

Capital Stage (SDAX)

Gleich und Gleich gesellt sich gern

Der Geschäftsbericht für 2015 lag vor, die Hauptversammlung fand am 25.05.2016 statt. Daher war es zu spät, um die Aktionäre bereits zu diesem Zeitpunkt über den geplanten Zusammenschluss der Capital Stage AG mit der ebenfalls börsennotierten Chorus Clean Energy AG beschließen zu lassen. Über das Vorhaben wurden Aktionäre und Öffentlichkeit am 30.05.2016 informiert. Zur geplanten Fusion und zu deren Beschlussfassung wurde eine außerordentliche Hauptversammlung für den 08.07.2016 einberufen.

Dem Projekt liegt die Idee zugrunde, gemeinsam einen führenden Solar- und Windparkbetreiber in Deutschland und Europa inklusive Managementtätigkeiten zu schaffen. Vorbehaltlich einer abschließenden Begutachtung der Angebotsunterlage einschließlich einer Prüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses beabsichtigen Vorstand und Aufsichtsrat von Chorus, das Angebot zu unterstützen und ihren Aktionären die Annahme zu empfehlen. Der AR-Vorsitzende von Chorus, Peter Heidecker, und der Vorstand, die gemeinsam über 15 % des Aktienkapitals verfügen, haben sich bereits verpflichtet, ihre Anteile anzudienen. Beabsichtigt ist, für drei Chorus-Aktien fünf der Capital Stage AG aus einem noch zu schaffenden genehmigten Kapital mit Gewinnberechtigung ab 01.01.2016 zum Umtausch anzubieten. Zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des Angebots entsprach dies einer Prämie von ca. 35 % für die Chorus-Aktionäre. Dies würde bedeuten, dass Capital Stage bei voller Annahme des Angebots neue Aktien im Nominalwert von € 46.17 Mio. zu emittieren hätte.

Identische Geschäftsmodelle

Soweit die aktuellen Fakten. Bei Betrachtung der Geschäftsmodelle beider Unternehmen zeigt sich, dass sie sich allenfalls in Nuancen unterscheiden. Die Geschichte der Capital Stage AG geht in das Jahr 1996 zurück, als die HWAG Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG gegründet wurde, die sich ursprünglich auf Dienstleistungen im Finanzbereich sowie auf den Aufbau eines Beteiligungsportfolios konzentrierte und die sich dann später als Capital Stage AG in einem Betreiber von Solar- und Windparks wandelte. Mit 88 Solar- und Windparks mit einer Leistung von 576 MW (Stand April 2016) gilt das Hamburger Unternehmen derzeit als das bedeutendste konzernunabhängige Branchenunternehmen. Das hohe Wachstumstempo der vergangenen Jahre wurde auch durch finanzkräftige Ankeraktionäre ermöglicht, die sich jeweils an zahlreichen Kapitalerhöhungen beteiligten.

Kurzes Börsenleben von Chorus

Die Chorus Clean Energy AG aus Neubiberg bei München wurde erst 2014 gegründet; ihre Börsengeschichte ist daher nur kurz. Allerdings war die Vorgängergesellschaft bereits seit dem Jahr 2006 im Bereich erneuerbare Energien mit den beiden Segmenten Energiegewinnung (Sonne, Wind) und Asset Management aktiv. Ende 2015 betrieb Chorus 72 Anlagen (14 Windparks und 58 Solarparks) mit einer Leistung von 300 MW, ist also etwa halb so groß wie Capital Stage. Wie bei den Hamburgern beschränkt sich die Geschäftstätigkeit nicht auf den deutschen Heimatmarkt, sondern

erstreckt sich mittlerweile auf mehrere andere europäische Länder. Das Börsendebüt fand am 07.10.2015 statt, als 12.16 Mio. Stückaktien, überwiegend aus einer Kapitalerhöhung, zum Kurs von € 9.75 platziert und anschließend in den regulierten Markt mit Zulassung zum Prime Standard einbezogen wurden.

Gezielter Ausbau des Portfolios

Das Hamburger Unternehmen konzentriert sich bei der Akquisition neuer Anlagen zumeist auf schlüsselfertige Projekte bzw. bereits bestehende Anlagen, die über garantierte Einspeisevergütungen und/oder langfristige Stromabnahmeverträge verfügen und daher eine sichere Ertragsbasis aufweisen. Geografisch erfolgt eine Konzentration auf Länder, in denen ähnliche Rahmenbedingungen vorliegen wie im deutschen Heimatmarkt. Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt mit einer Leistung von 470 MW im Solarbereich in Deutschland, Frankreich, Italien und Großbritannien. Die Windparks in Deutschland und Italien verfügen über eine Leistung von 106 MW. Im Geschäftsjahr 2015 wurde das Portfolio in Italien erweitert; in Großbritannien mit einem Umsatzanteil von ca. 7 % erfolgte der Markteinstieg, so dass die Marktstellung weiter ausgebaut wurde. Gegen mögliche Währungsverluste nach einem Brexit wurde rechtzeitig Vorsorge getroffen, wie am 24.06. mitgeteilt wurde. Die Aktivitäten werden durch die Capital Stage Service GmbH ergänzt, die für die technische Betreuung der Solarparks zuständig ist. Mit der Helvetic Energy

Capital Stage AG, Hamburg

Telefon: 040/3785620

Internet: www.capitalstage.com

ISIN DE0006095003,

82.73 Mio. Stückaktien, AK € 82.73 Mio.

Aktionäre: Amco Service GmbH (Fam. Büll)

20.38 %, Dr. Liedke Verm.-Verw. GmbH 10.13 %,

Blue Elephant Venture (Dr. A. Wacker/Wacker

Chemie) 7.23 %, A. Büll Bet.-GmbH 6.50 %,

Lobelia Bet.-GmbH 5.05 %, Streubesitz 50.71 %

Kennzahlen 2015 2014

Umsatz 112.8 Mio. 72.1 Mio.

EBIT 55.4 Mio. 34.6 Mio.

Jahresergebnis 19.6 Mio. 22.6 Mio.

Ergebnis je Aktie* 0.25 0.35

EK-Quote 19.8 % 24.7 %

*auf Basis von 74.545 Mio. Aktien

Kurs am 23.06.2016:

€ 5.85 (Xetra), 9.85 H / 5.51 T

Börsenwert: € 484 Mio.

KGV 2015 23, KBV 1.74 (12/15)



Anpassungen im EEG lösten bei den Investoren vermehrt Sorgen aus.

FAZIT: Grundsätzlich sind wir davon überzeugt, dass der Zusammenschluss dieser beiden sehr ähnlich ausgerichteten Unternehmen ein sinnvolles Vorhaben ist. Die Fusion erfolgt zu einer Zeit, in der die Capital Stage AG deutlich an Börsenwert verloren hat. Die Expansionspläne beider Unternehmen sind zudem sehr ehrgeizig. Capital Stage erklärte jüngst, dass für einen weiteren Ausbau der Aktivitäten noch bis zu € 300 Mio. zur Verfügung stehen, wobei der Fokus vor allem auf eine europaweite Präsenz gerichtet ist. Daher lässt das gesunkene Kursniveau derzeit Engagements als durchaus lohnend erscheinen, zumal sich bei einer ziemlich sicher steigenden Dividende schon jetzt eine direkte Rendite von 3 % errechnet.

CM

GmbH und der Calmatopo Holding AG wurden die letzten, nicht zum Kerngeschäft gehörenden Beteiligungen abgestoßen, die im Jahresabschluss als zur Veräußerung bestimmte Vermögenswerte geführt wurden und somit eine Anpassung der vorjährigen Zahlen erforderlich machten.

Starkes Umsatz- und Gewinnwachstum

Die deutliche Ausweitung der Aktivitäten in den vergangenen Jahren führte im Berichtsjahr zu einem kräftigen Anstieg des Umsatzes um 56.4 % auf € 112.8 (72.1) Mio., wobei sich vor allem die in Frankreich und Italien erworbenen Solarparks sowie der Markteinstieg in Großbritannien auswirkten. Die Erlöse im Bereich Solarparks sind um 58 % auf € 101.2 (64.1) Mio. gewachsen. Aus den Windparks wurden € 13.5 (11.4) Mio. Erlöse, die Serviceleistungen erbrachten € 3.7 (3) Mio. Das operative EBITDA, das ebenso wie das EBIT allein die operative Ertragskraft widerspiegelt, folgte dem Umsatzwachstum mit einem Plus von 56.7 % auf € 86.8 (55.4) Mio. uneingeschränkt. Beim EBIT gelang sogar eine Verbesserung um 60.2 % auf € 55.4 (34.6) Mio. Dämpfend wirkte sich allerdings der Rückgang bei den Sonstigen Erträgen aus, die sich nur noch auf € 17.9 (32.2) Mio. beliefen. Im Wesentlichen handelt es sich mit € 10.2 (29.3) Mio. um erfolgswirksam vereinnahmte Erträge aus der Erstkonsolidierung von Solar- und Windparks. Darüber hinaus verursachte eine Prüfung der Geschäftsjahre 2010 bis 2014 durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung eine Belastung von € 2 Mio. In der Folge blieb der Jahresüberschuss mit € 20.1 (23.1) Mio. hin-

ter dem Vorjahr zurück. Den Aktionären standen davon € 18.7 (25.5) Mio. zu. Da sich die durchschnittliche Anzahl der ausgegebenen Aktien auf 74.5 (72) Mio. erhöht hat, ergab sich ein Ergebnis je Aktie von € 0.25 (0.35). Da sich die operative Ertragskraft deutlich verbessert hat, wurde dennoch für das Geschäftsjahr 2015 eine auf € 0.18 (0.15) je Aktie angehobene Dividende gezahlt. Wie in den Vorjahren wurden den Aktionären ermöglicht, sich für eine Ausschüttung in bar oder in Form neuer Aktien zu entscheiden. Der auf € 74.5 (55.9) Mio. verbesserte Cashflow lieferte einen weiteren Beweis für die wachsende operative Ertragskraft des Konzerns.

Eigenkapitalquote auf dem Rückzug

Die Bilanzsumme im Abschluss nach IFRS weitete sich naturgemäß kräftig auf € 1.32 (0.99) Mrd. aus. Innerhalb der langfristigen Mittelbindung von € 1.17 (0.84) Mrd. erhöhten sich die Sachanlagen auf € 958 (676) Mio. und die Immateriellen Werte auf € 176 (145) Mio. Die Investitionen beliefen sich auf € 85.5 (94) Mio. Das Umlaufvermögen, einschließlich liquider Mittel von € 98 (119) Mio., zeigt sich mit € 145 (143) Mio. kaum verändert. Die Eigenkapitalquote ist auf Grund der gewachsenen Bilanzsumme auf 19.8 (24.7) % zurückgefallen. Zum Bilanzstichtag waren 75.484 (73.834) Mio. Stückaktien ausgegeben. Am 20.04.2016 erfolgte die jüngste Kapitalerhöhung um 7.24 Mio. Stück zum Kurs von € 6.75 je Aktie, die einen Bruttoerlös von € 49 Mio. erbrachte. Das Bezugsrecht der Aktionäre war ausgeschlossen; die Platzierung erfolgte bei institutionellen Investoren. Unter den langfristigen Verbindlichkeiten von € 965 (676) Mio. befanden sich € 150



Die Solarparks in Großbritannien, wie hier auf der Isle of Wight, zählen zu den Umsatztreibern. Für eventuelle Währungsverluste aus dem Brexit ist Capital Stage gewappnet.

Mio. Genussscheine zu Gunsten der Gothaer Versicherungsgruppe, deren Gegenwert nunmehr voll investiert ist. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind auf € 92 (66) Mio. gewachsen.

Planmäßiger Jahresauftakt

Im ersten Quartal 2016 kletterte der Umsatz weiter auf € 22.4 (17.6) Mio. Der operative Cashflow fiel mit € 19.6 (5.7) Mio. deutlich höher aus als vor einem Jahr und auch das EBITDA legte auf € 15.6 (13.6) Mio. erneut zu. Auf Grund der erhöhten Abschreibungen ging das EBIT jedoch auf € 6.1 (7) Mio. zurück. Für das Gesamtjahr wurde zuletzt ein Umsatzanstieg auf € 130 (113) Mio. und ein operatives EBIT von € 60 (55) Mio. prognostiziert. Allerdings bezogen sich die Guidance naturgemäß auf die Situation vor der Ankündigung des Fusionsvorhabens.

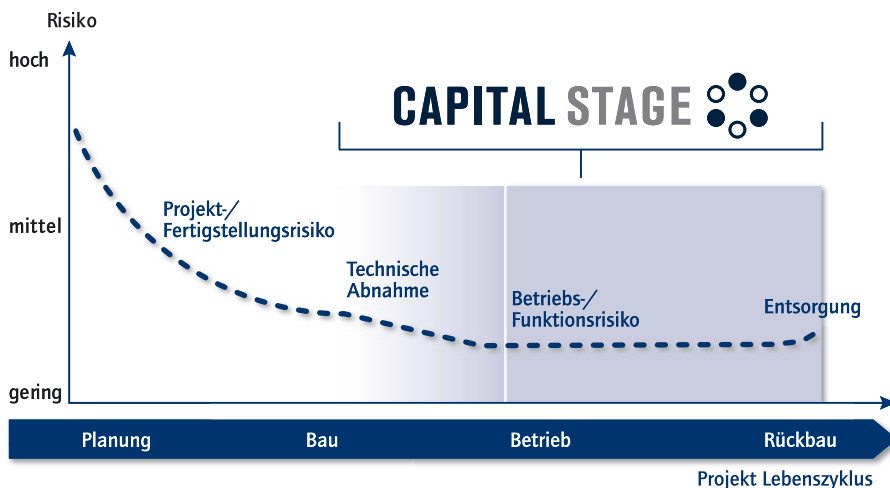
Capital Stage und Chorus Clean Energy – ein sinnvoller Zusammenschluss

Die Chorus Clean Energy AG beendete erst 2015 ihr erstes volles Geschäftsjahr. Ausgewiesen wurde ein Umsatz von € 58.6 (3.3) Mio. Der tatsächliche Vergleichswert für 2014 lag bei € 55 Mio., so dass sich ein Anstieg um 6.5 % errechnet. Neben Deutschland ist Chorus in Finnland, Italien, Frankreich und Österreich aktiv. Überschneidungen mit den Aktivitäten von Capital Stage bestehen praktisch nicht. Das EBIT verbesserte sich leicht auf € 23.7 (23.1) Mio., während sich der Jahresüberschuss auf € 11 (4.9) Mio. mehr als verdoppelte und einem Ergebnis je Aktie von € 0.45 entsprach. Die Dividende für 2015 betrug € 0.18 je Aktie. Nach dem Börsengang erhöhte sich das Eigenkapital im Jahresvergleich auf € 230 (125) Mio. und ergab eine EK-Quote von 37.8 (24.3) %. Der Buchwert je Aktie lag bei € 8.31.

Claus Müller,
Finanzanalyst DVFA

Risikoverlauf eines Investments in einen Solar-Park über die Laufzeit¹

Capital Stage investiert in den risikoarmen Teil des Lebenszyklus des Projektes



¹ beispielhafte, vereinfachte Darstellung. Quelle: Capital Stage AG

Capital Stage

„Die Zukunft des Marktes aktiv mitgestalten“

Capital Stage will sich an die Spitze der zu erwartenden Konsolidierungswelle setzen und plant die Übernahme des Wettbewerbers Chorus Clean Energy. Wie das bewerkstelligt werden soll und welche Chancen und Risiken damit verbunden sind, darüber sprach das Nebenwerte-Journal mit CEO Prof. Dr. Klaus-Dieter Maubach und CFO Dr. Christoph Husmann.

NJ: Herr Prof. Dr. Maubach, Herr Dr. Husmann, die garantierten Einspeisevergütungen gehören der Vergangenheit an. Der eine oder andere könnte daher auf den Gedanken kommen, dass die goldenen Zeiten für die Branche der Erneuerbaren Energien vorbei sein könnten. Teilen Sie diese Befürchtung?

Maubach: Umso wertvoller werden und sind die langfristig garantierten Einspeisevergütungen unserer bestehenden Anlagen. Es mag sein, dass sich der Bau der einen oder anderen Neuanlage unter den neuen Bedingungen nicht mehr rechnet. Das kann ich nicht ausschließen. Streng genommen bedeutet die erneute Novellierung des Erneuerbaren Energien Gesetzes (EEG) doch nur, dass die Branche langsam erwachsen wird. Das begrüße ich ausdrücklich.

Husmann: In diesem Zusammenhang wird sich auch unser Markt verändern: Wer wachsen will, wird über Übernahmen und Fusionen, wie wir es mit Chorus Clean Energy gerade verabredet haben, nachdenken müssen. Diesen Trend setzen wir lieber, als dass wir ihm hinterherlaufen. Wir wollen die Zukunft des Marktes aktiv mitgestalten.

NJ: Hat sich das EEG damit überlebt?

Maubach: Das ist zwar stark vereinfacht ausgedrückt, aber inhaltlich liegen Sie nicht gänzlich falsch. Um die Energiewende anzustoßen, können Sie das EEG auch als eine Art Anschubfinanzierung auffassen, die nun nicht mehr oder zumindest nicht in dieser Höhe erforderlich ist.

NJ: Verstehe, dann stellt sich mir die Frage, wer unter den geänderten Wettbewerbsbedingungen noch erfolgreich am Markt auftreten kann?

Husmann: Insbesondere für kleinere Projektentwickler brechen sicherlich härtere Zeiten an. Unternehmen wie Capital Stage oder auch Chorus Clean Energy werden hingegen zu den Gewinnern zählen.

NJ: Ich mag hier keinen falschen Zungenschlag hineinbringen. Auch wenn der Gesetzgeber jetzt auf Ausschreibungen umstellt, werden immer noch signifikante Megawatt-Größenordnungen an Wind, Sonne & Co. zugebaut, oder?

Maubach: Genauso ist es, allein auf Onshore-Wind entfallen 2800 MW Zubau p. a. 600 MW sind es bei Freiflächen-Photovoltaikanlagen p. a. Nur bekommen wir künftig eine Mengensteuer-

ung und verabschieden uns von der Steuerung über den Preis. Aber die Branche der Erneuerbaren Energien wird in den nächsten Jahren kräftig weiter wachsen. Nur halt unter geänderten Rahmenbedingungen.

NJ: Das heißt aber auch, dass der Konsolidierungsdruck in der Branche hoch bleiben wird. Daher wäre es nur logisch, wenn nach der Chorus-Übernahme weitere Schritte in dieser Richtung folgen würden. Oder sehe ich das falsch?

Husmann: Ganz und gar nicht. Jetzt lassen Sie uns diesen ersten Schritt gehen. Alles Weitere wird sich weisen. Sofern der Zusammenschluss mit Chorus ein Erfolg wird, und davon gehen wir fest aus, dann entsteht ein Unternehmen mit einem Börsenwert von etwa € 800 Mio. Damit sind wir dann schon der größte unter den unabhängigen erneuerbaren Energieerzeugern. Viel wichtiger aus unserer Sicht ist jedoch, dass beide Unternehmen komplementäre Fähigkeiten in die Partnerschaft einbringen. Bei Chorus ist es das Fondsmanagement, bei Capital Stage handelt es sich um das Know-how in Sachen technischer Betriebsführung der Anlagen. Lassen Sie mich ein konkretes Beispiel nennen. Chorus hat die technische Betriebsführung für Anlagen in Deutschland und Italien mit einer Leistung von 150 MW an Dritte vergeben, die das auch nicht umsonst machen. Diese Marge, durchaus ein Millionenbetrag, können wir in den kommenden Jahren selbst vereinnahmen.

NJ: Wie sieht denn Ihr Plan B aus, falls die Übernahme scheitern sollte?

Maubach: Wir sind davon überzeugt, dass unser Ziel, mindestens 50 % plus eine Aktie zu erwerben, gelingt. Die Aktionäre haben verstanden, dass wir gemeinsam stärker sind. Dennoch, spätestens nach der Entscheidung Großbritannien, die EU zu verlassen, wissen wir, dass alles möglich sein kann. Sollte die Übernahme nicht die erforderliche Mindestbeteiligung erreichen, dann werden wir als Capital Stage wie bisher auch unser operatives Tagesgeschäft, sprich den Ankauf weiterer Anlagen, ohne Abstriche weiter betreiben. Sicherlich würden wir weiter auch alternative Möglichkeiten für ein externes Wachstum prüfen. Gestatten Sie mir noch einen Hinweis auf das Chorus-Portfolio. Das Risiko, hier den einen oder anderen schlechten Wind- und/oder Solarpark zu finden, ist denkbar gering. Denn Chorus verfolgt ganz ähnlich wie wir strenge Ankaufskriterien. Heißt, jedes Einzelgeschäft muss sich rechnen.

NJ: Welche Stolpersteine, die die Transaktion noch be- oder gar verhindern könnten, liegen noch im Weg?



CEO Prof. Dr. Klaus-Dieter Maubach (l.) und CFO Dr. Christoph Husmann (r.) wollen sich an die Spitze der zu erwartenden Konsolidierungswelle setzen.

Husmann: Auf einer ao. HV kann grundsätzlich immer alles passieren, wir sind dementsprechend gut vorbereitet.

NJ: Warum haben Sie die Variante des Aktientauschs vs. einer Barzahlung gewählt?

Maubach: Die Antwort kann ich kurz halten: Sie koppeln ein Stück weit durch das Tauschverhältnis die Kurse beider Aktien aneinander und vermeiden so die Diskussion über die Angemessenheit einer Barofferte. Und dann gibt es noch einen profanen Grund: Zum heutigen Tag hätten wir die notwendigen Summen freier Liquidität schlichtweg nicht gehabt, denn unsere freien finanziellen Mittel investieren wir stets so rasch wie möglich in Solar- und Windparks.

NJ: Heißt aber auch, Sie nehmen bewusst einen Arbitragehandel in Kauf, der Ihre Aktie momentan eher belastet?

Husmann: Das ist aber nur ein temporärer Effekt. Sobald der Zusammenschluss beschlossene Sache ist, wir die Mehrheit halten und demzufolge Chorus in unserer Bilanz konsolidieren können, werden sich Investoren der liquideren Gattung zuwenden. Und das wird eindeutig die CS-Aktie sein.

NJ: Dennoch braucht es gute Nachrichten, um das Investoreninteresse hoch zu halten?

Maubach: Genau daran arbeiten wir – parallel zur laufenden Übernahme.

Husmann: Lassen Sie mich noch ergänzend erwähnen, dass die bessere Finanzkraft eines größeren und eigenkapitalstärkeren Unternehmens die Wachstumsperspektiven verbessert und neue, attraktive Finanzierungsalternativen ermöglicht – ich denke etwa an Möglichkeiten, wie Schuldscheindarlehen oder Wandelschuldverschreibungen mit höherem Volumen ausgeben zu können. Dies sollte sich mittelfristig auch positiv auf die Dividendenfähigkeit des neuen, gemeinsamen Unternehmens auswirken.

NJ: Meine Herren, vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.