

ABO Wind AG

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 21,50

45,3%
 High

WEITERE ERFOLGE IM AUSLAND – KURSZIEL ERHÖHT

Bereits im Januar wartete ABO Wind mit zwei Erfolgsmeldungen auf. Zum einen hat das Unternehmen ein zweites französisches Windparkportfolio mit einer Gesamtkapazität von 116,5 MW an den tschechischen Versorger CEZ veräußert. Zum anderen hat ABO Wind die Genehmigung zum Bau eines Windparks (30 MW) in Tunesien erhalten. Damit setzt das Unternehmen seine erfolgreiche Geschäftstätigkeit im Ausland nahtlos fort. Im Dezember hatte ABO Wind den Verkauf von Projekt- (70 MW) und Optionsrechten (67 MW) in Spanien und den Verkauf von Optionsrechten für drei große Windparks (insgesamt 330 MW) in Argentinien gemeldet. Am 20. Februar teilte ABO Wind mit, dass in den letzten Monaten Wandelanleihen im Gesamtwert von €11,5 Mio. gezeichnet wurden. Wir erhöhen unsere Schätzungen für 2018E und 2019E. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €21,50 (bisher: €20,50). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Verkauf eines großen Portfolios in Frankreich Das Portfolio hat eine Gesamtkapazität von 116,5 MW und besteht aus acht Windparks in verschiedenen Planungsstadien. Alle Projekte erhalten noch über Marktprämien eine inflationsindexierte Einspeisevergütung von ca. 80 €/MWh über 15 Jahre gemäß dem bis 2016 gültigen Tarifsystem. Käufer ist erneut der tschechische Versorger CEZ, der bereits 2017 ein französisches Windkraftportfolio von ABO Wind erworben hat. ABO Wind wird die Projekte in den nächsten Jahren ans Netz bringen und danach die Betriebsführung übernehmen. Neben dem Verkaufspreis für die Projektrechte erhält ABO Wind Meilensteinzahlungen, die vom Planungsfortschritt der Projekte abhängen. Der Verkauf ist ein weiterer großer Erfolg der französischen Tochter ABO Wind SARL, die in vier Büros in Toulouse, Orléans, Nantes und Lyon knapp 80 Mitarbeiter beschäftigt. ABO Wind hat in Frankreich bereits fast 300 Megawatt Windkraft ans Netz gebracht und arbeitet an Wind- und Solarprojekten mit einer Gesamtleistung von ca. 900 MW.

(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	18,96	20,87	21,50
EBIT-Marge	17,6%	19,5%	17,0%	14,2%	13,5%	12,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	7,77	16,52	17,01	12,50	13,40	13,85
EPS (verwässert) (€)	1,02	2,16	2,22	1,63	1,72	1,65
DPS (€)	0,25	0,50	0,40	0,30	0,30	0,35
FCF (€ Mio.)	-7,37	-5,81	29,98	17,76	1,17	4,39
Nettoverschuldungsgrad	41,4%	44,2%	7,8%	-7,7%	-13,8%	-12,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,51	3,80	32,34	61,81	62,95	64,29

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: 19. Feb 2019

Schlusskurs	€ 14,80
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 113,16 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 11,80 / 14,80
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.028

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	6,7	9,1	8,4
EV/Sales	0,8	0,9	0,8
EV/EBIT	4,8	6,3	5,7
Div.-Rendite	2,7%	2,0%	2,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2018

Liquide Mittel	€ 21,81 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 157,15 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,30 Mio.
Bilanzsumme	€ 172,99 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 15,51 Mio.
Eigenkapital	€ 84,83 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



Erste Windparkgenehmigung in Tunesien Die Baugenehmigung für den 30 MW Windpark ist der erste große Erfolg des Unternehmens in Afrika. Der Windpark wird über einen Stromliefervertrag mit dem staatlichen Energieversorger über 20 Jahre eine feste Vergütung erhalten. Die Inbetriebnahme erwartet ABO Wind erst für 2021, da die Prozesse (Windmessung, Finanzierung, Bau) in diesem jungen Markt noch längere Zeiträume beanspruchen. Erst im Herbst 2018 hatte ABO Wind ein Planungsbüro in Tunis eröffnet und entwickelt derzeit sechs tunesische Wind- und Solarprojekte. Das Unternehmen erwartet noch in diesem Jahr weitere Genehmigungen und Stromliefervertragsabschlüsse.

45 MW Solarprojekte in Griechenland Im Dezember 2018 meldete ABO Wind den erfolgreichen Einstieg in den griechischen Solarmarkt. Bereits im Sommer hatte ABO Wind bei einer Ausschreibung der griechischen Energieregulierungsbehörde RAE den Zuschlag für fünf baureife Photovoltaik-Projekte mit insgesamt 45 MW erhalten, deren Bau 2019 abgeschlossen werden soll. Der gesicherte Tarif für die Projekte lag bei knapp 6,3 €Ct/kWh. In der Kategorie „Solarprojekte mit mindestens einem MW Leistung“ wurden 53 MW ausgeschrieben. Damit hat ABO Wind sich in dieser Kategorie 85% des Tendervolumens gesichert. Der Projektentwickler ist seit 2017 in Griechenland aktiv und gründete Anfang 2018 die griechische Tochtergesellschaft ABO Wind Hellas S.A. mit Sitz in Athen.

Verkauf von 70 MW Projektrechten und 67 MW Kaufoptionen in Spanien Ebenfalls im Dezember meldete ABO Wind den Verkauf von Projektrechten für zwei baureife Windparks in Spanien (insgesamt 70 MW). Für zwei weitere Projekte mit insgesamt 67 MW haben Investoren Kaufoptionen erworben. Die potenziellen Käufer der von ABO Wind entwickelten Projekte hatten sich in Ausschreibungen Tarife gesichert. Um in Spanien an einer Tarifausschreibung teilzunehmen, ist es nicht notwendig, bereits Projekte zu besitzen.

Verkauf von Optionsrechten für 330 MW in Argentinien In Argentinien hat ABO Wind zuletzt Optionsrechte für drei große Windprojekte mit insgesamt 330 MW Kapazität verkauft. Die Investoren können damit in den kommenden Ausschreibungsrunden teilnehmen oder Power Purchase Agreements vereinbaren.

Zuschlag für bayrisches Windprojekt in deutscher Februar-Ausschreibung ABO Winds Windprojekt „Erlenbach“ (8 MW) hat in der ersten Onshore-Wind-Ausschreibungsrunde des Jahres 2019 einen Zuschlag erhalten. Da die durchschnittliche Zuschlagshöhe bei 6,11 €Ct/kWh lag, gehen wir davon aus, dass das Projekt eine auskömmliche Förderung erhalten hat.

Wandelanleihenemission erfolgreich abgeschlossen Seit April 2018 haben Investoren die Wandelanleihe (Kupon: 3%, Wandlungspreis: €15,00, Laufzeit: Mai 2020) gezeichnet. Nachdem insgesamt Anleihen im Wert von ca. €11,5 Mio. gezeichnet wurden, hat ABO Wind das Angebot vorzeitig geschlossen. Auch wenn nicht das maximale Volumen von €15 Mio. erreicht wurde, sehen wir die Platzierung als großen Erfolg an. Die eingeworbenen Mittel stehen für die internationale Expansion zur Verfügung.

Deutscher Markt dürfte schwach bleiben Die niedrigen Genehmigungszahlen für Windprojekte an Land dürften auch in 2019E zu einem schwachen Zubau führen. Der Bundesverband Windenergie (BWE) und der VDMA erwarten Neuinstallationen von unter 2,0 GW. Dies wäre noch einmal weniger als der schwache Zubau von 2,4 GW in 2018. Nach einer Analyse der „Fachagentur Windenergie an Land“ liegen die monatlichen Genehmigungsvolumina im Durchschnitt deutlich unter dem Niveau von vor 2017 (ca. 120 MW versus 350 MW in den Jahren 2014-2016). Weniger Genehmigungen haben dazu geführt, dass die letzten drei Ausschreibungen de facto unterzeichnet waren (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Die Schwäche des deutschen Marktes verdeutlicht einmal mehr, wie hilfreich die frühzeitige Internationalisierung des Projektgeschäfts für ABO Wind ist.



Abbildung 1: Ergebnisse der deutschen Onshore-Wind-Ausschreibungen

	Mai-17	Aug 17	Nov 17	Feb 17	Mai-18	Aug 18	Okt-18	Feb 18
Ausgeschriebene Menge (MW)	800	1.000	1.000	700	670	670	670	700
Obergrenze im Netzausbaugebiet (MW)	258	322	431	197	232	314	410	155
Eingereichte Gebote	256	281	210	132	111	91	62	72
Eingereichte Gebotsmenge (MW)	2.137	2.927	2.591	989	604	709	388	499
Zuschläge	70	67	61	83	111	86	57	67
Zuschlagsmenge (MW)	807	1.013	1.000	709	604	667	363	476
Zulässiger Höchstwert (€/kWh)	7,00	7,00	7,00	6,30	6,30	6,30	6,30	6,20
Durchschnittl., mengengewichteter Zuschlagswert (€/kWh)	5,71	4,28	3,82	4,73	5,73	6,16	6,26	6,11
Niedrigster Gebotswert (mit Zuschlag) (€/kWh)	4,20	3,50	2,20	3,80	4,65	4,00	6,12	5,24
Höchster Gebotswert (mit Zuschlag) (€/kWh)	5,78	4,29	3,82	5,28	6,28	6,30	6,30	6,20

Quelle: First Berlin Equity Research, Bundesnetzagentur

Sonderausschreibungen in Deutschland Im Jahr 2018 hatte die deutsche Bundesregierung Sonderausschreibungen beschlossen. Die 4 GW extra werden auf drei Jahre verteilt: 2019: 1,0 GW, 2020: 1,4 GW und 2021: 1,6 GW. Die Sonderausschreibungen kommen zu den normalen Ausschreibungen hinzu (2019: 2,8 GW, 2020 & 2021: jeweils 2,9 GW). Das Gesamtausschreibungsvolumen wird damit im Jahr 2019 3,8 GW, im Jahr 2020 4,3 GW und im Jahr 2021 4,5 GW betragen. Dies sollte dem deutschen Markt einen Schub geben, vorausgesetzt, dass die Genehmigungsverfahren sich wieder beschleunigen und genügend Projekte bezuschlagt werden.

Schätzungen für 2018E und 2019E erhöht Ende November hatte ABO Wind die Guidance für das Nettoergebnis 2018 auf €12,5 Mio. angehoben, sofern im Dezember keine unvorhergesehenen Ereignisse eintreten würden. Da es seitdem keinen negativen Newsflow gab, gehen wir davon aus, dass ABO Wind die €12,5 Mio. mindestens erreicht hat, und erhöhen unsere Schätzung entsprechend. Nach den Erfolgsmeldungen in den letzten beiden Monaten erhöhen wir unsere Nettoergebnisschätzung für 2019E um 11% auf €13,4 Mio. (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: Veränderung 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	18,48	18,96	2,6%	19,01	20,87	9,8%	21,50	21,50	0,0%
Marge	13,8%	14,2%		12,3%	13,5%		12,4%	12,4%	
Jahresübers.	12,16	12,50	2,8%	12,09	13,40	10,8%	13,66	13,85	1,4%
Marge	9,1%	9,3%		7,8%	8,6%		7,9%	8,0%	
EPS (verwässert) in €	1,59	1,63	2,8%	1,55	1,72	11,4%	1,58	1,65	4,2%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €21,50 (bisher: €20,50). Mit einem 2019E KGV von knapp 9 und EV/EBIT von knapp 6 ist die Aktie günstig bewertet. Das Kurspotenzial zu unserem Kursziel liegt bei 45%. Wir empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	134.010	155.080	173.252	184.687	196.104	207.406	218.493	229.259
NOPLAT	14.101	15.133	15.567	15.866	16.551	17.221	17.926	18.520
+ Abschreibungen	1.471	1.703	1.997	2.287	2.593	2.863	3.105	3.324
= Operativer Cashflow (netto)	15.573	16.836	17.564	18.154	19.144	20.084	21.031	21.843
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	2.186	-15.667	-13.172	-8.811	-8.903	-9.021	-9.083	-9.085
Capex	-2.238	-2.636	-2.945	-3.140	-3.298	-3.450	-3.595	-3.731
Working Capital	4.423	-13.030	-10.227	-5.671	-5.605	-5.571	-5.488	-5.354
= Freier Cashflow (FCF)	17.758	1.169	4.392	9.343	10.241	11.062	11.947	12.758
GW der FCFs	17.758	1.093	3.794	7.462	7.561	7.550	7.536	7.439

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	105.338
GWs der FCFs in der Terminalperiode	85.554
Unternehmenswert (EV)	190.892
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-6.200
+ Investitionen / Anteile Dritter	42
Shareholder Value	184.734
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.580
Fairer Wert je Aktie in €	21,53

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%	36,01	37,71	39,88	42,73	46,65	52,36	61,49
Normaler Steuersatz	30,0%	6,2%	29,00	29,87	30,94	32,26	33,94	36,16	39,19
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%	7,2%	24,14	24,62	25,18	25,85	26,67	27,68	28,96
EK-Anteil	50,0%	8,2%	20,60	20,87	21,17	21,53	21,95	22,45	23,06
FK-Anteil	50,0%	9,2%	17,91	18,06	18,23	18,42	18,64	18,90	19,21
		10,2%	15,80	15,88	15,98	16,08	16,20	16,33	16,49
Kursziel in €	21,50	11,2%	14,11	14,16	14,20	14,26	14,32	14,38	14,46

* 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
Umsatz	97.826	80.220	122.292	146.786	134.010	155.080	173.252
Bestandsveränderungen	9.782	20.906	22.320	29.468	26.132	27.449	30.319
Gesamtleistung	107.608	101.126	144.612	176.254	160.142	182.529	203.571
Herstellungskosten	60.758	50.029	76.198	99.298	86.758	102.663	118.678
Bruttogewinn (Umsatz - Herstellkost.)	37.068	30.191	46.094	47.488	47.252	52.417	54.574
Personalkosten	20.472	23.463	27.095	32.039	33.420	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	10.730	12.200	14.300
EBITDA	20.211	20.111	34.421	37.741	31.534	34.233	35.739
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
EBIT	10.270	14.152	23.889	24.964	18.963	20.875	21.504
Nettofinanzergebnis	-2.009	-2.767	-1.535	-1.489	-1.601	-1.736	-1.714
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBT	8.261	11.386	22.354	23.475	17.362	19.139	19.790
Steuern	3.010	3.613	5.810	6.455	4.861	5.742	5.937
Minderheitsbeteiligungen	0	0	-24	-9	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	5.251	7.773	16.519	17.011	12.500	13.397	13.853
EPS (verwässert)	0,69	1,02	2,16	2,22	1,63	1,72	1,65
Kennzahlen							
Bruttomarge auf Gesamtleistung	34,4%	29,9%	31,9%	26,9%	29,5%	28,7%	26,8%
Bruttomarge auf Umsatz	37,9%	37,6%	37,7%	32,4%	35,3%	33,8%	31,5%
EBITDA-Marge	20,7%	25,1%	28,1%	25,7%	23,5%	22,1%	20,6%
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	17,0%	14,2%	13,5%	12,4%
Nettomarge	5,4%	9,7%	13,5%	11,6%	9,3%	8,6%	8,0%
Steuersatz	36,4%	31,7%	26,0%	27,5%	28,0%	30,0%	30,0%
Aufwand in % vom Umsatz							
Personalkosten	20,9%	29,2%	22,2%	21,8%	24,9%	23,3%	21,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	11,5%	7,7%	7,4%	8,0%	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%
Jährliches Wachstum							
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%	-24,0%	10,1%	3,0%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	48,0%	112,5%	3,0%	-26,5%	7,2%	3,4%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	103.068	115.738	136.074	163.462	186.918	202.613	215.721
Liquide Mittel	9.498	9.505	3.797	32.335	61.809	62.948	64.295
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	45.162	56.254	65.029
Sonstige Forderungen	49.117	44.817	61.847	45.418	45.418	45.418	45.418
Anlagevermögen, gesamt	8.933	9.666	10.478	10.487	11.254	12.187	13.135
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
Aktiva	112.001	125.404	146.552	173.949	198.171	214.800	228.857
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	39.115	30.551	36.271	42.615	45.131	56.194	54.289
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.281	2.000	4.346	1.125	6.000	15.500	11.447
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.196	6.234	6.864	9.914	8.319	9.844	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	6.969	7.581
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	26.964	42.863	43.544	51.780	63.280	46.280	51.333
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.011	29.010	28.937	37.410	48.910	31.910	36.963
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
Anteile Dritter	0	0	32	42	42	42	42
Eigenkapital	45.922	51.990	66.706	79.512	89.719	112.284	123.193
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646	8.412	8.412
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542	24.275	24.275
Gewinnrücklagen	24.760	30.865	45.529	58.553	68.760	79.825	90.734
Passiva	112.001	125.404	146.552	173.949	198.171	214.800	228.857
Kennzahlen							
Current ratio (x)	2,63	3,79	3,75	3,84	4,14	3,61	3,97
Quick ratio (x)	1,99	2,60	2,49	2,69	3,14	2,60	2,78
Nettoverbindlichkeiten	5.794	21.505	29.486	6.200	-6.899	-15.538	-15.885
Net Gearing	12,6%	41,4%	44,2%	7,8%	-7,7%	-13,8%	-12,9%
Buchwert je Aktie (in €)	6,01	6,80	8,72	10,40	11,73	14,44	14,64
Return on Equity (ROE)	11,4%	14,9%	24,8%	21,4%	13,9%	11,9%	11,2%
Return on Assets (ROA)	6,6%	7,8%	12,5%	10,8%	7,3%	7,2%	7,0%
Return on Investment (ROI)	4,7%	6,2%	11,3%	9,8%	6,3%	6,2%	6,1%
Return on average capital employed (ROCE)	18,4%	22,1%	27,1%	26,1%	22,0%	22,8%	20,7%
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
EBIT	10.270	14.152	23.889	24.964	18.963	20.875	21.504
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.146	1.438	1.575	1.449	1.471	1.703	1.997
EBITDA	11.416	15.590	25.464	26.413	20.434	22.578	23.501
Veränderungen Working Capital	-20.327	-9.045	-27.327	2.817	4.423	-13.030	-10.227
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	3.498	-11.805	-1.527	2.216	-4.861	-5.742	-5.937
Operativer Cashflow	-5.413	-5.260	-3.390	31.446	19.996	3.806	7.337
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
Freier Cashflow	-7.376	-7.373	-5.814	29.976	17.758	1.169	4.392
Akquisitionen und Verkäufe	141	265	340	169	0	0	0
Andere Investitionen	-558	-551	-377	4	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.380	-2.399	-2.461	-1.297	-2.238	-2.636	-2.945
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.517	11.639	2.069	4.130	16.375	-7.500	1.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0	11.500	0
Gezahlte Dividenden	-1.529	-1.682	-1.911	-3.823	-3.058	-2.294	-2.332
Sonstige Finanzierung	0	-2.305	-1.766	-1.816	-1.601	-1.736	-1.714
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	988	7.652	-1.609	-1.508	11.716	-30	-3.046
FOREX & sonstige Effekte	-4	15	-16	-103	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-6.809	7	-7.475	28.538	29.474	1.139	1.346
Cash am Anfang der Periode	16.307	9.498	9.505	3.797	32.335	61.809	62.948
Cash zum Ende der Periode	9.498	9.505	2.030	32.335	61.809	62.948	64.295
EBITDA je Aktie	2,64	2,63	4,50	4,94	4,12	4,40	4,25

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	-36,4%	-81,0%	92,8%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	-40,8%	-93,4%	275,6%
Financial Cashflow	n.a.	674,5%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	n.a.	-0,5%	71,2%	9,6%	-16,4%	6,8%	-3,5%

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...8	↓	↓	↓	↓
9	16. August 2018	€ 14,30	BUY	€ 20,00
10	9. Oktober 2018	€ 13,90	BUY	€ 20,00
11	3. Dezember 2018	€ 13,90	BUY	€ 20,50
12	Today	€ 14,80	BUY	€ 21,50

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© 2019 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:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy ¹	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%

¹ 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 und/oder Kanada bestimmt.