



ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech

Börse Hamburg

Bloomberg: AB9 GR

ISIN: DE0005760029

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

BUY

€ 22,50

47,1%

High

ABO WIND MIT SEHR STARKEM AUSLANDSGESCHÄFT

ABO Wind hat im Jahresvergleich stabile Halbjahreszahlen vorgelegt. Das Unternehmen hat unsere Schätzungen damit übertroffen, da es entgegen unserer Annahme den schwachen deutschen Markt mit höheren Umsatzbeiträgen aus dem Ausland kompensiert hat. Ein H1-Nettoergebnis von €5,2 Mio. bedeutet, dass ABO Wind bereits 52% der Guidance für das Gesamtjahr, ein Nettogewinn von ca. €10 Mio., erreicht hat. Wir sind daher zuversichtlich, dass das Unternehmen seine Guidance trotz des anhaltend schwachen deutschen Marktes erreichen wird. Noch wichtiger als die kurzfristigen Finanzzahlen sind die langfristigen Perspektiven des Entwicklers von Wind- und Solarkraftwerken. Diese haben sich im ersten Halbjahr weiter verbessert, da ABO Wind ihre Entwicklungspipeline um 3,5 GW auf nunmehr ca. 10 GW erweitert hat. Das Unternehmen wächst damit weiter in die Rolle eines globalen Projektentwicklers hinein und ist gegenwärtig in 16 Märkten auf vier Kontinenten aktiv. Wir bestätigen unsere Prognose für 2019E und unsere Wachstumsannahmen für die Folgejahre. ABO Wind bleibt mit einem 2020E KGV von 8 attraktiv bewertet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht höheres Kursziel von €22,50 (bisher: €22,00). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

H1 überraschend gut Selbst die eklatante Schwäche des deutschen Marktes konnte ABO Wind im ersten Halbjahr wenig anhaben. Der Umsatz lag mit €56,6 Mio. auf Vorjahresniveau (€56,4 Mio. FBe: €51,1 Mio.). Die Gesamtleistung belief sich auf €59,3 Mio. und lag damit 4% unter dem Vorjahreswert. Grund dafür war eine geringere Erhöhung des Lagerbestands (€2,6 Mio. versus €5,3 Mio. in H1/18). Das EBIT erhöhte sich leicht auf €8,7 Mio. (FBe: €6,6 Mio.) nach €8,3 Mio. im Vorjahreszeitraum (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Hauptgrund für das leicht verbesserte EBIT war ein niedrigerer Materialaufwand (€22,3 Mio. versus €28,8 Mio. in H1/18). Die Verringerung erklärt sich aus dem vergleichsweise hohen Anteil von Planungsaktivitäten und Rechteverkäufen, die im Gegensatz zur Errichtung von Grünstromkraftwerken wenig materialintensiv sind.

(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. 600 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

HANDELSDATEN

Stand: 8. Okt 2019

Schlusskurs	€ 15,30
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 116,98 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 12,70 / 15,80
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.231

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	9,2	11,7	8,4
EV/Sales	1,1	1,1	0,9
EV/EBIT	7,2	9,5	7,3
Div.-Rendite	2,7%	2,7%	2,7%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2019

Liquide Mittel	€ 1,52 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 190,63 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 1,09 Mio.
Bilanzsumme	€ 202,87 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 76,35 Mio.
Eigenkapital	€ 94,25 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

Ein im Jahresvergleich verbessertes Finanzergebnis von €-0,8 Mio. führte zu einem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von €7,9 Mio. Dies ist ein Plus von 9% gegenüber dem Vorjahreswert von €7,3 Mio. Höhere Steuern (€2,7 Mio. versus €1,9 Mio. in H1/18) schmälerten das Nettoergebnis, das mit €5,2 Mio. (FBe: €4,3 Mio.) 4% unter dem Vorjahreswert lag. Insgesamt kann ABO Wind damit angesichts der Probleme des deutschen Marktes auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr zurückblicken. Die breite internationale Aufstellung hat für Stabilität gesorgt.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	H1-19A	H1-19E	Delta	H1-18A	Delta
Umsatz	56,61	51,10	10,8%	56,42	0,3%
EBIT	8,71	6,60	31,9%	8,30	4,9%
Marge	15,4%	12,9%		14,7%	
Jahresüberschuss	5,23	4,30	21,8%	5,46	-4,2%
Marge	9,2%	8,4%		9,7%	
EPS (verwässert) in €	0,67	0,55	21,9%	0,71	-4,5%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Starke Bilanz erlaubt höhere Verschuldung Die Investitionen in Projekte und den Ausbau der Projektpipeline wurden weitgehend über zusätzliche Finanzverbindlichkeiten finanziert. Bei einer hohen Eigenkapitalquote von fast 47% und einem immer noch niedrigen Net Gearing von 69% erscheint dies ohne Weiteres vertretbar, zumal der größte Teil der Finanzverschuldung langfristiger Natur ist (€55,6 Mio. von insgesamt €64,9 Mio., also 84%). Die Finanzverbindlichkeiten bestehen aus Anleihen und Krediten. Die Anleihen sind durch die Zeichnung weiterer Wandelanleihen seit H1/18 von €8,8 Mio. auf €11,5 Mio. gestiegen. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten erhöhten sich von €38,9 Mio. in H1/18 auf €54,9 Mio. Die liquiden Mittel sanken von €4,5 Mio. auf €1,5 Mio. (vgl. Abbildung 2). Die Nettoverschuldung erhöhte sich damit von €43,2 Mio. Ende 2018 auf €64,9 Mio.

Abbildung 2: Ausgewählte Bilanz(kenn)zahlen

in € Mio.	H1/19A	2018A	Delta
Anlagevermögen insgesamt	10,1	10,0	1%
Vorräte	73,3	71,5	3%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	13,7	20,2	-32%
Forderungen. geg. verbundene Unternehmen	69,9	58,4	20%
Wertpapiere	18,9	18,7	1%
Liquide Mittel	1,5	4,5	-66%
Umlaufvermögen insgesamt	190,6	182,5	4%
Eigenkapital	94,3	89,0	6%
Eigenkapitalquote	46,5%	45,9%	+0,6 PP
Mezzanine Kapital	14,5	14,4	1%
Rückstellungen	17,8	21,0	-15%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	55,6	46,8	19%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	10,8	0,8	1182%
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	66,4	47,7	39%
Nettoverschuldung	64,9	43,2	50%
Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)	68,9%	48,5%	+20,4 PP
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	4,4	11,0	-60%
Bilanzsumme	202,9	194,0	5%

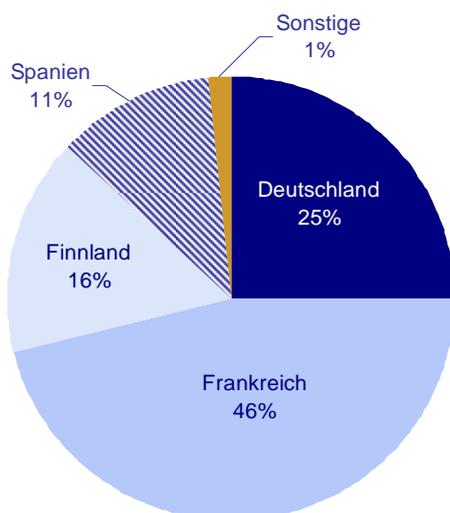
Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Bei den gestiegenen Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen (€69,9 Mio. versus €58,4 Mio.) ist zu berücksichtigen, dass diese hauptsächlich (€40,8 Mio.) auf ein zum 30. Juni noch nicht veräußertes deutsches Projekt zurückzuführen sind. Zwischenzeitlich wurde die Finanzierung des Projektes abgeschlossen und ein wesentlicher Teil der ausstehenden Forderungen beglichen. Der Verkauf des Projekts wird bis Ende des Jahres erwartet.

Nettocashflow negativ Auch ohne Cashflowrechnung lassen sich aus Bilanz und G&V Rückschlüsse auf die Kapitalflüsse ziehen. Das EBITDA belief sich auf €14,3 Mio. Der Rückgang der Rückstellungen (-€3,2 Mio.), höhere Vorräte (+€1,9 Mio.), höhere Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände (+€9 Mio.) dürften ebenso für Mittelabflüsse gesorgt haben wie niedrigere Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (-€6,6 Mio.) und geringere sonstige Verbindlichkeiten (-€5,6 Mio.) sowie Steuerzahlungen. Insgesamt dürfte dies zu einem negativen operativen Cashflow geführt haben (FBe: ca. €-20 Mio.). Beim Cashflow aus Investitionstätigkeit gehen wir aufgrund eines weitgehend stabilen Wertes der Sachanlagen und immateriellen Vermögensgegenstände von Abschreibungen ungefähr in Höhe der Investitionen (€1,1 Mio.) aus. Der Finanzierungscashflow war wesentlich geprägt von einem Mittelzufluss aus gestiegenen Finanzverbindlichkeiten (FBe: ca. €19 Mio.). Der **Nettocashflow** betrug €-3,0 Mio.

Große Verschiebungen bei der regionalen Umsatzverteilung Im ersten Halbjahr war der französische Markt mit einem Anteil von 46% am Gesamtumsatz der mit Abstand wichtigste Markt (vgl. Abbildung 3), gefolgt von Deutschland mit 25%, Finnland (16%) und Spanien (11%). Die Tatsache, dass der Heimatmarkt Deutschland lediglich 25% zum Gesamtumsatz beitrug, zeigt, dass auch ABO Wind unter der Krise des deutschen Onshore-Windmarktes leidet. Andererseits belegt der Auslandsanteil von 75% bei gleicher absoluter Umsatzhöhe, dass ABO Wind inzwischen international so gut aufgestellt ist, dass das Unternehmen sogar eine Fast-Halbierung des Umsatzes im Heimatmarkt voll kompensieren konnte. Der Vergleich mit dem Vorjahreszeitraum zeigt die deutlichen Verschiebungen bei der regionalen Umsatzverteilung. In H1/18 war der französische Umsatzanteil mit 2% fast vernachlässigbar, während Finnland mit 50% und Deutschland mit 47% die wesentlichen Umsatzbeiträge lieferten.

Abbildung 3: Regionale Umsatzverteilung in H1/19



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Segmente: Projektrechteverkäufe kompensieren geringere Errichtung Während der Umsatz aus Planung & Rechteverkauf um 235% auf €38,5 Mio. stieg, fiel der Umsatz aus der Errichtung von Wind- und Solarkraftwerken um 65% auf €13,7 Mio. Im Segment Dienstleistungen verringerte sich der Umsatz um 17% (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Umsatzentwicklung nach Segmenten

Segmentumsatz in € Mio.	H1/19A	H1/18A	Delta
Errichtung	13,7	39,6	-65%
Planung & Rechteverkauf	38,5	11,5	235%
Dienstleistungen	4,5	5,4	-17%
Umsatz insgesamt	56,6	56,4	0%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Das Segment Planung & Rechteverkauf profitierte vom Verkauf von Projektrechten für Solarkraftwerke in Spanien (Umsatzbeitrag: €6,3 Mio.) sowie von Rechteverkäufen in Finnland und Frankreich. Insgesamt wurden Projektrechte für 317 MW veräußert. Außerdem wurde die Entwicklung von drei Windparkprojekten (23 MW) und einem Solarprojekt (7 MW) abgeschlossen.

Im Segment Errichtung wurden lediglich ein deutsches und ein französisches Projekt mit einer Leistung von insgesamt 23 MW fertiggestellt. Verkauft wurden zwei schlüsselfertige Projekte mit insgesamt 18 MW.

Das Segment Dienstleistungen erfasst zum einen Betriebsführung und Service von Grünstromanlagen, zum anderen den Bereich Portfoliobetreuung & Projektrechte-management. Im letztgenannten Bereich arbeitete ABO Wind für bereits veräußerte Projekte (insgesamt 698 MW) im Auftrag der Erwerber als Dienstleister an der Einholung ausstehender Rechte und Verträge oder im Zusammenhang mit der Errichtung der Projekte. Im Bereich Betriebsführung betreut ABO Wind Windkraftanlagen mit einer Gesamtleistung von 1.230 MW und acht Solaranlagen. Im Service werden rund 160 Windkraftanlagen mit unterschiedlichem Leistungsumfang betreut.

Deutliche Ausweitung der Projektpipeline Im ersten Halbjahr hat ABO Wind in großem Umfang Flächen gesichert und mit der Entwicklung neuer Projekte begonnen. Die Projektpipeline vergrößerte sich um 3,5 GW auf rund 10 GW. Die neuen Projekte stammen zum größten Teil (gut 2,5 GW) aus nicht-europäischen Märkten wie Südafrika, Kolumbien und Tunesien. Mit zusammen 5 GW haben Argentinien und Südafrika einen Anteil von ca. 50% an der Projektpipeline und sollten damit signifikant zum zukünftigen Wachstum beitragen. Aufgrund der höheren Risiken und niedrigeren Realisierungswahrscheinlichkeit nimmt ABO Wind im Lagebericht für Projekte außerhalb Europas Abschlüsse vor. Daher hat die risikoadjustierte Projektpipeline ein Volumen von 7,5 GW (5,5 GW Windkraft und 2,0 GW Solar). Wir halten diese Abschlüsse für gerechtfertigt, da in außereuropäischen Ländern die wirtschaftliche Stabilität oft geringer und die rechtlichen Rahmenbedingungen weniger verlässlich sind. Die jüngste schwere Wirtschaftskrise in Argentinien ist ein Beleg dafür.

In den für die Ertragssituation in naher Zukunft wichtigsten Ländern Deutschland, Frankreich und Finnland arbeitet ABO Wind gegenwärtig an Projekten mit einer Leistung von jeweils ca. 1.000 MW sowie an spanischen Projekten mit einer Leistung von 500 MW.

Schätzungen bestätigt Nach den besser als erwarteten Halbjahreszahlen halten wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr für gut erreichbar, zumal die für den weiteren Jahresverlauf geplanten Umsätze bisher im Zeitplan liegen. Angesichts der im ersten Halbjahr deutlich ausgeweiteten Projektpipeline sehen wir unsere Wachstumsprognosen für die nächsten Jahre als gut untermauert an. ABO Wind geht mittelfristig (in ca. fünf Jahren) davon aus, den Nettogewinn auf ca. €20 Mio. zu steigern. Wir bestätigen daher unsere Prognosen für 2019E und die kommenden Jahre.



Weiterhin Kaufen bei leicht erhöhtem Kursziel Mit einem 2020E KGV von 8 bleibt die ABO Wind-Aktie attraktiv bewertet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht auf €22,50 erhöhtes Kursziel (bisher: €22,00). Nach wie vor hat der Aktienkurs gegenüber unserem Kursziel ein signifikantes Aufwärtspotenzial von gegenwärtig 47%. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



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	
NOPLAT	11.667	15.934	16.959	18.167	19.037	19.919	20.825	21.637	
+ 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	20.733	21.801	22.926	24.074	25.111	
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	5.819	-15.542	-8.522	-9.539	-9.353	-9.466	-9.524	-9.524	
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	-6.205	-5.863	-5.825	-5.741	-5.608	
= Freier Cashflow (FCF)	19.298	2.383	10.707	11.194	12.448	13.460	14.550	15.587	
GW der FCFs	18.919	2.155	8.927	8.608	8.828	8.803	8.776	8.671	

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	127.863
GWs der FCFs in der Terminalperiode	104.039
Unternehmenswert (EV)	231.903
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-43.164
+ Investitionen / Anteile Dritter	39
Shareholder Value	188.778
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.397
Fairer Wert je Aktie in €	22,48

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
5,4%	Eigenkapitalkosten	39,96	42,05	44,67	48,06	52,61	59,03	68,79
5,5%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	31,48	32,61	33,97	35,63	37,72	40,42	44,05
30,0%	Normaler Steuersatz	7,4%	25,54	26,18	26,93	27,83	28,90	30,22
3,9%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	8,4%	21,16	21,54	21,98	22,48	23,07	23,77
50,0%	EK-Anteil	9,4%	17,82	18,05	18,30	18,60	18,93	19,32
50,0%	FK-Anteil	10,4%	15,19	15,33	15,48	15,66	15,85	16,08
	Kursziel in €	11,4%	13,07	13,16	13,25	13,36	13,47	13,60
								13,75

* 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
Umsatz	122.292	146.786	150.264	148.100	173.252	184.687
Bestandsveränderungen	22.320	29.468	-619	26.214	30.319	31.951
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	256	0	0	0
Gesamtleistung	144.612	176.254	149.901	174.314	203.571	216.638
Herstellungskosten	76.198	99.298	70.684	96.709	118.418	126.788
Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)	46.094	47.488	79.580	51.391	54.834	57.899
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
EBITDA	34.421	37.741	32.420	27.872	33.599	35.633
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
EBIT	23.889	24.964	22.216	16.857	21.943	23.216
Nettofinanzergebnis	-1.535	-1.489	-918	-1.594	-1.915	-2.361
EBT	22.354	23.475	21.298	15.263	20.027	20.855
Steuern	5.810	6.455	8.537	5.189	6.008	6.257
Minderheitsbeteiligungen	-24	-9	-17	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	16.519	17.011	12.745	10.073	14.019	14.599
EPS (verwässert)	2,16	2,22	1,67	1,30	1,67	1,74
Kennzahlen						
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%
Aufwand in % vom Umsatz						
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%
Jährliches Wachstum						
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
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	136.074	163.462	184.057	201.930	225.582	235.399
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
Anlagevermögen, gesamt	10.478	10.487	9.985	10.395	11.349	12.404
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
Aktiva	146.552	173.949	194.042	212.325	236.931	247.803
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	36.271	42.615	43.848	49.322	58.389	66.831
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
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	43.544	51.780	61.219	55.719	60.772	52.136
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
Anteile Dritter	32	42	39	39	39	39
Eigenkapital	66.706	79.512	88.937	107.245	117.731	128.797
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
Passiva	146.552	173.949	194.042	212.325	236.931	247.803
Kennzahlen						
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
Nettoverbindlichkeiten	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
EBIT	23.889	24.964	22.216	16.857	21.943	23.216
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
EBITDA	25.464	26.413	23.654	18.668	23.934	25.485
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
Operativer Cashflow	-3.390	31.446	-28.110	21.519	5.329	14.031
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
Freier Cashflow	-5.814	29.976	-30.285	19.298	2.383	10.707
Akquisitionen und Verkäufe	340	169	179	0	0	0
Andere Investitionen	-377	4	-1.246	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.461	-1.297	-3.242	-2.222	-2.945	-3.324
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
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.609	-1.508	3.672	4.351	7.320	-4.340
FOREX & sonstige Effekte	-16	-103	-138	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-7.475	28.538	-27.818	23.649	9.703	6.366
Cash am Anfang der Periode	9.505	3.797	32.335	4.517	28.166	37.869
Cash zum Ende der Periode	2.030	32.335	4.517	28.166	37.869	44.235
EBITDA je Aktie	4,50	4,94	4,24	3,59	3,99	4,24
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...11	↓	↓	↓	↓
12	20. Februar 2019	€ 14,80	BUY	€ 21,50
13	13. Juni 2019	€ 14,10	BUY	€ 22,00
14	5. August 2019	€ 14,40	BUY	€ 22,00
15	Today	€ 15,30	BUY	€ 22,50

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.