

2G Energy AG

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

Geschäftsbericht
 2016

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 24,00

9,6%

Medium

2G BLEIBT PROFITABEL UND ERHÖHT DIVIDENDE

2G Energy hat am 30. Mai endgültige Zahlen für 2016 und Q1/17-Zahlen vorgelegt. Die endgültigen Zahlen für 2016 entsprachen den vorläufigen. Das kräftige Toplinewachstum führte zum zweithöchsten Umsatz in der Unternehmensgeschichte (€174 Mio.). Die EBIT-Marge stieg marginal auf 3,2%. Aufgrund außergewöhnlicher Aufwendungen lag das Nettoergebnis bei nur €1,8 Mio. Das Management schlägt eine erhöhte Dividende von €0,40 pro Aktie vor. Für 2017 geht 2G von einem Umsatz zwischen €160-180 Mio. und einer EBIT-Marge von 3-5% aus. Der hohe Auftragsbestand von €111 Mio. und der hohe Umsatz im ersten Quartal (€30 Mio.) sind eine gute Basis für das Erreichen unserer Umsatzprognose, die am oberen Rand der Guidance liegt. Unsere Margenschätzungen haben wir etwas zurückgenommen und tragen damit dem intensiver werdenden Wettbewerb Rechnung. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €24,00. Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.

Umsatzsprung bei marginal höherer EBIT-Marge 2G steigerte den Umsatz um 14% auf €174 Mio. Sowohl das Neuanlagensegment (+16%) als auch das Servicegeschäft (+10%) trugen zum Umsatzwachstum bei. Die EBIT-Marge stieg leicht auf 3,2%. Zwar hat 2G die Personalkostenquote (16,3% vs. 19,0%) und den Anteil der sonstigen betrieblichen Ausgaben (inklusive der außergewöhnlichen Aufwendungen von €1,8 Mio.) an der Gesamtleistung (10,3% vs. 12,9%) gesenkt, aber die Materialkostenquote stieg von 65,0% auf 71,1%. Hauptgrund dafür sind die stark gestiegenen Aufwendungen für bezogene Leistungen (€28,4 Mio. vs. €18,8 Mio.). Aufgrund der erwähnten außergewöhnlichen Aufwendungen in Höhe von €1,8 Mio. lag das Nettoergebnis bei €1,8 Mio. und damit unterhalb unserer Schätzung von €3,7 Mio. Die EPS betragen €0,40 nach €0,59 in 2015 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

Guidance für 2017: gute Chancen für Wachstum Für 2017 erwartet 2G einen Umsatz von €160-180 Mio. bei einer EBIT-Marge von 3-5%. Dies entspricht einem EBIT in einer Bandbreite von €4,8 - 9,0 Mio. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	186,61	152,88	174,30	180,00	193,00	204,58
Jährliches Wachstum	47,9%	-18,1%	14,0%	3,3%	7,2%	6,0%
EBIT (€ Mio.)	11,29	4,77	5,65	8,03	11,63	13,79
EBIT-Marge	6,0%	3,1%	3,2%	4,5%	6,0%	6,7%
Jahresübers. (€ Mio.)	6,50	2,78	1,80	5,31	7,80	9,29
EPS (verwässert) (€)	1,47	0,59	0,40	1,20	1,76	2,10
DPS (€)	0,37	0,37	0,40	0,40	0,40	0,40
FCF (€ Mio.)	4,42	-1,26	1,54	3,77	0,71	5,16
Nettoverschuldungsgrad	-11,0%	-8,0%	-7,4%	-10,5%	-7,8%	-11,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	11,89	10,15	10,20	12,69	11,62	16,01

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: 1. Jun 2017

Schlusskurs	€ 21,91
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 97,04 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 15,94 / 24,99
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	4.409

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	54,8	18,3	12,4
EV/Sales	0,5	0,5	0,5
EV/EBIT	16,6	11,4	8,0
Div.-Rendite	1,8%	1,8%	1,8%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2016

Liquide Mittel	€ 10,12 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 86,75 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 5,51 Mio.
Bilanzsumme	€ 111,39 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 41,49 Mio.
Eigenkapital	€ 52,92 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Christian Grotholt	30,0%
Ludger Gausling	23,1%
Free Float	46,9%

Abbildung 1: Berichtete Zahlen

Alle Angaben in €Mio.	2016	2015	Delta
Umsatz	174,30	152,88	14,0%
Gesamtleistung	183,62	154,71	18,7%
EBIT	5,65	4,77	18,4%
EBIT-Marge	3,2%	3,1%	-
Nettoergebnis (nach Mind.)	1,80	2,78	-35,3%
Nettomarge	1,0%	1,8%	-
EPS verwässert (€)	0,40	0,59	-32,2%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Weiterhin starke Bilanz Das Eigenkapital erhöhte sich leicht auf fast €53 Mio. Aufgrund der Bilanzverlängerung sank die Eigenkapitalquote von fast 55% auf 47,5%. Die Finanzverschuldung blieb mit €6,3 Mio. niedrig und weitgehend stabil. Auch der Kassenbestand entsprach weitgehend dem Vorjahresniveau und lag bei €10,2 Mio. Damit verfügt 2G weiterhin über eine Nettocashposition, die kaum verändert bei €3,9 Mio. lag. Auf der Aktivseite erhöhte sich das Anlagevermögen von €17,7 Mio. auf €19,2 Mio. Hauptgrund ist der gestiegene Wert der Position „Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung“ (€8,6 Mio. versus €7,4 Mio. in 2015). Der Anstieg resultiert hauptsächlich aus den Investitionen der 2G Rental in Höhe von €2,5 Mio. Das Umlaufvermögen erhöhte sich deutlich auf €85,3 Mio. nach €71,0 Mio. in 2015, hauptsächlich durch den Anstieg der Vorräte von €32,2 Mio. auf €43,4 Mio.

Deutlich positiver operativer Cashflow Der operative Cashflow belief sich auf €6,4 Mio. Nach Abzug der Investitionen in Höhe von €4,8 Mio. führt dies zu einem freien Cashflow von €1,6 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit lag bei €-1,7 Mio. und war bestimmt durch die Dividendenzahlung von €1,6 Mio. Auf der einen Seite führte 2G Finanzverbindlichkeiten um €1,8 Mio. planmäßig zurück, auf der anderen Seite nahm die 2G Rental Refinanzierungsdarlehen in Höhe von €2,2 Mio. auf. Der Nettocashflow betrug €0,1 Mio.

Neue Segmentabgrenzung In der Vergangenheit hatte 2G neben den Segmenten KWK-Anlagen und Service noch das Segment After-Sales. Da die Umsätze aus dem After-Sales-Segment inhaltlich dem Segment KWK-Anlagen zuzuordnen sind, werden sie mit dem Geschäftsbericht 2016 nicht mehr getrennt aufgeführt, sondern dem Segment KWK-Anlagen zugeschlagen.

Segment KWK-Anlagen wächst um 16% In 2016 verkaufte 2G KWK-Anlagen für €117,2 Mio. In 2015 lag dieser Wert inklusive des Umsatzes aus After-Sales (€8,5 Mio.) bei €100,8 Mio. 2G konnte sowohl im Biogas-KWK-Markt als auch im Erdgas-KWK-Markt den Umsatz steigern. Da in 2015 der Umsatz aus After-Sales noch getrennt aufgeführt wurde, ist ein genauer Zahlenvergleich nicht möglich.

Service-Segment wächst um 10% 2G steigerte den Umsatz im Service-Segment von €52,1 Mio. auf €57,1 Mio. Haupttreiber dafür war das Auslandsgeschäft, das von €8,2 Mio. auf €13,5 Mio. anstieg. Der Anteil am Gesamtumsatz fiel leicht von 34% auf 33%. Das Service-Geschäft erwirtschaftet zu einem großen Teil wiederkehrende Umsätze und wächst jedes Jahr durch neue Service-Verträge, die oft zusammen mit den neu installierten Anlagen verkauft werden.

Auslandsgeschäft nimmt weiter zu Die Auslandserlöse stiegen um 28% auf €52,8 Mio. 2G setzt damit seinen internationalen Expansionskurs fort. Der Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz stieg von 27% auf 30%. Zu den wichtigsten Auslandsmärkten gehören Großbritannien, die USA, Frankreich und Japan.

Dividendenerhöhung Der Vorstand schlägt der Hauptversammlung eine Erhöhung der Dividende von €0,37 auf €0,40 pro Aktie vor. Angesichts der sehr starken Bilanz kann 2G es sich leisten, den kompletten Gewinn pro Aktie auszuschütten. Die Dividendenrendite beträgt knapp 2%.

Weiterhin starke Wettbewerbsposition Das im Fachmagazin „Energie & Management“ im November 2016 veröffentlichte BHKW-Ranking zeigt, dass 2G weiterhin zu den TOP-3-KWK-Herstellern in Deutschland gehört. Dies gilt interessanterweise sowohl für die installierte elektrische Leistung als auch für die Modulzahl. Im deutschen Biogas-KWK-Markt hat 2G ihren Marktanteil nach vorläufigen Zahlen auf ca. 26% (2015: 15%) ausgebaut. Auch im deutschen Edgas-KWK-Markt hat 2G ihren Marktanteil im Kern-Leistungsbereich von 50-500 kW nach vorläufigen Zahlen gesteigert, und zwar von knapp 26% in 2015 auf fast 34% in 2016. Mit weltweit über 4.000 installierten Anlagen, die kumuliert viele Millionen Betriebsstunden absolviert haben, verfügt 2G über einen sehr großen Erfahrungsschatz in der gasbetriebenen KWK-Motorentechnologie.

Das Unternehmen stellt nicht nur leistungsstarke KWK-Anlagen her, die sich durch Zuverlässigkeit, Verfügbarkeit (lange Wartungsintervalle), hohe Wirkungsgrade und ressourcenschonende und hocheffiziente Produktion von Strom und Wärme hervorheben, sondern auch durch digitale Netzintegration. In ihrer F&E-Arbeit konzentriert sich 2G nicht nur auf die Weiterentwicklung der Motormechanik und der Peripheriegeräte, sondern auch auf die Softwareentwicklung und Digitalisierung der Anlagen und Prozesse. Die Verknüpfung von Hardware und Software ermöglicht eine flexible Steuerung und den Einsatz in virtuellen Kraftwerken. Angesichts steigender Stromproduktion aus nicht regelbaren Energiequellen wie Sonne und Wind wird die Bedeutung flexibel steuerbarer Einheiten, die die Differenz zwischen Stromangebot und -nachfrage kurzfristig ausgleichen können, immer größer.

Motorensseitig ist die neu aufgelegte „aura“-Baureihe, die durch hohe thermische Wirkungsgrade und dank der 2G-eigenen Lambda-1 Technologie durch sehr niedrige Abgas-Emissionswerte hervorsteicht, das jüngste Ergebnis der in der 2G Drives gebündelten F&E-Arbeit. In 2016 belief sich der F&E-Aufwand auf €4,1 Mio. (2015: €4,9 Mio.).

Q1/17 mit deutlicher Umsatzsteigerung und gestiegenem operativem Verlust In Q1/17 hat 2G ihren Umsatz um 20% auf €30,4 Mio. (Q1/16: €25,3 Mio.) gesteigert, allerdings lag das EBIT bei €-0,5 Mio. (Q1/16: €0,1 Mio.).

Sehr hoher Auftragsbestand Ende April lag der Auftragsbestand bei €111,1 Mio. Gegenüber dem Vorjahreswert von €88 Mio. stellt dies eine Steigerung um 26% dar.

CFO verlässt 2G Während die Vorstandsverträge des Vorstandsvorsitzenden Christian Grotholt und des Technikvorstands Ludger Holtkamp bis Ende Juli 2022 verlängert wurden, verlässt Finanzvorstand Dietmar Brockhaus 2G Ende Juli auf eigenen Wunsch. Sein Ressort wird interimweise von Herrn Grotholt übernommen.

Prognosen leicht angepasst Aufgrund des sich intensivierenden Wettbewerbs haben wir unsere EBIT-Margen-Prognose etwas zurückgenommen. Trotzdem gehen wir weiterhin davon aus, dass 2G die EBIT-Marge in diesem Jahr und den nächsten Jahren deutlich steigern wird (siehe Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Die Umsatzschätzungen behalten wir bei. Für unsere 2017E-Umsatzprognose sprechen der hohe Q1-Umsatz (€30,4 Mio.) und der sehr hohe Auftragsbestand von €111,1 Mio. Ende April. In den Folgejahren planen wir insbesondere im Servicegeschäft mit weiterem Wachstum bei Umsatz und Ergebnis.



Abbildung 2: Anpassung der Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	2017E			2018E			2019E		
	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta
Umsatz	180,00	180,00	0,0%	193,00	193,00	0,0%	204,58	204,58	0,0%
EBIT	8,03	8,59	-6,5%	11,63	12,38	-6,1%	13,79	14,32	-3,7%
EBIT-Marge	4,5%	4,8%	-	6,0%	6,4%	-	6,7%	7,0%	-
Nettoergebnis	5,31	5,78	-8,0%	7,80	8,32	-6,2%	9,29	9,66	-3,8%
Nettomarge	3,0%	3,2%	-	4,0%	4,3%	-	4,5%	4,7%	-
EPS verwässert (€)	1,20	1,30	-7,7%	1,76	1,88	-6,4%	2,10	2,18	-3,7%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Hinzufügen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €24,00. Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	180,00	193,00	204,58	216,85	229,87	241,36	253,43	263,56
Wachstum J/J	3%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	4%
EBIT	8,03	11,63	13,79	15,18	16,09	16,90	17,74	18,45
EBIT-Marge	4,5%	6,0%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
NOPLAT	5,54	8,02	9,51	10,47	11,10	11,66	12,24	12,73
+ Abschreibungen und Amortisation	3,42	3,60	3,76	3,90	4,14	4,34	4,56	4,74
= Operativer Cashflow (netto)	8,96	11,63	13,28	14,38	15,24	16,00	16,80	17,47
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-4,97	-10,70	-7,90	-7,45	-7,72	-7,34	-7,46	-7,18
CAPEX	-4,00	-5,70	-4,80	-4,55	-4,60	-4,59	-4,56	-4,74
Working Capital	-0,97	-5,00	-3,10	-2,89	-3,12	-2,76	-2,90	-2,43
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	3,99	0,93	5,38	6,93	7,52	8,66	9,34	10,30
GW der FCFs	3,80	0,80	4,21	4,91	4,83	5,04	4,93	4,92

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2017E-30E)	58,49
GW der FCFs in der Terminalperiode	43,84
Unternehmenswert (EV)	102,32
Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten)	3,93
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%	12,03	13,61	15,20	16,79	18,38	19,97	21,56
	12,3%	13,42	15,16	16,91	18,65	20,40	22,14	23,89
	11,3%	15,13	17,07	19,00	20,94	22,87	24,80	26,74
	10,3%	17,28	19,45	21,62	23,99	25,96	28,13	30,30
	9,3%	20,05	22,52	24,99	27,46	29,93	32,40	34,87
	8,3%	23,73	26,59	29,46	32,32	35,19	38,05	40,92
	7,3%	28,83	32,24	35,65	39,06	42,47	45,88	49,29

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2024 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2030



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatzerlöse	186,6	152,9	174,3	180,0	193,0	204,6
Gesamtleistung	189,6	154,7	183,6	181,5	194,5	206,1
Materialkosten	-134,0	-100,6	-128,6	-121,5	-128,3	-135,8
Rohhertrag	55,6	54,1	55,0	60,0	66,2	70,2
Personalaufwand	-25,5	-29,3	-30,0	-30,9	-32,0	-33,3
Sonstige betriebliche Erträge	3,2	3,3	1,4	2,9	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,1	-19,9	-17,1	-20,5	-21,8	-22,5
EBITDA	14,0	8,1	9,2	11,5	15,2	17,6
Abschreibungen	-2,7	-3,3	-3,6	-3,4	-3,6	-3,8
Betriebsergebnis (EBIT)	11,3	4,8	5,6	8,0	11,6	13,8
Finanzergebnis	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	10,9	4,5	5,3	7,7	11,3	13,5
Andere Erträge/ Aufwendungen	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-4,1	-1,9	-1,7	-2,4	-3,5	-4,2
Minderheitenbeteiligungen	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	6,5	2,8	1,8	5,3	7,8	9,3
Gewinn pro Aktie in €	1,47	0,59	0,40	1,20	1,76	2,10
Gewinn pro Aktie verwässert in €	1,47	0,59	0,40	1,20	1,76	2,10
Kennzahlen						
Bruttogewinn-Marge	29,8%	35,4%	31,5%	33,3%	34,3%	34,3%
EBIT-Marge	6,0%	3,1%	3,2%	4,5%	6,0%	6,7%
EBITDA-Marge	7,5%	5,3%	5,3%	6,4%	7,9%	8,6%
Nettogewinn-Marge	3,5%	1,8%	1,0%	3,0%	4,0%	4,5%
Steuersatz	37,1%	42,0%	32,2%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	13,6%	19,2%	17,2%	17,2%	16,6%	16,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,2%	13,0%	9,8%	11,4%	11,3%	11,0%
Abschreibungen und Amortisation	1,5%	2,2%	2,1%	1,9%	1,9%	1,8%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	47,9%	-18,1%	14,0%	3,3%	7,2%	6,0%
Betriebsergebnis	262,2%	-57,7%	18,4%	42,1%	44,8%	18,6%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	626,2%	-57,2%	-35,3%	195,7%	46,9%	19,1%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Aktiva						
Umlaufvermögen	69,9	72,4	86,8	90,1	94,4	102,2
Zahlungsmittel	11,9	10,2	10,2	12,7	11,6	16,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,0	24,6	29,2	29,6	31,7	33,6
Vorräte	31,2	32,2	43,4	43,9	47,1	48,7
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	4,9	5,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Anlagevermögen	22,7	23,5	24,6	25,2	27,3	28,3
Sachanlagen	16,9	17,7	19,2	20,2	22,5	23,6
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,4	5,8	5,4	5,0	4,8	4,7
Finanzanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Aktiva	92,6	95,9	111,4	115,3	121,6	130,6
Passiva						
Verbindlichkeiten	40,5	43,2	58,5	58,9	59,2	60,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,1	5,9	6,3	6,8	6,8	7,8
Verbindlichkeiten aus L&L	5,6	5,4	6,8	6,7	7,0	7,4
Rückstellungen	11,2	11,7	12,5	12,5	12,5	12,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	17,5	20,2	32,9	32,9	32,9	32,9
Summe Eigenkapital	52,1	52,6	52,9	56,5	62,4	70,0
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	35,9	37,1	37,2	40,8	46,8	54,3
Sonstige Rücklagen	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Minderheitenanteile	0,4	0,8	0,5	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme	92,6	95,9	111,4	115,3	121,6	130,6
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,7	2,6	2,1	2,2	2,3	2,4
Eigenkapitalquote	56,2%	54,9%	47,5%	49,0%	51,3%	53,6%
Net Gearing	-11,0%	-8,0%	-7,4%	-10,5%	-7,8%	-11,8%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,8	11,9	11,9	12,7	14,1	15,8
Nettoverbindlichkeiten	-5,7	-4,2	-3,9	-5,9	-4,9	-8,2
Zinsdeckungsgrad	33	17	15	24	36	43
Durchschn. Working Capital/Umsatz	18,2%	23,6%	22,0%	22,5%	22,6%	23,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,5%	5,3%	3,4%	9,4%	12,5%	13,3%
Kapitalverzinsung (ROCE)	16,9%	6,8%	8,0%	10,9%	14,8%	16,0%
Lagerumschlag (Tage)	61	77	91	89	89	87
Forderungsumschlag (Tage)	43	59	61	60	60	60
Kreditorenlaufzeit (Tage)	15	20	19	20	20	20



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Nettoergebnis	6,9	2,6	1,8	5,3	7,8	9,3
+ Abschreibungen / Amortisation	2,7	3,3	3,6	3,4	3,6	3,8
- Investitionen in Working Capital	-2,8	-2,0	-0,3	-1,0	-5,0	-3,1
+/- Sonstiges	1,5	-1,8	1,3	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash Flow	8,3	2,1	6,4	7,8	6,4	10,0
- CAPEX	-3,8	-3,3	-4,8	-4,0	-5,7	-4,8
Freier Cashflow	4,4	-1,3	1,5	3,8	0,7	5,2
Sonstiger Cashflow aus Inv.-tätigkeit	0,3	2,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,5	-1,0	-4,5	-4,0	-5,7	-4,8
Finanzieller Cashflow	-3,1	-1,9	-1,7	-1,3	-1,8	-0,8
Veränderung liquide Mittel	1,6	-0,8	0,1	2,5	-1,1	4,4
Wechselkursbedingte Veränderungen	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	10,1	11,4	10,1	10,2	12,7	11,6
Liquide Mittel, Jahresende	11,4	10,1	10,2	12,7	11,6	16,0
Freier Cashflow pro Aktie in €	1,00	-0,28	0,35	0,85	0,16	1,16
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	-75,0%	209,5%	21,7%	-17,5%	55,5%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	144,1%	-81,3%	631,4%
Finanzieller Cashflow	-	-39,8%	-9,8%	-25,0%	38,7%	-56,4%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	144,1%	-81,3%	631,4%

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...41	↓	↓	↓	↓
42	29. September 2016	€ 17,50	Buy	€ 25,50
43	1. Dezember 2016	€ 17,75	Buy	€ 26,10
44	2. Mai 2017	€ 21,00	Add	€ 24,00
45	Today	€ 21,91	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.