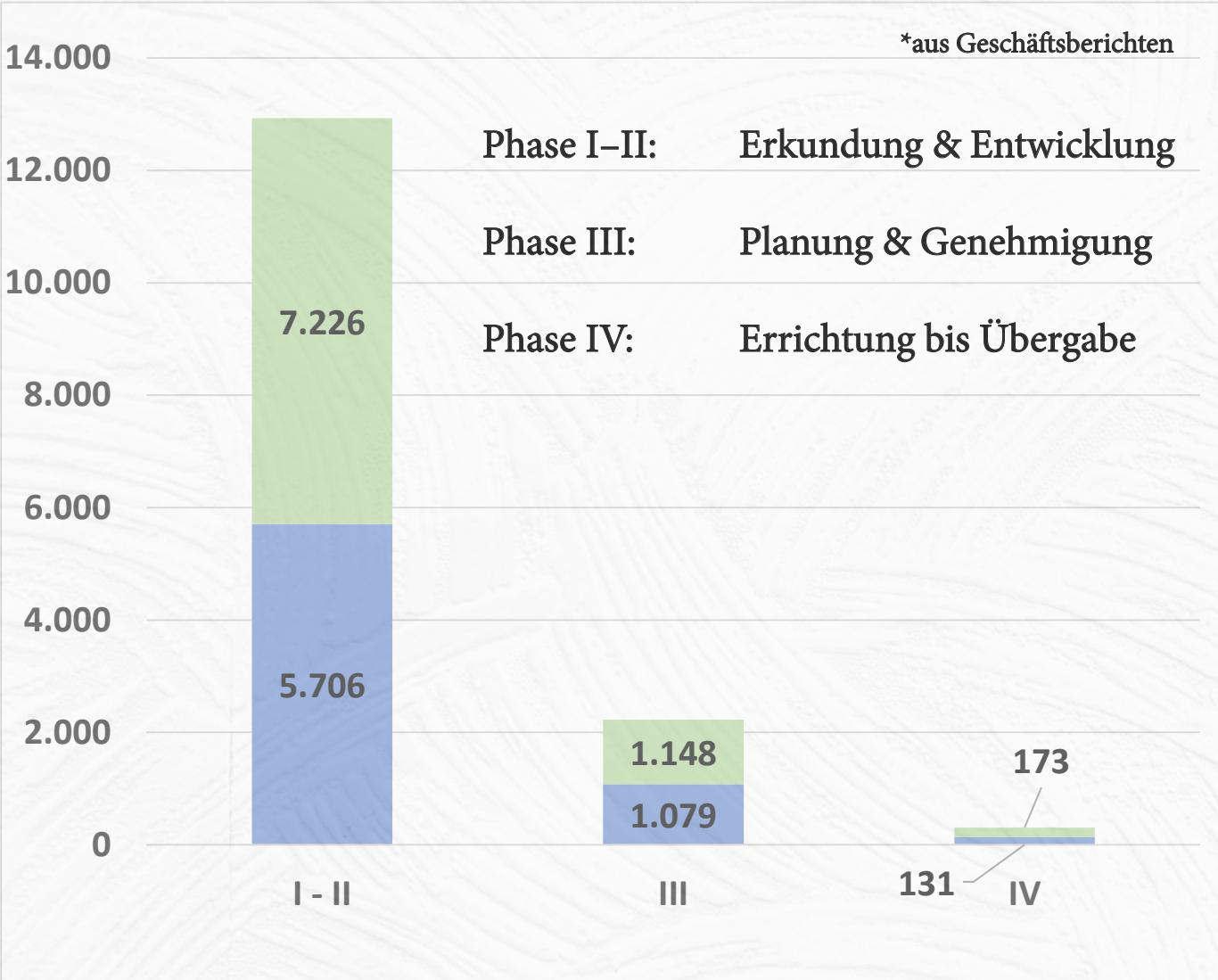
| **Gesamtleistung 2020** | **Gesamtleistung 2021** |
|---|---|
| 186,3 Mio. Euro | 276,5 Mio. Euro |
| +48 % | |

| **EBITDA 2020** | **EBITDA 2021** |
|---|---|
| 56,5 Mio. Euro | 62,7 Mio. Euro |
| +11 % | |

Trotz der Fertigstellung von Projekten auf Rekordniveau konnte die Pipeline von 5.952 MW/MWp auf 6.916 MW/MWp gesteigert werden. Dies belegt, dass das Wachstum 2021 nicht nur nachhaltig war, sondern sogar noch beschleunigt werden kann.

Die folgende Grafik ist möglicherweise die wichtigste für die Beurteilung des Projektierungsgeschäfts für die nächsten Jahre. Aufgeschlüsselt wird, wie viele MW PNE im direkten Vergleich zum Konkurrenten Energiekontor in der jeweiligen Phase hat:

**Blau: PNE** **Grün: Energiekontor**




Die Pipeline beider ist ähnlich groß und ähnlich strukturiert. Derzeit befinden sich nur wenige Projekte in Fertigstellung kleiner als 12 Monate. Die Zukunft sieht umso rosiger, das Jahr 2022 jedoch eher mau aus. Werfen wir darum einen Blick auf das Segment Stromerzeugung.

# Stromerzeugung

Der Aufbau eines eigenen Windkraftportfolios wurde im Jahr 2019 offiziell von PNE forciert. Zuvor wurden fertiggestellte Projekte nur vereinzelt im Eigenbestand gehalten und überwiegend gebündelt an Dritte verkauft. Folgende Grafik zeigt alle Windparks im Eigenbestand aufgeschlüsselt:

| Windpark | Inbetriebnahme | MW | Land |
|---|---|---|---|
| Kührstedt-Alfstedt | 2017 | 43,2 | D |
| Boitzenhagen | 2021 | 25,1 | D |
| Papenrode I | 2000 | 13,0 | D |
| Papenrode II | 2005 | 1,3 | D |
| Papenrode III | 2007 | 8,0 | D |
| Zahrenholz | 2021 | 21,6 | D |
| Gerdau-Repowering | 2018 | 21,6 | D |
| Helenenberg | 2001 | 21,5 | D |
| Kittlitz | 2018 | 17,3 | D |
| Holstentor | 2021 | 13,5 | D |
| Langstedt | 2021 | 8,4 | D |
| Lentföhrden | 2021 | 8,4 | D |
| Neuenwalde | 2018 | 7,2 | D |
| Schlenzer | 2018 | 6,5 | D |
| Pülfringen | 2016 | 6,5 | D |
| Kleinbüllesheim | 2020 | 4,7 | D |
| Laubuseschbach | 2011 | 3,0 | D |
| Erfeld | 2001 | 2,6 | D |

*Quelle „TheWindPower“

Dass PNE relativ spät mit dem Aufbau eines eigenen Windparks begonnen hat, schlägt sich hinsichtlich der Werthaltigkeit des Portfolios stark positiv nieder. Lediglich fünf Windparks wurden bereits vor 2010 errichtet und für die drei Anlagen in Papenrode wurde bereits ein Repowering eingeleitet.

Schauen wir uns im Vergleich auf der nächsten Seite das Windparkportfolio von Energiekontor an:

Windparkportfolio Energiekontor:

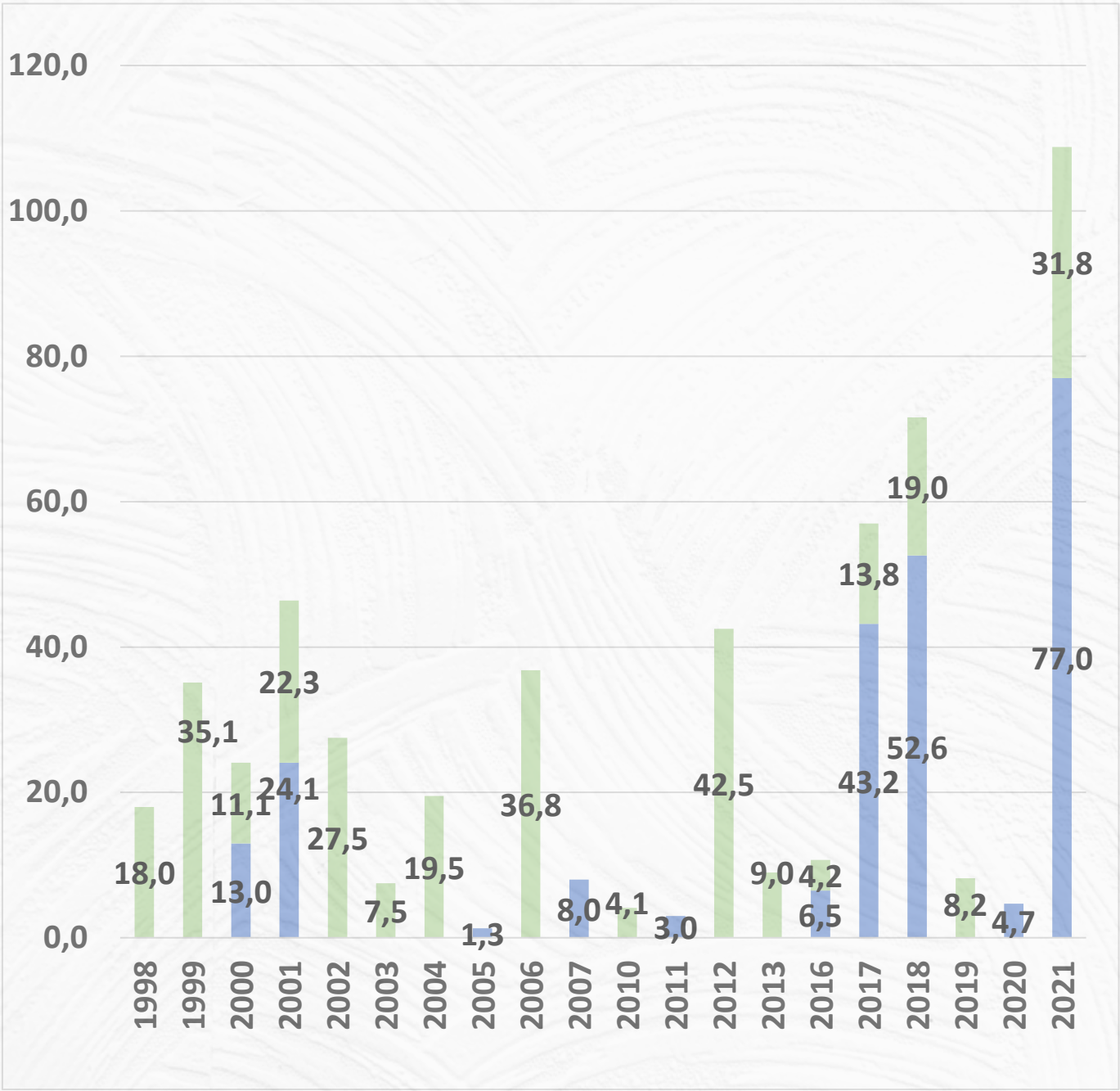
| Windpark | Inbetriebnahme | MW | Land |
|---|---|---|---|
| Altlüdersdorf | 2004 | 13,5 | D |
| Balje-Hörne | 2000 | 3,9 | D |
| Beckum | 2001 | 1,3 | D |
| Breitendeich | 2004 | 6,0 | D |
| Briest | 2002 | 7,5 | D |
| Briest II | 2002 | 1,5 | D |
| Debstedt | 1998 | 3,0 | D |
| Engelrod | 2000 | 5,2 | D |
| Flögeln | 2013 | 9,0 | D |
| Geldern | 2006 | 3,0 | D |
| Giersleben | 1999 | 11,3 | D |
| Halde Nierchen | 1998 | 9,0 | D |
| Hanstedt-Wriedel | 2001 | 16,5 | D |
| Hanstedt-Wriedel + | 2021 | 31,8 | D |
| Jacobsdorf | 2021 | 18,0 | D |
| Kajedeich | 2010 | 4,1 | D |
| Krempel | 1999 | 20,8 | D |
| Kreuzau-Steinkaul | 2017 | 5,5 | D |
| Lengers | 2002 | 4,5 | D |
| Mauritz-Wegberg (88,52 %) | 2003 | 7,5 | D |
| Niederzier-Steinstraße | 2017 | 8,3 | D |
| Nordleda (51 %) | 1998 | 6,0 | D |
| Osterende | 1999 | 3,0 | D |
| Prenzlau | 2000 | 1,5 | D |
| Schwanewede | 2001 | 3,0 | D |
| Sievern | 2000 | 2,0 | D |
| Thüle | 2002 | 14,0 | D |
| Mafomedes (97 %) | 2016 | 4,2 | P |
| Marao | 2006 | 10,4 | P |
| Montemuro | 2006 | 10,4 | P |
| Penedo Ruivo | 2006 | 13,0 | P |
| Hyndburn | 2012 | 24,6 | GB |
| New Rides | 2018 | 9,0 | GB |
| Withernwick I | 2012 | 18,5 | GB |
| Withernwick II | 2019 | 8,2 | GB |
| Garzau-Garzin (PV) | 2018 | 10,0 | D |

*Quelle „TheWindPower“

Es zeigt sich, dass Energiekontor mit 329,2 MW zum 31.12.2021 zwar einen größeren Eigenbestand als PNE mit 233,2 MW aufweist, dafür aber auch einen mit deutlich älteren Anlagen. Für Halde-Nierchen wurde ein Repowering bereits abgelehnt, Jacobsdorf vorerst stillgelegt.

Die folgende Grafik zeigt die Verteilung der MW je Jahr der Inbetriebnahme:

**Blau: PNE** **Grün: Energiekontor**




Während bei PNE rund 80 % des Windparkportfolios nach 2018 fertiggestellt wurden, sind es bei Energiekontor gerade einmal 20 %.

Gerade im aktuellen Umfeld ist der Eigenbestand beziehungsweise das Segment Stromerzeugung von enormer Bedeutung. Sowohl PNE als auch Energiekontor haben nur relativ wenig Projekte in der späten Entwicklungsphase. Das Jahr 2022 wird darum sehr stark von der Stromerzeugung geprägt sein, nicht zuletzt wegen der enorm gestiegenen Strompreise.

Sowohl PNE als auch Energiekontor haben das Ziel ausgerufen, den Eigenbestand weiter massiv auszubauen, kurzfristig auf 500 MW bis Ende 2023. Während bei PNE nahezu alle neu entwickelten Anlagen für den Eigenbestand auf die bisherigen Windparks addiert werden können, wird Energiekontor zunehmend wegfallende Windparks zunächst einmal durch neue ersetzen beziehungsweise durch Repowering kompensieren müssen.

Widmen wir uns wieder ganz PNE und schauen abschließend noch darauf, wie das Segment Stromerzeugung bereits im Jahr 2021 abgeschnitten hat, obgleich im Laufe dieses Jahres mit 31,8 MW erst noch ein nicht geringer Teil neuer Anlagen hinzukam:

| **Gesamtleistung 2020** | **Gesamtleistung 2021** |
|---|---|
| 24,3 Mio. Euro | 33 Mio. Euro |
| +36 % | |

| **EBITDA 2020** | **EBITDA 2021** |
|---|---|
| 18,4 Mio. Euro | 23,1 Mio. Euro |
| +25,5 % | |

Dabei ist noch mal zu unterstreichen, dass das Jahr 2021 windtechnisch kein gutes Jahr war. Dennoch konnte mit 23,1 Mio. Euro EBITDA ein signifikanter Ergebnisbeitrag erzielt werden.

Das Jahr 2022 wird aller Voraussicht nach weniger ein Jahr der Projektentwicklung und mehr ein Jahr der Stromerzeugung. Die ohnehin stark steigenden Strompreise sind durch den Krieg Russlands gegen die Ukraine geradezu explodiert.

In einem Webcast im Nachgang zur Veröffentlichung des Geschäftsbericht 2021 ist CEO Lesser darauf eingegangen, für wie wahrscheinlich er die Erreichung des Ziels 500 MW an Eigenbestand bis Ende 2023 hält. Die klare Antwort: für sehr wahrscheinlich.

So befinden sich 103 MW bereits im Bau und sollen „sehr kurzfristig innerhalb der nächsten 12 Monate“ dem Eigenbestand hinzugefügt werden können. Bei weiteren 28,5 MW war die Ausschreibung bereits erfolgreich und bei weiteren 150 MW wird die Genehmigung noch in diesem Jahr erwartet.

Somit sind laut Lesser bereits 515 MW praktisch greifbar und es besteht immer noch etwas Puffer für Verkäufe an Dritte und auch für potenziell anstehendes Repowering von älteren Windparks sowie natürlich dann auch für eine Prognose-Übertreffung, sollten Anfang 2023 weitere signifikante Genehmigungen erteilt und die Projekte dann auch noch im gleichen Jahr zügig realisiert werden können.

Interessant war ferner die Einordnung von Lesser, dass die Gesellschaft derzeit lukrative PPA-Modelle für die Stromvermarktung außerhalb der EEG-Förderung abschließen kann. PPA steht für Power Purchase Agreement, kurz: eine Stromkaufvereinbarung. Die Nachfrage nach PPAs steigt gewaltig, da die EEG-Förderung für zahlreiche alte Windparks ausläuft und die Anlagen somit aus der Fixvergütung rausfallen.

PPAs werden insbesondere von Unternehmen zur Erreichung ihrer Nachhaltigkeitsziele abgeschlossen. Für PNE bedeutet dies, sich die aktuell extrem hohen Strompreise zum Teil mittelfristig sichern zu können. Ferner ist noch zu erwähnen, dass neben den Windanlagen im Eigenbestand auch noch ein Holzheizkraftwerk in Siblitz mit rund 5,6 MW betrieben wird.

# Segment Services

Das Segment Services hat wie auch das Segment Stromerzeugnis die Vorzüge, Synergien zu schaffen, die Wertschöpfungskette zu vergrößern sowie die Schwankungen der Projektentwicklung auszugleichen.

Zu den Dienstleistungen – sowohl für die eigenen Projekte (interne Umrechnung) als auch für Dritte – zählen unter anderem das technische und kaufmännische Betriebsmanagement von Windparks und Umspannwerken, das Baumanagement, die Windmessungen- und -analysen sowie das Stromvermarktungsmanagement. Hervorgehoben wird zudem die Expertise auf den Feldern der Hinderniskennzeichnung von Windenergieanlagen sowie der Seilzugtechnik.

| **Gesamtleistung 2020** | **Gesamtleistung 2021** |
|---|---|
| 21,1 Mio. Euro | 21,9 Mio. Euro |
| +3,8 % | |

| **EBITDA 2020** | **EBITDA 2021** |
|---|---|
| 5,2 Mio. Euro | 5,1 Mio. Euro |
| -1,9 % | |

In diesem Segment konnten die Gesamtleistung und das EBITDA lediglich auf Vorjahresniveau gehalten werden. Das kann möglicherweise darauf zurückgeführt werden, dass die Aktivitäten rund um die Projektentwicklung deutlich stärker vom Management forciert und demnach die meisten Mitarbeiter bzw. das meiste Know-how für diesen Bereich abgezogen wurden.

Grundsätzlich ist das Segment Services jedoch hoch lukrativ, da die Dienstleistungen überwiegend mit sehr langfristigen Serviceaufträgen verbunden sind. Selbst bei Verkauf einer projektierten Anlage können so noch weitere Erträge mit dem Projekt erwirtschaftet werden, indem der neue Eigentümer weiterhin die Dienstleistungen von PNE in Anspruch nimmt. Das Auftragsvolumen im Betriebsmanagement konnte 2021 zudem deutlich auf über 2.000 ME gesteigert werden.

# Corporate Governance

„Aufsichtsrat und Vorstand sind Gutsverwalter, nicht Gutsherren.“
Prof. Dr. Klaus Tolksdorf

Nachfolgend untersuchen wir die Arbeit von Vorstand und Aufsichtsrat sowie das Zusammenspiel miteinander und mit den Aktionären und Stakeholdern.

## Vorstand

Der Vorstand besteht aus CEO Markus Lesser und CFO Jörg Klowat. Für ein Unternehmen in der Größe von PNE mit einer Marktkapitalisierung von rund 800 Mio. Euro scheint die Anzahl des Vorstands angemessen. Im Zuge des enormen Wachstums wäre auch eine Erweiterung auf drei Vorstandsmitglieder nachvollziehbar.

**Markus Lesser** ist seit 2011 Teil des PNE-Vorstands und seit 2016 der Vorstandsvorsitzende. Zuvor war er bereits mehr als zwei Jahrzehnte in der Energiebranche tätig, unter anderem bei der Nordex AG. Neben seiner Tätigkeit bei PNE besteht noch ein Aufsichtsratsmandat und drei leitende Rollen in Energieverbänden.

**Jörg Klowat** ist ebenfalls seit 2011 Teil des PNE-Vorstands und seitdem auch bereits CFO. Klowat ist das klassische „Eigengewächs“. Nach seinem Studium fing er 1999 bei der heutigen PNE an und hat seitdem seinen Schwerpunkt im Bereich Finanzen. Neben seiner Tätigkeit bei PNE bestehen keine weiteren Aufsichtsrats- oder Verbandstätigkeiten.

**Vergütung.** Für das Geschäftsjahr 2021 erhielten Klowat und Lesser zusammen eine fixe Vergütung von 769 TEUR. Ferner wurden Rückstellungen für eine erfolgsabhängige Vergütung von 1.328 TEUR gebildet. Somit macht die variable Vergütung rund 63 % und die fixe rund 37 % aus. Damit werden nur knapp die SdK-Richtlinien verfehlt, wonach die variable Vergütung mindestens 2/3 der Gesamtvergütung ausmachen soll.

**Vergütungssystem.** Deutlich negativer fällt der Blick auf die detaillierte Vergütungsstruktur aus, die im letzten Jahr der Hauptversammlung zur Beschlusslage vorgelegt wurde. Demnach soll die Festvergütung bei 33 %, die kurzfristig variable Vergütung bei 19 %, die langfristig variable Vergütung bei 45 % sowie die Nebenleistungen in etwa bei 3 % liegen. Unserer Einschätzung nach sollte die variable Vergütung zu einem deutlich größeren Anteil an einen langfristigen Bemessungszeitraum gekoppelt sein. Dies wird auch durch das Geschäftsmodell mit langen Laufzeiten bei der Projektentwicklung unterstrichen. Weiter fällt negativ auf, dass ausschließlich rein finanzielle Bemessungskriterien sowie eine sehr aktionärsunfreundliche Chance-of-Control-Klausel verankert sind.

**Transparenz.** Die PNE-Aktie notiert im Prime Standard der Frankfurter Börse und unterliegt damit den Veröffentlichungspflichten einer börsennotierten Gesellschaft im Sinne des Aktiengesetzes. Damit sind relativ hohe Transparenzstandards, wie beispielsweise eine quartalsweise Berichterstattung, vorgegeben. Der Geschäftsbericht ist gut lesbar und vermittelt ein aussagekräftiges Bild von der Gesellschaft. Nachbesserungswürdig sind detailliertere Informationen zum Eigenbestand und eine individualisierte Offenlegung der Vergütung.

**Aufwendungen & Finanzierung.** Die betrieblichen Aufwendungen scheint der Vorstand gut im Griff zu haben. Der detaillierten Aufschlüsselung auf S. 126 des Geschäftsberichts ist zu entnehmen, dass diese von 2020 auf 2021 weit unterproportional zum Geschäftsvolumen angewachsen sind. Auch nominal erscheinen die Beträge nachvollziehbar und angemessen.

Auch die Finanzierung und Kapitalausstattung vermitteln ein gutes Bild. Die Nettoverschuldung liegt bei -368,8 Mio. Euro. Zu berücksichtigen ist aber, dass mit 334,1 Mio. Euro der Großteil der Verbindlichkeiten auf projektbezogene Finanzierungen entfällt, die überwiegend zu günstigen Konditionen deutlich unter dem Marktzins gewährt wurden.

Zum Stichtag stand eine Liquidität von 149,6 Mio. Euro sowie freie Kreditlinien von 78,4 Mio. Euro zu Buche. Laut dem Vorstand können die Ziele damit organisch und ohne Kapitalerhöhungen erreicht werden. Die einzige ausgegebene Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 50 Mio. Euro und einer Verzinsung von 4 % wird am 2. Mai 2023 fällig.

**Gewinnverwendung.** Die letzten Jahre waren voll und ganz vom Aufbau des eigenen Windparkportfolios geprägt. Demnach wurde lediglich die gesetzlich vorgeschriebene Mindestdividende von 0,04 Euro ausgeschüttet. Dies ist gut nachvollziehbar, da durch den Aufbau des Eigenbestands signifikante Werte für die Aktionäre geschaffen wurden beziehungsweise werden.

Erfreulich ist umso mehr, dass der Vorstand es für angemessen hält, das operativ überaus erfolgreiche Projektierungsjahr 2021 mit einer Sonderdividende von 0,04 Euro je Aktie zu honorieren, und somit insgesamt eine Dividende von 0,08 Euro je Aktie vorschlägt. Dies stellt beim derzeitigen Kurs von 10,40 Euro immerhin eine Dividendenrendite von 0,8 % dar.

**Vorratskapitalia.** Die Gesellschaft hält eigene Aktien mit einem Anteil von 0,35 % des Grundkapitals. Ferner bestehen folgende Vorratsbeschlüsse: eine Ermächtigung zum Kauf eigener Aktien im Volumen von 10 %, ein Bedingtes Kapital im Volumen von rund 26 % und ein Genehmigtes Kapital im Volumen von rund 50 %.

Trotz eines hohen Vertrauens in das Management wird die Höhe der Vorratskapitalbeschlüsse als sehr kritisch angesehen. Damit sind viel zu gravierende Verschiebungen des Aktionärsvermögens ohne expliziten Hauptversammlungsbeschluss umsetzbar. Wir werden uns gegen eine Verlängerung bzw. für eine Neuaufsetzung mit deutlich geringeren Volumina einsetzen.

## Abschlussprüfer

Deloitte prüft bereits seit 2011 die Berichte der Gesellschaft. Das ist lang, aber noch tragbar. Die SdK setzt sich für eine externe Rotation nach maximal 15 Jahren ein, das wäre bei PNE dann nach dem Jahr 2025 der Fall. Sehr positiv ist, dass Deloitte neben den Prüfungsleistungen kaum Beratungsleistungen erbringt, was ebenfalls im Sinne der Unabhängigkeit ist.

**Testat.** Das Testat ist ausführlich und gut nachvollziehbar. Der Bestätigungsvermerk wurde uneingeschränkt erteilt.

# Aufsichtsrat

Der Akzent der Aufsichtsratstätigkeit liegt auf der Aufsicht und Kontrolle des Vorstands. Auch die im Aktiengesetz implizit formulierte Beratungsfunktion ist als Mittel der Zukunftsüberwachung zu verstehen.

**Zusammensetzung.** Im Falle von PNE besteht der Aufsichtsrat aus sechs Mitgliedern. Auch wenn ein Aufsichtsratsmandat formal ein persönliches Mandat ist, so spielen doch die Verbindungen zu Großaktionären eine besondere Rolle. Die Aufsichtsratsmitglieder Christoph Oppenauer und Alberto Donzelli stehen dem Großaktionär MSIP nahe, Aufsichtsratsmitglied Florian Schuhbauer ist Gründer und Partner beim Großaktionär AOC. Die anderen drei Aufsichtsratsmitglieder Marcel Egger, Dr. Susanna Zapreva sowie den Vorsitzenden Per Hordnung Pedersen stufen wir als unabhängig ein.

Die Zusammensetzung scheint sehr überzeugend: eine angemessene Anzahl von unabhängigen Kandidaten, insbesondere in der Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden, sowie eine hohe fachliche Expertise der Aufsichtsratsmitglieder. Hier kann besonders auch Dr. Susanna Zapreva hervorgehoben werden, die als Vorstandsvorsitzende der enercity AG und Teil des Gesellschafterausschusses der Thüga Holding GmbH & Co. KGaA bestens in der Energiebranche vernetzt ist. Die Gewinnung von Dr. Zapreva zeigt, dass die Gesellschaft am Markt immer mehr als ein gewichtiger Akteur wahrgenommen wird.

**Arbeit & Vergütung.** Im Geschäftsjahr 2021 kam der Aufsichtsrat zu acht ordentlichen Sitzungen zusammen, an denen sämtliche Mitglieder teilnahmen. Zudem bestehen ein Personal-, ein Nominierungs- sowie ein Prüfungsausschuss, die ebenfalls mehrmals tagten. Die Aufsichtsratsvergütung umfasst lediglich eine fixe Komponente, im Jahr 2021 waren es 400 TEUR.

# Wichtige Sonderkomplexe

**Verfassungsbeschwerde.** Die Gesellschaft erwartet Erstattungen für in der Vergangenheit erbrachte Projektierungsleistungen, die sich zukünftig positiv auf die Konzernzahlen auswirken könnten. Hintergrund ist eine Verfassungsbeschwerde von Tochtergesellschaften der PNE AG und weiteren Projektentwicklern gegen eine unzureichende Ausgleichsregelung des § 10a WindSeeG (AZ. 1 BvR778/21). Weitere Informationen hierzu finden sich unter anderem auf S. 52 des Geschäftsberichts 2021.

**Steuerprüfung WKN GmbH.** Im Zusammenhang mit der damaligen Übernahme und den damit verbundenen Streitigkeiten laufen bis heute noch Steuerprüfungen an. Die Veranlagungen der Jahre 2010 bis 2013 auf Basis der abgeschlossenen Betriebsprüfung sind noch nicht rechtskräftig. Die potenziellen Auswirkungen beziffert das Management auf einen Betrag im einstelligen Millionenbereich. Die Betriebsprüfung für die Jahre 2014 bis 2016 ist noch am Laufen.

**Ausstehende Meilensteinzahlung.** Aus dem Offshore-Projektverkauf „Atlantis I“ steht immer noch eine Meilensteinzahlung aus. Das Management erwartet mit hoher Wahrscheinlichkeit, dass die verkaufte Projektfläche 2024 zur Ausschreibung gelangt und damit die letzte ausstehende Meilensteinzahlung fällig wird.

**Projekt Vietnam.** Schon seit über einem Jahr berichtet der Vorstand darüber, in Vietnam die Möglichkeiten eines Mega-Offshoreprojekts von 2.000 MW zu prüfen. Eigentlich sollte bis Ende 2021 eine Entscheidung da sein, ob PNE als Projektierer den Zuschlag bekommt. Laut dem Vorstand wird mittlerweile mit einer Entscheidung im Jahre 2022 gerechnet. Die Gesellschaft ist bereits dabei, ein lokales Büro in Ho-Chi-Minh-Stadt aufzubauen.

**Übernahmefantasie.** Am 1. April 2022 ist die Investorenvereinbarung aus der ehemals gescheiterten Übernahme von MSIP ausgelaufen. Dies bedeutet, dass nun erleichtert eine erneute Offerte gestartet werden kann. Zudem können die Vorstände auch wieder Aktien erwerben.

# Bewertung

Die Bewertung der Gesellschaft ist sehr komplex, da unterschiedliche Geschäftsaktivitäten betrieben werden und insbesondere der Aufbau des Eigenbestands an Windkraftanlagen die Ergebnisse stark verzerrt. Der Effekt ist enorm: Für 2021 hat PNE auf Konzern-Basis ein EBITDA von 32,7 Mio. Euro ausgewiesen. Rechnet man jedoch den Aufbau des Eigenbestandes heraus, so hätte ein EBITDA von 85,7 Mio. Euro zu Buche gestanden.

Zur Erklärung: Bei Aufnahme von selbst entwickelten und fertiggestellten Windparks in den Eigenbestand werden die Anlagen aus dem Konzernvorratsvermögen in das Konzernanlagevermögen umgegliedert, ohne die Gewinn- und Verlustrechnung zu berühren. Die Aufwandsquoten erhöhen sich dadurch natürlich enorm, da lediglich die Herstellungskosten ohne Gewinnmargen aktiviert werden.

Weiter erschweren die Schwankungen im Projektierungsgeschäft die Bewertung. 2021 war ein absolutes Rekordjahr in Sachen Projektierung. Ziehen wir das EBITDA von 85,7 Mio. Euro heran, was am ehesten die Leistungsfähigkeit der Gesellschaft widerspiegelt, so wäre PNE mit einem EBITDA-Multiple von gerade einmal knapp 10 bewertet. Die Struktur der Pipeline macht jedoch deutlich, dass 2022 daran nicht angeknüpft werden kann. Dies unterstreicht auch die Prognose des Managements von einem EBITDA für 2022 von „nur“ 20 bis 30 Mio. Euro. Unterm Strich sorgt demnach die sehr ungleichmäßig verteilte Pipeline immer noch für eine stark schwankungsanfällige Ergebnisentwicklung.

Auch die Bewertung des Segments Stromerzeugung gestaltet sich schwierig. Die Erträge sind zwar nachhaltig und langfristig ausgelegt, von der Höhe aber natürlich stark von den Strompreisen abhängig. Die seit letztem Jahr und insbesondere durch den Krieg Russlands gegen die Ukraine explodierenden Strompreise werden auch die Einnahmen im Segment Stromerzeugnis 2022 hochschnellen lassen. Zwar lassen sich die hohen Preise teilweise durch PPAs mittelfristig einfrieren, dennoch kann diese außerordentliche Situation auch nicht uneingeschränkt fortgeschrieben werden.

**Planannahmen.** Wir gehen konservativ davon aus, dass alle fertiggestellten Projekte 2022 und 2023 ausschließlich dem Eigenbestand hinzugefügt und somit keine Veräußerungsgewinne, auch nicht von Verkäufen aus Projektrechten, erzielt werden. Somit würden in den Jahren 2022 und 2023 ausschließlich die Segmente Stromerzeugung und Services einen Ergebnisbeitrag leisten.

Ab 2024 gehen wir dann von einem Verkaufs-Output wie im Jahr 2021 von 773 MW mit einer jährlichen Wachstumsrate von 10 % bei gleichzeitigem Fortsetzen des jährlichen Aufbaus des Eigenbestands von 150 MW aus und schreiben das EBITDA gemäß dieser Wachstumsrate fort.

Somit berücksichtigen wir konservativ auch nicht die derzeit explodierenden Strompreise sowie die Tatsache, dass 2021 noch schrittweise Windparks hinzukamen und die Ergebnisleistung bei voller Anrechnung grundsätzlich noch höher gewesen wäre.

Im Segment Services unterstellen wir eine Wachstumsrate von 10 % ab dem Jahr 2024.

Darstellung des **EBITDA** anhand formulierter Planannahmen:

| | Projektierung | Stromerzeugung | Services | Gesamt |
|---|---|---|---|---|
| 2022 | 0 | 36,0 Mio. € | 5,1 Mio. € | 41,1 Mio. € |
| 2023 | 0 | 50,8 Mio. € | 5,1 Mio. € | 55,9 Mio. € |
| 2024 | 62,7 Mio. € | 65,5 Mio. € | 5,1 Mio. € | 133,3 Mio. € |
| 2025 | 69,0 Mio. € | 78,2 Mio. € | 5,6 Mio. € | 152,8 Mio. € |
| 2026 | 75,9 Mio. € | 92,6 Mio. € | 6,2 Mio. € | 174,7 Mio. € |
| 2027 | 83,5 Mio. € | 107,0 Mio. € | 6,8 Mio. € | 197,3 Mio. € |

Mit diesen Annahmen würde PNE die 1 GW im Eigenbestand Anfang 2027 knacken.

Aktuell wird PNE mit einem EBITDA-Multiple von knapp 10 bewertet. Unter der Annahme, dass der Markt dieses Bewertungsniveau beibehält und die Verschuldung sich linear zum Wachstum entwickelt, würden sich folgende Unternehmenswerte für die nächsten Jahre ergeben:

| | Unternehmenswert | Aktienkurs |
|---|---|---|
| 2022 | 410 Mio. € | 5,4 € |
| 2023 | 559 Mio. € | 7,3 € |
| 2024 | 1.333 Mio. € | 17,4 € |
| 2025 | 1.528 Mio. € | 19,9 € |
| 2026 | 1.747 Mio. € | 22,8 € |
| 2027 | 1.973 Mio. € | 28,7 € |

Es ist natürlich anzunehmen, dass angesichts der bevorstehenden Gewinnexplosion ab 2024 der Aktienkurs sich auf hohem Niveau hält beziehungsweise sogar zulegt, sollte sich die skizzierte EBITDA-Entwicklung immer mehr abzeichnen.

Zudem erscheint uns in diesem Zuge auch eine Anhebung des Multiples wahrscheinlich. Eine solche Anhebung hätte selbstverständlich erhebliche Auswirkungen auf die Entwicklung des Unternehmenswertes. Unter der Annahme, dass PNE ein EBITDA-Multiple von 15 zugestanden wird, würde sich die Entwicklung des Unternehmenswertes wie folgt darstellen:

| | Unternehmenswert | Aktienkurs |
|---|---|---|
| 2022 | 616 Mio. € | 8,0 |
| 2023 | 838 Mio. € | 10,9 |
| 2024 | 1.999 Mio. € | 26,1 |
| 2025 | 2.292 Mio. € | 29,9 |
| 2026 | 2.620 Mio. € | 34,2 |
| 2027 | 2.959 Mio. € | 38,6 |

Bei diesen Betrachtungen ist natürlich zu beachten, dass wir von einem prozentual gleichbleibenden Verschuldungsniveau ausgehen. Auch dies könnte die Entwicklung deutlich verschlechtern, sollte das Wachstum zwar erreicht werden, dies aber zulasten einer ungesunden Schuldenexplosion.

Operativ ist der größte Unsicherheitsfaktor der erwartete Ertrag aus dem Projektierungsgeschäft. Wird die Gesellschaft es tatsächlich schaffen, im Jahr 2024 erneut den außerordentlich hohen Ergebnisbeitrag von 2021 in Höhe von 62,7 Mio. Euro an EBITDA zu erwirtschaften und diesen dann konstant mit 10 % pro Jahr fortzuschreiben? Die Größe der Pipeline in den frühen Phasen und die Fähigkeit, diese Pipeline im großen Maßstab weiter zu erhöhen, lassen dies nicht unwahrscheinlich erscheinen.

Die Erreichung der Erträge im Segment Stromerzeugung scheint für uns hingegen weniger unsicher. Die Zielerreichung von 500 MW bis Ende 2023 ist gut nachvollziehbar anhand der bestehenden Pipeline. Eine angenommene weitere Steigerung von 150 MW pro Jahr scheint angesichts der Pipeline sogar äußerst konservativ. Zudem ist noch mal zu betonen, dass die aktuelle Strompreisexplosion nicht berücksichtigt wurde.

Wir stellen abschließend noch ein (Negativ-)Szenario auf. Angenommen, 2021 war ein einmaliges Ausnahmejahr und die Leistungsfähigkeit bricht dermaßen ein, dass ab sofort nur noch fertiggestellte Windparks von rund 150 MW pro Jahr in den Eigenbestand genommen werden können, sprich bis 2027 gar keine Verkäufe an Dritte mehr geschehen. In einem solchen Szenario, mit ausschließlich Erlösen für die Segmente Stromerzeugung und Services, würden sich bei einem EBITDA-Multiple von 10 folgende Unternehmenswerte ergeben:

| | Unternehmenswert | Aktienkurs |
|---|---|---|
| 2022 | 411 Mio. € | 5,4 € |
| 2023 | 559 Mio. € | 7,3 € |
| 2024 | 706 Mio. € | 9,2 € |
| 2025 | 838 Mio. € | 10,9 € |
| 2026 | 981 Mio. € | 12,8 € |
| 2027 | 1.138 Mio. € | 14,8 € |

In diesem Szenario wäre kurzfristig mit einer deutliche Korrektur vom aktuellen Kursniveau von 10,40 Euro aus zu rechnen.

## Schlussfolgerungen

Welche Planannahmen realisierbar und wahrscheinlich sind, muss jeder Investor für sich selbst entscheiden. Wir halten eine Entwicklung wie im ursprünglichen Szenario mit einem EBITDA von 133,3 Mio. Euro im Jahr 2024 mit einer dann sich fortschreitenden jährlichen Wachstumsrate von 10 % in den Segmenten Projektierung und Services und einer sich leicht absenkdenden Wachstumsrate im Segment Stromerzeugung für realistisch.

Das derzeitige EBITDA-Multiple von 10 erachten wir als äußerst konservativ. Wie bereits zu Beginn der Analyse beschrieben, verbessern sich die Rahmenbedingungen im großen Tempo. Sollte das Wachstum von 2020 auf 2021 fortgesetzt beziehungsweise sogar deutlich beschleunigt werden können – worauf die Entwicklung der Pipeline hinweist – sehen wir ein EBITDA-Multiple von 15 durchaus als fair an.

Unabhängig davon, ob ein Multiple von 10 oder 15 angesetzt wird, würde sich der Unternehmenswert bis 2027 verzigfachen. In einem solchen Fall wäre die Aktie demnach anhand der explodierenden Ergebnisse in den nächsten Jahren aktuell klar unterbewertet und der Markt würde die Potenziale des integrierten Geschäftsmodells und insbesondere der bereits bestehenden Pipeline nicht einmal ansatzweise richtig einschätzen.

Als wesentliche Risiken stufen wir die bestehenden Lieferengpässe, potenzielle Veränderungen der politischen Rahmenbedingungen sowie ein deutlich höheres Zinsniveau, was die Projektfinanzierung erheblich erschweren könnte, ein.

# Fazit & Ausblick

**Erfolgreicher Turnaround.** Es ist beeindruckend, welch eine Entwicklung die PNE AG in den letzten Jahren hingelegt hat. Vor nicht allzu langer Zeit kennzeichnete das Unternehmen eine Vielzahl von Streitigkeiten und Skandalen und das Geschäftsmodell strotzte von Unsicherheit und Intransparenz. Seit der aktivistische Investor AOC mit an Bord ist und Markus Lesser im Jahr 2016 den Vorstandsvorsitz übernommen hat, geht es nun aber kontinuierlich bergauf.

**Marktumfeld besser denn je.** Ein enormer Schub für das gesamte Unternehmen stellt natürlich der branchenbedingte Rückenwind dar. Die erneuerbaren Energien sind mittlerweile nicht mehr nur wettbewerbsfähig, sondern aufgrund ihrer Nachhaltigkeit und ihrer geopolitischen Unabhängigkeit gefragter denn je. Aufgrund des bereits aufgebauten Eigenbestands verbessert dies nicht nur die grundsätzlichen Zukunftsaussichten der Projektierung, sondern die explodierenden Strompreise schlagen sich eins zu eins im Zahlenwerk nieder. Sollten die Genehmigungsverfahren tatsächlich deutlich beschleunigt werden, so könnte dies einen weiteren enormen Effizienz- und Margenschub bescheren.

**Wachstum greifbar.** Dass die Zukunft und die Entwicklung der Geschäftszahlen rosig sind, scheint durch die voluminöse Pipeline handfest untermauert. Trotz Rekordverkäufe im Jahr 2021 konnte sogar eine Erhöhung der Pipeline von rund 17 % erreicht werden. Es scheint viel dafür zu sprechen, dass PNE sich in den nächsten Jahren von einem Nischenplayer im Bereich der erneuerbaren Energien zu einem namhaften „Grüne Energie"-Konzern entwickeln kann.

**Breit aufgestellt.** Die Gesellschaft ist bereits heute mit den drei Segmenten Projektierung, Stromerzeugung und Services breit aufgestellt. Die Projektierung verspricht die höchsten Margen, ist jedoch auch am schwankungsanfälligsten. Die Stromerzeugung und die Services sind hingegen äußerst langfristig ausgelegt. Mit der Entwicklung hin zu einem „Green Energy Solutions Provider" und der Entwicklung weiterer Technologien und Dienstleistungen dürfte das Geschäft weiter an Stabilität zulegen.

**Schneller und moderner als Energiekontor.** Mit Energiekontor existiert ein Wettbewerber, der sehr gut mit PNE vergleichbar ist. Das Ausbauziel hinsichtlich des Eigenbestands – 500 MW bis Ende 2023 – ist sogar exakt dasselbe. Zwar ist Energiekontor in Sachen Eigenbestand auf dem Papier noch grob ein Jahr voraus, hingegen weist das Portfolio eine Vielzahl von sehr alten Anlagen auf, die in den nächsten Jahren rausfallen oder kostspielig erneuert werden müssen. Dass bei Energiekontor rund 36 % der eigenen Anlagen im Ausland positioniert sind, schätzen wir auch als Nachteil ein. Der 100 % in Deutschland angesiedelte Eigenbestand von PNE verspricht größere Kontrolle und größere Synergien.

**Günstige Bewertung.** Im Vergleich zu Energiekontor erscheint uns ein Bewertungsabschlag von fast 40 % deutlich zu hoch, wenn nicht sogar vollkommen ungerechtfertigt. Auf dem Papier ist Energiekontor zwar noch grob ein Jahr voraus, doch das Tempo und die modernen Anlagen von PNE sprechen für ein baldiges Überholen. Auch abseits des Vergleichs mit Energiekontor zeigen unsere unter dem Punkt Bewertung formulierten Planannahmen eine mögliche deutliche Unterbewertung auf.

**Reichlich positives Überraschungspotenzial.** Der Vorstand hat angekündigt ,im Laufe des Jahres 2022 neue Mittelfristziele zu verkünden. Diese könnten dazu beitragen, die enormen Potenziale im Konzern sichtbarer zu machen und die Unterbewertung zu verringern. Zudem steht vermutlich auch in diesem Jahr noch die Entscheidung aus, ob PNE den Zuschlag für das Mega-Offshoreprojekt von 2.000 MW in Vietnam erhält.

**Übernahmefantasie.** Mit AOC ist ein renommierter aktivistischer Investor mit knapp 12 % maßgeblich an der Gesellschaft beteiligt und hat jüngst zu einem Kurs von 7,85 Euro massiv aufgestockt. Über die Ambitionen vom Großaktionär MSIP wird vielfach spekuliert. Sowohl ein erneuter Übernahmeversuch als auch ein komplettes Aussteigen im Zuge der Übernahme eines Dritten scheinen nicht unwahrscheinlich.

# Quellen

| Quelle | Informationen |
|---|---|
| Geschäftsbericht PNE 2021 | Zahlenwerk, operative Entwicklung... |
| GB Energiekontor 2021 | Zahlenwerk, operative Entwicklung... |
| Pressemitteilungen PNE | Inbetriebnahme Windparks |
| Homepage „TheWindPower“ | Inbetriebnahme Windparks |
| Präsentation PNE 2021 | Auswertung Kennzahlen 2021 |
| Blog „Abilitato“ | Analyse Energiekontor |
| Webcast (hochgeladen IR-Seite) | Einschätzung CEO Lesser |

# Haftungsausschluss

Der Inhalt stellt eine journalistische Publikation dar. Sie dient ausschließlich Unterhaltungs- und Lernzwecken und stellt ausnahmslos zu jeder Zeit unsere persönliche Meinung und Einschätzung dar. Wir haben sorgfältig nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert, können jedoch keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte übernehmen. Zudem wird darauf verwiesen, dass ausschließlich Informationen berücksichtigt wurden, die dem Autor zum Stand der Veröffentlichung bekannt gewesen sind. Die Informationen stellen ausdrücklich keine Anlageberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Finanzprodukte dar. Weiterhin handelt es sich zu keinem Zeitpunkt um eine Anlageberatung, Rechtsberatung, Steuerberatung oder irgendeine andere fachliche Beratung. Weder die SdK noch der Autor übernehmen eine Haftung für Schäden und Verluste, die auf fehlende oder falsche Informationen oder Nutzung bzw. Nichtnutzung der dargebotenen Informationen zurückzuführen sind. Jeder Anleger wird hiermit dazu aufgefordert, sich seine eigenen Gedanken zu machen, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen wird. Risikohinweis: Die Investition in Finanzprodukte wie Wertpapiere, Anteile und Kredite ist mit hohen Risiken bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals verbunden. Der Inhalt richtet sich ausschließlich an Einwohner der Bundesrepublik Deutschland.

**Autor:** Paul Petzelberger.
**Transparenzhinweis.** Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Artikels ist der Autor in folgender Aktie aus dem Artikel investiert: PNE AG.