



2G Energy AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

ADD

€ 24,60

17,7%

Medium

DEUTLICHE ERGEBNISVERBESSERUNG

2G Energy AG hat am 28. September H1-Zahlen vorgelegt, die leicht über unseren Schätzungen lagen. Der Umsatz wurde um fast 14% auf €72 Mio. gesteigert, und das EBIT verbesserte sich um €1,9 Mio. auf €0,5 Mio. Da das 2. Halbjahr traditionell die deutlich stärkere Periode ist und der Auftragsbestand Ende August mit €123 Mio. auf hohem Niveau blieb, sehen wir 2G auf gutem Wege, die Guidance (Umsatzsteigerung J/J auf bis zu €180 Mio. und EBIT-Marge von 3-5%) zu erreichen. Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung und erhöhen das Kursziel auf €24,60 (bisher: €24,00).

Deutlicher Umsatzsprung und Ergebnisverbesserung Der Umsatzanstieg auf €72 Mio. (H1/16: €64 Mio., FB: €67 Mio.) wurde sowohl vom Anlagenverkauf (€40 Mio. versus €36 Mio. in H1/16, +10% J/J) als auch vom Service-Segment (€32 Mio. versus €28 Mio., +16% J/J) getragen. Neben dem Umsatzanstieg war der geringere Materialaufwand (€59 Mio. versus €63 Mio. in H1/16) der wesentliche Treiber für die Verbesserung des EBIT von €-2,4 Mio. auf €-0,5 Mio. Kaum veränderte Zins- und Steueraufwendungen führten zu einem Nettoergebnis von €-0,8 Mio. (H1/16: €-2,8 Mio., FB: €-1,7 Mio.). Die EPS verbesserten sich von €-0,62 auf €-0,18 (FB: €-0,3, vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

Guidance bestätigt 2G Energy geht für 2017 weiterhin davon aus, den Umsatz gegenüber dem Vorjahr auf bis zu €180 Mio. zu steigern bei einer EBIT-Marge von 3-5%. Aufgrund des verbesserten Halbjahresergebnisses und des weiterhin hohen Auftragsbestands gehen wir davon aus, dass das Unternehmen seine Ziele erreichen wird.

Bilanz bleibt stark Durch den Nettoverlust sinkt das Eigenkapital leicht auf €52 Mio. (Ende 2016: €53 Mio.). Mit über 46% bleibt die Eigenkapitalquote auf einem hohen Niveau. Die Finanzverschuldung bleibt weitgehend unverändert (€6,4 Mio. versus €6,3 Mio. Ende 2016). Da die Barmittel im ersten... (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	5,11	2,35	6,79
Nettoverschuldungsgrad	-11,0%	-8,0%	-7,4%	-12,9%	-12,6%	-18,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	11,89	10,15	10,20	14,03	14,60	20,63

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 2 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: 4. Okt 2017

Schlusskurs	€ 20,90
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 92,59 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 15,94 / 24,99
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	4.216

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	52,3	17,4	11,9
EV/Sales	0,5	0,5	0,4
EV/EBIT	15,8	10,7	7,3
Div.-Rendite	1,9%	1,9%	1,9%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2017

Liquide Mittel	€ 17,40 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 87,68 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 5,00 Mio.
Bilanzsumme	€ 112,18 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 43,42 Mio.
Eigenkapital	€ 51,91 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

...Halbjahr um über €7 Mio. auf €17,4 Mio. gestiegen sind, erhöhte sich die Nettocashposition auf €11,0 Mio. Wesentlicher Grund für die verbesserte Cashposition war der Abbau der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von €29,2 Mio. auf €22,5 Mio. Die zweite wesentliche Vermögensposition, die Vorräte, blieb dagegen weitgehend unverändert und belief sich auf €43,8 Mio. Allerdings stieg die Unterposition Unfertige Erzeugnisse/Leistungen signifikant von €33 Mio. auf €45 Mio. Dies werten wir als positiven Indikator für die Umsatzentwicklung in H2, da diese unfertigen Erzeugnisse bald fertig gestellt und verumsetzt werden sollten. In 2016 hatten wir einen ähnlichen Effekt: Zum Ende des ersten Halbjahres beliefen sich die Unfertigen Erzeugnisse auf gut €45 Mio. nach €26 Mio. zum Jahresbeginn 2016.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	H1/17A	H1/17E	Delta	H1/16	Delta
Umsatz	72,37	67,00	8,0%	63,76	13,5%
Gesamtleistung	85,45	88,30	-3,2%	85,48	0,0%
EBIT	-0,51	-1,20	n.a.	-2,40	n.a.
EBIT-Marge	-0,7%	-1,8%	-	-6,6%	-
Nettoergebnis (nach Mind.)	-0,78	-1,70	n.a.	-2,76	n.a.
Nettomarge	-1,1%	-2,5%	-	-4,3%	-
EPS verwässert (€)	-0,18	-0,38	n.a.	-0,62	n.a.

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Freier Cashflow von über €7 Mio. Der operative Cashflow belief sich auf €9,2 Mio. und wurde wesentlich durch den Abbau der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (€6,7 Mio.) getrieben. Investitionen von €2,1 Mio. ergaben einen freien Cashflow von €7,1 Mio. Da der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit vernachlässigbar war, betrug der Nettocashflow ebenfalls €7,1 Mio.

Auftragsbestand bleibt auf hohem Niveau Ende August betrug der Auftragsbestand €122,7 Mio. und liegt damit nur leicht unterhalb des Niveaus der Vorjahresperiode (€127,2 Mio.). Der Bestand ist eine sehr gute Grundlage, um unsere Umsatzprognose für das laufende Jahr von €180 Mio. zu erreichen.

Anlagenverkauf auf Wachstumskurs Das KWK-Anlagen-Segment wuchs um +10% J/J von €36,2 Mio. auf €40,3 Mio. Hinter diesem Wachstum verbergen sich allerdings sehr disparate Entwicklungen. So stieg der Umsatz für Biogas-KWK-Anlagen kräftig auf €32,4 Mio. J/J. Im ersten Halbjahr 2016 betrug der Umsatz aus dem reinen Verkauf von Biogasanlagen €13,2 Mio. Dem muss der im H1/16-Bericht nicht näher spezifizierte Biogasanteil des dort noch getrennt aufgeführten After Sales hinzuaddiert werden. Der After Sales-Umsatz lag insgesamt (also Biogas und Erdgas) bei €6,4 Mio. Der Umsatz aus dem Verkauf von Erdgas-KWK-Anlagen reduzierte sich J/J auf €7,8 Mio. nach €16,6 Mio. (zuzüglich des After Sales-Erdgasanteils) in H1/16. Ähnlich unterschiedlich entwickelte sich der Anlagenverkauf im In- und Ausland (vgl. dazu den Absatz „Internationalisierungsstrategie greift“).

Service-Segment wächst weiter kräftig Das Service-Segment wuchs um +16% J/J von €27,6 Mio. auf €32,1 Mio. Hier konnte 2G sowohl im Inland als auch im Ausland zulegen. Der inländische Service-Umsatz stieg von €22,8 Mio. auf €24,9 Mio. (+9% J/J), der Service-Umsatz im Ausland wuchs von €4,7 Mio. auf €7,2 Mio. (+53% J/J). 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.



Internationalisierungsstrategie greift Im ersten Halbjahr 2017 erzielte 2G zum ersten Mal mehr Umsätze aus dem Verkauf von KWK-Anlagen im Ausland als im Heimatmarkt. Während der Anlagen-Inlandsabsatz (inkl. After Sales) von €28,2 Mio. in H1/16 auf €18,0 Mio. zurückging (-36% J/J), stieg er im Ausland von €7,9 Mio. auf €22,3 Mio. (+182% J/J). Im Service-Segment wurde der Auslandsumsatz – wie oben berichtet – von €4,7 Mio. auf €7,2 Mio. gesteigert (+53% J/J). Insgesamt betrug der Auslandsumsatz damit €29,5 Mio. nach €12,7 Mio. in H1/16 (+132% J/J). Der gesamte Auslandsumsatz von 2G erreichte damit einen Anteil von 41%. In der Vorjahresperiode lag der Anteil noch bei 20%. Der Anstieg des Auslandsumsatzes ist damit sowohl in absoluten Zahlen als auch in der relativen Betrachtung beeindruckend und belegt, dass die Internationalisierungsstrategie sehr gut funktioniert.

Der Auftragsbestand Ende August wies einen Auslandsanteil von 38,5% (absolute Höhe: €47,2 Mio.) auf und signalisiert, dass der Anteil des Auslandsumsatzes sich in H2 auf hohem Niveau stabilisieren dürfte. Dabei ist nicht nur die absolute und relative Höhe des Auslandsauftragsbestands erfreulich, sondern auch seine Breite. An der Spitze liegen die USA mit €19,1 Mio., gefolgt von Japan mit €6,6 Mio., Großbritannien mit €5,3 Mio. und Frankreich mit €4,8 Mio. Der Rest der Welt vereinigt €11,4 Mio. auf sich.

Strategische Ausrichtung auf globalen Markt, Digitalisierung und schlanke Prozesse

Auf der Basis der bisherigen Erfolge im Auslandsgeschäft hat das Management folgerichtig das mittelfristige Ziel formuliert, zu einem globalen Anbieter von KWK-Lösungen aufsteigen zu wollen. Wir halten diese Strategie angesichts der zuletzt eher stiefmütterlichen politischen Unterstützung für die Effizienz-Technologie Kraft-Wärme-Kopplung in Deutschland und nur begrenzter Wachstumspotenziale im Heimatmarkt für richtig und notwendig, um weiteres Wachstum zu generieren. U. a. sollen drei Teilstrategien dazu beitragen, zu einem globalen Anbieter von KWK-Lösungen aufzusteigen:

- Partnerkonzept
- Digitalisierung
- Lead to Lean

Das Partnerkonzept sieht vor, das Partnernetzwerk im Ausland über lizenzierte Partnerunternehmen weiter zu vergrößern und die Vertriebskraft der Partnerunternehmen durch intensive und nachhaltige Ausbildung zu stärken. Die Digital-Plattform „my.2-g.com“ bietet Vertriebs- und Servicepartnern weltweit ein effizientes und transparentes Management von 2G-Anlagen über den gesamten Lebenszyklus. „Lead to lean“ etabliert weitreichende Prozessstandards in Produktion und Verwaltung. Organisatorische Anpassungen und digitale Lösungen sollen die Arbeitsprozesse verschlanken und die Ressourcenproduktivität erhöhen. Bei erfolgreicher Umsetzung dieser Strategien sollte 2G weiter wachsen und ihre Margen steigern.

Weiterhin starke Wettbewerbsposition 2G stellt nicht nur leistungsstarke KWK-Anlagen her, die sich durch Zuverlässigkeit, Verfügbarkeit (lange Wartungsintervalle), hohe Wirkungsgrade und Ressourcen schonende 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 zeigt die neue „aura“-Baureihe 2Gs technologische Stärke. Dank der 2G-eigenen Lambda-1 Technologie besticht sie durch hohe thermische Wirkungsgrade und sehr niedrige Abgas-Emissionswerte, die den strengen Anforderungen der deutschen TA Luft (Technische Anleitung zur Reinhaltung der Luft) entsprechen. Die „aura“-Baureihe nutzt selektive katalytische Reduktionsverfahren (SCR-Katalysator) mit Einspritzung einer

Harnstofflösung („AdBlue“) zur Senkung der Stickoxidemissionen. Die von 2G selbst entwickelte SCR-Katalysator-Technologie kann auch für die anderen Baureihen genutzt werden, um die Emissionswerte zu senken. Wir sehen in den emissionsarmen Technologien einen Wettbewerbsvorteil für Anwendungen in Ballungsräumen, in denen der Stellenwert niedriger Emissionswerte angesichts steigender Emissionsbelastung zunimmt.

2G Energy gehört weiterhin zu den TOP-3-KWK-Anlagenanbietern in Deutschland. Auf der Basis der aus Juli stammenden jüngsten KWK-Zulassungszahlen des Bundesamtes für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) lässt sich schließen, dass das Unternehmen im Erdgas-KWK-Bereich in der Leistungsklasse 50-500 kW seinen Marktanteil in 2016 bei knapp 25% stabil halten konnte. Zuletzt hatte das Fachmagazin „Energie & Management“ im November 2016 sein BHKW-Ranking veröffentlicht und gezeigt, dass 2G weiterhin zu den drei größten KWK-Herstellern in Deutschland gehört. 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-Motorenteknologie.

Ökonomische Bedingungen für KWK haben sich international eher gebessert Leicht steigende Strompreise für private und gewerbliche Verbraucher auf der einen Seite sowie sinkende Erdgaspreise auf der anderen bedeuten, dass sich das Preisumfeld für KWK insgesamt verbessert hat. Der Spark Spread (das Verhältnis zwischen Strompreis und Gaspreis) liegt in den meisten Märkten von 2G über 2,5. Dies bedeutet, dass ein rentabler Betrieb von KWK-Anlagen grundsätzlich möglich ist. In Italien, Großbritannien und den USA lag der Spread in 2016 sogar über 5.

Schätzungen bleiben unverändert Nachdem 2G im ersten Halbjahr unsere Erwartungen leicht übertroffen hat, sehen wir das Unternehmen auf gutem Wege, unsere Jahresprognose zu erreichen. Nach dem H1-Umsatz von €72,3 Mio. halten wir einen H2-Umsatz von €107,7 Mio. für gut erreichbar. Unter der konservativen Annahme, dass der Serviceumsatz in H2 eine ähnliche Höhe hat wie in H1 (€32,1 Mio.), müsste 2G im KWK-Anlagenverkauf €75,6 Mio. umsetzen, um unsere Umsatzprognose von €180 Mio. zu erreichen. Zum Ende des ersten Halbjahres lag der Auftragsbestand bei €107,2 Mio. Davon müssten zur Prognoseerfüllung 70% bis zum Jahresende verumsetzt werden – eine unseres Erachtens gut lösbare Aufgabe. Nach der deutlichen Verbesserung des EBIT um €1,9 Mio. in H1 halten wir an unserer 2017-EBIT-Schätzung von €8,0 Mio. fest. Im Vergleich zum Vorjahr unterstellt dies eine EBIT-Verbesserung um €2,7 Mio. Ein Großteil der Verbesserung wurde damit schon in H1 erreicht.

Weiterhin Hinzufügen bei leicht erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €24,60 (bisher: €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	14,53	15,40	16,17	16,98	17,66
EBIT-Marge	4,5%	6,0%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
NOPLAT	5,54	8,02	9,51	10,03	10,63	11,16	11,72	12,18
+ Abschreibungen und Amortisation	4,86	5,15	5,40	4,99	4,60	4,83	5,07	5,27
= Operativer Cashflow (netto)	10,40	13,17	14,92	15,01	15,22	15,99	16,78	17,46
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-5,07	-10,60	-7,90	-7,88	-8,18	-8,07	-8,22	-7,70
CAPEX	-4,00	-5,70	-4,80	-4,99	-5,06	-5,31	-5,32	-5,27
Working Capital	-1,07	-4,90	-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)	5,33	2,57	7,02	7,13	7,04	7,92	8,57	9,75
GW der FCFs	5,25	2,29	5,67	5,22	4,68	4,76	4,67	4,82

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2017E-30E)	61,95
GW der FCFs in der Terminalperiode	43,15
Unternehmenswert (EV)	105,10
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	3,93
Shareholder Value	109,03
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43

Fairer Wert je Aktie (€) 24,60

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	6,7%

Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert je Aktie (€)

Terminale EBIT-Marge

		5,2%	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
WACC	13,3%	12,68	14,34	16,00	17,65	19,31	20,97	22,62
	12,3%	14,01	15,83	17,64	19,46	21,27	23,08	24,90
	11,3%	15,65	17,65	19,66	21,66	23,67	25,67	27,68
	10,3%	17,70	19,94	22,18	24,61	26,66	28,90	31,15
	9,3%	20,32	22,87	25,41	27,96	30,50	33,05	35,59
	8,3%	23,82	26,76	29,70	32,64	35,58	38,53	41,47
7,3%	28,66	32,15	35,64	39,13	42,62	46,11	49,60	

* 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	-120,6	-128,3	-135,8
Rohhertrag	55,6	54,1	55,0	60,9	66,2	70,2
Personalaufwand	-25,5	-29,3	-30,0	-32,5	-32,6	-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	-18,4	-19,7	-20,9
EBITDA	14,0	8,1	9,2	12,9	16,8	19,2
Abschreibungen	-2,7	-3,3	-3,6	-4,9	-5,1	-5,4
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%	33,8%	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%	7,2%	8,7%	9,4%
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%	18,1%	16,9%	16,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,2%	13,0%	9,8%	10,2%	10,2%	10,2%
Abschreibungen und Amortisation	1,5%	2,2%	2,1%	2,7%	2,7%	2,6%
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	91,5	97,3	106,9
Zahlungsmittel	11,9	10,2	10,2	14,0	14,6	20,6
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	23,8	24,3	23,7
Sachanlagen	16,9	17,7	19,2	18,7	19,5	19,0
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	115,2	121,6	130,6
Passiva						
Verbindlichkeiten	40,5	43,2	58,5	58,8	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	6,6	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	115,2	121,6	130,6
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,7	2,6	2,1	2,2	2,3	2,5
Eigenkapitalquote	56,2%	54,9%	47,5%	49,0%	51,3%	53,6%
Net Gearing	-11,0%	-8,0%	-7,4%	-12,9%	-12,6%	-18,4%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,8	11,9	11,9	12,7	14,1	15,8
Nettoverbindlichkeiten	-5,7	-4,2	-3,9	-7,3	-7,8	-12,9
Zinsdeckungsgrad	33	17	15	24	36	43
Durchschn. Working Capital/Umsatz	18,2%	23,6%	22,0%	22,6%	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	4,9	5,1	5,4
- Investitionen in Working Capital	-2,8	-2,0	-0,3	-1,1	-4,9	-3,1
+/- Sonstiges	1,5	-1,8	1,3	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash Flow	8,3	2,1	6,4	9,1	8,0	11,6
- CAPEX	-3,8	-3,3	-4,8	-4,0	-5,7	-4,8
Freier Cashflow	4,4	-1,3	1,5	5,1	2,3	6,8
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	3,8	0,6	6,0
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	14,0	14,6
Liquide Mittel, Jahresende	11,4	10,1	10,2	14,0	14,6	20,6
Freier Cashflow pro Aktie in €	1,00	-0,28	0,35	1,15	0,53	1,53
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	-75,0%	209,5%	42,7%	-11,6%	44,1%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	230,9%	-54,0%	189,3%
Finanzieller Cashflow	-	-39,8%	-9,8%	-25,0%	38,7%	-56,4%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	230,9%	-54,0%	189,3%

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...43	↓	↓	↓	↓
44	2. Mai 2017	€ 21,00	Add	€ 24,00
45	2. Juni 2017	€ 21,91	Add	€ 24,00
46	7. August 2017	€ 21,73	Add	€ 24,00
47	Today	€ 20,90	Add	€ 24,60

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 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, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.