



CLEARVISE

3 december 2021

Koers	2,18
Aantal aandelen (m)	57,4
Marktkapitalisatie (m)	125,1

Eigen vermogen FY20	38,76
Netto fin. schuld FY20	121,80

ROE '20	6,1%
---------	------

(in miljoen EUR)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
Bedrijfsopbrengsten	26,420	31,670	33,081	36,447	31,400	37,000
Groei in %	-4,6%	19,9%	4,5%	10,2%	-13,8%	17,8%
EBIT	3,307	4,393	5,647	8,747	3,800	6,500
EBIT%	12,5%	13,9%	17,1%	24,0%	12,1%	17,6%
EBITDA	18,993	23,373	24,899	27,295	20,500	26,500
EBITDA%	71,9%	73,8%	75,3%	74,9%	65,3%	71,6%
Financieel resultaat	-5,914	-6,349	-5,803	-5,134	-5,000	-4,800
Netto resultaat	-3,439	-1,250	-0,401	2,366	-3,400	-0,500

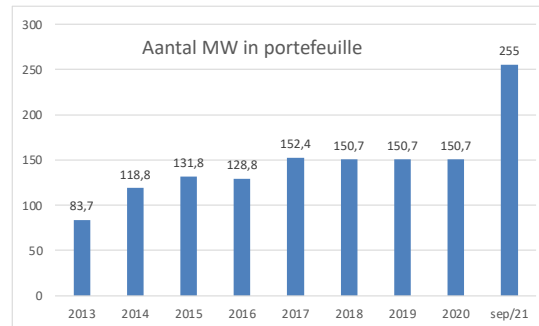
	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
Winst per aandeel	1,24	-0,03	-0,01	0,05	-0,07	-0,01
Netto dividend	0,00	0,00	0,01	0,02	0,00	0,00
Koers/winstverhouding *	n.r.	n.r.	n.r.	45,15	n.r.	n.r.
Dividendrendement *	0,0%	0,0%	0,5%	0,9%	0,0%	0,0%

*: op basis van de huidige koers

Koersgrafiek



Aantal MW in portefeuille



Bedrijfsomschrijving

Het Duitse ABO Invest werd in 2010 door ABO Wind, een ontwikkelaar van windmolenparken, opgericht met als bedoeling burgers te laten participeren in windmolenprojecten. ABO Invest is beter bekend als Bürgerwindaktie en telt 5.000 beleggers. In augustus 2011 zette het de stap naar de beurs. In 2021 werd de naam gewijzigd in Clearvise.

Onder de paraplu van ABO Wind vond de laatste acquisitie plaats in 2016 (windmolens in Finland). Het management hekelde het feit dat ABO Wind geen projecten voorstelde die beantwoordden aan haar criteria. In feite was dit een voorbode van het doorknippen van de banden met ABO Wind, ondertussen hadden minderheidsaandeelhouders ook al vragen gesteld over de band tussen ABO Wind en Clearvise. Met het ontslag van de laatste vertegenwoordiger van ABO Wind in de Raad van Bestuur van Clearvise, is die band medio 2020 volledig doorgesneden. Toen trad ook een volledig nieuw management aan, met heel veel ervaring in de sector. Dat nieuwe management ging voor een herstart van het bedrijf, met een nieuwe naam en een duidelijke groeistrategie. Dat leidde in de eerste helft van 2021 al tot enkele acquisities.

Eind juni 2021 bezat Clearvise 17 windmolenparken (met 67 windmolens), 11 zonnepaneelparken en een biogasinstallatie, goed voor een vermogen van 149,9 MW in windenergie en 0,8 MW in biogas. De jaarlijkse productie bedraagt ongeveer 405.000 MWh. Deze windmolenparken bevinden zich in 4 Europese landen, met name Frankrijk (31% van de omzet in 2020), Duitsland (27% van de omzet), Ierland (23% van de omzet) en Finland (19% van de omzet).

Het bedrijf telt een grote aandeelhouder (Pelion Green Future Alpha) die 18,6% van de aandelen bezit. 66,7% van de aandelen zijn vrij verhandelbaar.

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Mesure.



Resultaten eerste helft 2021

In de eerste helft van 2021 leed Clearvise onder tegenvallende windomstandigheden met als gevolg een daling van de elektriciteitsproductie. De omstandigheden in 2020 waren wel boven gemiddeld. De groepsproductie daalde 19,6%, de omzet viel 18% terug tot 16 miljoen euro.

(in miljoen euro)	20H1	21H1	Δ20/21
Elektriciteitsproductie in MWh	232,64	187,03	-19,6%
Omzet	19,503	15,998	-18,0%
EBITDA	15,109	11,465	-24,1%
Bedrijfswinst	5,819	1,576	-72,9%
Financieel resultaat	-2,616	-2,400	n.r.
Belastingen	-0,749	-0,740	n.r.
Netto resultaat	2,324	-1,564	n.r.
Netto financiële schuld	128,408	121,539	n.r.

De lagere omzet werd gecombineerd met hogere personeelskosten en een verhoging van diverse andere kostenposten (voor acquisities, investor relations,...) en dat resulteerde in een EBITDA-daling van 24,1%. De afschrijvingen vielen licht terug. Een Duits windmolenpark is volledig afgeschreven, maar daartegenover staan de eerste afschrijvingen van de nieuwe acquisities deze jaarhelft. Door de hoge afschrijvingen viel het bedrijfsresultaat sterk terug (-72,9%) tot 1,6 miljoen euro.

Het financieel resultaat verbeterde met 0,2 miljoen euro door een lager dan gemiddelde schuld. De belastingen bleven quasi onveranderd. Het netto resultaat eindigde in het rood ten bedrage van 1,6 miljoen euro. We benadrukken sterk dat door de hoge en versnelde afschrijvingen Clearvise sowieso nooit hoge winsten zal boeken, het analyseren van de cash-flow is daarom des te belangrijker. Die cash-flow bedroeg 7,7 miljoen euro in deze eerste jaarhelft. Als we dit bedrag afzetten tegenover de beurswaarde, impliceert dit een cash-flowrendement van 6,2% op 6 maanden! Dit is de essentie van het bedrijfsmodel: het genereren van een zekere cash-flow die gepaard gaat met weinig of geen investeringen, tenzij dan voor groei.

In de eerste helft verhoogde de groep haar kapitaal met 20,1 miljoen euro door middel van 2 operaties. Daarnaast investeerde het 13,8 miljoen euro in nieuwe projecten. Zo verhoogde de groep de portefeuille windmolens van 150 naar 200 MW, deze zijn nog niet allemaal operationeel. Daarnaast verwierf het 11 zonnepaneelparken met een capaciteit van 36 MWp, alsook heeft het een pijplijn van 50 MWp. In de loop van september en oktober werden 2 zonneparken met een capaciteit van 22,5 MW in gebruik genomen, evenals een Frans windmolenpark van 12 MW.

Herziening van de vooruitzichten voor 2021

Doordat de windomstandigheden minder positief bleven evolueren in oktober 2021, verlaagde het management de vooruitzichten voor 2021. Van een productie voorzien van 389.000 tot 415.000 MWh, wordt nu een productie van 366.200 tot 370.000 MWh vooropgesteld. De omzet wordt nu verwacht uit te komen in een vork van 31,1 tot 31,4 miljoen euro, tegenover een vork van 34,4 tot 38,4 miljoen euro voordien. De EBITDA wordt nu geschat op 20,2 tot 20,5 miljoen euro, versus 23,3 tot 27,4 miljoen euro initieel. De verwachting voor de bedrijfswinst wordt verlaagd van 4 tot 7,8 miljoen euro naar 2 tot 2,3 miljoen euro.

Waarderingsmodellen, cash-flow,....

We berekenden dat de eerste helft van 2021 een cash-flow van 7,7 miljoen euro opleverde. Op jaarbasis gaat dit richting 15 miljoen euro. Na integratie van de nieuwe acquisities gaat dit bedrag richting 20 miljoen euro, of een operationele cash-flow van zo'n 30 miljoen minus 10 miljoen euro voor de financiële resultaten en de belastingen. Zetten we deze 20 miljoen euro af tegenover de beurswaarde, dan komt het cash-flowrendement uit op meer dan 16%! We hoeven er geen tekening bij te maken dat dit heel aantrekkelijk is.

Twee beurshuizen die het aandeel volgen, bekomen aldus een koersdoel van 3,40 en 3,60 euro op basis van een verdiscontering van de vrije cash-flow. Het opwaarts potentieel is dus meer dan 50%.

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Measure.



Conclusie

In december 2020 startten we de opvolging van ABO Invest dat ondertussen omgedoopt werd tot Clearvise. De naamswijziging ging gepaard met enkele wijzigingen die het beursgenoteerd profiel van het bedrijf en het aandeel in belangrijke mate aantrekkelijker gemaakt. Zo noteert het aandeel sinds augustus nu ook de beurs van Frankfurt en Xetra, terwijl het voordien slechts in Düsseldorf en München noteerde. Om haar groei-ambities kracht bij te zetten werden er ook twee kapitaalverhogingen doorgevoerd, in april en juni 2021. Terwijl het in de periode 2010 tot 2020 als een passief en stabiel bedrijf door het leven ging, zal er vanaf dit jaar het een en ander veranderen. We gaan er van uit dat die wijzigingen de koersevolutie ten goede zullen komen.

De bestaande activiteiten die jaarlijks een vrije operationele cash-flow van zo'n 20 miljoen euro opleveren en dit gedurende nog 8 jaar, vormen de basis voor die expansie. Na deze 8 jaar zullen de bestaande windmolens nog zeker gedurende 10 jaar operationeel kunnen zijn zonder noemenswaardige kosten. De rendabiliteit in die tweede periode zal functie zijn van de dan geldende elektriciteitsprijzen.

Bovenop deze basis komen nog de acquisities die vanaf 2022 zullen bijdragen tot het resultaat en tot de generatie van de jaarlijkse vrije cash-flow van 20 miljoen euro zullen leiden.

We kunnen niet ontkennen dat het aandeel de voorbije maanden heel matig gepresteerd heeft. Dit heeft alles te maken met de tegenvallende windomstandigheden en de daaruitvolgende lagere halfjaarresultaten. Dit lijkt ons een tijdelijk gegeven.

Een andere benadering betreft de vergelijking van de ratio EV/EBITDA (EV = enterprise value = beurskapitalisatie + vreemd vermogen) van enkele sectorgenoten. Uit dit overzicht blijkt dat Clearvise het goedkoopst noteert op basis van de schattingen voor 2023. Deze ratio lijkt ons het meest aangewezen, door de hoge afschrijvingen is de koers/winstverhouding minder bruikbaar.

	EV/EBITDA	
	2022E	2023E
Albioma	8,7	8,5
EDP Renovais	14,4	13,6
Iberdrola	8,9	8,5
Greenergy	17,5	13,1
7C Solarparken	9,8	9,5
Clearvise	8,9	7,8

Een andere opmerking heeft betrekking op de verliezen (-26 miljoen euro eind juni 2021) die Clearvise de voorbije jaren boekte. Beleggers mogen zich hier niet op blind staren, de verliezen zijn vooral het gevolg van de hoge afschrijvingen. Deze verliezen zijn overdraagbaar en beperken de toekomstige belastingfactuur.

We merken tot slot op dat het aandeel helemaal niet liquide is, ook omdat de handel over verschillende Duitse beurzen gespreid is. We raden ten stelligste aan om op voorhand de bied/laat koersen te raadplegen en om dan een order te plaatsen met een limiet.

Gert De Measure

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Measure.