

# ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech

Börse Hamburg

Bloomberg: AB9 GR

ISIN: DE0005760029

Zahlen für 2017

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

## BUY

€ 20,00

50,4%

High

## ERNEUT EIN REKORDERGEBNIS – KAUFEMPFEHLUNG BEKRÄFTIGT

ABO Wind hat das Jahr 2017 erneut mit einem Rekordgewinn abgeschlossen und damit das bereits sehr erfolgreiche Vorjahresergebnis leicht übertroffen. Dies ist insbesondere auf das starke internationale Geschäft zurückzuführen, das erstmals mehr als die Hälfte zum Gesamtumsatz beitrug. Für 2018 erwartet das Unternehmen ein Nettoergebnis, das im Jahresmittel der letzten vier Jahre liegen sollte. Dieser Durchschnitt beträgt €11,7 Mio. und liegt damit im Bereich unserer Schätzung für 2018E (€11,3 Mio.). Auch nach den zwei Ausnahmejahren 2016 & 2017 sollte die Profitabilität damit hoch bleiben (Nettorendite 2018E: 8,4%). Die konsequent weiter verfolgte internationale Expansion und die Erweiterung des Geschäftsmodells um Photovoltaik dürften in den nächsten Jahren die wesentlichen Wachstumstreiber sein. Das Unternehmen bleibt mit einem 2018E EV/EBIT-Multiplikator von 6 sehr attraktiv bewertet. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €20,00. Das Kurspotenzial liegt damit bei 50%.

**Umsatz- und Ergebnisanstieg** ABO Wind steigerte den Umsatz um 20% auf €147,8 Mio. (FBe: €136,8 Mio.). Wesentlicher Umsatztreiber war der Verkauf eines französischen 102 MW-Portfolios an einen tschechischen Versorger. Der Rohertrag (Gesamtleistung - Materialaufwand) kletterte um 12% auf €77,0 Mio. Die Rohertragsmarge sank von 47% auf 44%, da der Anteil des Umsatzes aus Errichtung am Gesamtumsatz deutlich höher war (76% versus 65% in 2016). Die Marge im Segment Errichtung ist typischerweise deutlich geringer als im Segment Planung & Rechteverkauf. Der Personalaufwand stieg um 18% auf €32,0 Mio. Neben dem Personalaufbau machte sich hier eine Sonderzahlung für die Mitarbeiter bemerkbar. Die Abschreibungen auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens erhöhten sich um 26% auf €11,3 Mio. Die Steigerung erklärt sich aus der erstmaligen Einbeziehung von unterjährig aktivierten Aufwendungen (€3,6 Mio.) in die Einzelwertberichtigungen für Projekte, für die keine realistische Umsetzungsmöglichkeit mehr besteht.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	80,22	122,29	146,79	134,01	155,08	173,25
Jährliches Wachstum	-18,0%	52,4%	20,0%	-8,7%	15,7%	11,7%
EBIT (€ Mio.)	14,15	23,89	24,96	17,27	19,01	21,50
EBIT-Marge	17,6%	19,5%	17,0%	12,9%	12,3%	12,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	7,77	16,52	17,01	11,29	12,09	13,66
EPS (verwässert) (€)	1,02	2,16	2,22	1,48	1,55	1,58
DPS (€)	0,25	0,50	0,40	0,30	0,30	0,35
FCF (€ Mio.)	-7,37	-5,81	29,98	15,82	-0,25	5,32
Nettoverschuldungsgrad	41,4%	44,2%	7,8%	-5,6%	-13,8%	-13,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,51	3,80	32,34	59,38	64,09	77,07

## RISIKEN

Wesentliche Risiken sind Projektentwicklungs-, Währungs-, Zinsänderungs- und regulatorische Risiken.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist ein Projektentwickler für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Grünstromanlagen mit einer Kapazität von ca. 1.900 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat fast 500 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

## HANDELSDATEN

Stand: 1. Jun 2018

Schlusskurs	€ 13,30
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 101,69 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 10,71 / 14,10
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.398

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	6,0	9,0	8,4
EV/Sales	0,7	0,8	0,7
EV/EBIT	4,3	6,2	5,7
Div.-Rendite	3,0%	2,3%	2,3%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2017

Liquide Mittel	€ 32,34 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 161,61 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,29 Mio.
Bilanzsumme	€ 173,95 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 18,73 Mio.
Eigenkapital	€ 79,55 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	30,9%
Familie Bockholt	31,1%
Mainova	10,4%
Free Float	27,6%

Die höheren Abschreibungen sind lediglich eine buchungstechnische Änderung und werden durch eine (entsprechend) höhere Bestandsveränderung kompensiert. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT) stieg um 5% auf €23,5 Mio. (FBe: €24,4 Mio.). Der Jahresüberschuss entsprach weitestgehend unserer Schätzung und belief sich auf €17,0 Mio. (vgl. Abbildung 1). Damit übertraf er das Vorjahresergebnis um 3%.

#### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2017A	2017E	Delta	2016A	Delta
Umsatz	146,79	136,75	7,3%	122,29	20,0%
EBIT	24,96	26,03	-4,1%	23,89	4,5%
Marge	17,0%	19,0%		19,5%	
Jahresübers.	17,01	17,06	-0,3%	16,52	3,0%
Marge	11,6%	12,5%		13,5%	
EPS (verwässert) in €	2,22	2,23	-0,3%	2,16	3,0%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

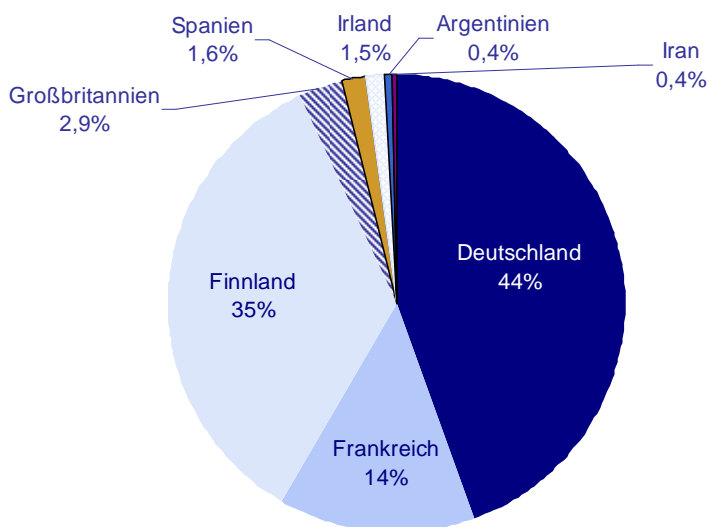
**Umsatzanstieg durch Zuwachs bei Projekterrichtung** Der Umsatz setzt sich aus Projekterrichtung (€110,9 Mio.), Planungsleistungen und Rechteverkäufen (€27,6 Mio.) und Dienstleistungstätigkeiten (€8,3 Mio.) zusammen (vgl. Abbildung 2). Der Anstieg des Gesamtumsatzes ist wesentlich auf den Umsatzanstieg im Segment Errichtung (+40% J/J) zurückzuführen. Auch der Umsatz im Bereich Dienstleistungen (in 2017 noch ganz wesentlich Betriebsführung) ist mit +35% auf €8,3 Mio. kräftig gewachsen. ABO Wind hat die Kapazität des in der Betriebsführung befindlichen Windparkportfolios deutlich von 1.032 MW auf 1.221 MW ausgebaut (+18% J/J). Dazu trugen die Länder Deutschland und Finnland ganz wesentlich bei. Außerdem hat ABO Wind fünf kleinere Solaranlagen in die Betreuung aufgenommen. Während sich die Dienstleistungstätigkeit in 2016 hauptsächlich auf die Betriebsführung beschränkte, wurde dieser Bereich in 2017 um die Bereiche EPC-Geschäft und Portfolio- und Projektrechtemanagement erweitert. Im EPC-Geschäft arbeitet ABO Wind an EPC-Aufträgen für Windparks mit einer Leistung von 388 MW in Argentinien. Im Portfolio- und Projektrechtemanagement arbeitet das Unternehmen für die Erwerber der veräußerten Projekte als Dienstleister an der Einholung ausstehender Rechte und Verträge. Das Segment Sonstiges ist im Segment Dienstleistungen aufgegangen.

#### Abbildung 2: Umsatzentwicklung nach Segmenten

Segmentumsatz in € Mio.	2017A	2016A	Delta
Errichtung	110,9	79,4	40%
Planungsleistung & Rechteverkauf	27,6	36,8	-25%
Dienstleistungen	8,3	6,1	35%
<b>Umsatz insgesamt</b>	<b>146,8</b>	<b>122,3</b>	<b>20%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Internationales Geschäft erstmals bedeutsamer als Heimatmarkt** ABO Wind erwirtschaftete fast 56% des Umsatzes in ausländischen Märkten. Stärkster Auslandsmarkt war Finnland mit einem Anteil am Gesamtumsatz von fast 35%, gefolgt von Frankreich mit 14% und Großbritannien mit knapp 3%. Insgesamt trugen acht Ländermärkte zum Umsatz bei (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).

**Abbildung 3: Umsatzverteilung nach Ländern in 2017**

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Bilanz nochmals verbessert** Das Eigenkapital ist hauptsächlich durch den hohen Nettogewinn um 19% auf €79,6 Mio. gestiegen (vgl. Abbildung 4). Aufgrund der Ausweitung der Bilanz um ebenfalls 19% auf €174 Mio. blieb die Eigenkapitalquote auf hohem Niveau weitgehend konstant und lag bei knapp 46%. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten erhöhten sich von €33,3 Mio. auf €38,5 Mio. Die größte Änderung auf der Aktivseite war die Erhöhung der liquiden Mittel. Diese stiegen von €3,8 Mio. auf €32,3 Mio. Damit sank die Nettoverschuldung von €29,5 Mio. auf €6,2 Mio. Mit der starken Eigenkapitalposition und der deutlich verringerten Nettoverschuldung sowie den zusätzlichen Mitteln aus der noch laufenden Begebung der Wandelanleihe (max. €15 Mio.) ist das Unternehmen bilanziell hervorragend aufgestellt, um die internationale Expansion weiter voranzutreiben.

**Abbildung 4: Bilanz, ausgewählte Positionen**

in € Mio.	2017A	2016A	Delta
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>0%</b>
Vorräte	48,8	45,9	6%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	24,4	17,3	41%
Sonstige Forderungen inkl. Ford. geg. verb. Unt.	35,6	54,5	-35%
Wertpapiere	12,5	7,3	72%
Liquide Mittel	32,3	3,8	752%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>161,6</b>	<b>134,3</b>	<b>20%</b>
Eigenkapital	79,6	66,7	19%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>45,7%</i>	<i>45,5%</i>	<i>+0,2 PP</i>
Mezzanine Kapital	14,4	14,5	-1%
Rückstellungen	23,9	16,2	48%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	37,4	28,9	29%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	1,1	4,3	-74%
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	38,5	33,3	16%
Nettoverschuldung	6,2	29,5	-79%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>7,8%</i>	<i>44,2%</i>	<i>-36,4 PP</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	9,9	6,9	44%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>173,9</b>	<b>146,6</b>	<b>19%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG



**Sehr hoher freier Cashflow** Der operative Cashflow betrug €31,4 Mio. Die Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände beliefen sich auf lediglich €1,5 Mio. Damit lag der freie Cashflow bei €29,9 Mio. Der Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit betrug €1,5 Mio. Insgesamt ergab sich ein Nettocashflow von €28,4 Mio.

#### **Erfolgreich in den ersten beiden deutschen Onshore-Wind-Ausschreibungen in 2018**

In den ersten beiden Ausschreibungsrunden für Onshore-Wind in Deutschland im Jahr 2018 hat ABO Wind insgesamt drei Zuschläge für Windprojekte mit einem Gesamtvolumen von schätzungsweise 27 MW erhalten. Trotzdem dürfte das laufende Jahr in Deutschland eher moderat verlaufen, da das Unternehmen unter dem verfehlten – und inzwischen geänderten – Design der Ausschreibungen in 2017 gelitten hat. So hat letztes Jahr kein ABO-Wind-Projekt den Zuschlag erhalten, da fast alle Projekte an Bürgerenergiegesellschaften vergeben wurden, die im Gegensatz zu anderen Ausschreibungsteilnehmern auch mit nicht genehmigten Projekten an den Ausschreibungen teilnehmen durften.

#### **Expansion des internationalen Geschäfts inklusive Solar läuft auf vollen Touren**

Mit der Erhöhung der Zahl der festen Mitarbeiter von 406 auf 495 in den Bereichen internationale Projektentwicklung und Solar hat ABO Wind die Grundlage für weiteres Wachstum in den nächsten Jahren gelegt. Dies hat bereits zur Erschließung neuer Ländermärkte und zu ersten Projekterfolgen im Solarbereich geführt. Die starke Kostendegression von Photovoltaik in den letzten Jahren hat Solarstrom in vielen Ländern wettbewerbsfähig gemacht. ABO Wind wird zukünftig verstärkt PV-Projekte entwickeln und nutzt dazu sonnenreiche Länder wie Frankreich, Spanien und Argentinien, in denen das Unternehmen bereits im Windbereich erfolgreich tätig ist.

Insgesamt plant ABO Wind Projekte in 16 Ländern auf fünf Kontinenten. Jüngst sind in den Ländern Kolumbien, Südafrika und Tunesien Aktivitäten gestartet worden. Die globale Projektpipeline beträgt inzwischen ca. 4.000 MW, davon mehr als die Hälfte im konkreten Planungsstadium. Zum Jahresende 2017 waren Windprojekte mit einer Gesamtkapazität von 2.600 MW in der Planung. Der Solarbereich verfügte bereits über eine 340 MW starke Pipeline. Mit der zunehmenden Internationalisierung dürfte die Gewinngenerierung weiter diversifiziert werden. Die zunehmende Unabhängigkeit von einzelnen Märkten senkt das Risiko, von regulatorischen Änderungen in einem Markt stark beeinträchtigt zu werden.

**Stark in der Projektakquisition** In 2017 wurden insgesamt 870 MW (2016: 730 MW, +19% J/J) im Windbereich und 340 MW im neu aufgebauten Solarbereich akquiriert. Im ersten Quartal 2018 hat ABO Wind die Schlagzahl noch einmal erhöht und technologieübergreifend ca. 635 MW akquiriert, davon 210 MW in Europa. Wir sehen in diesen Zahlen eine sehr gute Grundlage für zukünftiges Wachstum. Die Erfahrung zeigt zwar, dass nicht jedes akquirierte Projekt erfolgreich umgesetzt werden kann, und die Risiken in neuen Märkten sind sicherlich anfangs höher als im Heimatmarkt, aber ABO Wind hat bereits viel Erfahrung in verschiedenen ausländischen Märkten gesammelt, daher sind wir optimistisch, dass das Unternehmen auch in den neuen Märkten erfolgreich sein wird.

#### **82 MW zum Jahreswechsel in der Errichtungsphase**

Insgesamt fünf Windprojekte in Deutschland, Frankreich, Finnland und Irland befanden sich zu Jahresbeginn in der Errichtung. Im ersten Quartal wurde die Projektentwicklung für zwei deutsche Windparks (29 MW) erfolgreich abgeschlossen.

#### **Erneut hohe Dividendenausschüttung**

Der Hauptversammlung wird eine Dividende von €0,40 pro Aktie vorgeschlagen. Nachdem ABO Wind in 2017 zusätzlich zur normalen Dividende von €0,30 eine Jubiläumsdividende von €0,20 und damit insgesamt €0,50 pro Aktie ausgeschüttet hat, entspricht die Dividende von €0,40 grob der Dividendenpolitik der letzten Jahre, in denen mindestens 20% des Jahresgewinns ausgeschüttet wurden. Die Dividendenrendite liegt bei ca. 3%.



**Guidance für 2018E lässt erneut ein sehr profitables Geschäftsjahr erwarten** Das Unternehmen geht von einem Nettoergebnis aus, das im Mittel der Nettoergebnisse der letzten vier Jahre, also bei €11,7 Mio. liegt. Dies zeigt, dass ABO Wind auch jenseits der beiden Ausnahmejahre 2016 & 2017 sehr profitabel bleiben sollte. Wir gehen für das laufende Jahr von einer Nettomarge von 8,4% aus.

**Schätzungen marginal erhöht** Wir haben unsere Prognosen auf der Basis der veröffentlichten Zahlen für 2017 überarbeitet. Beim Nettoergebnis gehen wir für 2018E weiterhin von €11,3 Mio. aus. Die internationale Expansion im Windbereich und das verstärkte Solargeschäft sollten in den nächsten Jahren zu einem kräftigen Umsatzwachstum führen (2019E: +16% J/J, 2020E: + 12% J/J). Auch beim Nettoergebnis gehen wir ab 2019 wieder von steigenden Werten aus (2019E: +7% J/J, 2020E: +13% J/J).

#### Abbildung 5: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2018E			2019E			2020E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	134,01	134,01	0,0%	155,08	155,08	0,0%	173,25	173,25	0,0%
EBIT	18,02	17,27	-4,1%	19,01	19,01	0,0%	21,23	21,50	1,3%
Marge	13,4%	12,9%		12,3%	12,3%		12,3%	12,4%	
Jahresübers.	11,28	11,29	0,1%	11,93	12,09	1,3%	13,61	13,66	0,3%
Marge	8,4%	8,4%		7,7%	7,8%		7,9%	7,9%	
EPS (verwässert) in €	1,48	1,48	0,1%	1,53	1,55	1,3%	1,57	1,58	0,3%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Kaufempfehlung bei unverändertem Kursziel bestätigt** Mit einem 2018E EV/EBIT von 6 bleibt ABO Wind attraktiv bewertet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €20,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Kurspotenzial: 50%.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR								
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>134.010</b>	<b>155.080</b>	<b>173.252</b>	<b>184.687</b>	<b>196.104</b>	<b>207.406</b>	<b>218.493</b>	<b>229.259</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>12.883</b>	<b>13.834</b>	<b>15.651</b>	<b>15.403</b>	<b>16.091</b>	<b>16.758</b>	<b>17.502</b>	<b>18.144</b>
+ Abschreibungen	1.471	1.703	1.997	2.287	2.593	2.863	3.105	3.324
= Operativer Cashflow (netto)	14.354	15.536	17.648	17.691	18.685	19.621	20.607	21.467
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	1.468	-15.791	-12.331	-9.228	-8.889	-9.002	-9.059	-9.056
Capex	-2.238	-2.636	-2.945	-3.140	-3.298	-3.450	-3.595	-3.731
Working Capital	3.706	-13.155	-9.385	-6.088	-5.590	-5.552	-5.464	-5.325
= Freier Cashflow (FCF)	15.823	-255	5.317	8.463	9.796	10.619	11.548	12.412
<b>GW der FCFs</b>	<b>15.109</b>	<b>-225</b>	<b>4.338</b>	<b>6.382</b>	<b>6.830</b>	<b>6.844</b>	<b>6.879</b>	<b>6.835</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	95.253
GWs der FCFs in der Terminalperiode	81.096
Unternehmenswert (EV)	176.349
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-6.200
+ Investitionen / Anteile Dritter	42
Shareholder Value	170.191
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.528
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>19,96</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	12,5%								
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,5%	5,2%	34,36	36,03	38,16	40,97	44,81	50,43	59,40
Normaler Steuersatz	30,0%	6,2%	27,38	28,24	29,28	30,58	32,23	34,40	37,37
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%	7,2%	22,56	23,02	23,57	24,23	25,03	26,02	27,27
EK-Anteil	50,0%	8,2%	19,04	19,30	19,61	19,96	20,37	20,86	21,45
FK-Anteil	50,0%	9,2%	16,38	16,53	16,70	16,89	17,11	17,36	17,66
		10,2%	14,30	14,39	14,48	14,58	14,70	14,83	14,99
<b>Kursziel in €</b>	<b>20,00</b>	11,2%	12,64	12,69	12,74	12,79	12,85	12,92	13,00

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2025 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2032



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Umsatz</b>	<b>97.826</b>	<b>80.220</b>	<b>122.292</b>	<b>146.786</b>	<b>134.010</b>	<b>155.080</b>	<b>173.252</b>
Bestandsveränderungen	9.782	20.906	22.320	29.468	26.132	27.449	30.319
<b>Gesamtleistung</b>	<b>107.608</b>	<b>101.126</b>	<b>144.612</b>	<b>176.254</b>	<b>160.142</b>	<b>182.529</b>	<b>203.571</b>
Herstellungskosten	60.758	50.029	76.198	99.298	88.447	104.524	118.678
<b>Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)</b>	<b>37.068</b>	<b>30.191</b>	<b>46.094</b>	<b>47.488</b>	<b>45.563</b>	<b>50.556</b>	<b>54.574</b>
Personalkosten	20.472	23.463	27.095	32.039	33.920	36.070	37.800
Sonstige betriebliche Erträge	1.553	1.686	2.495	3.750	2.300	2.636	2.945
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7.720	9.209	9.392	10.926	10.230	12.200	14.300
<b>EBITDA</b>	<b>20.211</b>	<b>20.111</b>	<b>34.421</b>	<b>37.741</b>	<b>29.845</b>	<b>32.372</b>	<b>35.739</b>
Abschreibungen & Amortisation AV	1.146	1.438	1.575	1.449	1.471	1.703	1.997
Abschreibungen UV	8.795	4.521	8.957	11.328	11.100	11.655	12.238
<b>EBIT</b>	<b>10.270</b>	<b>14.152</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>17.274</b>	<b>19.014</b>	<b>21.504</b>
Nettofinanzergebnis	-2.009	-2.767	-1.535	-1.489	-1.591	-1.746	-1.993
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>8.261</b>	<b>11.386</b>	<b>22.354</b>	<b>23.475</b>	<b>15.683</b>	<b>17.268</b>	<b>19.511</b>
Steuern	3.010	3.613	5.810	6.455	4.391	5.180	5.853
Minderheitsbeteiligungen	0	0	-24	-9	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>5.251</b>	<b>7.773</b>	<b>16.519</b>	<b>17.011</b>	<b>11.292</b>	<b>12.087</b>	<b>13.658</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,69</b>	<b>1,02</b>	<b>2,16</b>	<b>2,22</b>	<b>1,48</b>	<b>1,55</b>	<b>1,58</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge auf Gesamtleistung	34,4%	29,9%	31,9%	26,9%	28,5%	27,7%	26,8%
Bruttomarge auf Umsatz	37,9%	37,6%	37,7%	32,4%	34,0%	32,6%	31,5%
EBITDA-Marge	20,7%	25,1%	28,1%	25,7%	22,3%	20,9%	20,6%
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	17,0%	12,9%	12,3%	12,4%
Nettomarge	5,4%	9,7%	13,5%	11,6%	8,4%	7,8%	7,9%
Steuersatz	36,4%	31,7%	26,0%	27,5%	28,0%	30,0%	30,0%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>							
Personalkosten	20,9%	29,2%	22,2%	21,8%	25,3%	23,3%	21,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	11,5%	7,7%	7,4%	7,6%	7,9%	8,3%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,2%	1,8%	1,3%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
Abschreibungen UV	9,0%	5,6%	7,3%	7,7%	8,3%	7,5%	7,1%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	n.a.	-18,0%	52,4%	20,0%	-8,7%	15,7%	11,7%
Operatives Ergebnis	n.a.	37,8%	68,8%	4,5%	-30,8%	10,1%	13,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	48,0%	112,5%	3,0%	-33,6%	7,0%	13,0%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>103.068</b>	<b>115.738</b>	<b>136.074</b>	<b>163.462</b>	<b>185.371</b>	<b>204.773</b>	<b>228.496</b>
Liquide Mittel	9.498	9.505	3.797	32.335	59.383	64.089	77.069
Wertpapiere	12.570	14.656	7.270	12.500	12.500	12.500	12.500
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.499	10.317	17.278	24.387	22.029	25.493	28.480
Vorräte	25.384	36.443	45.883	48.822	46.041	57.273	65.029
Sonstige Forderungen	49.117	44.817	61.847	45.418	45.418	45.418	45.418
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>8.933</b>	<b>9.666</b>	<b>10.478</b>	<b>10.487</b>	<b>11.254</b>	<b>12.187</b>	<b>13.135</b>
Sachanlagen	3.846	4.201	4.782	4.627	5.342	6.172	7.043
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	383	326	273	293	345	448	526
Finanzanlagen	4.704	5.139	5.424	5.567	5.567	5.567	5.567
Sonstige	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>112.001</b>	<b>125.404</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>196.625</b>	<b>216.960</b>	<b>241.631</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>39.115</b>	<b>30.551</b>	<b>36.271</b>	<b>42.615</b>	<b>41.293</b>	<b>61.884</b>	<b>57.370</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.281	2.000	4.346	1.125	2.000	21.000	14.447
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.196	6.234	6.864	9.914	8.481	10.023	11.380
Rückstellungen (kurzfristig)	18.876	11.476	16.151	23.881	23.881	23.881	23.881
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.762	10.841	8.909	7.695	6.930	6.980	7.663
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>26.964</b>	<b>42.863</b>	<b>43.544</b>	<b>51.780</b>	<b>66.780</b>	<b>41.780</b>	<b>60.333</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.011	29.010	28.937	37.410	52.410	27.410	45.963
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	15.953	13.853	14.606	14.370	14.370	14.370	14.370
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>45.922</b>	<b>51.990</b>	<b>66.706</b>	<b>79.512</b>	<b>88.510</b>	<b>113.254</b>	<b>123.885</b>
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646	8.646	8.646
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542	27.542	27.542
Gewinnrücklagen	24.760	30.865	45.529	58.553	67.551	77.295	87.926
<b>Passiva</b>	<b>112.001</b>	<b>125.404</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>196.625</b>	<b>216.960</b>	<b>241.631</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	2,63	3,79	3,75	3,84	4,49	3,31	3,98
Quick ratio (x)	1,99	2,60	2,49	2,69	3,37	2,38	2,85
Nettoverbindlichkeiten	5.794	21.505	29.486	6.200	-4.973	-15.679	-16.659
Net Gearing	12,6%	41,4%	44,2%	7,8%	-5,6%	-13,8%	-13,4%
Buchwert je Aktie (in €)	6,01	6,80	8,72	10,40	11,58	14,50	14,33
Return on Equity (ROE)	11,4%	14,9%	24,8%	21,4%	12,8%	10,7%	11,0%
Return on Assets (ROA)	6,6%	7,8%	12,5%	10,8%	6,7%	6,5%	6,6%
Return on Investment (ROI)	4,7%	6,2%	11,3%	9,8%	5,7%	5,6%	5,7%
Return on average capital employed (ROCE)	18,4%	22,1%	27,1%	26,1%	20,0%	20,6%	20,6%
Forderungsumschlag in Tagen	24,2	46,9	51,6	60,6	60,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	152,5	265,9	219,8	179,5	190,0	200,0	200,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	19,2	45,5	32,9	36,4	35,0	35,0	35,0





## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>10.270</b>	<b>14.152</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>17.274</b>	<b>19.014</b>	<b>21.504</b>
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.146	1.438	1.575	1.449	1.471	1.703	1.997
<b>EBITDA</b>	<b>11.416</b>	<b>15.590</b>	<b>25.464</b>	<b>26.413</b>	<b>18.745</b>	<b>20.717</b>	<b>23.501</b>
Veränderungen Working Capital	-20.327	-9.045	-27.327	2.817	3.706	-13.155	-9.385
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	3.498	-11.805	-1.527	2.216	-4.391	-5.180	-5.853
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-5.413</b>	<b>-5.260</b>	<b>-3.390</b>	<b>31.446</b>	<b>18.061</b>	<b>2.382</b>	<b>8.262</b>
Investitionen in Sachanlagen	-1.671	-1.949	-2.279	-1.257	-2.010	-2.326	-2.599
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-292	-164	-145	-213	-228	-310	-347
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-7.376</b>	<b>-7.373</b>	<b>-5.814</b>	<b>29.976</b>	<b>15.823</b>	<b>-255</b>	<b>5.317</b>
Akquisitionen und Verkäufe	141	265	340	169	0	0	0
Andere Investitionen	-558	-551	-377	4	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2.380</b>	<b>-2.399</b>	<b>-2.461</b>	<b>-1.297</b>	<b>-2.238</b>	<b>-2.636</b>	<b>-2.945</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.517	11.639	2.069	4.130	15.875	-6.000	12.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0	15.000	0
Gezahlte Dividenden	-1.529	-1.682	-1.911	-3.823	-3.058	-2.294	-2.344
Sonstige Finanzierung	0	-2.305	-1.766	-1.816	-1.591	-1.746	-1.993
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>988</b>	<b>7.652</b>	<b>-1.609</b>	<b>-1.508</b>	<b>11.226</b>	<b>4.960</b>	<b>7.663</b>
FOREX & sonstige Effekte	-4	15	-16	-103	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-6.809</b>	<b>7</b>	<b>-7.475</b>	<b>28.538</b>	<b>27.048</b>	<b>4.705</b>	<b>12.980</b>
Cash am Anfang der Periode	16.307	9.498	9.505	3.797	32.335	59.383	64.089
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>9.498</b>	<b>9.505</b>	<b>2.030</b>	<b>32.335</b>	<b>59.383</b>	<b>64.089</b>	<b>77.069</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>2,64</b>	<b>2,63</b>	<b>4,50</b>	<b>4,94</b>	<b>3,90</b>	<b>4,14</b>	<b>4,13</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Operativer Cashflow	n.a.	-2,8%	-35,6%	-1027,7%	-42,6%	-86,8%	246,9%
Freier Cashflow	n.a.	0,0%	-21,1%	-615,6%	-47,2%	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-55,8%	54,5%
EBITDA je Aktie	n.a.	-0,5%	71,2%	9,6%	-20,9%	6,2%	-0,2%

\* In der Cashflowrechnung sind die Abschreibungen auf das Umlaufvermögen in "Veränderungen Working Capital" verbucht.

**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...4	↓	↓	↓	↓
5	12. Juli 2017	€ 12,45	BUY	€ 16,40
6	6. Oktober 2017	€ 12,60	BUY	€ 16,40
7	25. April 2018	€ 12,10	BUY	€ 20,00
8	Today	€ 13,30	BUY	€ 20,00

**Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:**

**First Berlin Equity Research GmbH**

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 85 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com  
www.firstberlin.com

**Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey**

**Copyright© 2018 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

**ANGABEN GEM. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**INTERESSENKONFLIKTE**

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR**

## **FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014**

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

### **STICHTAGE VON KURSEN**

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

### **ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

### **ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

#### **ANLAGEEMPFEHLUNG**

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

**STRONG BUY:** erwartete positive Kursentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

**BUY:** erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

**ADD:** erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

**REDUCE:** erwartete negative Kursentwicklung zwischen 0 % und -15 %

**SELL:** erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

#### **RISIKOBEWERTUNG**

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

### **ANLAGEHORIZONT**

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

### **AKTUALISIERUNG**

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

### **ÄNDERUNGSVORBEHALT**

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

#### **Die gesetzlich erforderlichen Angaben über**

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

**AUFSICHTSBEHÖRDE:** Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

## **HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)**

### **ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONSQUELLEN**

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

### **ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN**

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität,

Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

#### **INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN**

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelcher vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

**Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.**