

# ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech  
 Börse Hamburg  
 Bloomberg: AB9 GR  
 ISIN: DE0005760029

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 20,00

39,9%  
 High

## VERKAUF EINES GROßEN PORTFOLIOS BRINGT VISIBILITÄT

ABO Wind hat ein 182 MW-Portfolio von in der Entwicklung befindlichen Windparks an Trianel verkauft. Die Partner werden die 11 Windparks gemeinsam entwickeln. Der Verkauf bringt ABO Wind eine erfreuliche Risikoteilung und frühe Mittelrückflüsse. Außerdem wurden die Verträge der Vorstände verlängert und mit Dr. Karsten Schlageter ein viertes Mitglied in den Vorstand berufen. Mit der Erweiterung des Vorstands trägt das Unternehmen der steigenden Komplexität des Geschäftsmodells (Internationalisierung, Expansion in den Solarbereich) Rechnung. Die Ernennung von Herrn Höllinger zum Vorstandsvorsitzenden und die Verlängerung der Vorstandsverträge von Herrn Ahn und Herrn Bockholt sorgen für Klarheit und Kontinuität in der Führungsetage. Wir sehen ABO Wind sehr gut gerüstet, die Unternehmensstrategie erfolgreich umzusetzen und bestätigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €20,00.

**Portfolio-Verkauf bringt Risikoteilung und frühere Rückflüsse** Der frühzeitige Verkauf eines großen Portfolios von deutschlandweit gestreuten und noch in der Entwicklung befindlichen Windparks bringt ABO Wind mehrere Vorteile: Das Unternehmen teilt das Entwicklungsrisiko mit Trianel. Der Verkauf eines großen Portfolios ist normalerweise mit einem Preisaufschlag verbunden, da große Portfolios selten angeboten werden, die Transaktionskosten für den Käufer geringer sind als beim Erwerb vieler einzelner Parks und die höhere Risikodiversifikation des Portfolios die Erträge stabilisiert. Weiterhin gehen wir davon aus, dass ABO Wind von Trianel eine anfängliche Kaufpreiszahlung und weitere Meilensteinzahlungen und damit deutlich früher Mittelrückflüsse erhält, als bei alleiniger Windparkentwicklung. Bis 2020 soll ein Großteil des Portfolios in den Bau überführt worden sein. ABO Wind hat mit dem Portfolio rund ein Fünftel der aktuell in Planung befindlichen deutschen Windparks veräußert. Insgesamt arbeitet der Projektentwickler derzeit deutschlandweit an rund 900 MW Windkraft.

(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: 15. Aug 2018

Schlusskurs	€ 14,30
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 109,33 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 10,71 / 14,60
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.115

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	6,4	9,7	9,0
EV/Sales	0,8	0,9	0,7
EV/EBIT	4,6	6,7	6,1
Div.-Rendite	2,8%	2,1%	2,1%

## 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%



**Trianel ein starker und verlässlicher Partner** Unter dem Dach der Trianel Erneuerbare Energien (TEE) engagieren sich 38 Stadtwerke und die Trianel GmbH für den Ausbau der erneuerbaren Energien. Gemeinsam investieren sie rund eine halbe Milliarde Euro in den Auf- und Ausbau des eigenen Erneuerbaren-Portfolios mit Windkraftanlagen und PV-Freiflächenanlagen in ganz Deutschland. Die Trianel GmbH wurde 1999 mit dem Ziel gegründet, die Interessen von Stadtwerken und kommunalen Energieversorgern zu bündeln und deren Unabhängigkeit und Wettbewerbsfähigkeit im Energiemarkt zu stärken. Trianel hat mittlerweile über 100 Gesellschafter und Partner aus dem kommunalen Bereich, die zusammen über sechs Mio. Menschen in Deutschland, den Niederlanden, Österreich und der Schweiz versorgen. ABO Wind und Trianel kooperieren schon länger: Bereits in 2016 hat TEE zwei Windparks mit zusammen rund 50 MW Leistung erworben.

**Technische Betriebsführung bleibt bei ABO Wind** ABO Wind übernimmt die spätere technische Betriebsführung der fertig gestellten Windprojekte und sichert sich damit langfristig einen kontinuierlichen Ertragsfluss.

**Vorstand verstärkt** Ab 1. Oktober wird Dr. Karsten Schlageter viertes Vorstandsmitglied. Herr Schlageter ist seit fünf Jahren als Bereichsleiter für die internationale Geschäftsentwicklung von ABO Wind zuständig. Unter der Leitung des 44-jährigen Wirtschaftsingenieurs hat das Unternehmen mit der Projektierung von Wind- und Solarparks in neuen Ländern wie Kanada, Südafrika, Griechenland oder dem Iran begonnen und Tochtergesellschaften sowie Niederlassungen gegründet. Zudem gelangen unter seiner Verantwortung mehrere Projektverkäufe in Spanien.

Andreas Höllinger, der seit 2010 im Vorstand tätig ist, übernimmt den Vorstandsvorsitz. Er verantwortete in den vergangenen Jahren bei ABO Wind insbesondere das erfolgreiche Engagement in Frankreich, Finnland sowie Argentinien.

Mit Matthias Bockholt und Dr. Jochen Ahn hat der Aufsichtsrat neue langfristige Vorstandsverträge abgeschlossen. Beide prägen als Vorstände, Gründer und Haupteigentümer die Entwicklung der ABO Wind AG maßgeblich. Von Ihnen ging auch die Initiative zur Beförderung von Andreas Höllinger und Dr. Karsten Schlageter aus.

Wir halten die Erweiterung des Vorstandes angesichts der Internationalisierungsstrategie des Konzerns und der Expansion in den PV-Bereich für die richtige Antwort auf die zunehmende Komplexität des Geschäftsmodells.

**Zufriedene Aktionäre auf der Hauptversammlung** Die ordentliche Hauptversammlung am 9. August hat alle Beschlüsse mit Mehrheiten jenseits von 90% der Stimmen gefasst. Die positive Sicht der Aktionäre auf die Unternehmensentwicklung spiegelte sich nicht nur in den hohen Zustimmungswerten, sondern auch in den Wortbeiträgen mehrerer Redner wider. Neu in den Aufsichtsrat wurde Dr. Uwe Leprich gewählt, der dem altersbedingt ausscheidenden Dr. Joachim Nitsch nachfolgt. Mit Professor Dr. Leprich gewinnt ABO Wind erneut einen für die erneuerbaren Energien sehr bedeutsamen Wissenschaftler als Aufsichtsratsmitglied. Dr. Leprich gehörte dem Gremium bereits zwischen 2000 und 2016 an. Während seiner zweijährigen Abordnung an das Umweltbundesamt, wo er bis März 2018 die Abteilung Klimaschutz und Energie leitete, stand Dr. Leprich nicht für Mandate in privaten Unternehmen zur Verfügung. Nun ist er als Professor mit den Schwerpunkten Wirtschaftspolitik und Energiewirtschaft an die Hochschule für Technik und Wirtschaft des Saarlands zurückgekehrt.

**Schätzungen für 2018E bestätigt** Wir sehen ABO Wind nach dem Portfolio-Verkauf auf gutem Wege, unsere Schätzungen für das Gesamtjahr zu erreichen. Die Halbjahreszahlen im September sollten die positive Entwicklung bestätigen.

**Kaufempfehlung bestätigt bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €20,00. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## 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	-9.035	-9.166	-9.239	-9.251
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	-5.737	-5.715	-5.644	-5.521
= Freier Cashflow (FCF)	15.823	-255	5.317	8.463	9.649	10.455	11.369	12.216
<b>GW der FCFs</b>	<b>15.358</b>	<b>-228</b>	<b>4.409</b>	<b>6.488</b>	<b>6.838</b>	<b>6.850</b>	<b>6.884</b>	<b>6.838</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	95.709
GWs der FCFs in der Terminalperiode	81.066
Unternehmenswert (EV)	176.775
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-6.200
+ Investitionen / Anteile Dritter	42
Shareholder Value	170.617
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.543
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>19,97</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
8,2%	Eigenkapitalkosten							
12,5%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)							
5,5%	Normaler Steuersatz							
30,0%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)							
3,9%	EK-Anteil							
50,0%	FK-Anteil							
50,0%								
	<b>Kursziel in €</b>							
		11,2%	12,80	12,83	12,86	12,90	12,93	12,98
		5,2%	34,42	36,01	38,04	40,70	44,36	49,70
		6,2%	27,47	28,27	29,25	30,46	31,99	34,01
		7,2%	22,67	23,09	23,59	24,19	24,91	25,81
		8,2%	19,17	19,40	19,67	19,97	20,33	20,76
		9,2%	16,52	16,65	16,78	16,94	17,12	17,33
		10,2%	14,46	14,52	14,59	14,67	14,75	14,86
		11,2%	12,80	12,83	12,86	12,90	12,93	12,98

\* 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><u>Vermögen</u></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><u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u></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><u>Kennzahlen</u></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.	n.m.	n.m.	n.m.	-42,6%	-86,8%	246,9%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	-47,2%	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	n.a.	674,5%	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...5	↓	↓	↓	↓
6	6. Oktober 2017	€ 12,60	BUY	€ 16,40
7	25. April 2018	€ 12,10	BUY	€ 20,00
8	4. Juni 2018	€ 13,30	BUY	€ 20,00
9	Today	€ 14,30	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 (FinAnlV). 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:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

<sup>1</sup> Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

#### 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 INFORMATIONQUELLEN

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 irgendwelche 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.**