



# ABO Wind AG

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

Auslandsgeschäft  
bleibt stark

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

## BUY

€ 22,00

52,8%  
High

## PROJEKTRECHTE FÜR 450 MW IN SPANIEN VERKAUFT

Mit dem Verkauf von Rechten an Wind- und Solarprojekten im Gesamtvolumen von 450 MW ist ABO Wind ein weiterer spektakulärer Erfolg im Auslandsgeschäft gelungen. Außerdem hat das Unternehmen seine bisher größte Solaranlage in Betrieb genommen. Dabei handelt es sich um eine Anlage in Ungarn mit einer Anschlusskapazität von 5 MW. Die Erfolge im Ausland sind eine willkommene Kompensation für ein wahrscheinlich schwächeres Deutschlandgeschäft. Der deutsche Markt leidet derzeit unter Projektgenehmigungsverzögerungen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €22,00.

**Verkauf von Projektrechten für 450 MW in Spanien** Die Rechte für Wind- und Solarprojekte wurden an zwei namentlich nicht genannte Investoren veräußert. Da sich ABO Wind die Netzanschlussrechte für die Projekte bereits gesichert hat, ist die größte Hürde für eine erfolgreiche Projektentwicklung bereits genommen. ABO Wind wird die weitere Entwicklung (Planung, Gutachten, Flächensicherung, Genehmigungen) übernehmen und die Projekte baureif an die Investoren übergeben. Die Inbetriebnahme der Projekte soll bis 2022 erfolgen. Auch für die Zukunft dürfte der spanische Markt für ABO Wind eine wichtige Umsatz- und Ertragsquelle bleiben, da die Pipeline an weiteren Wind- und Solarprojekten ein Volumen von mehr als 1.000 MW hat.

ABO Wind hat keine Angaben zum Umsatzbeitrag des Rechteverkaufs gemacht. Unter der Annahme, dass sich die Projektrechte hälftig auf Wind- und Solarprojekte verteilen, ergäbe sich bei einem unterstellten durchschnittlichen Verkaufspreis von €50.000/MW für Windprojekte und €25.000/MW für Solarprojekte ein Umsatzvolumen von ca. €17 Mio. Wir gehen dabei davon aus, dass der Kaufpreis sukzessive über eine Anzahlung und mehrere Meilensteinzahlungen entsprechend den Projektfortschritten beglichen wird. Der Verkauf von Projektrechten generiert zwar im Vergleich zum Verkauf fertiger Windparks deutlich weniger Umsatz, ist dafür aber sehr margenstark.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	122,29	146,79	150,26	148,10	173,25	184,69
Jährliches Wachstum	52,4%	20,0%	2,4%	-1,4%	17,0%	6,6%
EBIT (€ Mio.)	23,89	24,96	22,22	16,86	21,94	23,22
EBIT-Marge	19,5%	17,0%	14,8%	11,4%	12,7%	12,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	16,52	17,01	12,74	10,07	14,02	14,60
EPS (verwässert) (€)	2,16	2,22	1,67	1,30	1,67	1,74
DPS (€)	0,50	0,40	0,42	0,42	0,42	0,42
FCF (€ Mio.)	-5,81	29,98	-30,29	19,30	2,38	10,71
Nettoverschuldungsgrad	44,2%	7,8%	48,5%	16,0%	17,0%	11,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	3,80	32,34	4,52	28,17	37,87	44,24

## 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. 2.300 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat ca. 550 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

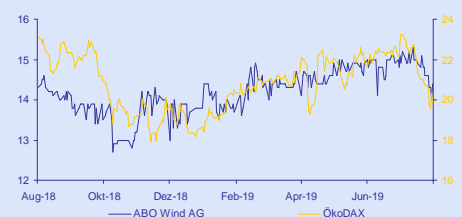
## HANDELSDATEN

Stand: 2. Aug 2019

Schlusskurs	€ 14,40
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 110,10 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 12,70 / 15,30
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.018

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	8,6	10,9	7,9
EV/Sales	1,0	1,0	0,9
EV/EBIT	6,9	9,1	7,0
Div.-Rendite	2,9%	2,9%	2,9%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2018

Liquide Mittel	€ 4,52 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 184,09 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,89 Mio.
Bilanzsumme	€ 194,04 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 22,83 Mio.
Eigenkapital	€ 88,98 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	30,9%
Familie Bockholt	31,1%
Mainova	10,4%
Baden-Württembergische VK	6,0%
Free Float	21,6%



**Größte Solaranlage der Unternehmensgeschichte ans Netz gebracht** Die Solaranlage in Ungarn mit einer Anschlussleistung von 5 MW wurde dieses Jahr errichtet und erhält eine attraktive Einspeisevergütung von 32 Forint/kWh (umgerechnet ca. 10 €Ct/kWh). Die Fertigstellung zeigt, dass ABO Wind ihr Geschäftsmodell erfolgreich auf den Solarbereich ausgedehnt hat. Ungarn dürfte ein attraktiver Markt für das Unternehmen bleiben. Das Land hat seine Solarkapazität im Jahr 2018 von 344 MW auf 754 MW mehr als verdoppelt, und ABO Wind entwickelt eine Projektpipeline, die neben Projekten in der Frühphase auch Solarprojekte mit einer Gesamtkapazität von 40 MW enthält, die wie das jetzt fertiggestellte Projekt noch über eine gesicherte Einspeisevergütung nach dem KÁT-System verfügen. Das Unternehmen hat aufgrund der guten Marktaussichten in Ungarn inzwischen ein Büro in Budapest eröffnet.

**Deutscher Windmarkt leidet unter Genehmigungsverzögerungen** Im ersten Halbjahr wurden in Deutschland onshore lediglich 287 MW errichtet (H1/18: 1.626 MW, -82% J/J). Dies ist der geringste Zubau in einem Halbjahr seit Einführung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) im Jahr 2000. Der sehr schwache Zubau im ersten Halbjahr hat die Branchenverbände VDMA und BWE dazu veranlasst, ihre Prognose für den Zubau in 2019 auf 1.500 MW zu kappen (bisher: knapp 2.000 MW). Damit dürfte der Zubau nochmals deutlich unter dem bereits schwachen Vorjahr liegen (2.402 MW). Die Gründe für den sehr schwachen Zubau sind auf das mangelhafte Ausschreibungsdesign im Jahr 2017, sehr langwierige Genehmigungsprozeduren und immer häufigere Klagen von Windkraftgegnern gegen geplante Windprojekte zurückzuführen. Die Fachagentur Windenergie an Land zeigt in ihrer im Juli veröffentlichten Branchenumfrage, dass mehr als 1.000 MW beklagt sind. Inzwischen hat auch der deutsche Wirtschaftsminister Altmaier den Ernst der Lage erkannt und lädt nach der Sommerpause zum Krisentreffen nach Berlin ein.

**ABO Wind kann schwachen deutschen Markt weitgehend über stärkeres Auslandsgeschäft kompensieren** Auch ABO Wind dürfte dieses Jahr unter der Schwäche des deutschen Marktes leiden. Das Unternehmen rechnet dieses Jahr mit einem rückläufigen Nettogewinn von ca. €10 Mio. nach €127 Mio. im Jahr 2018. Nachdem das Unternehmen im Februar bereits den Verkauf eines 117 MW-Portfolios in Frankreich vermeldet hatte, zeigt der jüngste Erfolg in Spanien einmal mehr, dass ABO Wind international so gut aufgestellt ist, dass der schwache deutsche Markt nur zu einer vorübergehenden Ergebnisdelle führen sollte. Die internationale Projektpipeline wurde zuletzt kräftig ausgebaut und beläuft sich im Windbereich auf über 4,5 GW und im Solarbereich auf über 1,2 GW. Mittelfristig rechnet ABO Wind mit Jahresüberschüssen von mehr als €20 Mio.

**Kaufempfehlung bestätigt bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €22,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Die Aktie bleibt mit einem 2020E KGV von 8 und einem 2020E EV/EBIT von 7 attraktiv bewertet und bietet eine Dividendenrendite von 3%.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	148.100	173.252	184.687	196.138	207.549	218.832	229.893	240.636
<b>NOPLAT</b>	<b>11.667</b>	<b>15.934</b>	<b>16.959</b>	<b>17.961</b>	<b>18.838</b>	<b>19.731</b>	<b>20.649</b>	<b>21.476</b>
+ Abschreibungen	1.811	1.991	2.269	2.566	2.765	3.008	3.249	3.474
= Operativer Cashflow (netto)	13.478	17.926	19.229	20.527	21.603	22.738	23.898	24.950
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	5.819	-15.542	-8.522	-9.680	-9.348	-9.459	-9.516	-9.514
Capex	-2.222	-2.945	-3.324	-3.334	-3.491	-3.641	-3.783	-3.916
Working Capital	8.041	-12.597	-5.198	-6.346	-5.857	-5.819	-5.733	-5.598
= Freier Cashflow (FCF)	19.298	2.383	10.707	10.847	12.255	13.279	14.383	15.437
<b>GW der FCFs</b>	<b>18.664</b>	<b>2.126</b>	<b>8.806</b>	<b>8.229</b>	<b>8.574</b>	<b>8.567</b>	<b>8.558</b>	<b>8.471</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	125.249
GWs der FCFs in der Terminalperiode	102.731
Unternehmenswert (EV)	227.980
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-43.164
+ Investitionen / Anteile Dritter	39
Shareholder Value	184.855
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.387
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>22,04</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	13,0%								
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,5%	5,4%	39,49	41,57	44,18	47,55	52,08	58,48	68,19
Normaler Steuersatz	30,0%	6,4%	31,02	32,15	33,50	35,16	37,23	39,92	43,53
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%	7,4%	25,09	25,73	26,48	27,37	28,44	29,75	31,39
EK-Anteil	50,0%	8,4%	20,73	21,11	21,54	<b>22,04</b>	22,63	23,32	24,15
FK-Anteil	50,0%	9,4%	17,39	17,62	17,88	18,17	18,51	18,89	19,35
		10,4%	14,78	14,92	15,07	15,24	15,44	15,66	15,92
<b>Kursziel in €</b>	<b>22,00</b>	11,4%	12,67	12,76	12,85	12,95	13,07	13,20	13,34

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2033



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Umsatz</b>	<b>122.292</b>	<b>146.786</b>	<b>150.264</b>	<b>148.100</b>	<b>173.252</b>	<b>184.687</b>
Bestandsveränderungen	22.320	29.468	-619	26.214	30.319	31.951
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	256	0	0	0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>144.612</b>	<b>176.254</b>	<b>149.901</b>	<b>174.314</b>	<b>203.571</b>	<b>216.638</b>
Herstellungskosten	76.198	99.298	70.684	96.709	118.418	126.788
<b>Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)</b>	<b>46.094</b>	<b>47.488</b>	<b>79.580</b>	<b>51.391</b>	<b>54.834</b>	<b>57.899</b>
Personalkosten	27.095	32.039	36.305	38.050	40.000	42.028
Sonstige betriebliche Erträge	2.495	3.750	2.973	2.518	2.945	2.955
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9.392	10.926	13.465	14.200	14.500	15.144
<b>EBITDA</b>	<b>34.421</b>	<b>37.741</b>	<b>32.420</b>	<b>27.872</b>	<b>33.599</b>	<b>35.633</b>
Abschreibungen & Amortisation AV	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
Abschreibungen UV	8.957	11.328	8.766	9.204	9.665	10.148
<b>EBIT</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>22.216</b>	<b>16.857</b>	<b>21.943</b>	<b>23.216</b>
Nettofinanzergebnis	-1.535	-1.489	-918	-1.594	-1.915	-2.361
<b>EBT</b>	<b>22.354</b>	<b>23.475</b>	<b>21.298</b>	<b>15.263</b>	<b>20.027</b>	<b>20.855</b>
Steuern	5.810	6.455	8.537	5.189	6.008	6.257
Minderheitsbeteiligungen	-24	-9	-17	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>16.519</b>	<b>17.011</b>	<b>12.745</b>	<b>10.073</b>	<b>14.019</b>	<b>14.599</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>2,16</b>	<b>2,22</b>	<b>1,67</b>	<b>1,30</b>	<b>1,67</b>	<b>1,74</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	31,9%	26,9%	53,1%	29,5%	26,9%	26,7%
Bruttomarge auf Umsatz	37,7%	32,4%	53,0%	34,7%	31,7%	31,4%
EBITDA-Marge auf Umsatz	28,1%	25,7%	21,6%	18,8%	19,4%	19,3%
EBIT-Marge	19,5%	17,0%	14,8%	11,4%	12,7%	12,6%
EBT-Marge	18,3%	16,0%	14,2%	10,3%	11,6%	11,3%
Nettomarge	13,5%	11,6%	8,5%	6,8%	8,1%	7,9%
Steuersatz	26,0%	27,5%	40,1%	34,0%	30,0%	30,0%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	22,2%	21,8%	24,2%	25,7%	23,1%	22,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7%	7,4%	9,0%	9,6%	8,4%	8,2%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,3%	1,0%	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%
Abschreibungen UV	7,3%	7,7%	5,8%	6,2%	5,6%	5,5%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	52,4%	20,0%	2,4%	-1,4%	17,0%	6,6%
Operatives Ergebnis	68,8%	4,5%	-11,0%	-24,1%	30,2%	5,8%
Nettogewinn/ -verlust	112,5%	3,0%	-25,1%	-21,0%	39,2%	4,1%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>136.074</b>	<b>163.462</b>	<b>184.057</b>	<b>201.930</b>	<b>225.582</b>	<b>235.399</b>
Liquide Mittel	3.797	32.335	4.517	28.166	37.869	44.235
Wertpapiere	7.270	12.500	18.747	18.747	18.747	18.747
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17.278	24.387	20.231	22.316	28.480	30.360
Vorräte	45.883	48.822	71.451	63.590	71.375	72.946
Sonstige Forderungen	61.847	45.418	69.111	69.111	69.111	69.111
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>10.478</b>	<b>10.487</b>	<b>9.985</b>	<b>10.395</b>	<b>11.349</b>	<b>12.404</b>
Sachanlagen	4.782	4.627	4.553	4.759	5.679	6.859
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	273	293	894	1.098	1.132	1.007
Finanzanlagen	5.424	5.567	4.505	4.505	4.505	4.505
Sonstige	0	0	33	33	33	33
<b>Aktiva</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>194.042</b>	<b>212.325</b>	<b>236.931</b>	<b>247.803</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>36.271</b>	<b>42.615</b>	<b>43.848</b>	<b>49.322</b>	<b>58.389</b>	<b>66.831</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.346	1.125	844	4.000	11.447	21.636
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.864	9.914	10.983	13.248	14.599	12.852
Rückstellungen (kurzfristig)	16.151	23.881	21.014	21.014	21.014	21.014
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	8.909	7.695	11.007	11.060	11.329	11.329
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>43.544</b>	<b>51.780</b>	<b>61.219</b>	<b>55.719</b>	<b>60.772</b>	<b>52.136</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	28.937	37.410	46.837	41.337	46.390	37.754
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.606	14.370	14.382	14.382	14.382	14.382
<b>Anteile Dritter</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>66.706</b>	<b>79.512</b>	<b>88.937</b>	<b>107.245</b>	<b>117.731</b>	<b>128.797</b>
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	8.413	8.413	8.413
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	24.275	24.275	24.275
Gewinnrücklagen	45.529	58.553	68.016	74.824	85.310	96.376
<b>Passiva</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>194.042</b>	<b>212.325</b>	<b>236.931</b>	<b>247.803</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	3,75	3,84	4,20	4,09	3,86	3,52
Quick ratio (x)	2,49	2,69	2,57	2,80	2,64	2,43
Nettverbindlichkeiten	29.486	6.200	43.164	17.171	19.968	15.155
Net Gearing	44,2%	7,8%	48,5%	16,0%	17,0%	11,8%
Buchwert je Aktie (in €)	8,72	10,40	11,63	13,80	13,99	15,31
Return on Equity (ROE)	24,8%	21,4%	14,3%	9,4%	11,9%	11,3%
Return on Assets (ROA)	12,5%	10,8%	7,5%	5,6%	6,8%	7,0%
Return on Investment (ROI)	11,3%	9,8%	6,6%	4,7%	5,9%	5,9%
Return on average capital employed (ROCE)	27,1%	26,1%	20,6%	13,6%	17,3%	17,0%
Forderungsumschlag in Tagen	51,6	60,6	49,1	55,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	219,8	179,5	369,0	240,0	220,0	210,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	32,9	36,4	56,7	50,0	45,0	37,0



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>EBIT</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>22.216</b>	<b>16.857</b>	<b>21.943</b>	<b>23.216</b>
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
<b>EBITDA</b>	<b>25.464</b>	<b>26.413</b>	<b>23.654</b>	<b>18.668</b>	<b>23.934</b>	<b>25.485</b>
Veränderungen Working Capital	-27.327	2.817	-39.067	8.041	-12.597	-5.198
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-1.527	2.216	-12.697	-5.189	-6.008	-6.257
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-3.390</b>	<b>31.446</b>	<b>-28.110</b>	<b>21.519</b>	<b>5.329</b>	<b>14.031</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2.279	-1.257	-1.393	-1.481	-2.252	-2.770
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-145	-213	-782	-741	-693	-554
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-5.814</b>	<b>29.976</b>	<b>-30.285</b>	<b>19.298</b>	<b>2.383</b>	<b>10.707</b>
Akquisitionen und Verkäufe	340	169	179	0	0	0
Andere Investitionen	-377	4	-1.246	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2.461</b>	<b>-1.297</b>	<b>-3.242</b>	<b>-2.222</b>	<b>-2.945</b>	<b>-3.324</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.069	4.130	9.120	-2.344	12.500	1.553
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	11.500	0	0
Gezahlte Dividenden	-1.911	-3.823	-3.058	-3.211	-3.265	-3.533
Sonstige Finanzierung	-1.766	-1.816	-2.389	-1.594	-1.915	-2.361
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1.609</b>	<b>-1.508</b>	<b>3.672</b>	<b>4.351</b>	<b>7.320</b>	<b>-4.340</b>
FOREX & sonstige Effekte	-16	-103	-138	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-7.475</b>	<b>28.538</b>	<b>-27.818</b>	<b>23.649</b>	<b>9.703</b>	<b>6.366</b>
Cash am Anfang der Periode	9.505	3.797	32.335	4.517	28.166	37.869
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>2.030</b>	<b>32.335</b>	<b>4.517</b>	<b>28.166</b>	<b>37.869</b>	<b>44.235</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>4,50</b>	<b>4,94</b>	<b>4,24</b>	<b>3,59</b>	<b>3,99</b>	<b>4,24</b>

### Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-75,2%	163,3%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-87,6%	349,2%
Financial Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	18,5%	68,2%	n.m.
EBITDA je Aktie	71,2%	9,6%	-14,1%	-15,4%	11,4%	6,1%

\* 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...10	↓	↓	↓	↓
11	3. Dezember 2018	€ 13,90	BUY	€ 20,50
12	20. Februar 2019	€ 14,80	BUY	€ 21,50
13	13. Juni 2019	€ 14,10	BUY	€ 22,00
14	Today	€ 14,40	BUY	€ 22,00

**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© 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 (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 und/oder Kanada bestimmt.**