

2G Energy AG

Deutschland / Cleantech
 Primary exchange: Frankfurt
 Bloomberg: 2GB GR
 ISIN: DE000A0HL8N9

Vorläufige Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 24,00

14,3%
 Medium

EBIT-MARGE NUR AM UNTEREN RAND DER GUIDANCE

2G Energy erzielte in 2016 einen Umsatz von €174 Mio. und lag damit über der Umsatzguidance von €150-170 Mio. Allerdings wurde nur eine EBIT-Marge von 3,2% erreicht. Die Marge lag damit unter unseren Schätzungen, am unteren Rand der Guidance von 3-5% und nur leicht über dem Vorjahreswert. Gründe hierfür waren die Neubewertung verschiedener größerer Projekte und ein nicht erwarteter negativer Ergebnisbeitrag der britischen Tochtergesellschaft. 2G ist weiterhin im Kraft-Wärme-Kopplungs (KWK)-Bereich sehr gut positioniert, verfügt über technologisch führende Produkte, eine sehr starke Bilanz und einen sehr hohen Auftragsbestand. Allerdings hat die politische Unterstützung für KWK in Deutschland in den letzten Jahren nachgelassen, und das Marktumfeld ist von intensiverem Wettbewerb und Konsolidierungstendenzen geprägt. Wir passen unsere Prognosen für 2017E und die Folgejahre entsprechend an. Nach der eher moderaten Margenentwicklung der letzten Jahre haben wir unsere Margenannahmen für die nächsten Jahre zurückgenommen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €24,00 (bisher: €26,10). Da das Aufwärtspotenzial nunmehr unter 25% liegt, stufen wir die Aktie von Kaufen auf Hinzufügen herunter.

2017-Guidance: profitables Wachstum erreichbar Für 2017 geht 2G von einem Umsatz im Bereich von €160-180 Mio. bei einer EBIT-Marge von 3-5% aus.

Kräftiges Umsatzwachstum Mit €174 Mio. (FBe: €174 Mio., 2015: €153 Mio.) erreichte 2G den zweithöchsten Jahresumsatz in ihrer Geschichte. Trotz eines Marktumfeldes, das von Konsolidierungstendenzen und einer sich abschwächenden politischen Unterstützung geprägt war, hat 2G mit +14% ein zweistelliges Umsatzwachstum erzielt. Dieses Wachstum wurde insbesondere vom Segment KWK-Anlagen getrieben. Der Anlagenverkauf trug €112 Mio. zum Umsatz bei (2015: €92,3 Mio.). Der Anstieg um 21% belegt, ... (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz (€ Mio.)	126,13	186,61	152,88	174,30	180,00	193,00
Jährliches Wachstum	-13,9%	47,9%	-18,1%	14,0%	3,3%	7,2%
EBIT (€ Mio.)	3,12	11,29	4,77	5,62	8,59	12,38
EBIT-Marge	2,5%	6,0%	3,1%	3,2%	4,8%	6,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	0,89	6,50	2,78	3,72	5,78	8,32
EPS (verwässert) (€)	0,20	1,47	0,63	0,84	1,30	1,88
DPS (€)	0,00	0,00	0,37	0,37	0,37	0,37
FCF (€ Mio.)	0,70	4,42	-1,26	6,11	0,54	2,74
Nettoverschuldungsgrad	-6,9%	-11,0%	-8,0%	-15,9%	-12,9%	-13,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	5,18	25,92	14,42	10,48	11,89	10,15

RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind regulatorische Änderungen, Internationalisierung, steigender Wettbewerb, hohe Gas- und niedrige Strompreise sowie eine geringe Aktienliquidität.

UNTERNEHMENSPROFIL

2G Energy AG ist ein führender Anbieter von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen (KWK). Das Unternehmen offeriert eine breite Produktpalette von Anlagen mit einer Leistung von 20 kW bis 4 MW. Zielmärkte sind sowohl der Biogas- als auch der Erdgasmarkt. Die Zentrale von 2G liegt in Heek, Deutschland. Außerdem hat das Unternehmen einen zusätzlichen Produktionsstandort in den USA.

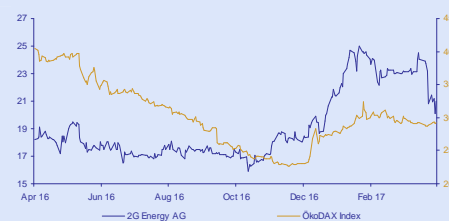
HANDELSDATEN

Stand: 28. Apr 2017

Schlusskurs	€ 21,00
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 93,01 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 15,94 / 24,99
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	4.425

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	33,3	25,0	16,1
EV/Sales	0,6	0,5	0,5
EV/EBIT	18,7	15,1	10,0
Div.-Rendite	1,8%	1,8%	1,8%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2016

Liquide Mittel	€ 14,84 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 84,49 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 5,51 Mio.
Bilanzsumme	€ 107,40 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 43,05 Mio.
Eigenkapital	€ 49,79 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Christian Grotholt	30,0%
Ludger Gausling	25,3%
Free Float	44,7%

...dass 2G trotz des schwierigen Marktumfeldes kräftig gewachsen ist. Dies ist vor allem auf den wiedererstarteten deutschen Markt für Biogas-KWK-Anlagen zurückzuführen. Hier gelang 2G eine 80%ige Absatzsteigerung auf fast €29 Mio. Auch das Service-Segment wuchs um knapp 10% von €52 Mio. auf €57 Mio. Der Auslandsumsatz stieg um gut 28% auf €52,8 Mio. (2015: €41,1 Mio.). Damit hat 2G den Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz von 27% in 2015 auf 30% gesteigert. Die wichtigsten Auslandsmärkte waren Großbritannien, die USA, Frankreich und Japan.

EBIT-Marge bleibt hinter unserer Schätzung zurück Die Entwicklung der operativen Marge blieb unter unseren Erwartungen (FBe: 4,8%) und lag mit 3,2% nur am unteren Rand der Guidance von 3-5%. Ein Grund hierfür dürfte ein suboptimales Management mehrerer großer Projekte gewesen sein. Diese Projekte weisen üblicherweise einen hohen Anteil an Anlagenbau auf. Die damit verbundene Komplexität macht solche Projekte generell anfällig für ungeplante Kosten. In der Vergangenheit hat 2G solche Projekte trotzdem bravourös gemeistert. Dies scheint im letzten Jahr nicht in vergleichbarer Weise gelungen zu sein, denn 2G musste zusätzlich €2,6 Mio. an unvorhergesehenen Projektkosten verbuchen. Außerdem leistete die britische Tochter einen nicht vorhergesehenen negativen Ergebnisbeitrag von €0,6 Mio., der sich hauptsächlich aus der Verschiebung von insgesamt 19 Aufträgen im Wert von €7,6 Mio. in dieses Jahr ergibt. Nichtsdestotrotz steigerte 2G das EBIT um 18% auf €5,6 Mio. (vgl. Abbildung 1). Aus den mit dem Anlagenbau verbundenen Projektrisiken hat 2G Konsequenzen gezogen. In Zukunft wird das Unternehmen dieses Geschäft nicht fortführen, sondern sich darauf konzentrieren, die Margen im Produkt- und Service-Geschäft zu steigern.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Angaben in €Mio.	Q4/16A	Q4/16E	Delta	Q4/15	Delta	2016	2015	Delta
Umsatz	81,70	81,50	0,2%	68,58	19,1%	174,30	152,88	14,0%
Gesamtleistung	63,70	65,15	-2,2%	61,23	4,0%	183,60	154,71	18,7%
EBIT	5,40	8,10	-33,3%	5,89	-8,3%	5,62	4,77	17,7%
EBIT-Marge	6,6%	9,9%	-	8,6%	-	3,2%	3,1%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Hoher Auftragsbestand zum Ende des ersten Quartals Ein Auftragsbestand von €106 Mio. (ohne das risikobehaftete Anlagenbaugeschäft) zum Ende des ersten Quartals (Vorjahr: €86,9 Mio.) ist eine sehr gute Grundlage für weiteres Wachstum. Im Vergleich zum Vorjahreswert stieg der Auftragsbestand um 22%. Dazu leistet das Ausland mit einem Anteil von ca. 50% einen relevanten Beitrag, hauptsächlich Großbritannien (€16,7 Mio.), die USA (€16,5 Mio.) und Frankreich (€8,6 Mio.). Insbesondere Frankreich ist positiv hervorzuheben. Hier hat 2G nach der deutlich verbesserten Förderung von Biogasanlagen schnell die Initiative ergriffen und letztes Jahr eine französische Niederlassung gegründet. Allein die drei wichtigsten Auslandsmärkte vereinen einen Auftragsbestand von €41,8 Mio. und erreichen damit einen Anteil von 39% am Auftragsbestand. In Deutschland macht die Nachfrage nach Biogas-KWK-Anlagen ca. 80% des Auftragsbestands aus. Hier machen sich die Anstrengungen der Biogasanlagenbetreiber, die Stromproduktion der Biogasanlagen zu flexibilisieren, und der Druck, die alten KWK-Anlagen, die sich am Ende des Lebenszyklusses befinden, zu ersetzen, bemerkbar.

Neue aura-Baureihe überzeugt durch niedrige Emissionen und hohe Wärmewirkungsgrade Die aura-Baureihe repräsentiert die jüngste technische Innovation aus dem Hause 2G. Das Unternehmen bietet zwei Module an (100 kW and 150 kW). Basierend auf der firmeneigenen Lambda-1-Technologie zeichnen sich die Motoren durch niedrige Emissionswerte, hohe Wärmewirkungsgrade und geringe Life-Cycle-Kosten aus. Bis Mitte des Jahres soll die Novellierung der Technischen Anleitung zur Reinhaltung der

Luft (TA Luft) durch das Bundesumweltministerium abgeschlossen sein. Die Grenzwerte für Stickoxide bei Motoren dürften dabei deutlich abgesenkt werden. Die neue aura-Baureihe erfüllt bereits jetzt die zukünftigen Grenzwerte. Außerdem helfen die niedrigen Emissionswerte bei der internationalen Vermarktung, da die hohen Stickoxid-Werte in Städten eine erhebliche Gesundheitsbelastung der Bevölkerung darstellen und internationale Ballungszentren wie London oder Tokio daher niedrige Grenzwerte verlangen. Die aura 404 (150 kW) erreicht einen elektrischen Wirkungsgrad von 37% und einen hohen Wärmewirkungsgrad von 65%. Mit Hilfe eines Brennwert-Abgaswärmetauschers wird somit ein Gesamtwirkungsgrad von 102% erzielt.

Schätzungen angepasst Wir nehmen unsere Umsatzschätzungen angesichts der sich abschwächenden politischen Unterstützung für Kraft-Wärme-Kopplung und eines Marktumfeldes, das von intensiverem Wettbewerb und Konsolidierung gekennzeichnet ist, etwas zurück. Trotzdem liegt unsere Umsatzprognose für 2017E am oberen Rand der Guidance. Ein Auftragsbestand Ende März von €106 Mio., die bereits in Q1 verumsatzten Produktverkäufe und erwartete Service-Umsätze von ca. €64 Mio. lassen einen Umsatz in Höhe von €180 Mio. realistisch erscheinen. Nach der moderaten Margenentwicklung sind wir bei der Prognose der Margen etwas zurückhaltender. Trotzdem unterstellen wir für 2017E eine im Vergleich zum Vorjahr deutlich gestiegene EBIT-Marge von 4,8%, da wir nach dem Zurückfahren des risikoreichen Anlagenbaus nicht mit Einmalkosten wie in 2016 rechnen. Dies ergibt eine um €3 Mio. höhere EBIT-Schätzung von €8,6 Mio. für 2017E (vgl. Abbildung 2).

Herabstufung auf Hinzufügen bei reduziertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €24,00 (bisher: €26,10). Da das Kurspotenzial nunmehr unter 25% liegt, stufen wir die Aktie von Kaufen auf Hinzufügen herab.

Abbildung 2: Anpassung der Prognosen

Alle Angaben in €Mio.	2016E			2017E			2018E		
	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta
Umsatz	174,30	174,10	0,1%	180,00	187,00	-3,7%	193,00	200,09	-3,5%
EBIT	5,62	8,32	-32,5%	8,59	13,81	-37,8%	12,38	15,01	-17,5%
EBIT-Marge	3,2%	4,8%	-	4,8%	7,4%	-	6,4%	7,5%	-
Nettoergebnis	3,72	5,58	-33,4%	5,78	9,38	-38,4%	8,32	10,14	-17,9%
Nettomarge	2,1%	3,2%	-	3,2%	5,0%	-	4,3%	5,1%	-
EPS verwässert (€)	0,84	1,26	-33,3%	1,30	2,12	-38,7%	1,88	2,29	-17,9%

Quelle: First Berlin Equity Research



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoumsatz	174,30	180,00	193,00	204,58	216,85	227,70	239,08	248,65
Wachstum J/J	14%	3%	7%	6%	6%	5%	5%	4%
EBIT	5,62	8,59	12,38	14,32	15,18	15,94	16,74	17,41
EBIT-Marge	3,2%	4,8%	6,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
NOPLAT	3,88	5,93	8,54	9,88	10,47	11,00	11,55	12,01
+ Abschreibungen und Amortisation	2,79	2,86	3,02	3,07	3,25	3,42	3,59	3,73
= Operativer Cashflow (netto)	6,67	8,79	11,56	12,95	13,73	14,41	15,13	15,74
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-0,39	-8,10	-8,60	-11,37	-6,20	-6,02	-6,32	-6,02
CAPEX	-3,50	-4,00	-5,50	-3,07	-3,25	-3,42	-3,59	-3,73
Working Capital	3,11	-4,10	-3,10	-8,30	-2,95	-2,60	-2,73	-2,30
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	6,27	0,69	2,96	1,58	7,53	8,40	8,82	9,71
GW der FCFs	6,48	0,64	2,51	1,22	5,25	5,31	5,05	5,04

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2016E-29E)	57,14
GW der FCFs in der Terminalperiode	44,89
Unternehmenswert (EV)	102,03
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	4,24
Shareholder Value	106,26
Anzahl ausstehender Aktien	4,43

Fairer Wert je Aktie (€) 24,00

WACC	10,3%
Eigenkapitalkosten	10,7%
Fremdkapitalkosten vor Steuern	4,0%
Normaler Steuersatz	31,0%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	2,8%
EK-Anteil	95,0%
FK-Anteil	5,0%
Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	7,0%

Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert je Aktie (€)

		Terminale EBIT-Marge							
		5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	
WACC	13,3%	12,06	13,73	15,40	17,06	18,73	20,40	22,06	
	12,3%	13,40	15,22	17,04	18,85	20,67	22,48	24,30	
	11,3%	15,05	17,05	19,05	21,04	23,04	25,04	27,04	
	10,3%	17,12	19,34	21,57	23,99	26,01	28,24	30,46	
	9,3%	19,78	22,29	24,80	27,31	29,82	32,34	34,85	
		8,3%	23,31	26,20	29,09	31,98	34,88	37,77	40,66
		7,3%	28,22	31,63	35,04	38,46	41,87	45,28	48,70

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2023 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2029



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatzerlöse	126,1	186,6	152,9	174,3	180,0	193,0
Gesamtleistung	137,5	189,6	154,7	183,6	180,6	193,6
Materialkosten	-96,9	-134,0	-100,6	-128,7	-120,6	-127,6
Rohhertrag	40,6	55,6	54,1	54,9	60,0	66,0
Personalaufwand	-21,5	-25,5	-29,3	-29,9	-30,9	-31,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,7	3,2	3,3	3,5	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,5	-19,1	-19,9	-20,0	-20,5	-21,8
EBITDA	5,5	14,0	8,1	8,4	11,5	15,4
Abschreibungen	-2,4	-2,7	-3,3	-2,8	-2,9	-3,0
Betriebsergebnis (EBIT)	3,1	11,3	4,8	5,6	8,6	12,4
Finanzergebnis	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	2,8	10,9	4,5	5,4	8,4	12,1
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,8	-4,1	-1,9	-1,7	-2,6	-3,7
Minderheitenbeteiligungen	0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	0,9	6,5	2,8	3,7	5,8	8,3
Gewinn pro Aktie in €	0,20	1,47	0,63	0,84	1,30	1,88
Gewinn pro Aktie verwässert in €	0,20	1,47	0,63	0,84	1,30	1,88
Kennzahlen						
Bruttogewinn-Marge	32,2%	29,8%	35,4%	31,5%	33,3%	34,2%
EBIT-Marge	2,5%	6,0%	3,1%	3,2%	4,8%	6,4%
EBITDA-Marge	4,4%	7,5%	5,3%	4,8%	6,4%	8,0%
Nettogewinn-Marge	0,7%	3,5%	1,8%	2,1%	3,2%	4,3%
Steuersatz	63,3%	37,1%	42,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	17,0%	13,6%	19,2%	17,2%	17,2%	16,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12,3%	10,2%	13,0%	11,5%	11,4%	11,3%
Abschreibungen und Amortisation	1,9%	1,5%	2,2%	1,6%	1,6%	1,6%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	-13,9%	47,9%	-18,1%	14,0%	3,3%	7,2%
Betriebsergebnis	-81,2%	262,2%	-57,7%	17,7%	52,9%	44,1%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-92,2%	626,2%	-57,2%	33,8%	55,4%	44,1%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Aktiva						
Umlaufvermögen	66,7	69,9	72,4	83,1	85,5	91,3
Zahlungsmittel	10,5	11,9	10,2	15,7	14,6	15,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23,1	22,0	24,6	27,2	29,6	31,7
Vorräte	28,1	31,2	32,2	34,9	36,0	38,6
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5,1	4,9	5,3	5,4	5,4	5,4
Anlagevermögen	21,9	22,7	23,5	24,1	25,3	27,8
Sachanlagen	15,8	16,9	17,7	18,6	19,9	22,6
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,6	5,4	5,8	5,6	5,4	5,2
Finanzanlagen	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Aktiva	88,6	92,6	95,9	107,3	110,8	119,1
Passiva						
Verbindlichkeiten	41,5	40,5	43,2	52,6	52,0	53,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,2	6,1	5,9	7,0	7,0	7,0
Verbindlichkeiten aus L&L	7,5	5,6	5,4	9,5	8,9	10,5
Rückstellungen	10,0	11,2	11,7	11,7	11,7	11,7
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	16,7	17,5	20,2	24,4	24,4	24,4
Summe Eigenkapital	47,2	52,1	52,6	54,7	58,9	65,5
Gezeichnetes Kapital	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitalrücklage	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Gewinnrücklage	31,1	35,9	37,1	39,2	43,3	50,0
Sonstige Rücklagen	0,0	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Minderheitenanteile	0,3	0,4	0,8	0,5	0,5	0,5
Bilanzsumme	88,6	92,6	95,9	107,3	110,8	119,1
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,5	2,7	2,6	2,3	2,4	2,5
Eigenkapitalquote	53,2%	56,2%	54,9%	51,0%	53,1%	55,0%
Net Gearing	-6,9%	-11,0%	-8,0%	-15,9%	-12,9%	-13,3%
Eigenkapital je Aktie (in €)	10,6	11,8	11,9	12,4	13,3	14,8
Nettoverbindlichkeiten	-3,2	-5,7	-4,2	-8,7	-7,6	-8,7
Zinsdeckungsgrad	10	33	17	24	39	39
Durchschn. Working Capital/Umsatz	27,4%	18,2%	23,6%	20,2%	19,8%	20,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,9%	12,5%	5,3%	6,8%	9,8%	12,7%
Kapitalverzinsung (ROCE)	4,7%	16,9%	6,8%	7,8%	11,4%	15,3%
Lagerumschlag (Tage)	81	61	77	73	73	73
Forderungsumschlag (Tage)	67	43	59	57	60	60
Kreditorenlaufzeit (Tage)	28	15	20	27	27	30



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Nettoergebnis	1,0	6,9	2,6	3,7	5,8	8,3
+ Abschreibungen / Amortisation	2,4	2,7	3,3	2,8	2,9	3,0
- Investitionen in Working Capital	0,7	-2,8	-2,0	3,1	-4,1	-3,1
+/- Sonstiges	0,0	1,5	-1,8	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash Flow	4,1	8,3	2,1	9,6	4,5	8,2
- CAPEX	-3,4	-3,8	-3,3	-3,5	-4,0	-5,5
Freier Cashflow	0,7	4,4	-1,3	6,1	0,5	2,7
Sonstiger Cashflow aus Inv.-tätigkeit	0,4	0,3	2,3	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,1	-3,5	-1,0	-3,5	-4,0	-5,5
Finanzieller Cashflow	-4,7	-3,1	-1,9	-0,6	-1,6	-1,6
Veränderung liquide Mittel	-3,6	1,6	-0,8	5,5	-1,1	1,1
Wechselkursbedingte Veränderungen	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	13,7	10,1	11,4	10,1	15,7	14,6
Liquide Mittel, Jahresende	10,1	11,4	10,1	15,7	14,6	15,7
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,16	1,00	-0,28	1,38	0,12	0,62
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	99,9%	-75,0%	366,4%	-52,8%	81,6%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	n.a.	-91,2%	411,4%
Finanzieller Cashflow	-	-32,8%	-39,8%	-68,6%	176,8%	0,0%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	n.a.	-91,2%	411,4%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. November 2010	€ 13,30	Buy	€ 18,00
2...40	↓	↓	↓	↓
41	5. Juli 2016	€ 18,06	Buy	€ 25,00
42	29. September 2016	€ 17,50	Buy	€ 25,50
43	27. April 2017	€ 20,93	Buy	€ 26,10
44	Today	€ 21,00	Add	€ 24,00

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© 2017 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.

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:

STRONG BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

REDUCE: erwartete negative Kursentwicklung zwischen 0 % und -15 %

SELL: erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

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 Portfoliowalter

tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.