

# ABO Wind AG

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

Jahresbericht 2023

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 110,00

106,0%  
 High

## ERNEUT REKORDERGEBNIS, WEITERES WACHSTUM GEPLANT

ABO Wind hat ihren Jahresbericht 2023 veröffentlicht und Rekordzahlen präsentiert. Der Umsatz stieg um 29% auf €300 Mio. und der Nettogewinn entsprach mit €27,3 Mio. (+11% J/J) der vorläufig gemeldeten Zahl. Für das laufende Jahr sieht die bereits im November 2023 veröffentlichte Guidance einen Nettogewinn von €25 Mio. bis €31 Mio. vor. Nach der Gerichtsentscheidung zugunsten von ABO Wind wird der geplante Formwechsel stattfinden – wahrscheinlich im Mai – und aus ABO Wind AG wird ABO Energy KGaA. Die Minderheitsaktionäre haben ihre Klage gegen den Formwechsel nach der Gerichtsentscheidung zurückgezogen. Damit ist das Sentiment nicht länger belastet. Wir unterstellen für 2024 weiteres Gewinnwachstum auf €28,6 Mio. und bestätigen unsere Kaufempfehlung bei einem unveränderten Kursziel von €110.

**Neue Höchststände bei Umsatz und Nettoergebnis** ABO steigerte den Umsatz um 29% auf €299,7 Mio. Wesentlicher Umsatztreiber war das Segment Errichtung, das um 61% zulegte. Die Gesamtleistung erhöhte sich ebenfalls um 29% auf €396,3 Mio. Der Bruttogewinn stieg auf €186 Mio. von €159 Mio. im Vorjahr (+17%). Der kräftig gewachsene Umsatzanteil des vergleichsweise margenschwachen Segments Errichtung (52% versus 42% im Vj.) führte zu einem Rückgang der Bruttomarge von 51,7% auf 46,9%. Deutlich gestiegene Personal- und sonstige operative Kosten führten dazu, dass das EBITDA nur leicht (+4%) auf €59,3 Mio. stieg. Höhere Abschreibungen ergaben einen leichten Rückgang (-1%) des EBITs auf €42,6 Mio. Dank deutlich erhöhter sonstiger Zinsen und ähnlicher Erträge (€5,9 Mio. versus €2,6 Mio. im Vorjahr) stieg das Nettoergebnis von €24,6 Mio. auf €27,3 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

**Auch für 2024 stehen die Zeichen auf Wachstum** Angesichts zahlreicher baureifer Projekte und einer positiven Dynamik in vielen Ländermärkten rechnet ABO Wind mit einem Wachstum der Gesamtleistung von 10% bis 30%.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	127,11	231,66	299,69	350,63	395,51	442,97
Jährliches Wachstum	-14,8%	82,3%	29,4%	17,0%	12,8%	12,0%
EBIT (€ Mio.)	22,45	43,12	42,64	51,62	57,78	63,67
EBIT-Marge	17,7%	18,6%	14,2%	14,7%	14,6%	14,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	13,80	24,59	27,25	28,58	31,25	35,10
EPS (verwässert) (€)	1,50	2,67	2,96	3,10	3,39	3,81
DPS (€)	0,49	0,54	0,60	0,62	0,66	0,66
FCF (€ Mio.)	-54,05	-19,10	-68,36	23,51	25,99	28,36
Nettoverschuldungsgrad	45,0%	55,0%	84,5%	71,1%	59,6%	48,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	18,47	87,08	37,17	88,61	104,46	116,25

## RISIKEN

Wesentliche Risiken sind Projektentwicklungs-, Lieferketten-, Finanzierungs-, Zinsänderungs- und regulatorische Risiken.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist eine Projektentwicklerin für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Grünstromanlagen und Speicher mit einer Kapazität von >5 GW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks, PV-Anlagen und Speichern. ABO Wind hat mehr als 1.200 Mitarbeiter\*innen und sitzt in Wiesbaden.

## HANDELSDATEN

Stand: 18. Mrz 2024

Schlusskurs	€ 53,40
Aktien im Umlauf	9,22 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 492,40 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 39,70 / 80,20
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.767

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	18,1	17,2	15,8
EV/Sales	2,2	1,9	1,7
EV/EBIT	15,4	12,7	11,3
Div.-Rendite	1,1%	1,2%	1,2%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

Liquide Mittel	€ 37,17 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 475,47 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 1,13 Mio.
Bilanzsumme	€ 493,95 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 90,64 Mio.
Eigenkapital	€ 192,77 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	26,0%
Familie Bockholt	26,0%
Mainova	10,0%
Free Float	38,0%

Bereits Ende November 2023 hatte ABO Wind die Nettoergebnisguidance für 2024 veröffentlicht. Das Unternehmen plant weiterhin, einen Nettogewinn zwischen €25 Mio. und €31 Mio. zu erzielen. Wir gehen davon aus, dass der Nettogewinn eher in der oberen Hälfte der Spanne liegen wird (FBe: €28,6 Mio.).

#### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2023A	2023E	Delta	2022A	Delta
Umsatz	299,7	271,2	10%	231,7	29%
EBIT	42,6	47,0	-9%	43,1	-1%
Marge	14,2%	17,3%		18,6%	
Nettoergebnis	27,3	27,3	0%	24,6	11%
Marge	9,1%	10,1%		10,6%	
EPS (verw ässert) in €	2,96	2,96	0%	2,67	11%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Alle Segmente trugen zum Wachstum bei** Das größte Wachstum verzeichnete das Segment Errichtung mit +61% J/J auf €155 Mio. Das Segment Planung & Rechteverkauf wuchs um 6% auf €127 Mio. Das Segment Dienstleistungen steigerte den Umsatz um 12% auf fast €18 Mio. (vgl. Abbildung 2).

ABO Wind errichtete Windprojekte mit insgesamt 76 MW und Solar- und Batterieparken mit zusammen 43 MW schlüsselfertig und rechnete diese ab (Vj. insgesamt: 75 MW). Außerdem verkaufte das Unternehmen Projekte mit 281 MW schlüsselfertig an Investoren (Vj.: 228 MW).

Im Segment Planung & Rechteverkauf wurde die Projektentwicklung für 6 Windkraftprojekte mit 74 MW und für 9 Solar- und Batterieprojekte mit 121 MW erfolgreich abgeschlossen. Außerdem wurden die Projektrechte an zwei spanischen Windprojekten mit 84 MW, einem spanischen Portfolio (drei Wind- und zwei Solarprojekten (247 MW), einem südafrikanischen (100 MW) und einem kolumbianischen Solarprojekt (10 MW) veräußert.

Im Dienstleistungssegment hatte ABO Wind Ende 2023 Windkraftanlagen mit einer Gesamtkapazität von 1.702 MW und 9 Batterieprojekte in der Betriebsführung. Im Service (Wartungsverträge) waren 391 Windkraftanlagen und 6 Batterieprojekte. Im PV-Bereich wurden 22 Anlagen betreut.

#### Abbildung 2: Segmentumsätze

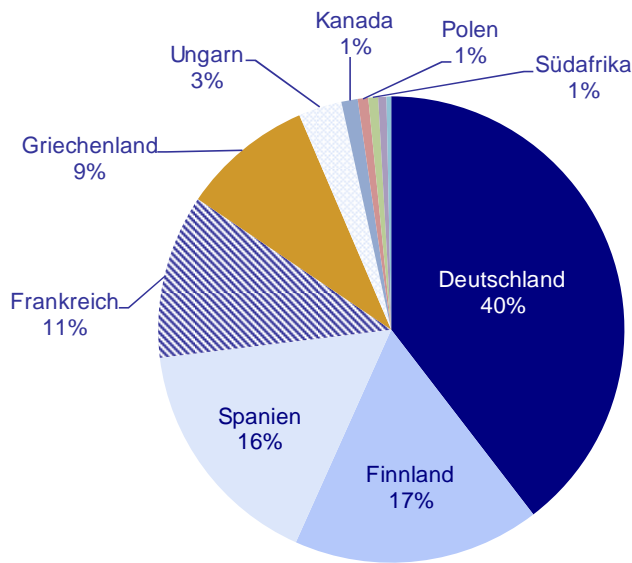
Segmentumsatz in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Errichtung	154,6	96,2	61%
Planung & Rechteverkauf	127,3	119,6	6%
Dienstleistungen	17,8	15,9	12%
<b>Umsatz insgesamt</b>	<b>299,7</b>	<b>231,7</b>	<b>29%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

#### Geografische Umsatzverteilung zeigt international breite Aufstellung von ABO Wind

Deutschland war mit 40% Umsatzanteil (Vj.: 35%) wieder der wichtigste Markt für das Unternehmen. Zweitwichtigster Markt war Finnland (17% versus 13% im Vorjahr), dicht gefolgt von Spanien (16% versus 12% im Vorjahr). Auch Frankreich (11%) und Griechenland (9%) steuerten relevante Umsatzanteile bei (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).

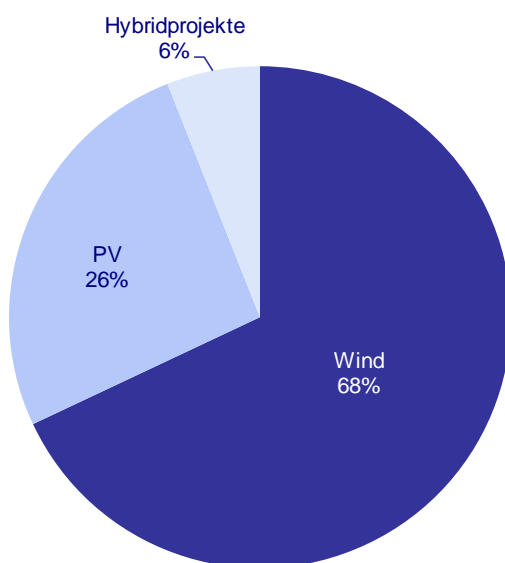
**Abbildung 3: Umsatzanteile nach Ländern**



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Umsatzverteilung nach Technologien** Nach Technologien aufgeteilt erwirtschaftete ABO Wind 2023 im Projektierungsgeschäft 68% (Vj: 88%) der Umsätze mit Windprojekten und 26% (Vj: 10%) mit Solarprojekten. 6% (Vj: 2%) wurden mit Hybridprojekten erwirtschaftet (vgl. Abbildung 4). Die deutliche Zunahme der Umsatzanteile bei PV- und Hybridprojekten belegt die Entwicklung vom Windkraftentwickler hin zu einem breiter aufgestellten Entwickler von Wind-, PV-, Batterie- und Wasserstoffprojekten.

**Abbildung 4: Umsatzanteile nach Technologien**



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Bilanz spiegelt starkes Wachstum** Wir führen die deutliche Erhöhung der Vorräte (+68% J/J) und der Forderungen aus L&L (+78%) auf die ausgeweitete Geschäftstätigkeit zurück. Insbesondere der vermehrte Bau großer Windparks bindet Working Capital. Die Working Capital-Quote (Working Capital / Umsatz) erhöhte sich von 57% auf 79%.

Die Forderungen gegen verbundene Unternehmen gingen um 8% auf €158 Mio. zurück. Diese Position enthält hauptsächlich noch nicht veräußerte Projekte (€148 Mio. versus €165 Mio. im VJ) und ist für uns ein Indikator für die Geschäftsaktivität im laufenden Jahr. Trotz des Rückgangs bleibt der Wert nicht veräußerter Projekte auf einem hohen Niveau.

Das Eigenkapital erhöhte sich hauptsächlich durch den Nettogewinn um 13% auf €193 Mio. Trotz der Bilanzverlängerung (+9% auf €451 Mio.) stieg die Eigenkapitalquote leicht auf 39%, was für einen Projektierer ein vergleichsweise hohes Niveau darstellt. Die Finanzverbindlichkeiten erhöhten sich um 11% auf €200 Mio. Die Nettoverschuldung stieg aufgrund der deutlich verringerten Cashposition um 74% J/J auf €163 Mio. Zur Finanzierung des weiteren Wachstums erwägt ABO Wind die Emission einer Anleihe.

#### Abbildung 5: Bilanzentwicklung

in € Mio.	2023A	2022A	Delta
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>14,0</b>	<b>13,6</b>	<b>2%</b>
Vorräte	208,1	124,2	68%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	47,2	26,5	78%
Forderungen. geg. verbundene Unternehmen	158,1	172,7	-8%
Wertpapiere	9,5	8,8	8%
Liquide Mittel	37,2	87,1	-57%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>475,5</b>	<b>433,0</b>	<b>10%</b>
Eigenkapital	192,8	170,1	13%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>39,0%</i>	<i>37,7%</i>	<i>+1,3 PP</i>
Mezzanine Kapital	13,7	13,4	2%
Rückstellungen	44,1	36,7	20%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	196,9	170,2	16%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	3,2	10,3	-69%
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	200,1	180,6	11%
Nettoverschuldung	162,9	93,5	74%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>84,5%</i>	<i>55,0%</i>	<i>+29,5 PP</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	18,5	19,1	-3%
Working Capital-Quote	<i>79,0%</i>	<i>56,8%</i>	<i>+22,2 PP</i>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>493,9</b>	<b>451,3</b>	<b>9%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Höheres Working Capital belastet operativen Cashflow** Der hohe negative operative Cashflow von €-63,0 Mio. ist wesentlich auf das gestiegene Working Capital zurückzuführen. Die Investitionen erreichten mit €5,4 Mio. einen ähnlichen Wert wie im Vorjahr. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf €10,1 Mio. und basiert hauptsächlich auf einer Nettoschuldenaufnahme (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). Der Nettomittelabfluss betrug €50 Mio.

### Abbildung 6: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	2023A	2022A
Operativer Cashflow	-63,0	-13,9
CAPEX	-5,4	-5,3
Freier Cashflow	-68,4	-19,1
Cashflow aus Investitionstätigkeit	1,8	-2,1
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	10,1	84,2
Nettocashflow	-49,9	68,6

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Projektpipeline auf 23 GW angewachsen** ABO Wind akquirierte 2023 neue Projekte mit einer geplanten Gesamtkapazität von 4,3 GW, davon in Europa 3,1 GW und außerhalb Europas 1,2 GW. Damit liegt das Unternehmen deutlich oberhalb des selbstgesteckten Ziels von mindestens 2 GW. Abzüglich der verkauften und aufgegebenen Projekte hat das Unternehmen seine Projektpipeline (Wind-, Solarparks und Batteriespeicher) um 2 GW auf 23,1 GW ausgeweitet (vgl. Abbildung 7). Bezogen auf die Leistung (GW) besteht die Pipeline zu mehr als 60% aus Windkraft (ca. 14 GW), zu mehr als 30% aus PV (ca. 7 GW) und zu ca. 5% (ca. 1 GW) aus Batteriespeichern. Zwei Drittel der Projekte befinden sich in den europäischen Kernmärkten, die sich durch stabile Rahmenbedingungen auszeichnen. Die größten Zuwächse verzeichneten Deutschland (+1.100 MW), Südafrika (+600 MW) und Kanada (+400 MW). Die größten Rückgänge waren in Argentinien (-450 MW) und Finnland (-200 MW). Mit Phase III Projekten (in der Umsetzung befindlich) mit insgesamt 565 MW Leistung (Vj.: 415 MW, +36% J/J) sehen wir ABO Wind sehr gut aufgestellt, um ihre Wachstumsziele zu erreichen.

### Abbildung 7: Projektpipeline (Wind, PV, Speicher) Ende 2023

Land	Phase I	Phase II	Phase III	Summe
Deutschland	3.500	200	200	3.900
Frankreich	1.400	140	60	1.600
Finnland	5.110	70	120	5.300
Irland	410	140	0	550
Spanien	400	650	50	1.100
Griechenland	250	700	0	950
Polen	650	0	0	650
Ungarn	100	25	75	200
Großbritannien	610	20	20	650
Niederlande	100	0	0	100
Argentinien	600	700	0	1.300
Kolumbien	160	500	40	700
Kanada	1.000	0	0	1.000
Südafrika	2.500	2.500	0	5.000
Tansania	50	0	0	50
Tunesien	40	10	0	50
<b>Summe</b>	<b>16.880</b>	<b>5.655</b>	<b>565</b>	<b>23.100</b>

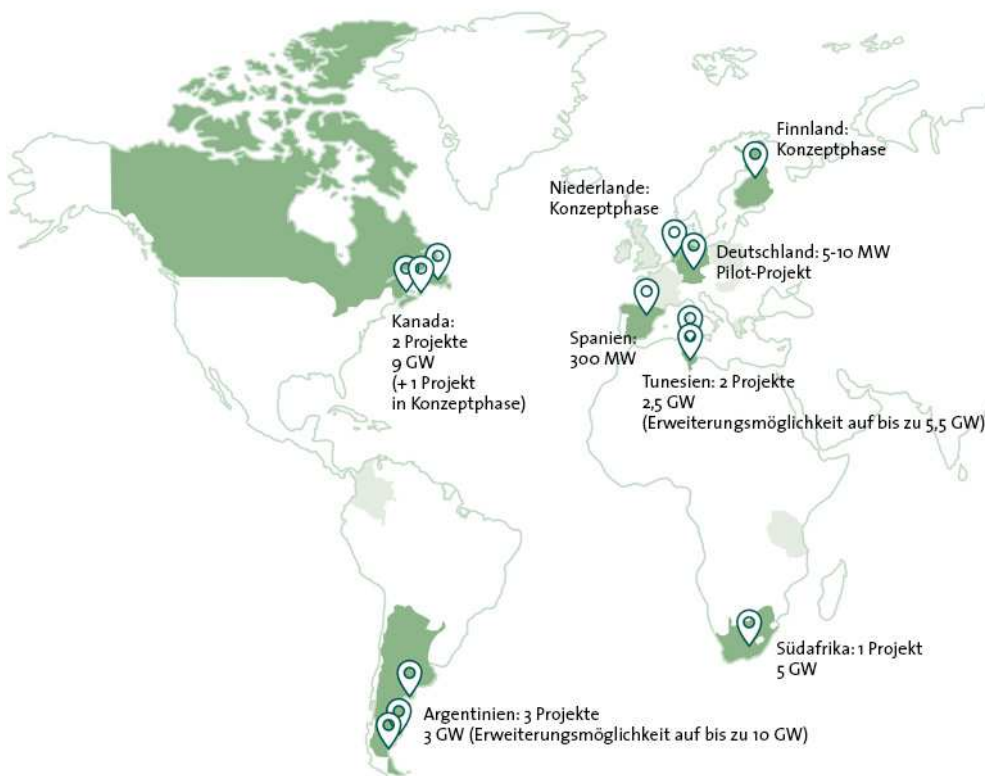
Phase I: Flächen gesichert, Genehmigung in Arbeit; Phase II: Genehmigung erreicht, Baureife in Arbeit;

Phase III: Umsetzung läuft

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Wasserstoffpipeline auf 20 GW gestiegen** Zusätzlich zur oben dargestellten Projektpipeline entwickelt ABO Wind ein zweites Portfolio mit sehr großen Windparks oder Solaranlagen, die im Zusammenhang mit einer angestrebten Produktion von grünem Wasserstoff stehen. Dabei handelt es sich vor allem um Projekte in Ländern wie Kanada oder Argentinien, in denen die Entwicklung von Wind- und Solarparks in Gigawatt-Größenordnungen möglich ist (vgl. Abbildung 8). Das Wasserstoff-Geschäftsmodell reicht von der Bereitstellung erneuerbarer Energie bis hin zum vollständigen Aufbau einer Wasserstoffinfrastruktur. Die Wasserstoffpipeline ist 2023 durch ein neues Projekt in Südafrika um 5 GW auf 20 GW gestiegen. Außerdem sind mehrere Projekte dazugekommen, die sich noch in der Konzeptphase befinden (Finnland, Niederlande).

**Abbildung 8: Wasserstoffbasierte Projektpipeline**



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Im Wasserstoffbereich möchten wir das kanadische Projekt „Toqlukuti'k“ in der Provinz Neufundland und Labrador hervorheben. In drei Phasen sollen hier Windparks mit bis zu 5 GW Leistung zur Produktion von grünem Wasserstoff entstehen. Eine Biokraftstoff-Raffinerie in direkter Nähe soll in einer ersten Phase mit bis zu 35.000 t grünem Wasserstoff pro Jahr versorgt werden. In einer zweiten und dritten Phase sollen bis zu zwei Millionen Tonnen grüner Ammoniak pro Jahr hergestellt und exportiert werden. Im August 2023 sicherte sich ABO Wind das exklusive Recht, das Projekt auf staatlichem „Crown Land“ zu entwickeln.

**Erfolge bei Ausschreibungen in Frankreich und Deutschland** In Frankreich haben vier ABO-Windparks (Gesamtleistung: 57,5 MW) einen Zuschlag erhalten, in Deutschland vier Solarparks (fast 50 MW) und zwei Windparks (22 MW). Insgesamt hat ABO Wind damit in den jüngsten Ausschreibungsrunden in seinen Hauptmärkten Zuschläge für fast 130 MW erhalten.

**Der deutsche Windmarkt gewinnt wieder an Stärke** Im Jahr 2023 wurden in Deutschland Windparks mit einer Gesamtleistung von 3.567 MW neu installiert. Das ist ein Anstieg von 48% gegenüber dem Vorjahr. Bei den Ausschreibungen für Onshore-Windkraftanlagen wurden 6.399 MW bezuschlagt, gegenüber 4.572 MW im Jahr 2022 (+40%). Die Genehmigungen stiegen um 73% auf 7.504 MW von 4.341 MW im Jahr 2022. Für 2024 erwartet der Bundesverband WindEnergie (BWE) einen Zubau zwischen 3.600 und 4.100 MW (2023: 3.576 MW). Wir halten das obere Ende dieser Spanne für deutlich wahrscheinlicher als das untere Ende. Das Ausschreibungsvolumen für Onshore-Windkraftanlagen im Jahr 2024 beträgt 10.000 MW, was auf weiteres Wachstum in den kommenden Jahren hindeutet. Die Verbesserung des regulatorischen Umfelds zeigt sich in Genehmigungen, Bezuschlagungen und Installationen. Das höhere Genehmigungs- und Ausschreibungsvolumen wird sich in den kommenden Jahren in einem höheren Installationsvolumen niederschlagen. ABO Wind mit ihrer starken deutschen Onshore-Windprojektpipeline wird sicherlich von dieser Entwicklung profitieren.

**Dividendenvorschlag sieht Steigerung um 11% J/J vor** Vorstand und Aufsichtsrat schlagen eine Erhöhung der Dividende von €0,54 pro Aktie auf €0,60 (+11% J/J) vor. Damit liegt die Dividendenrendite bei ca. 1%.

**Rechtsformwechsel jetzt rechtssicher** Nach dem Beschluss zum Rechtsformwechsel auf der letzten Hauptversammlung im Oktober 2023 haben Aktionäre dagegen geklagt und damit die Eintragung des Formwechsels blockiert. ABO Wind hat daraufhin einen Freigabeantrag bei Gericht gestellt, dem Ende Februar 2024 stattgegeben wurde. Damit wird der geplante Formwechsel stattfinden – wahrscheinlich im Mai – und aus ABO Wind AG wird ABO Energy KGaA. Die Minderheitsaktionäre haben ihre Klage gegen den Formwechsel nach der Gerichtsentscheidung zurückgezogen. Das Sentiment der Investoren ist damit nicht mehr durch den Prozess belastet.

**Guidance für 2024 gut erreichbar** Zwar bringt das Jahr 2024 für die Windindustrie einige Herausforderungen mit sich wie das erhöhte Zinsniveau, das die Projektrentabilität schmälert und Lieferkettenherausforderungen, da die europäischen Turbinenproduzenten ihre Kapazitäten an die steigende Nachfrage anpassen müssen. Die deutlich verbesserte Regulierung und der klare politische Wille, eine deutliche Steigerung der Grünstromproduktion zu erreichen, sollten ABO Wind aber genügend Rückenwind geben, um ihre Wachstumsziele zu erreichen.

#### Abbildung 9: Guidance für 2024

Guidance für 2024	
Wachstum Gesamtleistung	10% bis 30%
Jahresüberschuss	€25 - €31 Mio.

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Für die Jahre 2024 bis 2026 rechnet ABO Wind mit einem jährlichen Neugeschäft in der Größenordnung von mindestens 2 GW. Bei den abgeschlossenen Projektentwicklungen geht das Unternehmen von einem durchschnittlichen Volumen von 150 bis 350 MW pro Jahr aus. Der Verkauf von Projektrechten und -portfolien sollte mindestens auf diesem Niveau liegen. Bei den abgeschlossenen Errichtungsleistungen erwartet das Management ein Volumen von bis zu 250 MW jährlich (vgl. Abbildung 10 auf der nächsten Seite).



### Abbildung 10: Mittelfristige Guidance (2024 – 2026)

2024-26 (in MW)	Ø p.a.
Neugeschäft	≥ 2000
Abgeschlossene Projektentwicklungen	150-350
Projektrechte-/Portfolioverkauf	≥ 150-350
Abgeschlossene Errichtungsleistungen	≤ 250

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Schätzungen überarbeitet** Nach dem höher als erwarteten Umsatz 2023 und der Gesamtleistungsguidance des Unternehmens für 2024 haben wir unsere Umsatzschätzungen erhöht. Gleichzeitig unterstellen wir eine höhere Kostenbasis, so dass unsere EBIT-Schätzungen nur leicht steigen. Unsere Annahme eines höheren Steueraufwands führt dazu, dass sich unsere Nettoergebnisschätzungen ab 2025E etwas verringern (vgl. Abbildung 11).

### Abbildung 11: Überarbeitung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	308,1	350,6	14%	347,6	395,5	14%	389,3	443,0	14%
EBIT	49,4	51,6	4%	53,6	57,8	8%	62,5	63,7	2%
Marge	16,0%	14,7%		15,4%	14,6%		16,1%	14,4%	
Nettoergebnis	28,2	28,6	1%	32,1	31,3	-3%	37,7	35,1	-7%
Marge	9,2%	8,2%		9,2%	7,9%		9,7%	7,9%	
EPS (verw ässert) in €	3,06	3,10	1%	3,48	3,39	-3%	4,09	3,81	-7%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Kaufempfehlung bestätigt bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €110. Angesichts kurz- und langfristig sehr guter Wachstumsaussichten sehen wir ein 2025E KGV von 16 als günstig an. Nach dem Ende der Rechtstreitigkeiten um den Wechsel der Rechtsform sollte sich das Sentiment deutlich verbessern und den Aktienkurs beflügeln. Wir empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf.





## BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR*	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>350.631</b>	<b>395.512</b>	<b>442.974</b>	<b>492.587</b>	<b>544.308</b>	<b>597.651</b>	<b>652.037</b>	<b>706.808</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>36.895</b>	<b>41.679</b>	<b>45.590</b>	<b>52.251</b>	<b>56.764</b>	<b>61.773</b>	<b>66.261</b>	<b>70.566</b>
+ Abschreibungen	3.415	3.709	3.937	4.239	4.918	5.583	6.235	6.877
= Operativer Cashflow (netto)	40.310	45.388	49.526	56.490	61.682	67.356	72.496	77.443
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-16.799	-19.395	-21.164	-37.942	-38.742	-40.106	-41.085	-41.622
Capex	-5.259	-5.537	-6.202	-6.896	-7.497	-8.095	-8.684	-9.253
Working Capital	-11.540	-13.858	-14.962	-31.046	-31.245	-32.011	-32.401	-32.370
= Freier Cashflow (FCF)	23.510	25.993	28.362	18.549	22.940	27.249	31.411	35.821
<b>GW der FCFs</b>	<b>22.303</b>	<b>23.076</b>	<b>23.566</b>	<b>14.423</b>	<b>16.691</b>	<b>18.555</b>	<b>20.018</b>	<b>21.364</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E- 2038E)	336.967
GWs der FCFs in der Terminalperiode	837.417
Unternehmenswert (EV)	1.174.383
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-162.909
+ Investitionen / Anteile Dritter	21
Shareholder Value	1.011.495
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	9.221
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>109,70</b>

Terminales Wachstum	3,5%
Terminale EBIT-Marge	13,5%

<b>WACC</b>	<b>6,9%</b>
Eigenkapitalkosten	10,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,5%
Normaler Steuersatz	34,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,0%
EK- Anteil	50,0%
FK- Anteil	50,0%
<b>Kursziel in €</b>	<b>110,00</b>

WACC	Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	
5,4%	146,44	163,69	188,27	226,14	292,02	435,25	985,78	
5,9%	121,61	133,08	148,56	170,63	204,62	263,75	392,31	
6,4%	102,67	110,59	120,86	134,75	154,53	185,00	238,02	
6,9%	87,78	93,41	100,49	<b>109,70</b>	122,13	139,84	167,12	
7,4%	75,80	79,89	84,92	91,26	99,48	110,60	126,44	
7,9%	65,97	69,00	72,65	77,14	82,80	90,14	100,06	
8,4%	57,78	60,06	62,75	66,01	70,01	75,05	81,60	

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2031 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2038



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>127.109</b>	<b>231.658</b>	<b>299.685</b>	<b>350.631</b>	<b>395.512</b>	<b>442.974</b>
Bestandsveränderungen	60.346	76.434	96.603	108.696	111.930	115.173
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>187.455</b>	<b>308.092</b>	<b>396.288</b>	<b>459.327</b>	<b>507.442</b>	<b>558.147</b>
Herstellungskosten	78.280	148.807	210.278	241.936	268.948	301.222
<b>Bruttogewinn (Gesamtleist. - Herstellkost.)</b>	<b>109.175</b>	<b>159.285</b>	<b>186.010</b>	<b>217.391</b>	<b>238.494</b>	<b>256.925</b>
Personalkosten	63.397	77.730	98.187	110.780	120.631	132.892
Sonstige betriebliche Erträge	5.141	5.111	10.479	7.013	7.910	11.074
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20.440	29.694	38.965	45.582	50.626	53.157
<b>EBITDA</b>	<b>30.479</b>	<b>56.972</b>	<b>59.337</b>	<b>68.042</b>	<b>75.147</b>	<b>81.950</b>
Abschreibungen & Amortisation AV	1.929	3.002	4.312	3.415	3.709	3.937
Abschreibungen UV	6.102	10.846	12.389	13.008	13.659	14.342
<b>EBIT</b>	<b>22.448</b>	<b>43.124</b>	<b>42.636</b>	<b>51.619</b>	<b>57.780</b>	<b>63.672</b>
Nettofinanzergebnis	-1.485	-4.887	-865	-8.313	-10.425	-10.489
<b>EBT</b>	<b>20.963</b>	<b>38.238</b>	<b>41.771</b>	<b>43.306</b>	<b>47.354</b>	<b>53.183</b>
Steuern	7.152	13.661	14.548	14.724	16.101	18.082
Minderheitsbeteiligungen	-6	13	29	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>13.804</b>	<b>24.590</b>	<b>27.252</b>	<b>28.582</b>	<b>31.254</b>	<b>35.101</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>1,50</b>	<b>2,67</b>	<b>2,96</b>	<b>3,10</b>	<b>3,39</b>	<b>3,81</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	58,2%	51,7%	46,9%	47,3%	47,0%	46,0%
EBITDA-Marge auf Umsatz	24,0%	24,6%	19,8%	19,4%	19,0%	18,5%
EBIT-Marge auf Umsatz	17,7%	18,6%	14,2%	14,7%	14,6%	14,4%
EBT-Marge auf Umsatz	16,5%	16,5%	13,9%	12,4%	12,0%	12,0%
Nettomarge auf Umsatz	10,9%	10,6%	9,1%	8,2%	7,9%	7,9%
Steuersatz	34,1%	35,7%	34,8%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	49,9%	33,6%	32,8%	31,6%	30,5%	30,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,1%	12,8%	13,0%	13,0%	12,8%	12,0%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,5%	1,3%	1,4%	1,0%	0,9%	0,9%
Abschreibungen UV	4,8%	4,7%	4,1%	3,7%	3,5%	3,2%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	-14,8%	82,3%	29,4%	17,0%	12,8%	12,0%
Operatives Ergebnis	-0,1%	92,1%	-1,1%	21,1%	11,9%	10,2%
Nettogewinn/ -verlust	5,2%	78,1%	10,8%	4,9%	9,3%	12,3%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>282.609</b>	<b>437.621</b>	<b>479.984</b>	<b>554.342</b>	<b>587.380</b>	<b>618.109</b>
Liquide Mittel	18.472	87.075	37.170	88.614	104.464	116.252
Wertpapiere	11.684	8.775	9.512	9.512	9.512	9.512
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10.860	26.502	47.177	52.835	59.598	66.749
Vorräte	133.019	124.152	208.109	225.365	235.790	247.580
Sonstige Forderungen	108.574	191.117	178.016	178.016	178.016	178.016
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>14.451</b>	<b>13.643</b>	<b>13.961</b>	<b>15.805</b>	<b>17.634</b>	<b>19.899</b>
Sachanlagen	7.234	9.043	10.071	11.608	13.104	15.013
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.474	1.574	1.125	1.433	1.765	2.122
Finanzanlagen	5.743	3.026	2.765	2.765	2.765	2.765
Sonstige	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>297.060</b>	<b>451.264</b>	<b>493.945</b>	<b>570.147</b>	<b>605.014</b>	<b>638.008</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>56.483</b>	<b>97.545</b>	<b>90.635</b>	<b>130.972</b>	<b>110.671</b>	<b>236.959</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	8.997	10.331	3.221	32.000	8.000	130.309
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	14.034	19.081	18.454	29.828	33.158	37.137
Rückstellungen (kurzfristig)	21.355	36.695	44.090	44.090	44.090	44.090
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.097	31.438	24.870	25.054	25.423	25.423
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>90.713</b>	<b>183.661</b>	<b>210.538</b>	<b>223.538</b>	<b>253.538</b>	<b>131.229</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	76.950	170.249	196.858	209.858	239.858	117.549
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	13.763	13.412	13.680	13.680	13.680	13.680
<b>Anteile Dritter</b>	<b>41</b>	<b>36</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>149.823</b>	<b>170.022</b>	<b>192.751</b>	<b>215.616</b>	<b>240.784</b>	<b>269.799</b>
Gezeichnetes Kapital	9.221	9.221	9.221	9.221	9.221	9.221
Kapitalrücklage	45.490	45.490	45.490	45.490	45.490	45.490
Gewinnrücklagen	95.329	115.401	137.891	160.756	185.924	214.939
<b>Passiva</b>	<b>297.060</b>	<b>451.264</b>	<b>493.945</b>	<b>570.147</b>	<b>605.014</b>	<b>638.008</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	5,00	4,49	5,30	4,23	5,31	2,61
Quick ratio (x)	2,65	3,21	3,00	2,51	3,18	1,56
Nettoverbindlichkeiten	67.475	93.505	162.909	153.244	143.394	131.606
Net Gearing	45,0%	55,0%	84,5%	71,1%	59,6%	48,8%
Eigenkapitalquote	50,4%	37,7%	39,0%	37,8%	39,8%	42,3%
Buchwert je Aktie (in €)	16,25	18,44	20,90	23,38	26,11	29,26
Eigenkapitalrendite	9,2%	14,5%	14,1%	13,3%	13,0%	13,0%
Return on Assets (ROA)	5,4%	6,7%	7,0%	6,6%	7,0%	7,2%
Return on Investment (ROI)	4,6%	5,4%	5,5%	5,0%	5,2%	5,5%
Return on average capital employed (ROCE)	12,1%	17,7%	13,6%	14,1%	15,2%	16,0%
Forderungsumschlag in Tagen	31	42	57	55	55	55
Vorratsumschlag in Tagen	620	305	361	340	320	300
Kreditorenlaufzeit in Tagen	65	47	32	45	45	45



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>22.448</b>	<b>43.111</b>	<b>42.636</b>	<b>51.619</b>	<b>57.780</b>	<b>63.672</b>
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.929	3.002	4.312	3.415	3.709	3.937
<b>EBITDA</b>	<b>24.377</b>	<b>46.113</b>	<b>46.948</b>	<b>55.034</b>	<b>61.488</b>	<b>67.608</b>
Veränderungen Working Capital	-68.555	-61.723	-105.464	-11.540	-13.858	-14.962
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-6.558	1.761	-4.481	-14.724	-16.101	-18.082
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-50.736</b>	<b>-13.850</b>	<b>-62.997</b>	<b>28.770</b>	<b>31.530</b>	<b>34.564</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2.941	-4.597	-4.549	-4.558	-4.746	-5.316
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-375	-654	-809	-701	-791	-886
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-54.052</b>	<b>-19.101</b>	<b>-68.355</b>	<b>23.510</b>	<b>25.993</b>	<b>28.362</b>
Akquisitionen und Verkäufe	462	249	488	0	0	0
Andere Investitionen	-1.004	2.872	6.712	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3.858</b>	<b>-2.130</b>	<b>1.842</b>	<b>-5.259</b>	<b>-5.537</b>	<b>-6.202</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	26.764	94.375	20.103	41.779	6.000	0
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	-4.149	-4.518	-4.979	-5.533	-5.717	-6.086
Sonstige Finanzierung	-2.328	-5.650	-5.059	-8.313	-10.425	-10.489
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>20.287</b>	<b>84.207</b>	<b>10.065</b>	<b>27.934</b>	<b>-10.142</b>	<b>-16.575</b>
FOREX & sonstige Effekte	19	376	1.185	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-34.288</b>	<b>68.603</b>	<b>-49.905</b>	<b>51.444</b>	<b>15.850</b>	<b>11.787</b>
Cash am Anfang der Periode	52.798	18.472	87.075	37.170	88.614	104.464
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>18.510</b>	<b>87.075</b>	<b>37.170</b>	<b>88.614</b>	<b>104.464</b>	<b>116.252</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>3,31</b>	<b>6,18</b>	<b>6,44</b>	<b>7,38</b>	<b>8,15</b>	<b>8,89</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	9,6%	9,6%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	10,6%	9,1%
Financial Cashflow	357,1%	315,1%	-88,0%	177,5%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-19,1%	86,9%	4,2%	14,7%	10,4%	9,1%

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

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Regulations (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: [info@firstberlin.com](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

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

**Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 19. März 2024 um 11:03 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2024 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. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von ABO Wind AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: 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.

Darüber hinaus bietet First Berlin 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:

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- 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;

In Bezug auf die Finanzanalysen ABO Wind AG bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: 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.

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.

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNG SERMÄCHTIGUNG, 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.

### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...29	↓	↓	↓	↓
30	26. Januar 2023	€ 83,00	BUY	€ 118,00
31	2. März 2023	€ 74,60	BUY	€ 118,00
32	21. März 2023	€ 72,00	BUY	€ 118,00
33	9. Juni 2023	€ 58,20	BUY	€ 118,00
34	7. September 2023	€ 49,40	BUY	€ 118,00
35	2. November 2023	€ 43,90	BUY	€ 106,00
36	4. Dezember 2023	€ 41,60	BUY	€ 106,00
37	20. Februar 2024	€ 49,80	BUY	€ 110,00
38	Heute	€ 53,40	BUY	€ 110,00

### 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 Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

### 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.**