

2G Energy AG

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€24,00

30,4%

Medium

AUF DEM WEG ZUM GLOBALEN ANBIETER FÜR KWK-LÖSUNGEN

Die 2G Energy AG gehört in Deutschland seit vielen Jahren zu den TOP-3-Anbietern von Kraft-Wärme-Kopplungs- (KWK) Lösungen. Aus dieser etablierten Position heraus setzt 2G konsequent und erfolgreich auf den Ausbau des Auslandsgeschäfts. Technologisch hat das Unternehmen dank seiner exzellenten F&E-Abteilung immer wieder Maßstäbe gesetzt und dabei Motorenkompetenz mit Digitalisierung verknüpft. Die finanzielle Stärke des Unternehmens manifestiert sich in positiven Nettoergebnissen und freien Cashflows, einer hohen Eigenkapitalquote und einer Nettocashposition. Wir erwarten weiteres Wachstum, das insbesondere durch das Auslandsgeschäft und den steigenden Anteil des Servicegeschäfts getrieben wird. Skaleneffekte sollten die operativen Margen erhöhen. Wir bestätigen unsere Kauf-Empfehlung und das Kursziel von €24,00.

Umsatzwachstum und Margensteigerung In 2017 hat 2G ein leichtes Wachstum von 3% auf ca. €180 Mio. erzielt. Für 2018 prognostizieren wir einen Anstieg um 7% J/J auf €193 Mio. Treiber sollten das Auslandsgeschäft und das Servicegeschäft sein. Unsere Schätzung ist bereits jetzt durch den hohen Auftragsüberhang von €96 Mio. und einen lebhaften Auftragseingang im Januar (€17 Mio.) sehr gut unterlegt. Bei der zuletzt niedrigen EBIT-Marge unterstellen wir einen sukzessiven Anstieg (2018E: 4,0%, 2019E: 5,5%) durch Skaleneffekte und durch bereits ergriffene Maßnahmen zur Optimierung unternehmensinterner Prozesse.

Hocheffizienztechnologie KWK hat weltweit Potenzial KWK ist Ressourcen schonend und besticht durch sehr hohe Effizienzgrade von über 80%. Ab einem Spark Spread (Verhältnis von Strom- zu Gaspreis) von 2,5 ist KWK auch ökonomisch vorteilhaft. Angesichts hoher und oft steigender Strompreise und eher sinkender Gaspreise trifft dies in immer mehr Ländern zu. Der flexibel steuerbare Betrieb macht KWK zu einem idealen Partner von fluktuierenden Energiequellen wie Sonne und Wind. KWK ist damit ein wichtiger Baustein einer globalen Energiewende.

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	6,32	7,64	11,20
EBIT-Marge	6,0%	3,1%	3,2%	3,5%	4,0%	5,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	6,50	2,78	1,80	4,14	5,05	7,51
EPS (verwässert) (€)	1,47	0,59	0,40	0,93	1,14	1,70
DPS (€)	0,37	0,37	0,40	0,40	0,40	0,40
FCF (€ Mio.)	4,42	-1,26	1,54	4,13	-0,20	4,61
Nettoverschuldungsgrad	-11,0%	-8,0%	-7,4%	-11,4%	-7,4%	-11,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	11,89	10,15	10,20	13,05	11,08	14,92

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.

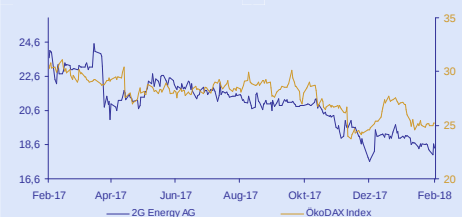
HANDELSDATEN

Stand: 28. Feb 2018

Schlusskurs	€ 18,40
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 81,51 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 17,63 / 24,51
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	3.505

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	44,5	19,3	15,8
EV/Sales	0,4	0,4	0,4
EV/EBIT	13,5	12,0	9,9
Div.-Rendite	2,2%	2,2%	2,2%

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%



INHALT	SEITE
2G Energy AG – Übersicht.....	1
Investment Case	3
SWOT-Analyse	4
Bewertung.....	6
Geschäftsmodell	8
Wettbewerbsposition.....	12
<i>Wettbewerbsvorteile.....</i>	<i>12</i>
<i>Durchschnittliche Modulgröße als Indikator für Wettbewerbsdruck.....</i>	<i>14</i>
Finanzlage und -ausblick	16
<i>Finanzlage.....</i>	<i>16</i>
<i>Finanzausblick.....</i>	<i>22</i>
Marktumfeld	25
<i>Deutschland</i>	<i>25</i>
<i>Europäische Union.....</i>	<i>30</i>
<i>USA.....</i>	<i>30</i>
Produkte.....	33
Management.....	35
Aktionärs- & Aktieninformationen.....	36
Gewinn- und Verlustrechnung.....	37
Bilanz	38
Cashflowrechnung	39

INVESTMENT CASE

FÜHRENDER KWK-ANBIETER IN DEUTSCHLAND MIT GLOBALEN AMBITIONEN

Die 2G Energy AG gehört in Deutschland seit vielen Jahren zu den TOP-3-Anbietern von Kraft-Wärme-Kopplungs- (KWK) Lösungen. Lediglich die global Player Caterpillar (MWM) und GE Jenbacher haben größere Marktanteile, sind aber überwiegend nur in den größeren Leistungsklassen Konkurrenten. Die meisten übrigen Wettbewerber sind deutlich kleiner als 2G und verfügen weder über die technologische noch die finanzielle Stärke, um 2G ernsthaft anzugreifen. Auch der flächendeckende Service, den 2G in Deutschland bietet, ist ein Wettbewerbsvorteil gegenüber kleineren Herstellern. Steigende regulatorische Anforderungen wirken als Markteintrittsbarriere. Dazu gehören Netzzulassungs- und Zertifizierungserfordernisse mit Software- und elektronischen Steuerungsvorgaben.

Seit Jahren setzt 2G konsequent und erfolgreich auf den Ausbau des Auslandsgeschäfts und verdreifachte den Auslandsumsatz von 2011 bis 2016 auf €53 Mio. Seit 2012 verfügt das Unternehmen neben Heek über eine zweite Produktionsstätte in St. Augustin, Florida, USA. Gegenwärtig hat 2G sechs Auslandstöchter und ist über Vertriebskooperationen weltweit aktiv. Wir sehen das Auslandsgeschäft als wesentlichen Wachstumstreiber der nächsten Jahre.

SPITZENTECHNOLOGIE MADE IN GERMANY

Technologisch hat das Unternehmen dank seiner exzellenten F&E-Abteilung, die von international renommierten Motorexperten geleitet wird, immer wieder Maßstäbe gesetzt und dabei Motorenkompetenz mit Digitalisierung verknüpft. 2Gs Kernkompetenz liegt im Leistungsbereich zwischen 50 kW und 550 kW. Hier verfügt das Unternehmen über eigene Verbrennungsmotorenkonzepte mit niedrigen Kraftstoffverbräuchen, hoher Verfügbarkeit und optimierten Wartungsintervallen. Gegenüber Wettbewerbern differenziert sich 2G über die hohen Wirkungsgrade und die Zuverlässigkeit ihrer KWK-Anlagen. Neben der „Hardware“, also den Gasmotoren, überzeugt 2G ebenso mit ihrer Software. Die permanente Weiterentwicklung der integrierten Maschinen- und Steuerungssoftware und die Digitalisierung der Anlagen und Prozesse machen 2G zu einem Vorreiter der Digitalisierung in der Energiebranche. Das reibungslose Zusammenspiel von Hardware und Software ermöglicht dezentrale Energielösungen, die dem Kunden einen klar erkennbaren Mehrwert liefern.

SEHR SOLIDE FINANZLAGE

Seit vielen Jahren verfügt 2G über eine grundsolide Bilanz. Das Eigenkapital hat sich seit 2010 auf €53 Mio. mehr als verdoppelt und die Eigenkapitalquote überzeugt seit dem Börsengang in 2007 durch hohe Werte (2016: über 47%). Die Finanzverschuldung liegt im einstelligen Millionenbereich und das Unternehmen wies in 2016 wie in den Vorjahren eine Nettocashposition aus. Seit 2009 hat 2G durchgängig positive Nettoergebnisse vorgelegt und generierte in den letzten vier Jahren mit einer Ausnahme jährlich positive freie Cashflows. Seit 2012 zahlt das Unternehmen eine jährliche Dividende von €0,37 pro Aktie und erhöhte diese in 2017 auf €0,40.

SWOT-ANALYSE

STÄRKEN

- **Starke Wettbewerbsposition in Deutschland** Seit vielen Jahren gehört 2G zu den TOP-3-Anbietern von KWK-Lösungen in Deutschland. Lediglich zwei Weltunternehmen, Caterpillar (MWM) und GE Jenbacher, haben größere Marktanteile, sind aber überwiegend nur in den größeren Leistungsklassen Konkurrenten. Die Mehrzahl der übrigen Wettbewerber sind deutlich kleiner als 2G und verfügen weder über die technologische noch die finanzielle Stärke, um 2G ernsthaft anzugreifen.
- **Technologische Innovationskraft** Seit Jahren beweist 2G ihre technische Innovationskraft, sei es mit der agenitor-, der avus-, oder jüngst mit der aura-Baureihe, die durch hohe thermische Effizienz und niedrige Emissionswerte heraussticht. 2G verfügt über eine exzellente F&E-Abteilung mit international anerkannten Motorexperten und investiert kräftig in F&E (2016: €4,1 Mio.). Dabei setzt 2G nicht nur auf Motorenoptimierung, sondern auch auf die Digitalisierung der Anlagen, um einen wartungsarmen und verlässlichen Betrieb zu garantieren.
- **Nettogewinne, starke Bilanz, positiver freier Cashflow** Seit 2009 hat 2G immer einen Nettogewinn ausgewiesen. Auch verfügt das Unternehmen seit Jahren über eine Nettocashposition und hat eine hohe Eigenkapitalquote (2016: über 47%). Seit 2013 generiert 2G mit Ausnahme von 2015 immer positive freie Cashflows.

SCHWÄCHEN

- **Operative Margen zuletzt gering** Der Einstieg in das Erdgas-KWK-Geschäft, das deutlich wettbewerbsintensiver ist als das Biogas-KWK-Geschäft, und der Aufbau internationaler Vertriebsstrukturen haben die früher zweistellige EBIT-Marge in den niedrigen einstelligen Bereich gedrückt. Skaleneffekte durch weiteres Wachstum und ein eingeleitetes Effizienzprogramm bieten in den nächsten Jahren Marginsteigerungspotenzial.
- **Niedriges Handelsvolumen** In den letzten 12 Monaten lag das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen der 2G-Aktie bei gut 3.500 Stück und damit auf einem niedrigen Niveau. Ein relativ geringer Freefloat von 47% und eine Marktkapitalisierung von unter €100 Mio. beschränken das Handelsvolumen.

CHANCEN

- **Internationalisierung** In den letzten Jahren konnte 2G den Auslandsumsatz sukzessive deutlich steigern. Die Steigerung des Marktanteils in den Auslandsmärkten, in denen 2G bereits aktiv ist, und die Penetration weiterer Auslandsmärkte bieten weiteres Wachstumspotenzial. Wir sehen die Internationalisierung als Hauptwachstumstreiber der nächsten Jahre an.
- **Steigende Strom- und sinkende Erdgaspreise** Die grundsätzliche ökonomische Vorteilhaftigkeit der KWK hängt vom Spark Spread ab. Je höher das Verhältnis zwischen Strompreis und Erdgaspreis, desto vorteilhafter ist KWK. In der Tendenz steigende Strompreise und eher fallende Erdgaspreise haben die

Vorteilhaftigkeit von KWK in den letzten Jahren erhöht. Durch staatliche Regulierung (Stromsteuer, EEG-Umlage, CO₂-Steuer) oder steigende Stromnachfrage (Sektorkopplung, E-Mobilität) könnte der Strompreis weiter steigen. Gleichzeitig trägt das erhöhte Angebot an Erdgas („shale gas“) zu niedrigen Erdgaspreisen bei.

- **Energiewendejoker KWK** Die sukzessive steigenden Anteile fluktuierender Stromquellen wie Photovoltaik und Windkraft an der Gesamtstromproduktion benötigen flexible steuerbare und verlässliche Stromproduktionseinheiten als Ergänzung, um weiterhin einen hohen Grad an Versorgungssicherheit zu gewährleisten. Die gasbasierte KWK-Technologie ist für flexible Fahrweise bestens geeignet und hat ihre Verlässlichkeit seit vielen Jahren unter Beweis gestellt.

RISIKEN

- **Regulierungsänderungen** In vielen Ländern wird die KWK-Technologie aufgrund ihrer hohen Effizienz und der damit verbundenen Ressourcen und CO₂ schonenden Strom- und Wärmeproduktion staatlich gefördert. Änderungen der Förderlandschaft können zu einer abrupten Abschwächung der Nachfrage führen und die Attraktivität einzelner Märkte stark beeinträchtigen.
- **Wegfall der Ermäßigung bei der EEG-Umlage** Bisher sah das deutsche Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) für viele KWK-Anlagen bei Eigenstromverwendung nur die Zahlung einer anteiligen EEG-Umlage in Höhe von 40% vor. Da die EU-Kommission diese Regelung nicht verlängert hat, muss seit dem 1. Januar 2018 die vollständige EEG-Umlage in Höhe von 6,79 Ct/kWh – statt wie bisher 2,72 Ct/kWh – an den Stromnetzbetreiber abgeführt werden. Eine Erhöhung der Stromkosten um über 4 Ct/kWh stellt eine erhebliche Verschlechterung der Kalkulationsgrundlage dar und dürfte die Erdgas-KWK-Nachfrage insbesondere von Industriebetrieben schwächen.
- **Ende des Biogas-Booms in Deutschland** Gegenwärtig profitiert 2G stark von Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen von Biogasanlagenbetreibern. In den Biogasboomjahren 2009-11 wurden sehr viele Biogasanlagen ans Netz angeschlossen, deren BHKWs jetzt erneuert werden müssen. Staatliche Anreize zu einer erhöhten Flexibilisierung der Stromproduktion aus Biogas und verstärkter Nutzung der Wärme machen den Einbau neuer größerer KWK-Anlagen attraktiv. Allerdings wird dieser Boom in wenigen Jahren sein Ende finden, da in den Jahren nach dem Biogasboom immer weniger Biogasanlagen ans Netz angeschlossen wurden.

BEWERTUNG

Wir berechnen den fairen Wert von 2G Energy auf der Basis eines DCF-Modells, das die zukünftig generierten freien Cashflows auf den Gegenwartswert (GW) abdiskontiert. Unser DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von €24,00 pro 2G Energy-Aktie.

Wir verwenden ein Drei-Phasen-Modell, welches die Phase bis einschließlich 2019E detailliert schätzt. Die Phase von 2020E bis 2030E wird anhand von Annahmen zu den wichtigsten modellrelevanten Größen geschätzt. Für die Terminalperiode unterstellen wir konstante Werte bei Wachstum und Marge.

Als Eigenkapitalkosten legen wir einen Zinssatz von 10,7% zugrunde. Neben der Rendite für eine risikolose Anlage von 0,5% und der Marktrendite von 5,0% fließt ein unternehmensspezifischer Risikofaktor in die Berechnung der Eigenkapitalkosten ein. Dieser Risikofaktor berücksichtigt Größen wie Ertragsqualität, Managementstärke, finanzielles Risiko, Wettbewerbsposition, regulatorische Sicherheit, Marktkapitalisierung und Freefloat. Als durchschnittlichen Fremdkapitalsatz unterstellen wir 4,0%. Beim Eigenkapital- / Fremdkapital-Verhältnis gehen wir von einer Aufteilung von 95% zu 5% aus. Damit ergibt sich bei einem unterstellten Steuersatz von 31% ein WACC (Weighted Average Cost of Capital) von 10,34%.

Für den Zeitraum 2017E-2019E nehmen wir an, dass sich das Unternehmen gemäß den im Kapitel „Finanzlage und -ausblick“ dargestellten Prognosen entwickelt. Für den Zeitraum von 2020E bis 2030E unterstellen wir

- ein Umsatzwachstum, das von 6% sukzessive auf 2% fällt
- eine EBIT-Marge 6,7%
- einen konstanten effektiven Steuersatz von 31%
- eine Working Capital-Quote von 24%
- eine Investitionsquote, die von 2,6% auf 2,0% des Umsatzes sinkt.

Für die Terminalperiode unterstellen wir ein Umsatzwachstum von 2%, eine EBIT-Marge von 6,7% und einen Steuersatz von 31% (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

Abbildung 1: DCF-Modell

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	6,32	7,64	11,20	14,10	15,40	16,17	16,98	17,66
EBIT-Marge	3,5%	4,0%	5,5%	6,5%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
NOPLAT	4,36	5,27	7,73	9,73	10,63	11,16	11,72	12,18
+ Abschreibungen und Amortisation	4,96	5,25	5,60	5,64	5,75	5,79	5,58	5,53
= Operativer Cashflow (netto)	9,32	10,52	13,33	15,36	16,37	16,95	17,29	17,72
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-4,97	-10,50	-8,50	-8,63	-9,10	-9,03	-9,49	-9,02
CAPEX	-4,00	-5,70	-5,30	-5,64	-5,98	-6,28	-6,59	-6,59
Working Capital	-0,97	-4,80	-3,20	-2,99	-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)	4,36	0,02	4,83	6,73	7,27	7,92	7,81	8,70
GW der FCFs	4,47	0,02	4,07	5,14	5,03	4,96	4,43	4,48

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2017E-30E)	56,92
GW der FCFs in der Terminalperiode	44,95
Unternehmenswert (EV)	101,87
Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten)	3,93
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	106,46
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	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	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%	11,87	13,61	15,36	17,10	18,85	20,60	22,34
	12,3%	13,18	15,08	16,99	18,89	20,80	22,70	24,60
	11,3%	14,80	16,89	18,99	21,09	23,18	25,28	27,38
	10,3%	16,83	19,16	21,50	24,03	26,17	28,50	30,84
	9,3%	19,44	22,08	24,72	27,36	30,00	32,64	35,28
		8,3%	22,92	25,96	29,01	32,05	35,09	38,13
		7,3%	27,76	31,35	34,95	38,54	42,14	45,73

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

Quelle: First Berlin Equity Research

Das DCF-Modell ergibt einen Unternehmenswert (EV) von €102 Mio. Eine Nettocashposition von €4 Mio. führt zu einem Shareholder Value von €106 Mio. Bei einer Aktienzahl von 4,43 Mio. ergibt sich ein fairer Wert von €24,00 pro Aktie.

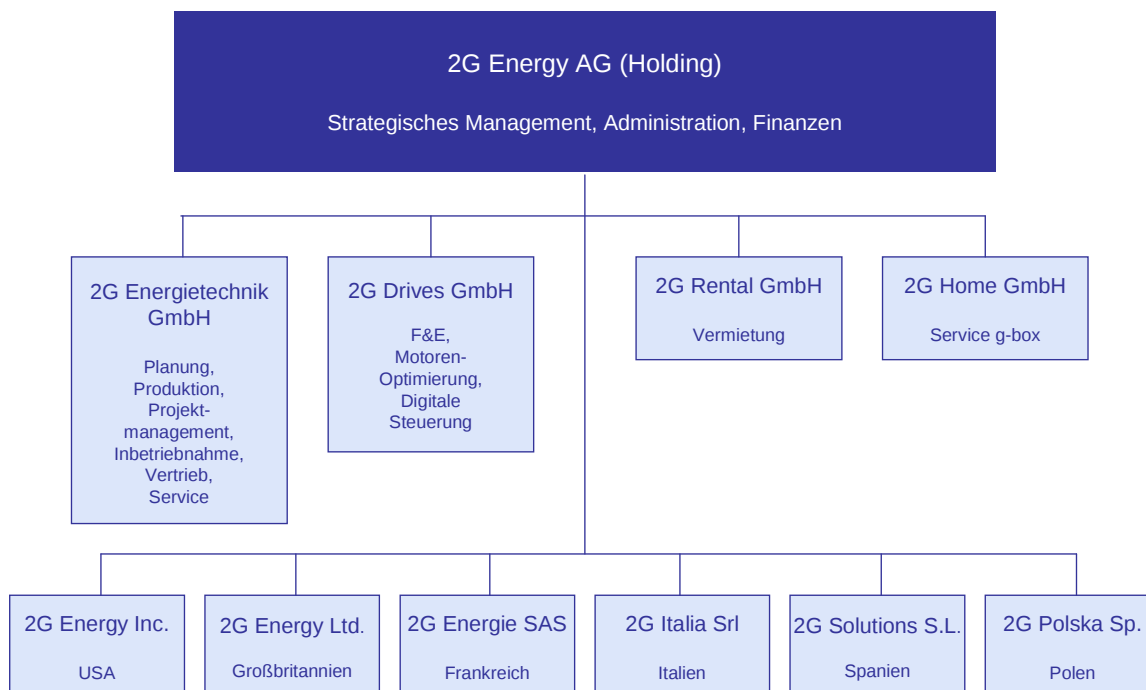
GESCHÄFTSMODELL

2G Energy AG („2G“) ist ein führender Anbieter von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen. Das Unternehmen offeriert eine breite Produktpalette von mit Erdgas oder Biogasen angetriebenen Motoren im Leistungsbereich von 20 kW bis 2 MW el. Die Firmenzentrale und der Hauptproduktionsstandort liegen in Heek in Deutschland. Außerdem verfügt 2G über einen zusätzlichen Produktionsstandort in Florida, USA. Das Unternehmen hat in über 40 Ländern über 5.000 KWK-Anlagen installiert, die kumuliert viele Millionen Betriebsstunden absolviert haben. 2G wurde 1995 von Christian Grotholt und Ludger Gausling gegründet und in 2007 an die Börse gebracht. Im März 2017 wechselte das an der Deutschen Börse Frankfurt gelistete Unternehmen vom Entry Standard in das neu geschaffene Börsensegment „Scale“. Seit Februar 2018 gehört 2G dem neu geschaffenen „Scale 30“-Index an, der die 30 liquidesten Titel des Segments „Scale“ enthält. Die beiden Gründer von 2G halten bis heute mehr als 50% der Anteile am Unternehmen. 2G beschäftigt rund 600 Mitarbeiter.

Unternehmensstruktur

Die 2G Energy AG fungiert als Holding, die zehn Tochtergesellschaften unter sich vereint (vgl. Abbildung 2). Die wesentliche, operativ tätige Gesellschaft ist die 2G Energietechnik GmbH. In der 2G Drives GmbH sind Forschung & Entwicklung gebündelt. 2G hat sechs ausländische Töchter, die in den USA und in Europa angesiedelt sind. In vielen anderen Ländern (z.B. Australien, Japan, Russland) bestehen Vertriebskooperationen.

Abbildung 2: Unternehmensstruktur



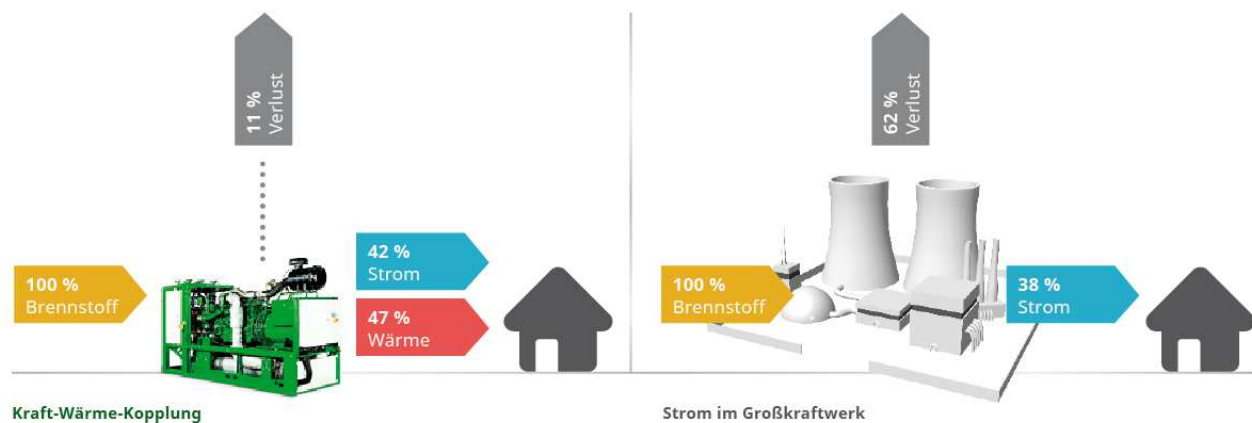
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Technologie: hocheffizient und Klima schonend

Kraft-Wärme-Kopplung steht für die gleichzeitige Erzeugung von Strom und Nutzwärme. Im Gegensatz zu herkömmlichen Kraftwerken wird die bei der Stromproduktion entstehende Wärme nicht ungenutzt in die Atmosphäre entlassen (unübersehbar stehen die großen Kühltürme bei Atom- und Kohlekraftwerken für diese Energieverschwendung), sondern sinnvoll genutzt. Das macht die Technologie der Kraft-Wärme-Kopplung so effizient und

klimafreundlich. Gegenüber der herkömmlichen Stromerzeugung im Großkraftwerk werden bis zu 40% der Primärenergie gespart und die CO₂-Emissionen sinken um bis zu 60% (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Vergleich Energienutzung bei KWK und herkömmlichem Großkraftwerk

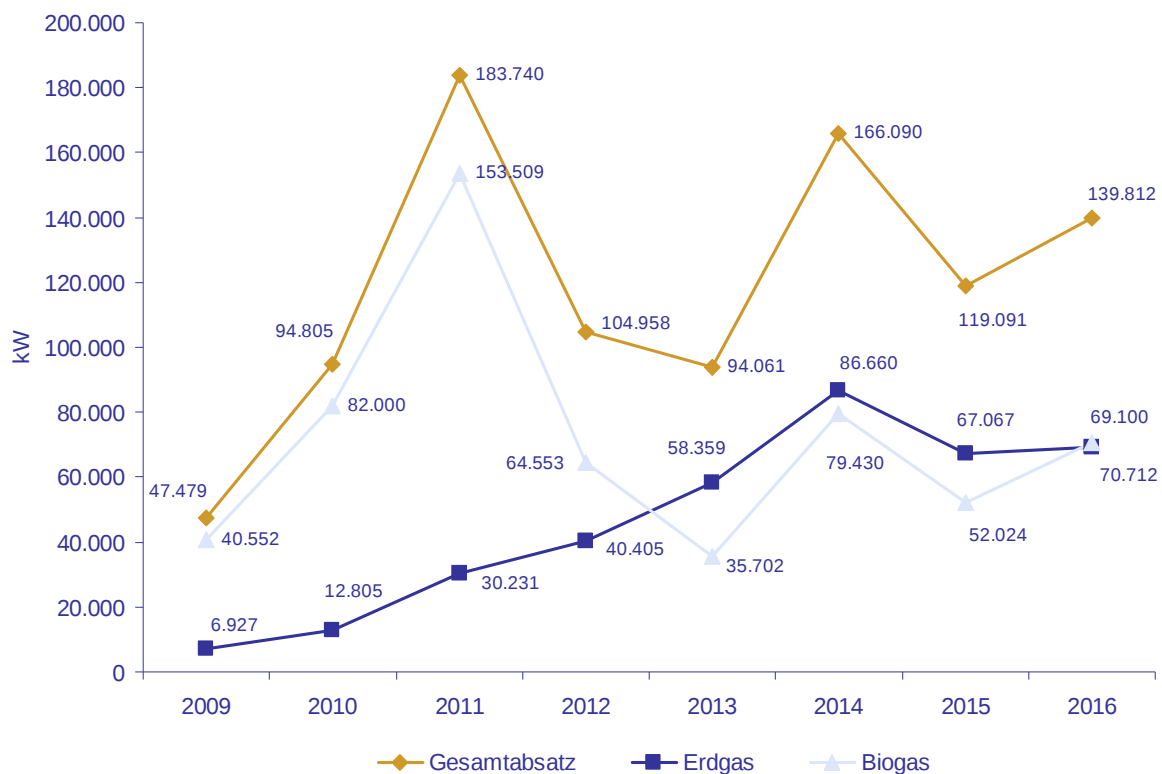


Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Abgesetzte Gesamtleistung in Kilowatt (kW)

Im Jahr 2016 setzte 2G im In- und Ausland KWK-Anlagen mit einer Gesamtleistung von 139.812 kW ab. Der Anteil an Biogas-KWK-Anlagen lag bei knapp 51%, während der Anteil der Erdgas-KWK-Anlagen gut 49% betrug (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Abgesetzte Leistung (Erdgas, Biogas, gesamt) in kW, 2009-2016



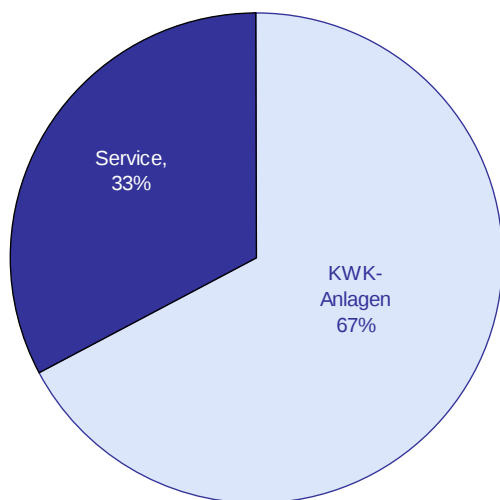
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Die Absatzentwicklung seit 2009 zeigt einen deutlichen trendmäßigen Anstieg im Erdgas-KWK-Bereich. Hier hat sich der Absatz von 2009 bis 2016 mehr als verzehnfacht. Von 2013 bis 2015 übertraf der Absatz im Erdgas-KWK-Bereich den Absatz im Biogas-KWK-Bereich. Der Biogas-KWK-Absatz stieg in den letzten Jahren im Trend vom Tiefpunkt in 2013 wieder an und erreichte im letzten Jahr 70.712 kW.

Umsatz nach Segmenten

Umsätze werden über den Verkauf von KWK-Anlagen und über Serviceverträge für diese Anlagen generiert. In 2016 belief sich der Umsatzanteil des KWK-Anlagen-Segments auf 67%, während das Service-Segment 33% beitrug (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Umsatzanteil nach Segmenten in 2016

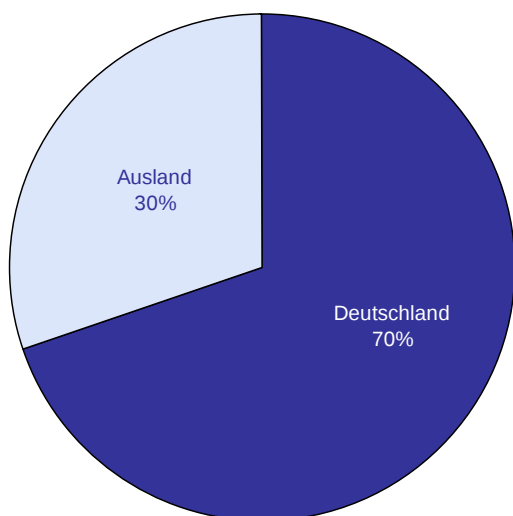


Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Umsatz nach Regionen

2G ist ein internationaler Anbieter von KWK-Lösungen mit starker Basis im Heimatmarkt. In 2016 wurden 70% des Umsatzes in Deutschland erwirtschaftet und 30% im Ausland, insbesondere in den USA und Großbritannien (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Umsatzanteile Deutschland und Ausland in 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Die internationalen Vertriebsaktivitäten werden über ein Partnerkonzept strukturiert. Partner, die 2G-Produkte exklusiv vermarkten, erhalten Unterstützung hinsichtlich Personalbildung und Vertrieb. Digitale Schnittstellen und Lösungen wie CRM-Systeme sowie das Partnerportal my.2-g.com werden eingesetzt, um einen schnellen und kostengünstigen Informationsaustausch zwischen Partnern und 2G zu gewährleisten. 2G hat mehr als 170 Partner in über 30 Ländern. In den USA ist 2G eine Vertriebspartnerschaft mit Penn Power eingegangen. Penn Power vertreibt verschiedene Fabrikate von gasbasierten Energieerzeugungsanlagen im Nordosten und Westen der USA.

2G Rental: Mieten statt Kaufen

Neben dem klassischen Anlagenverkauf bietet 2G über die Tochter 2G Rental GmbH auch die Möglichkeit, KWK-Anlagen zu mieten oder zu leasen. Die Miete basiert auf den tatsächlich geleisteten Betriebsstunden. Die Vorteile gegenüber einem Kauf liegen für den Kunden in den gesparten Investitionskosten und der fehlenden Notwendigkeit, die Anlage zu bilanzieren ("off-balance"). Die „All-inklusive-Rate“ enthält alle Kosten (BHKW, Transport, Inbetriebnahme, Versicherung, Rückbau). Als Kunden hat 2G Rental insbesondere Stadtwerke im Blick.

Kundenstruktur & Anwendungsbereiche

Im Erdgasbereich gehören Industrie- und Gewerbeunternehmen, Versorger und Stadtwerke, die Wohnungswirtschaft, und Kommunen zum Kundenkreis. 2G zählt die vier großen in Deutschland aktiven Versorger (E.ON, RWE/Innogy, Vattenfall und EnBW) zu ihren Kunden. Beispiele für große Industriekunden sind British Sugar, Enercon, Kraft Foods, Krombacher Brauerei, Merck, Metro, und Zentis. Im Biogasbereich sind landwirtschaftliche Betriebe, Finanzinvestoren, unabhängige Stromproduzenten und Wiederverkäufer typische Kunden. Im Erdgasbereich sind Büro- und Verwaltungsgebäude, Krankenhäuser, Seniorenheime, Einkaufszentren, Hotels, öffentliche Einrichtungen, Schulen & Universitäten, Rechenzentren, Wohngebäude und Industrie- und Gewerbebetriebe Anwendungsbeispiele. Im Biogasbereich sind landwirtschaftliche Biogasanlagen, Anlagen auf Deponien, in Kläranlagen und in Gruben typische Anwendungsfälle. Grundsätzlich können die Anlagen von 2G auch Wasserstoff nutzen. So betreibt Total seit 2014 am Flughafen Berlin-Schönefeld eine mit Wasserstoff betriebene 2G-KWK-Anlage.

Lieferantenstruktur

2Gs wichtigste Lieferanten sind große Massenhersteller von Gasmotoren wie GE Jenbacher, Liebherr Machines Bulle (LMB), MAN und MWM. 2G kauft deren Rumpfmotoren und optimiert diese auf der Basis des in langjähriger F&E-Arbeit erworbenen Know-hows. Motoren im größeren Leistungsbereich werden auch direkt „gepackaged“.

WETTBEWERBSPOSITION

Das im Fachmagazin „Energie & Management“ (E & M) im November 2017 veröffentlichte BHKW-Ranking zeigt, dass 2G auch in 2016 zu den TOP-3-KWK-Herstellern in Deutschland gehörte (vgl. Abbildung 7). Nur GE Jenbacher und Caterpillar (MWM) liegen beim Output (in MW) vor 2G. General Electric (GE) und Caterpillar sind multinationale Unternehmen und Motor-Massenhersteller. In Anbetracht der Finanzkraft und des Know-hows der beiden Weltkonzerne erwarten wir, dass sie weiterhin die Platzhirsche im deutschen KWK-Markt bleiben, auch wenn 2G dem Zweitplatzierten Caterpillar eng auf den Fersen ist. GE Jenbacher ist in 2016 aufgrund einer aggressiven Preispolitik und eines Großauftrags (20 * 9,5 MW-Motoren = 190 MW) eine außerordentliche Steigerung des Outputs gelungen. 2G Energy unterscheidet sich von den Motor-Massenherstellern durch KWK-Lösungen, die auf Kundenwünsche zugeschnitten sind und schlüsselfertig geliefert und installiert werden.

Abbildung 7: Absatz der Top-10-KWK-Unternehmen in Deutschland in 2016 in MW

Rang	Unternehmen	2016	2015	Delta
1	GE Jenbacher	522	222	135%
2	Caterpillar (MWM)	103	116	-11%
3	2G Energy	101	76	33%
4	MTU Onsite Energy	88	61	43%
5	Schnell (TEDOM)	82	67	21%
6	Elektro Hagl	54	42	27%
7	Zeppelin	34	35	-2%
8	AB Energy Deutschland	27	11	151%
9	Viessmann	26	26	1%
10	ETW Energietechnik	24	29	-18%

Quelle: First Berlin Equity Research, Energie & Management 2017

In 2016 lag MTU Onsite Energy mit deutlichem Abstand hinter 2G auf Platz 4. Auf Rang 5 folgte die Schnell Motoren AG. Das Unternehmen beantragte im Juli 2016 Insolvenz und wurde anschließend vom tschechischen Hersteller TEDOM übernommen. Platz 6 hatte Elektro Hagl inne, dessen Output nur noch gut halb so groß war wie der von 2G.

Auf der Basis der aus Juli 2017 stammenden und im November 2017 nur leicht angepassten KWK-Zulassungszahlen des Bundesamtes für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) lässt sich schließen, dass 2G im Erdgas-KWK-Bereich in der Leistungsklasse 50-500 kW seinen Marktanteil in Deutschland in 2016 bei knapp 25% stabil halten konnte. Im Biogas-KWK-Bereich beziffert 2G den Marktanteil auf der Basis vorläufiger Zahlen in 2016 auf 26%.

WETTBEWERBSVORTEILE

2Gs Wettbewerbsstärke fußt auf drei Wettbewerbsvorteilen:

1. überlegene Motorentechnologie (Hardware & Software)
2. flächendeckender Service mit Fokus auf Digitalisierung
3. finanzielle Solidität

1. Überlegene Motorentechnologie (Hardware & Software)

2Gs technologische Stärke liegt nicht nur in den KWK-Motoren selbst begründet, die sich durch

- Zuverlässigkeit,
- Verfügbarkeit (lange Wartungsintervalle),
- hohe Wirkungsgrade und
- Ressourcen schonende und emissionsmindernde Produktion

hervorheben, sondern auch in der konsequenten Digitalisierung der Anlagen. Zur Weiterentwicklung von Hardware und Software investiert 2G jährlich mehr als €4 Mio. in Forschung und Entwicklung (F&E). Die F&E-Arbeit konzentriert sich zum einen auf die Weiterentwicklung der Motormechanik und der Peripheriegeräte, zum anderen 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.

Das jüngste Beispiel für die technologische Stärke von 2G ist die neue „aura“-Baureihe. 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. Dort nimmt der Stellenwert niedriger Emissionswerte angesichts steigender Emissionsbelastung und der damit verbundenen erheblichen Gesundheitsbelastung der Bevölkerung kontinuierlich zu.

2. Flächendeckender Service mit Fokus auf Digitalisierung

Als großer Spieler in Deutschland bietet 2G – im Gegensatz zu vielen kleinen Anbietern – ein flächendeckendes Servicenetzwerk mit einem professionellen Wartungs- und Instandhaltungsservice vor Ort. 2G's Serviceflotte verfügt über 140 Fahrzeuge, außerdem sind zahlreiche speziell geschulte Servicepartner bundesweit im Einsatz. Ein umfangreiches Ersatzteillager sichert den schnellen Austausch einzelner Komponenten. Gleichzeitig hat 2G den digitalen Service stark vorangetrieben. Das innovative Servicetool „2G Power Plant“ ermöglicht eine automatische Ferndiagnose aller Anlagenparameter. Eine sich anbahnende technische Unregelmäßigkeit in einer 2G-Anlage wird online – ohne Zeitverzug – automatisch an das 2G Service Center gemeldet, ohne dass der Betreiber aktiv werden muss. Das Servicetool meldet aber nicht nur die relevanten Anlagenparameter, sondern macht auch einen Lösungsvorschlag. Ein Mitarbeiter im 2G Service Center leitet sofort die passenden Maßnahmen zum Weiterbetrieb der Anlage ein. Damit kann 2G auf Unregelmäßigkeiten reagieren, bevor diese die Leistung beeinträchtigen. So werden ca. 80% der Störmeldungen ohne physischen Eingriff, also "remote" gelöst.

3. Finanzielle Solidität

Seit vielen Jahren verfügt 2G über eine grundsolide Bilanz. Das Eigenkapital hat sich seit 2010 auf €53 Mio. mehr als verdoppelt und die Eigenkapitalquote überzeugt seit dem Börsengang in 2007 durch hohe Werte (2016: über 47%). Die Finanzverschuldung liegt im einstelligen Millionenbereich und das Unternehmen wies in 2016 wie in den Vorjahren eine Nettocashposition aus. Seit 2009 hat 2G durchgängig positive Nettoergebnisse vorgelegt und generierte in den letzten vier Jahren mit einer Ausnahme jährlich positive freie

Cashflows. Seit 2012 zahlt das Unternehmen eine jährliche Dividende von €0,37 pro Aktie und erhöhte diese in 2017 auf €0,40. 2G Energy ist einer der ganz wenigen deutschen KWK-Spezialisten, die börsennotiert sind. Damit bietet das Unternehmen ein hohes Transparenzniveau, das insbesondere im internationalen Geschäft hilfreich sein sollte, da Transparenz Vertrauen schafft.

2Gs sehr gute Wettbewerbsposition sollte aufgrund ihrer technologischen Spitzenposition, ihrer Servicestärke und ihrer finanziellen Solidität von kleineren Konkurrenten nur schwer angreifbar sein, da es diesen oft an

- technologischem Know-how
- einer starken Bilanz und einem guten Zugang zu Eigen- und Fremdkapital
- einem Zugang zu Auslandsmärkten
- einem Zugang zum Erdgasmarkt
- einem Zugang zur Kundengruppe der Versorger und Stadtwerke

fehlt.

DURCHSCHNITTliche MODULGRÖßE ALS INDIKATOR FÜR WETTBEWERBSDRUCK

Die durchschnittliche Modulgröße und der Leistungsbereich der Produktpalette geben Hinweise, ob die Unternehmen in einem direkten Produktwettbewerb stehen. 2G bietet eine große Auswahl von Produkten, von kleineren (20-50 kW) bis sehr großen KWK-Anlagen (2 MW). Ihre technologische Kernposition liegt im Bereich von 50 bis 550 kW. E & M zufolge lag 2Gs durchschnittliche Modulgröße im Jahr 2016 bei 241 kW. Abbildung 9 zeigt, dass der Wettbewerber Viessmann viele sehr kleine KWK-Anlagen verkauft, da dessen durchschnittliche Modulgröße 24 kW beträgt. Daher sehen wir Viessmann als ernsthaften Konkurrenten für 2G im Leistungsbereich von 20 bis 50 kW und damit für 2Gs G-Box 20 und G-Box 50. Allerdings ist Viessmanns Wettbewerbsdruck auf 2Gs Kernprodukte (50-550 kW) bisher nicht hoch. Zwar ist Viessmann hinsichtlich des Gesamtoutputs bei KWK-Anlagen noch deutlich kleiner als 2G, das Unternehmen stellt aber als global Player im Bereich Heiz-, Industrie- und Kühlsysteme mit 12.000 Mitarbeitern und einem Umsatz von ca. €2,3 Mrd. und eine potenzielle Bedrohung für 2G dar.

Abbildung 8: Durchschnittliche Modulgröße und Leistungsspanne der Produktpalette

Unternehmen	Durchschnittliche Modulgröße, kW	Produktpalette, kW
Viessmann	24	6 - 530
Elektro Hagl	235	30 - 530
2G	241	20 - 2.000
Schnell (TEDOM)	252	20 - 4.500
MTU Onsite Energy	593	120 - 2.500
AB Energy Deutschland	791	63 - 4.400
ETW Energietechnik	851	211 - 4.500
Caterpillar (MWM)	1,063	400 - 4.500
GE Jenbacher	1,612	250 - 10.000
Zeppelin	1,802	400 - 9.800

Quelle: First Berlin Equity Research, Energie & Management 2017

Die sehr ähnlichen durchschnittlichen Modulgrößen von 2G, Schnell und Elektro Hagl weisen darauf hin, dass die beiden letztgenannten die engsten Wettbewerber für 2G sind (siehe Abbildung 8), allerdings bisher nur im Biogasmarkt. Nach der Insolvenz von Schnell in 2016 und der anschließenden Übernahme durch TEDOM hat Schnell seine

Produktpalette um größere KWK-Anlagen und Erdgas betriebene Anlagen erweitert, trat in 2016 im Erdgasmarkt aber noch nicht als relevanter Wettbewerber auf. Inwieweit sich Schnell unter dem neuen Dach zu einem schlagkräftigen Konkurrenten entwickelt, bleibt abzuwarten. Elektro Hagl ist zwar ein ernsthafter Konkurrent auf dem Biogasmarkt, spielt aber keine Rolle im Erdgasmarkt.

Unter der Marke MTU Onsite Energy vertreibt Rolls-Royce KWK-Anlagen, die auf Gasmotoren oder Gasturbinen basieren. Die durchschnittliche Modulgröße von MTU Onsite Energy/Rolls Royce („MTU/RR“) beträgt 593 kW und ist damit mehr als doppelt so groß wie 2Gs durchschnittliche Modulgröße. MTU/RR bietet Gasmotoren mit einer elektrischen Leistung von 120 - 2.500 kW an. MTU/RR ist sowohl im Erdgas- als auch im Biogas-KWK-Markt ein ernst zu nehmender Konkurrent für 2G. Im Erdgasmarkt liegt MTUs Output sogar über dem von 2G (76 MW vs. 62 MW), im Biogasmarkt deutlich darunter. Insgesamt ist MTU in Bezug auf den jährlichen Gesamtoutput in Schlagdistanz zu 2G. Allerdings deutet die durchschnittliche Anlagengröße darauf hin, dass der Wettbewerb zu einem Gutteil in Leistungsgrößen oberhalb von 2Gs Kernsegment stattfindet.

GE Jenbachers durchschnittliche Modulgröße beträgt 1.612 kW und ist damit mehr als sechsmal größer als die von 2G. Wir sehen GE Jenbachers Kernkompetenz im niedrigen MW-Bereich und damit deutlich oberhalb von 2Gs Kernkompetenz von 50 - 550 kW. Als Motor-Massenhersteller ist GE Jenbacher (wie Caterpillar) auf der einen Seite ein Wettbewerber, auf der anderen Seite auch Lieferant von 2G, denn 2G „packaged“ KWK-Motoren von GE Jenbacher (und Caterpillar) im großen Leistungsbereich.

Caterpillar (MWM) bietet KWK-Gasmotoren im Bereich von 400-4,500 kW Output an. Die durchschnittliche Modulgröße von 1.063 kW zeigt, dass das Unternehmen in einem Leistungsbereich stark ist, der viel größer ist als der Modulgrößenbereich, in dem 2G ihre technologische Stärke hat.

Unsere vergleichende Analyse durchschnittlicher Modulgrößen und der Produktpalette legt nahe, dass 2G mit ihrer Kernkompetenz im Leistungsbereich 50 - 550 kW sehr gut positioniert ist. Die großen Player wie GE, Caterpillar, und Rolls Royce/MTU konzentrieren sich eher auf den Leistungsbereich oberhalb von 2Gs Kernkompetenz, oder, wie Viessmann, auf den Leistungsbereich unterhalb von 2Gs Kernkompetenz. Inwieweit Elektro Hagl als fast reiner Biogasanbieter langfristig am Markt bestehen kann, bleibt abzuwarten. Die Insolvenz von Schnell, die ebenfalls einseitig auf den Biogasmarkt gesetzt hat, zeigt das Risiko einer einseitigen Abhängigkeit.

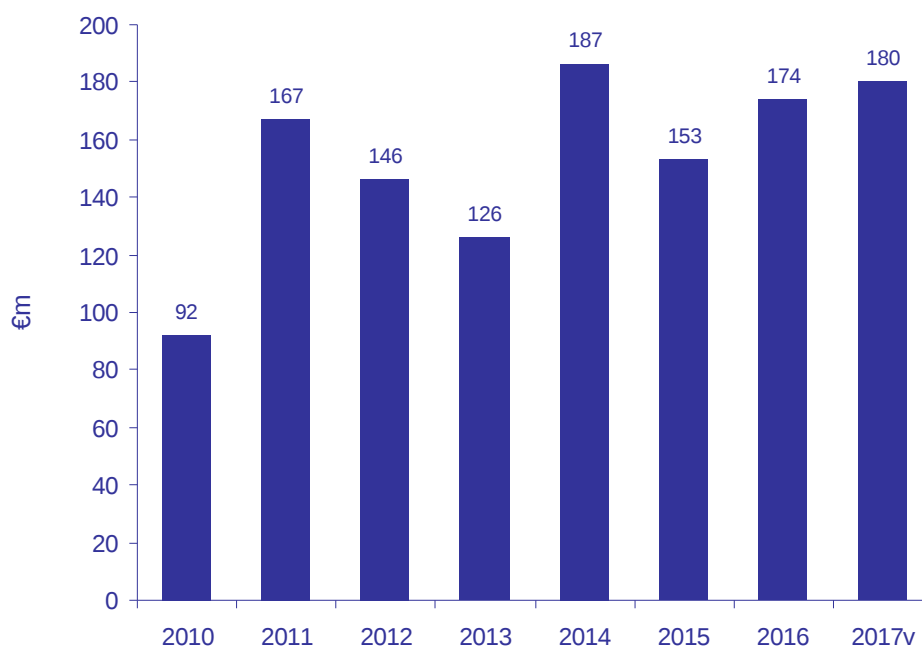
FINANZLAGE UND -AUSBLICK

FINANZLAGE

Umsatzentwicklung

Von 2013 bis 2017 hat 2G ihren Umsatz von €126 Mio. auf €180 Mio. gesteigert (CAGR: >9%). Das Jahr 2014 war aufgrund von regulierungsbedingten Vorzieheffekten ein einmaliges Boomjahr (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Umsatzentwicklung 2010-2017



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

2G generiert Umsätze durch den Verkauf von KWK-Anlagen und über den Anlagenservice (vgl. Abbildung 10). Während die Umsatzgenerierung beim Anlagenverkauf naturgemäß einmalig ist, sind die Serviceumsätze zu einem großen Teil wiederkehrend und erstrecken sich über die Dauer des Servicevertrags, üblicherweise 8 Jahre.

Abbildung 10: Segmentumsätze 2010—2017E

in € Mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
KWK-Anlagen	79,5	153,8	123,4	98,7	149,4	100,8	117,2	115,9
Wachstum J/J	86,6%	93,5%	-19,8%	-20,0%	51,4%	-32,5%	16,3%	-1,1%
Service	12,4	13,5	23,1	27,4	37,2	52,1	57,1	64,1
Wachstum J/J	47,6%	9,1%	71,2%	18,7%	35,8%	40,1%	9,6%	12,2%
Umsatz insgesamt	91,9	167,3	146,5	126,1	186,6	152,9	174,3	180,0
Wachstum J/J	n.a.	82,1%	-12,4%	-13,9%	48,0%	-18,1%	14,0%	3,3%

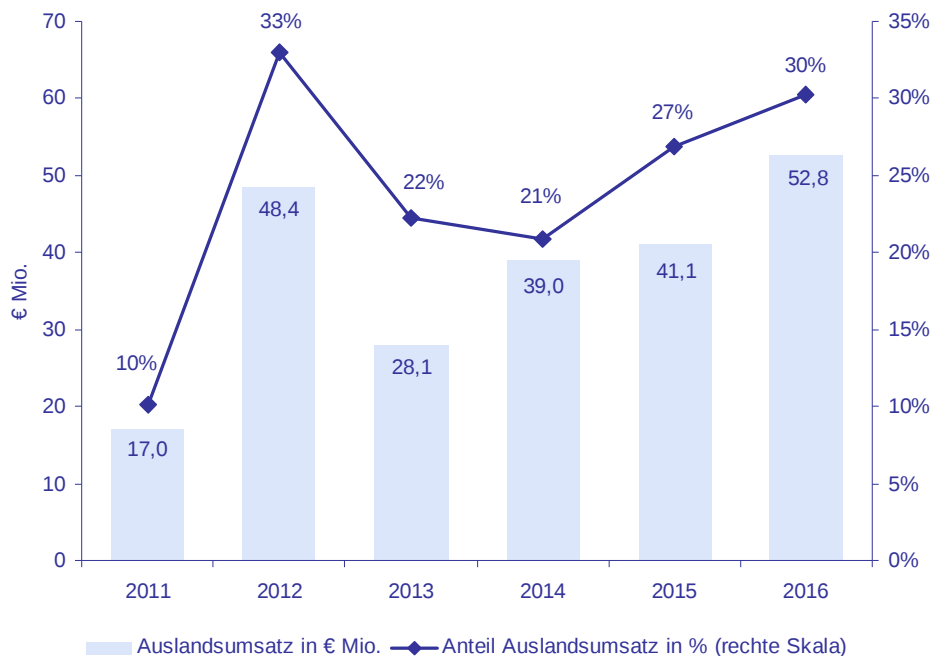
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Die Umsätze des Segments KWK-Anlagen weisen eine hohe Volatilität auf und belegen die Fähigkeit von 2G, sich kurzfristig ergebende Marktchancen wie in 2011 und 2014 zu nutzen. Gleichzeitig ist die schwankende Kapazitätsauslastung eine Herausforderung für das Management der vorhandenen Ressourcen (Personal, Material, finanzielle Mittel).

Die Umsätze des Service-Segments sind kontinuierlich gestiegen. Service-Verträge werden oft zusammen mit KWK-Anlagen verkauft. Aufgrund der wiederkehrenden Natur der Service-Umsätze ergibt sich Jahr für Jahr ein kumulativer Effekt, der den Segmentumsatz von €12,4 Mio. in 2010 auf €57,1 Mio. in 2016 erhöht hat. Dies entspricht einer beeindruckenden durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 29%.

Für einen großen Spieler wie 2G sind die Wachstumspotenziale im reifen deutschen Markt naturgemäß begrenzt. Daher hat das Unternehmen früh auf Wachstum in ausländischen Märkten gesetzt und den Auslandsumsatz von €17 Mio. in 2011 auf fast €53 Mio. in 2016 gesteigert. Der Anteil des Auslandsumsatzes verdreifachte sich im genannten Zeitraum von 10% auf 30% (vgl. Abbildung 11). Das Jahr 2012 war aufgrund einer außerordentlich starken internationalen und einer schwachen inländischen Auftragslage ein Ausnahmejahr.

Abbildung 11: Entwicklung von Auslandsumsatz und -anteil, 2011-2016



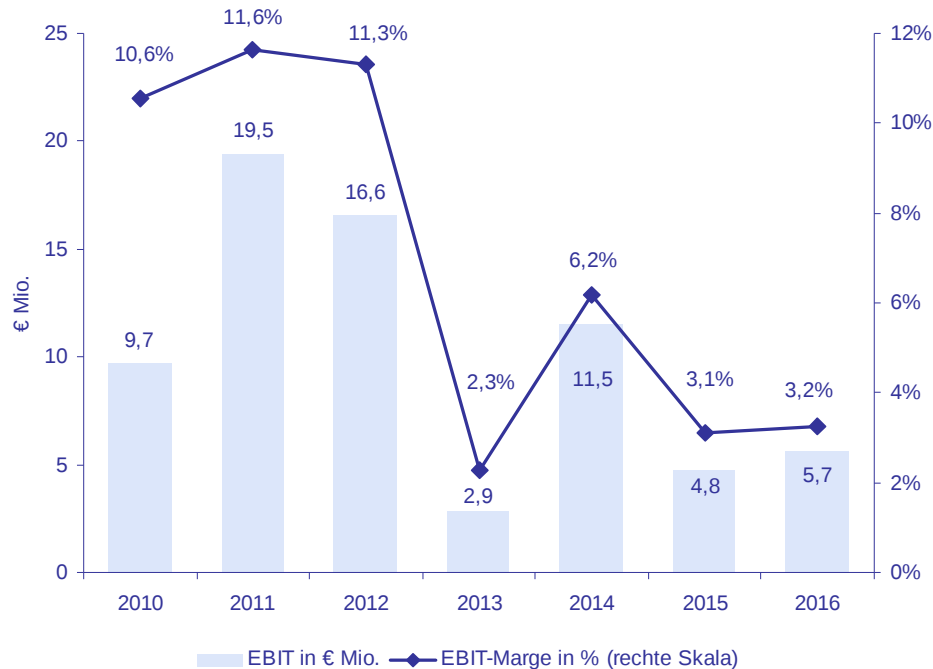
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Entwicklung des EBIT

Am Anfang des Jahrzehnts wies das EBIT noch zweistellige Margen auf. Aufgrund der sich in dieser Zeit abzeichnenden strukturellen Nachfrageschwäche im Biogasmarkt hat 2G früh das Erdgassegment ausgebaut. Da der Erdgas-KWK-Markt deutlich größer als der Biogas-KWK-Markt ist, hat 2G hier mittelfristig die größeren Wachstumspotenziale. In 2016 belief sich der Anteil des Erdgasgeschäfts bereits auf 47%, in 2012 lag dieser noch bei rund 30%. Da der Markt für mit Erdgas betriebene KWK-Anlagen wettbewerbsintensiver ist, hat 2G die Verbreiterung des Geschäftsmodells mit einer strukturellen Margenverringerung bezahlt. Auch der Aufbau internationaler Vertriebs- und Produktionsstrukturen hat sich negativ auf die Marge ausgewirkt. Unternehmensprozesse müssen an neue Geschäftsumsancen, Marktstrukturen und Regulierungsrahmen angepasst und sprachliche und kulturelle Barrieren überwunden werden. Konzernstrukturen und Personal müssen vom nationalen Niveau auf die internationale Ebene gehoben werden. Dieser Prozess erfordert eine Verbreiterung der operativen Kostenbasis, was Marge kostet.

Lag das EBIT in 2010 noch bei fast €10 Mio. und erreichte in 2011 den Spitzenwert von €19,5 Mio., so belief es sich in 2016 nur noch auf knapp €6 Mio. Die ehemals zweistellige EBIT-Marge betrug in 2015 und 2016 nur noch gut 3% (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 12: Entwicklung des EBIT, 2010-2016

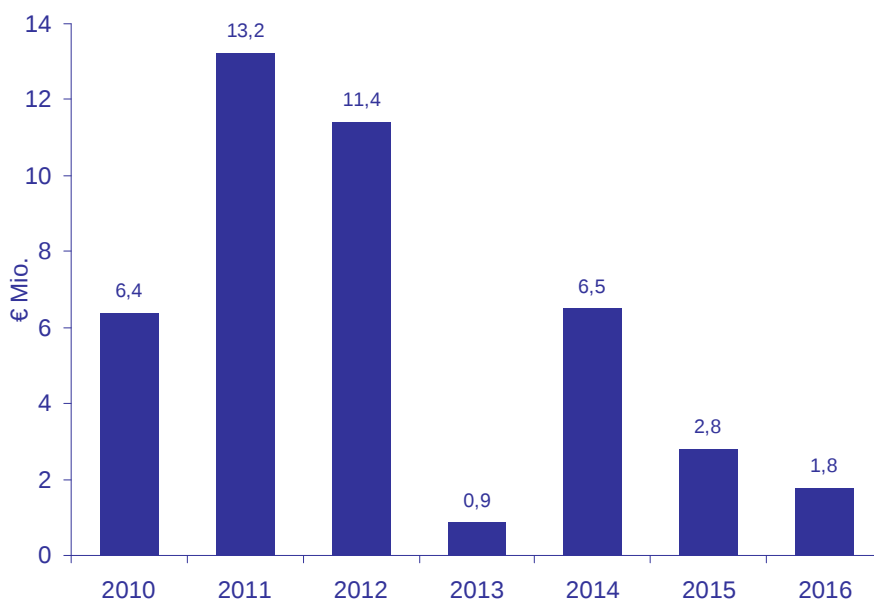


Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Entwicklung des Nettoergebnisses

Seit 2009 hat 2G jedes Jahr ein positives Nettoergebnis ausgewiesen. In den letzten beiden Jahren lag es im niedrigen einstelligen Millionenbereich (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 13: Entwicklung des Nettoergebnisses, 2010-2016



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Umsatzsteigerung und Ergebnisverbesserung in H1/17 und 9M/17

Der Umsatzanstieg auf €72 Mio. (H1/16: €64 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.) Die EPS verbesserten sich von €-0,62 auf €-0,18.

Nach neun Monaten erzielte 2G einen Umsatz von €111 Mio. (9M/16: €93 Mio.) und ein EBIT von €0,5 Mio. (9M/16: €0,2 Mio.). Die deutliche Umsatzverbesserung (+€18 Mio.) führte damit nur zu einer leichten Verbesserung des operativen Ergebnisses um €0,3 Mio.

Bilanz bleibt grundsolide

2Gs Bilanzsumme erhöhte sich in 2016 um 16,2% auf €111,4 Mio. Während das Anlagevermögen nur leicht um 5% auf €24,6 Mio. anstieg, erhöhte sich das Umlaufvermögen um 20% auf €85,3 Mio. Im Bereich des Anlagevermögens erhöhten sich die Sachanlagen um 8,6% auf €19,2 Mio. Hauptgrund dafür waren Investitionen von €2,5 Mio. der 2G Rental in die von der 2G Energietechnik zur Verpachtung bezogenen KWK-Anlagen. Der Anstieg des Umlaufvermögens geht wesentlich auf den Anstieg der Vorräte zurück.

Das Eigenkapital blieb weitgehend unverändert bei knapp €53 Mio., was einer sehr soliden Eigenkapitalquote von 47,5% entsprach. Die Finanzverbindlichkeiten stiegen leicht auf €6,3 Mio. Da die liquiden Mittel fast unverändert €10,2 Mio. betrugen, sank die Nettocashposition leicht auf €3,9 Mio. (vgl. Abbildung 14).

Abbildung 14: Entwicklung der Bilanz, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2015	2016	Delta
Sachanlagen	17,67	19,20	8,6%
Immaterielles Vermögen	5,79	5,43	-6,3%
Liquide Mittel	10,15	10,20	0,5%
Eigenkapital	52,65	52,92	0,5%
Finanzverbindlichkeiten	5,91	6,27	6,0%
Nettoverschuldung	-4,24	-3,93	./.
Bilanzsumme	95,90	111,40	16,2%
Eigenkapitalquote	54,9%	47,5%	./.
Nettoverschuldungsgrad	-8,0%	-7,4%	./.

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Das Working Capital stieg J/J um 9,2% auf €40,1 Mio., hauptsächlich aufgrund höherer Vorräte. Da der Umsatzanstieg aber noch höher war (+14,0% J/J), sank die Working Capital-Quote um einen Prozentpunkt auf 23,0% (vgl. Abbildung 15 auf der nächsten Seite).

Abbildung 15: Working Capital-Entwicklung

Angaben in € Mio.	2015	2016	delta
Vorräte	32,2	43,4	34,5%
+ Forderungen L&L	24,6	29,2	18,7%
- Verbindlichkeiten L&L	5,4	6,8	26,0%
- Erhaltene Anzahlungen	14,8	25,8	74,1%
Working Capital	36,7	40,1	9,2%
Umsatz	152,9	174,3	14,0%
Umsatz / Working Capital (%)	24,0%	23,0%	-1,0 PP

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Zumeist positive freie Cashflows

Der operative Cashflow war im dargestellten Zeitraum mit Ausnahme von 2012 immer positiv (vgl. Abbildung 16). In den meisten Jahren generierte 2G einen positiven freien Cashflow. In 2016 betrug dieser €1,5 Mio.

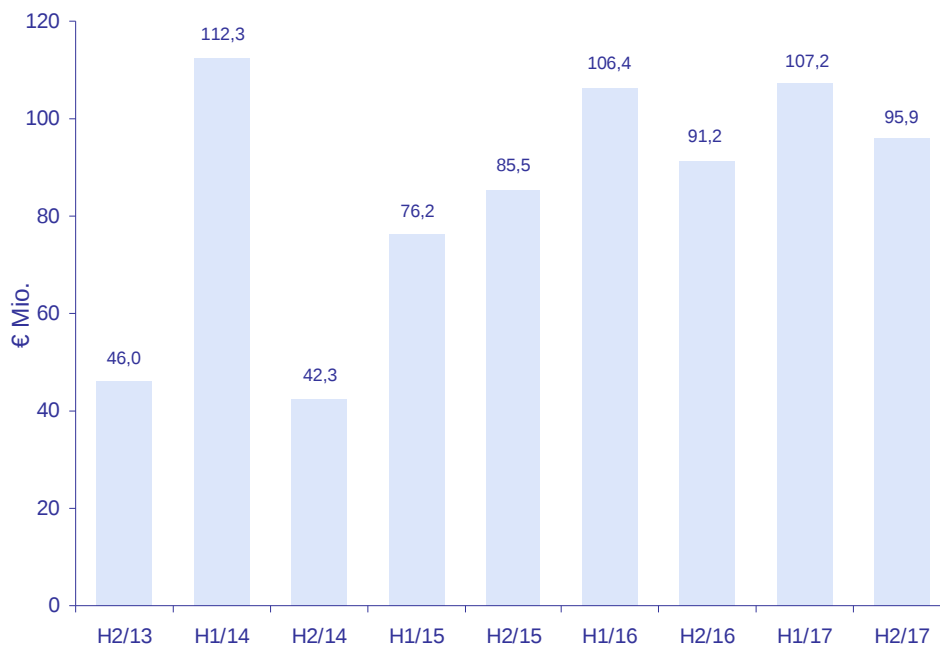
Abbildung 16: Entwicklung der Kapitalflussrechnung

Angaben in € Mio.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Operativer Cashflow	24,6	-8,9	4,1	8,3	2,1	6,4
CAPEX	-4,1	-8,0	-3,4	-3,8	-3,3	-4,8
Freier Cashflow	20,6	-16,8	0,7	4,4	-1,3	1,5
Finanzieller Cashflow	0,5	5,1	-4,7	-3,1	-1,9	-1,7
Nettocashflow	20,9	-11,7	-3,6	1,6	-0,8	0,1

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Entwicklung des Auftragsbestands

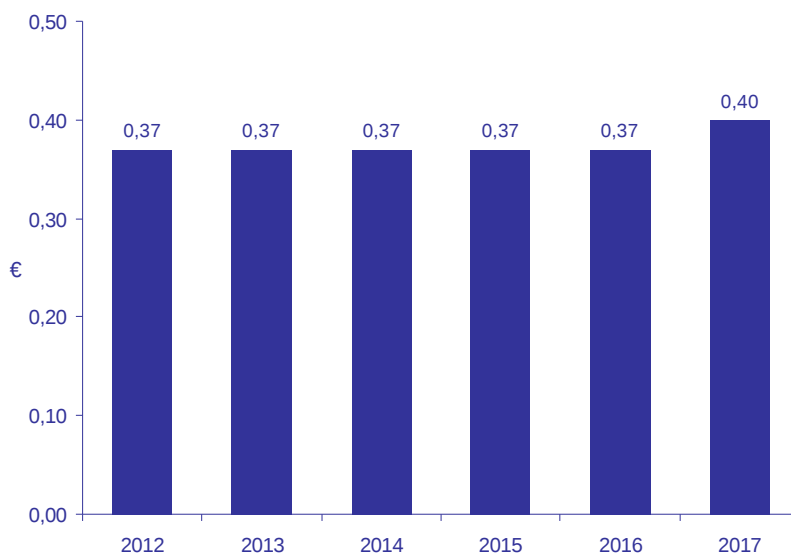
Der Auftragsbestand entwickelte sich im Trend sehr positiv. Betrug er Ende 2013 noch €46 Mio., so lag er Ende 2017 bei €96 Mio. Das Jahr 2014 war von regulierungsbedingten Vorzieheffekten geprägt und stellt eine einmalige Sonderentwicklung dar. Saisonal ist der Auftragsbestand zum Halbjahr typischerweise höher. Im zweiten Halbjahr werden mehr Anlagen in Betrieb genommen und abgerechnet, was normalerweise zu einem Absinken des Auftragsbestands zum Jahresende führt (vgl. Abbildung 17 auf der nächsten Seite).

Abbildung 17: Entwicklung des Auftragsbestands, halbjährlich, 2013 - 2017

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Dividende seit 2012

Seit 2012 zahlt 2G eine jährliche Dividende von €0,37 pro Aktie und erhöhte die Zahlung in 2017 auf €0,40. Trotz schwankender Nettoergebnisse war die Dividendenpolitik damit von hoher Kontinuität geprägt (vgl. Abbildung 18). Auf der Basis des aktuellen Aktienkurses beläuft sich die Dividendenrendite auf ca. 2%.

Abbildung 18: Dividendenzahlungen 2012-2017 in € pro Aktie

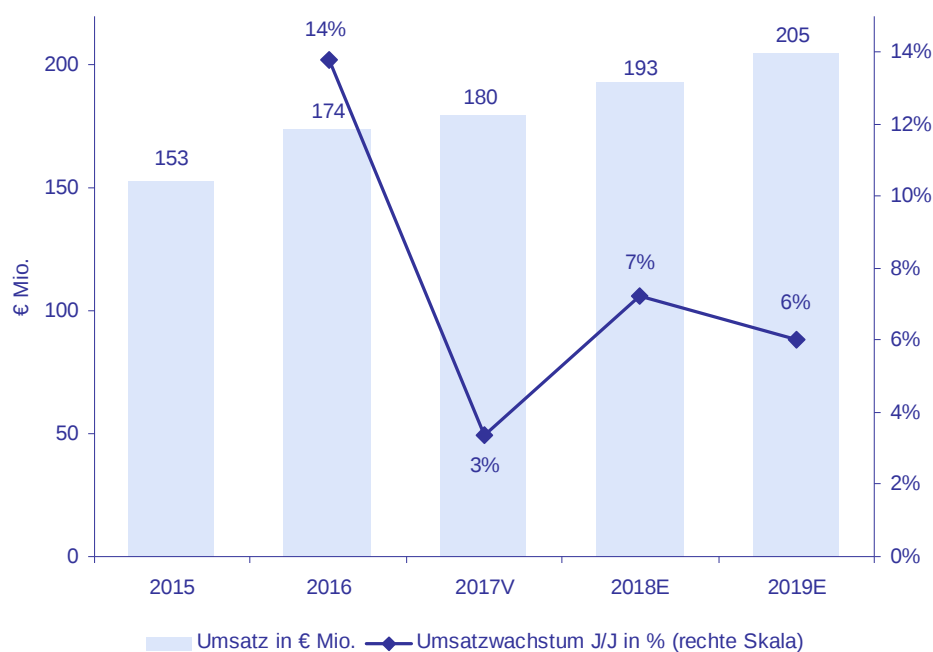
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

FINANZAUSBLICK

2G hat bereits den vorläufigen Umsatz für 2017 bekannt gegeben. Dieser lag wie erwartet bei €180 Mio. Unsere EBIT-Prognose für 2017 beläuft sich auf €6,3 Mio. Das vierte Quartal ist das mit Abstand umsatz- und margenstärkste Quartal im Jahr. In Q4 2017 lag der Umsatz bei €69,4 Mio. (=39% des Jahresumsatzes). Beim EBIT gehen wir von €5,8 Mio. aus. Die Guidance von 2G für 2017 sieht einen Umsatz zwischen €174 und €180 Mio. bei einer EBIT-Marge von 3,0-3,5% vor, was einem EBIT von €5,2 – €6,3 Mio. entspricht. Das Nettoergebnis sollte bei €4,1 Mio. liegen.

Angesichts des hohen Auftragsbestands Ende 2017 von €95,9 Mio. (Ende 2016: €91,2 Mio., +4% J/J) und dem starken Auftragseingang im Januar 2017 von €17,1 Mio. (Januar 2016: €6,0 Mio., +185% J/J) gehen wir davon aus, dass 2G auch in 2018E weiter wächst und prognostizieren einen Jahresumsatz von €193 Mio. (+7% J/J). Für 2019E erwarten wir beim Umsatz das Überspringen der €200 Mio.-Schwelle (vgl. Abbildung 19). Wachstumstreiber dürften das Auslandsgeschäft und das Servicegeschäft sein.

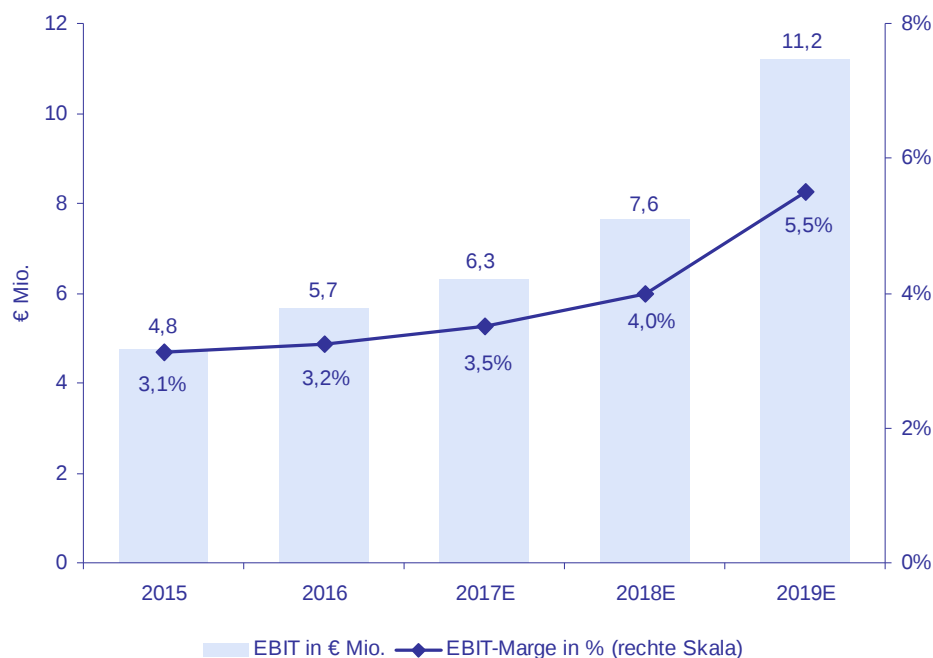
Abbildung 19: Prognose der Umsatzentwicklung bis 2019E



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Skaleneffekte, Effizienzsteigerungen und Kostendisziplin sollten die zuletzt niedrige EBIT-Marge in 2018E auf ein Niveau von 4,0% und in 2019E auf 5,5% heben (vgl. Abbildung 20).

Abbildung 20: Prognose von EBIT und EBIT-Marge bis 2019E



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Angehts eines weitgehend stabilen Finanzergebnisses und einer stabilen Steuerquote prognostizieren wir beim Nettoergebnis einen Anstieg auf €5,1 Mio. in 2018E und €7,5 Mio. in 2019E. Bei einer konstanten Aktienzahl von €4,43 Mio. ergeben sich daraus EPS von €1,14 in 2018E und €1,70 in 2019E (vgl. Abbildung 21).

Abbildung 21: Umsatz- und Ertragsprognosen

Angaben in € Mio.	2017E	2018E	2019E
Umsatzerlöse	180,0	193,0	204,6
Rohrertrag	59,5	64,3	70,5
EBITDA	11,3	12,9	16,8
Betriebsergebnis (EBIT)	6,3	7,6	11,2
EBT	6,0	7,3	10,9
Jahresüberschuss	4,1	5,1	7,5
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,93	1,14	1,70

Quelle: First Berlin Equity Research

Angesichts der steigenden Geschäftsaktivität gehen wir für 2018E und 2019E von einem Anstieg der Bilanzsumme auf €118 Mio. respektive €125 Mio. aus. Diese Erhöhung basiert hauptsächlich auf höheren Vorräten und steigenden Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Die Gewinnthesaurierung sollte das Eigenkapital in den beiden Jahren auf €58,6 Mio. respektive €64,3 Mio. erhöhen. Dies dürfte die Eigenkapitalquote in 2019E auf fast 51% ansteigen lassen (vgl. Abbildung 22).

Abbildung 22: Bilanzprognose – ausgewählte Positionen

Angaben in € Mio.	2017E	2018E	2019E
Umlaufvermögen	90,5	93,8	101,2
Zahlungsmittel	13,1	11,1	14,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,6	31,7	33,6
Vorräte	43,9	47,1	48,7
Anlagevermögen	23,7	24,1	23,8
Verbindlichkeiten	58,9	59,4	60,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,8	6,8	7,8
Verbindlichkeiten aus L&L	6,7	7,2	7,5
Eigenkapital	55,2	58,6	64,3
Bilanzsumme	114,1	117,9	125,0
Eigenkapitalquote	48,4%	49,7%	51,4%
Net Gearing	-11,4%	-7,4%	-11,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

Beim operativen Cashflow gehen wir für 2018E von €5,5 Mio. und für 2019E von €9,9 Mio. aus. In 2018E deckt der operative Cashflow weitgehend die Auszahlungen für Investitionen, und in 2019E unterstellen wir einen freien Cashflow von €4,6 Mio. (vgl. Abbildung 23).

Abbildung 23: Prognose der Kapitalflussrechnung

Angaben in € Mio.	2017E	2018E	2019E
Operativer Cashflow	8,1	5,5	9,9
CAPEX	-4,0	-5,7	-5,3
Freier Cashflow	4,1	-0,2	4,6
Finanzieller Cashflow	-1,3	-1,8	-0,8
Nettocashflow	2,9	-2,0	3,8

Quelle: First Berlin Equity Research

MARKTUMFELD

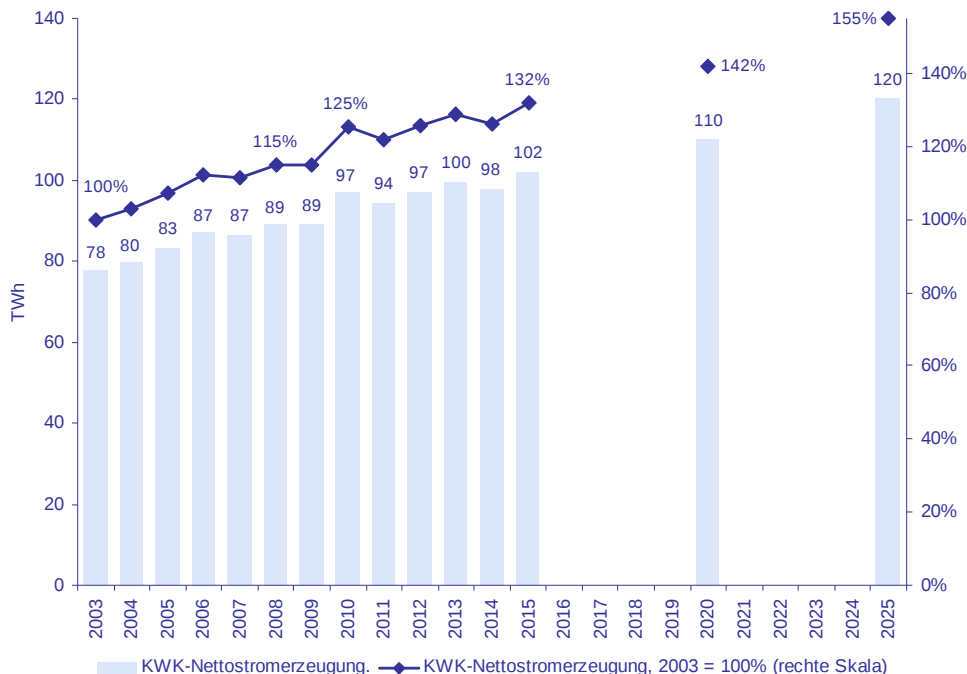
In seiner KWK-Studie aus dem Jahr 2016 beziffert das Researchhaus Transparency Market Research das Volumen des globalen KWK-Marktes auf \$525 Mrd. in 2014 und geht davon aus, dass Markt bis 2024 auf \$813 Mrd. wächst. Dies entspräche einer CAGR von 4,4%. Nach wie vor ist Deutschland der mit Abstand wichtigste Einzelmarkt für 2G. Aufgrund des klaren Fokus auf die Internationalisierung sollte die Bedeutung ausländischer Märkte wie z.B. den USA, Großbritannien und Frankreich weiter zunehmen.

DEUTSCHLAND

KWK-Nettostrom- und -wärmeproduktion

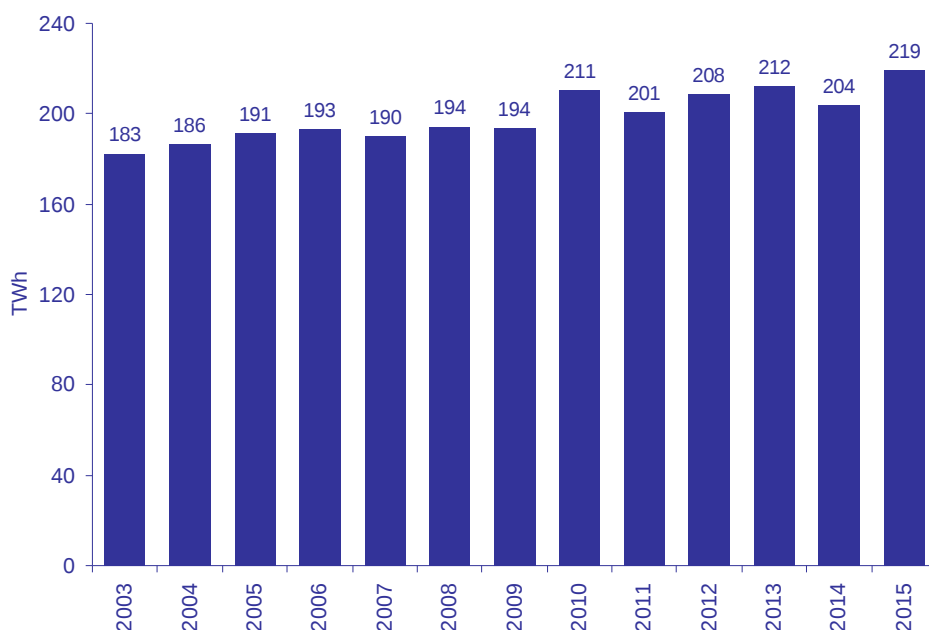
In Deutschland hat sich die KWK-basierte Nettostromproduktion nach Angaben des Umweltbundesamtes von 77,5 TWh in 2003 auf 102,2 TWh in 2015 erhöht (+32% bzw. CAGR: 2,3%, vgl. Abbildung 24). Der Hauptenergieträger für KWK ist Gas (53%), gefolgt von erneuerbaren Energien (im wesentlichen Biogas) mit 25%, Kohle (17%) und Mineralöl (2%). Die Steigerung der KWK-Nettostromproduktion beruht ausschließlich auf der deutlich erhöhten Nutzung von Gasen und erneuerbaren Energien, also im Wesentlichen auf Erdgas und Biogas. 2G setzt ausschließlich auf Gasmotoren und damit auf Erd- und Biogas – abgesehen von Nischenmärkten wie Klär-, Gruben- und Deponiegas sowie Wasserstoff. Die KWK-Nettostromproduktion im Gasbereich stieg im genannten Zeitraum von 42,4 auf 54,6 TWh (+29%). Im Bereich erneuerbarer Energien (Biogas) hat sich die Nettostromproduktion von 3,8 auf 25,2 TWh fast versiebenfacht. Der KWK-Anteil an der Nettostromerzeugung ist nach Angaben des Öko-Instituts von 13,6% in 2003 auf 16,6% in 2014 gestiegen.

Abbildung 24: KWK-Nettostromproduktion 2003-2015 und Ziele 2020/2025, in TWh



Quelle: First Berlin Equity Research, Umweltbundesamt 2017

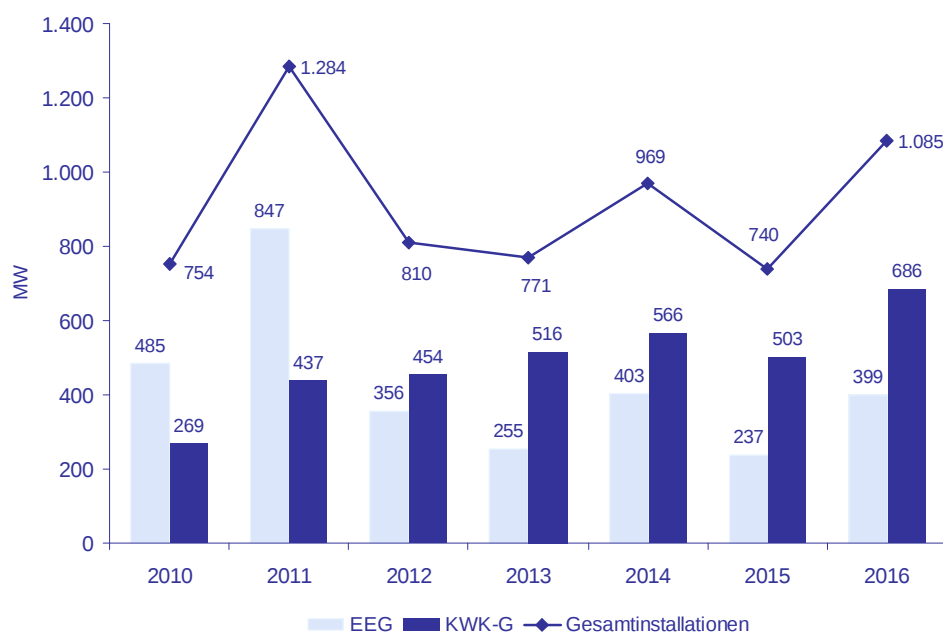
Die von KWK-Anlagen erzeugte Nettowärme stieg von 183 TWh in 2003 auf 219 TWh in 2015 an (vgl. Abbildung 25 auf der nächsten Seite). Dies ist ein Anstieg von fast 20% und entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 1,5%. Wie bei der Stromerzeugung sind die Energieträger erneuerbare Energien (Biogas) und Gase (Erdgas) die beiden wesentlichen Treiber der Erhöhung.

Abbildung 25: KWK-Nettowärmeerzeugung 2003-2015, in TWh

Quelle: First Berlin Equity Research, Umweltbundesamt 2017

KWK-Neuinstallationen in Deutschland in MW, 2010-2016

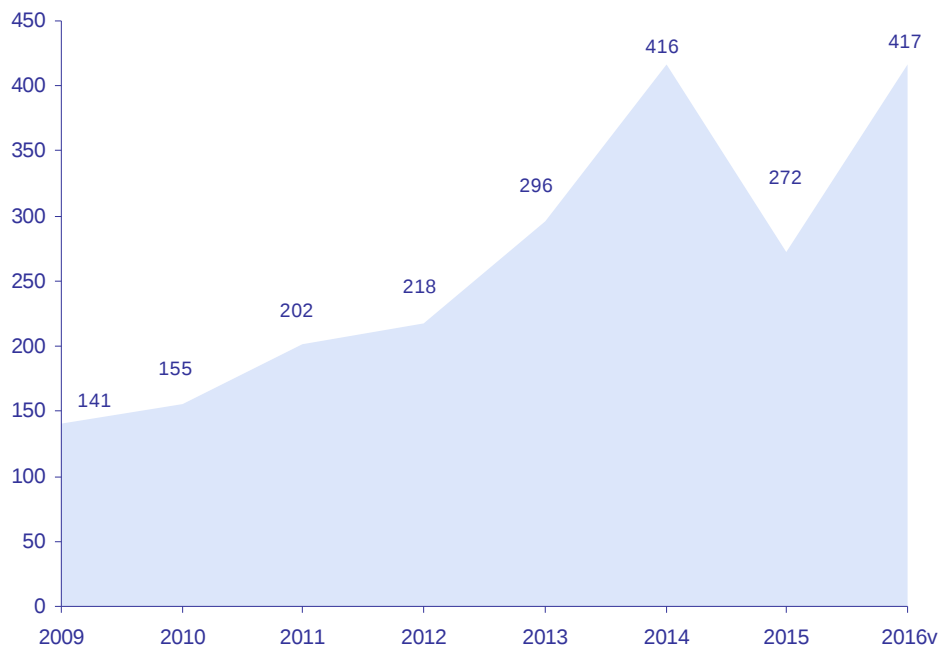
Die jährliche KWK-Umfrage der Zeitschrift Energie & Management ergibt ein klares Bild der Marktentwicklung der letzten Jahre. In 2016 wurden nach KWKG (Erdgas) 686 MW neu installiert. Dies entspricht einem Anstieg von 36% J/J. Im Biogasbereich war der Anstieg mit 68% J/J noch deutlich stärker. Hier wurden 399 MW neu installiert nach 237 MW im Vorjahr. Damit stieg der Inlandsabsatz von 740 MW auf 1.085 MW (+47% J/J). In 2016 hatte der Erdgas-KWK-Markt einen Marktanteil von 63%, der Biogas-KWK-Markt kam auf 37%.

Abbildung 26: Neuinstallationen nach EEG und KWKG 2010-2016E, in MW

Quelle: First Berlin Equity Research, Energie & Management 2017

Eine Betrachtung der Zulassungszahlen des Bundesamtes für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) für KWK-Anlagen nach dem KWKG (fossile Brennstoffe, hauptsächlich Erdgas) zeigt seit 2010 einen klaren Trend steigender Zulassungsvolumina in den Leistungsklassen, die 2G anbietet (vgl. Abbildung 27). Betrug das Zulassungsvolumen im Leistungsbereich zwischen 20 kW und 2 MW in 2010 noch 141 MW, so lag das vorläufige Volumen in 2016 bei 417 MW. Dies entspricht einer CAGR von fast 17%. Die Spitze in 2014 basierte auf regulierungsbedingten Vorzieheffekten.

Abbildung 27: KWK-Zulassungen BAFA, Leistungsklassen >20 kW – ≤2 MW, in MW



Quelle: First Berlin Equity Research, BAFA 2017

Der Biogas-KWK-Markt befindet sich seit Jahren tendenziell in einem Schrumpfungsprozess (vgl. Abbildung 26 auf der vorherigen Seite), da die Förderung nach EEG stark beschnitten wurde. Dem Bundesverband Biogas zufolge wurden in 2016 in Deutschland 9.209 Biogasanlagen mit einer elektrischen Gesamtleistung von 4.177 MW betrieben. Der Zubau lag in 2016 allerdings nur bei 218 MW. Der überwiegende Teil davon ist Überbauung (183 MW). Lediglich 35 MW basieren auf Neuanlagen.

Zwar ist die Schwäche bei den Neuinstallationen im Biogasmarkt eklatant, die KWK-Branche profitiert aber gegenwärtig von einer Welle von Ersatzinvestitionen, da viele Biogas-KWK-Anlagen nach ca. 8 Jahren (60.000 Betriebsstunden) das Ende ihres Lebenszyklus erreichen. Von 2009 bis 2011 wurden in Deutschland besonders viele Biogasanlagen (ca. 3.300) an das Stromnetz angeschlossen. Diese Kraftwerke haben eine Gesamtkapazität von ca. 1.700 MW el. Viele Biogasanlagenbetreiber ersetzen die alten KWK-Anlagen durch größere Module. Diese sogenannte Überbauung der elektrischen Leistung der Biogasanlagen versetzt sie in die Lage, bedarfsgerecht einzuspeisen. Das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) bietet dafür einen Flexibilitätszuschlag, und der Verkauf von Strom angepasst an die schwankende Nachfrage ermöglicht höhere Preise. Darüber hinaus bieten optimierte Biogasanlagen bessere Möglichkeiten, sich die zehnjährige Anschlussförderung zu sichern, die nach dem Ende der 20-jährigen Einspeisevergütung ausgeschrieben wird. Wir erwarten, dass 2G von der höheren Biogas-KWK-Nachfrage weiter profitieren wird.

Das regulatorische Umfeld

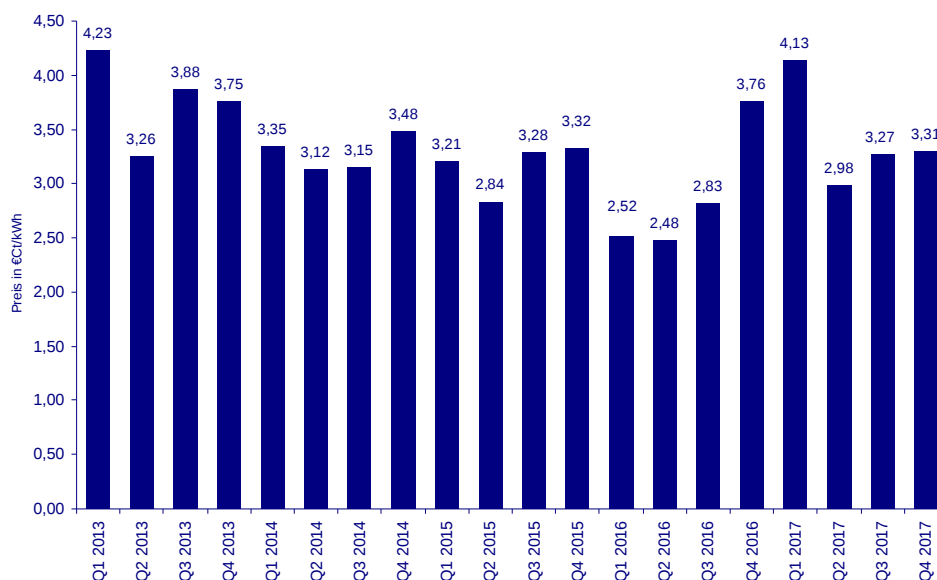
Die KWK-Regulierung in Deutschland ist von zwei Gesetzen geprägt, dem Kraft-Wärme-Kopplungs-Gesetz (KWKG) und dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG). Das KWKG fördert die Abnahme von Strom aus neuen, modernisierten und nachgerüsteten KWK-Anlagen, der auf Basis von Abfall, Abwärme, Biomasse, gasförmigen oder flüssigen Brennstoffen gewonnen wird. Diese Förderung gilt allerdings nicht für über das EEG geförderte KWK-Anlagen. Da die Förderung der Biomasse (Biogas) durch das EEG höher ist als die KWKG-Zuschläge, fördert das KWKG-Gesetz faktisch keine Biogas-KWK-Anlagen. Wir gehen davon aus, dass das KWKG de facto weitestgehend mit Erdgas betriebene KWK-Anlagen fördert.

Das zum 1.1.2016 novellierte KWKG-Gesetz sieht für KWK eine Nettostromerzeugung von 110 TWh bis 2020 und 120 TWh in 2025 vor. Wenn die im Gesetz formulierten Ziele erreicht werden, würde dies gegenüber 2015 (102,2 TWh) einem Wachstum von knapp 8% bis 2020 und gut 17% bis 2025 entsprechen. Umgerechnet bedeutet dies eine jährliche durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) von 1,5% von 2015-2020 und 1,6% von 2015-2025. Ab Winter 2017/18 müssen KWK-Anlagen mit einer Leistung zwischen 1 und 50 MW an Ausschreibungen teilnehmen. Da 95% des Geschäfts von 2G Anlagenleistungen von unter 1 MW umfassen, gehen wir davon aus, dass die Änderung keine relevanten Effekte auf 2G haben wird.

Wir halten die im KWKG formulierten Ziele für wenig ambitioniert. Sie belegen, dass die letzte Bundesregierung die Kraft-Wärme-Kopplung eher stiefmütterlich behandelt hat. Dabei ist unbestritten, dass KWK-Anlagen gegenüber neuen Anlagen, die Strom und Wärme in ungekoppelter Produktion mit dem gleichen Brennstoff erzeugen, bis zu 25% der eingesetzten Primärenergie einsparen, wie das Umweltbundesamt in ihrer jüngsten Darstellung vom April 2017 bestätigt.

Die Grundvergütung für Strom aus KWK-Anlagen richtet sich nach dem durchschnittlichen Quartals-Spot-Preis für Baseload-Strom an der Europäischen Strombörse EPEX und wird auch als KWK-Preis bezeichnet (vgl. Abbildung 28).

Abbildung 28: Durchschnittlicher Quartals-Preis für Baseload-Strom an der EPEX (KWK-Preis)



Quelle: First Berlin Equity Research, EPEX

Der durchschnittliche KWK-Preis sank im Trend von 4,23 €/Ct/kWh in Q1/2013 auf 2,48 €/Ct/kWh in Q2/2016 (-41%). Von diesem Tiefpunkt erholte sich der KWK-Preis im Trend deutlich auf 3,31 €/Ct/kWh in Q4/2017 (+33%). Die kalten Wintermonate 2016/17 und Angebotsbeschränkungen auf dem französischen Markt führten zu einem saisonalen Höhepunkt in Q1/2017. Im in der Abbildung dargestellten Zeitraum lag der durchschnittliche KWK-Quartalspreis bei 3,31 €/Ct/kWh.

Die im KWK-Gesetz festgelegten Zuschläge werden zu dieser Grundvergütung hinzuaddiert. Für eine nach dem KWKG geförderte KWK-Anlage ergibt sich der erlöste Preis pro kWh damit aus dem KWK-Preis im vorausgegangenen Quartal und dem Zuschlag (vgl. Abbildung 29). Die Zuschläge auf den KWK-Preis sind nach Leistungsanteilen und nach Verwendung gestaffelt. So erhalten kleinere Anlagen höhere Zuschläge als größere. Bei der Verwendung unterscheidet das Gesetz vier Arten. Am höchsten ist der Zuschlag für die Einspeisung ins allgemeine Netz, am geringsten für den Eigenverbrauch.

Abbildung 29: Zuschläge nach KWKG in €/Ct/kWh

Installierte KWK Leistung (el.)	KWKG 2016/2017			
	Zuschlag für Einspeisung ins allg. Netz	Zuschlag für Objektversorgung	Zuschlag für energieintensive Industrie	Zuschlag für sonstigen Eigenverbrauch
≤50 kW	8,0	4,0	5,4	4,0
>50 kW – 100 kW	6,0	3,0	4,0	3,0
>100 kW – 250 kW	5,0	2,0	4,0	-
>250 kW – 1 MW	4,4	1,5	2,4	-

Quelle: First Berlin Equity Research, KWKG

Für neue KWK-Anlagen mit einer elektrischen Leistung von bis zu 50 kW wird der Zuschlag für 60.000 Vollbenutzungsstunden ab Aufnahme des Dauerbetriebs der Anlage gezahlt. Für neue KWK-Anlagen mit einer elektrischen Leistung von mehr als 50 kW erstreckt sich der Zuschlag für 30.000 Vollbenutzungsstunden. Für modernisierte KWK-Anlagen gilt der Zuschlag für 15.000 und unter bestimmten Bedingungen sogar 30.000 Vollbenutzungsstunden. Bei nachgerüsteten KWK-Anlagen erstreckt sich der Zuschlag je nach relativer Höhe der Nachrüstkosten auf 10.000, 15.000 oder 30.000 Vollbenutzungsstunden.

Das EEG ist insbesondere für Biogas-KWW-Anlagen relevant. Es legt fest, dass Biogasproduzenten Einspeisevergütungen für jede erzeugte kWh Strom erhalten. Biogasanlagen verwenden zumeist eine KWK-Anlage, die Biogas in Strom und Wärme umwandelt. Das neue EEG 2017 sieht Ausschreibungen für Biogasanlagen ab einer Größe von 150 kW vor, während kleinere Anlagen weiterhin die gesetzlich festgelegte Einspeisevergütung erhalten. Auch Bestandsanlagen können an der Ausschreibung teilnehmen und sich so eine zehnjährige Anschlussförderung sichern. Das Volumen der Ausschreibungen beträgt jährlich 150 MW (abzüglich des Volumens der neu installierten Anlagen mit einer Leistung von unter 150 kW) und steigt ab 2020 auf 200 MW. Der in einer Ausschreibung erzielbare Höchstpreis liegt für Neuanlagen bei 14,88 Ct/kWh, für Bestandsanlagen bei 16,90 Ct/kWh. Die erzielbare EEG-Förderung ist auf 50% der installierten Leistung begrenzt. Das EEG 2017 gilt auch für Bestandsanlagen und damit die Pflicht zur Direktvermarktung, aber auch die Möglichkeit der Inanspruchnahme des Flexibilitätsszuschlags. In der ersten Ausschreibungsrunde im September 2017 erhielten 24 Anlagen mit einer Gesamtkapazität von 27,6 MW den Zuschlag. Der durchschnittliche volumengewichtete Zuschlagswert lag bei 14,30 Ct/kWh. Da das Volumen der gültigen abgegebenen Gebote deutlich unterhalb des Ausschreibungsvolumens lag, wurden alle Gebote bezuschlagt.

Bisher sah das EEG (§ 61 b Nummer 2) für seit dem 1.8.2014 in Betrieb genommene KWK-Anlagen bei Eigenstromverwendung nur eine anteilige EEG-Umlage in Höhe von 40% für die selbst verwendete Strommenge vor. Da die EU-Kommission in bestimmten Fällen von industriellen Großanlagen (< 1 MW el.) eine deutliche Überförderung sieht, wurde die EU-Beihilfegenehmigung für diese Regelung nicht verlängert. Seit dem 1. Januar 2018 muss daher die vollständige EEG-Umlage in Höhe von 6,79 Ct/kWh – statt wie bisher 2,72 Ct/kWh – an den Stromnetzbetreiber abgeführt werden. Eine Erhöhung der Stromkosten von über 4 Ct/kWh stellt eine erhebliche Verschlechterung der Kalkulationsgrundlage für KWK-Anlagen, die für Eigenstromverwendung produzieren, dar. Wir gehen davon aus, dass dies die Amortisationszeit in vielen Fällen mehr als verdoppeln könnte. Wir rechnen daher für 2018E damit, dass die Nachfrage insbesondere von Industriebetrieben im Jahresvergleich deutlich rückläufig ist. Angesichts der sich hinziehenden Regierungsbildung und der Dauer, bis eine Gesetzesanpassung üblicherweise die EU-Beihilfe-Genehmigung erhält, halten wir eine substantielle Verbesserung der Situation erst in 2019E für wahrscheinlich.

EUROPÄISCHE UNION

Die EU-Kommission beziffert das Potenzial der Treibhausgasminderung durch eine Steigerung der KWK mit 250 Mio. Tonnen bis 2020. Im Rahmen der Energy Efficiency Directive ist jedes EU-Land verpflichtet, eine umfangreiche Bewertung des nationalen KWK-Potenzials auszuführen. EU-weit betrug die installierte KWK-Basis in 2015 knapp 120 GW. Die KWK-Stromproduktion belief sich auf 363 TWh. Der KWK-Anteil an der EU-Stromproduktion lag in 2015 bei 11,2%.

Der britische KWK-Markt ist deutlich kleiner als der deutsche. So betrug die gesamte installierte elektrische KWK-Kapazität Ende 2015 knapp 6 GW und die KWK-Stromproduktion lag bei 19,4 TWh. Dies entspricht einem Anteil an der Gesamtstromproduktion von knapp 6%. Nachdem der britische Biogas-KWK-Anlagenmarkt für 2G jahrelang der wichtigste europäische Auslandsmarkt war, hat eine Verringerung der Förderung Ende März 2017 zu einer deutlichen Dämpfung der Nachfrage in 2017 geführt. 2Gs Auftragseingang reduzierte sich in 2017 im Vergleich zum Vorjahr von €16,6 Mio. auf €4,1 Mio.

Der französische KWK-Sektor hat eine ähnliche Größe wie der britische. Die kumulierte installierte Gesamtleistung lag 2015 bei 5,6 GW und die KWK-Stromproduktion bei 13,9 TWh. Der Anteil an der Gesamtstromproduktion betrug 2,5%. Der französische Markt für Biogas-KWK-Anlagen hat sich seit der Einführung des sogenannten Energiewendegesetzes in 2015/16 deutlich belebt. Bis 2020 will Frankreich die Stromproduktionskapazität im Biogasbereich auf 625 MW steigern und die Zahl der Biogasanlagen auf über 1.000 erhöhen. In 2015 belief sich die Gesamtkapazität im Biogasanlagenbereich auf 274 MW. 2G hat auf die deutlich verbesserte Regulierung mit der Gründung einer eigenen Tochtergesellschaft reagiert. Zum Jahresende 2016 betrug der Auftragsbestand in Frankreich €7,7 Mio. Im 2017 belief sich der Auftragseingang auf €9,9 Mio. (2016: €8,7 Mio.).

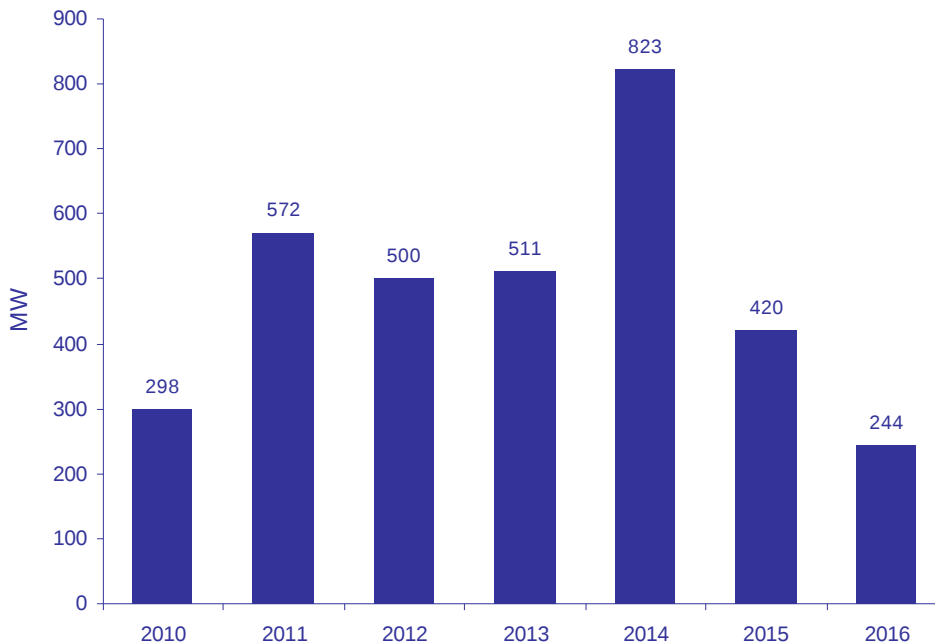
USA

Die „Combined Heat and Power Installation Database“ des US Department of Energy (DOE) beziffert die installierte KWK-Leistung in den USA mit 82,6 Gigawatt (GW). Insgesamt werden in den USA ca. 4.400 KWK-Anlagen betrieben. Der Großteil der KWK-Kapazität (86%) ist im industriellen Bereich angesiedelt, in öffentlichen und Wohngebäuden sowie im Dienstleistungsbereich stehen 14% der gesamten Kapazität, aber 58% der Anlagen. In den USA ist der KWK-Markt insbesondere im Nordosten aufgrund der umfangreichen Industrialisierung, hohen Strompreisen und – dank des reichhaltigen Schiefergasangebots – niedrigen Gaspreisen stark. Das Schiefergasgebiet der Marcellus-Formation verfügt über

Gasressourcen von ca. 11,6 Billionen m³, was nach Angaben der US Energy Information Agency (EIA) 55% der US-Ressourcen ausmacht. Weitere Bundesstaaten mit einer umfangreichen Basis an KWK-Installationen sind Kalifornien, Florida, und Texas.

Die in der Datenbank des DOE erfassten Neuinstallationen von KWK-Anlagen waren in den letzten Jahren stark rückläufig. So lagen die Neuinstallationen in 2016 bei 244 MW. Zwei Jahre zuvor lagen sie noch bei 823 MW (vgl. Abbildung 30).

Abbildung 30: US-Neuinstallationen von KWK-Anlagen in MW, 2010-2016



Quelle: First Berlin Equity Research, Department of Energy CHP installation database

In ihrer Studie zum technischen Potenzial von KWK in den USA kommt das DOE im März 2016 zu dem Ergebnis, dass KWK in den USA eine nur unzureichend genutzte Ressource ist, da sie nur ca. 8% der US-Stromproduktionskapazität von gut 1,100,000 MW ausmacht. Der Anteil an der Stromproduktion liegt bei über 12%. Das technische Potenzial sieht die Studie insgesamt bei 261 Gigawatt (GW). Im Leistungsbereich von 50 kW – 1 MW, der grob dem Leistungsbereich von 2Gs Produktpalette entspricht, liegt das technische Potenzial bei ca. 265,000 Anlagen mit einer Gesamtkapazität von ca. 49 GW.

Neben rein ökonomischen und ökologischen Argumenten spielt in den USA angesichts häufigerer Blackouts des Stromnetzes auch die Resilienz eine wichtige Rolle. Eine den Eigenbedarf weitgehend absichernde KWK-Anlage, die auch unabhängig vom Netz zuverlässig Strom liefert, kann gerade für die Stabilität kritischer industrieller Prozesse sehr wertvoll sein.

Die Trump-Administration hat zwar beschlossen, den Clean Power Act der Vorgängerregierung aufzuheben, sie ist allerdings weiterhin aufgrund des Clean Air Act von 1970 gesetzlich verpflichtet, gesundheitsgefährdende Schadstoffemissionen zu begrenzen. Dass Kohlenstoffemissionen in diese Kategorie gehören, darüber herrscht in der Wissenschaft sehr große Einigkeit, die auch das Supreme Court bereits im Jahr 2007 anerkannt hat. Insgesamt sind von der Trump-Administration keine ökologisch motivierten Impulse für KWK zu erwarten, aber glücklicherweise sind die ökonomischen Argumente für KWK so

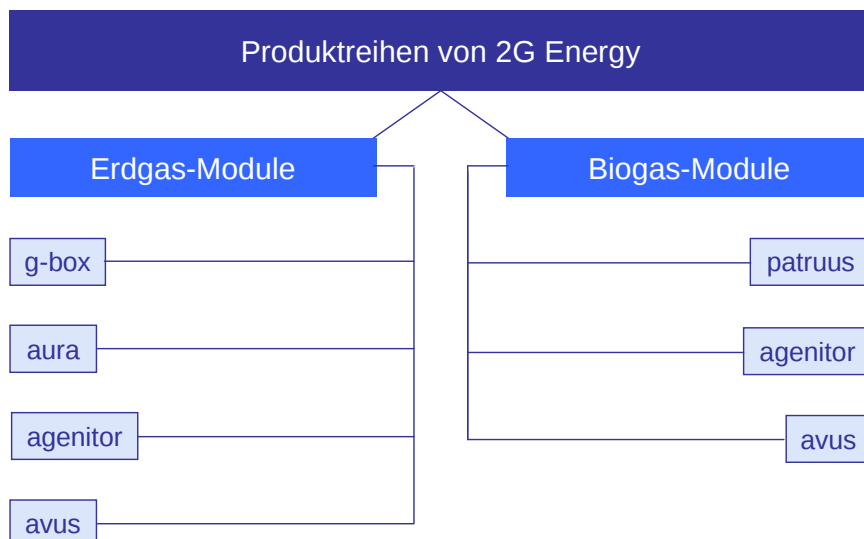


schlagkräftig, dass wir weiterhin von einem wachsenden US-Markt ausgehen. In 2016 überholte Erdgas Kohle als führende Energiequelle für Strom. Nach Angaben der EIA war der wesentliche Grund dafür niedrige Erdgaspreise. Der Henry Hub Future-Preis stieg zwar in 2016 von sehr niedrigem Niveau (2,30 \$/Mio. Btu) auf \$3,70. In 2017 fiel der Preis aber im Trend auf unter 3,00 \$/Mio. Btu zurück. Nach kurzem Anstieg im Januar 2018 fiel der Preis im Februar wieder und lag zuletzt bei \$2,70. Bisher sehen wir keine Anzeichen, dass der durch Fracking getriebene Erdgasboom sich abschwächt. In ihrem Referenzszenario geht die EIA von 2015-2040 von einer Steigerung der Erdgasproduktion um 55% aus.

PRODUKTE

Die Produktpalette von 2G Energy unterteilt sich in Erdgas- und Biogas-Module. In beiden Segmenten werden vier verschiedene Produktreihen angeboten. Im Erdgasbereich stellt die g-box die Produktreihe mit der kleinsten Leistungsklasse dar, im Biogasbereich der patruus. Die Produktreihe mit der größten Leistungsklasse trägt in beiden Segmenten den Namen avus (vgl. Abbildung 31).

Abbildung 31: Produktpalette von 2G Energy



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

In jeder Produktreihe bietet 2G verschiedene Modultypen an, die sich untereinander in wesentlichen Parametern wie elektrische und thermische Leistung sowie elektrischer, thermischer und Gesamtwirkungsgrad unterscheiden. Im Erdgasbereich wird z.B. die aura-Modulreihe in zwei Produktkonfigurationen angeboten, einmal mit einer elektrischen Leistung von 100 kW, einmal von 150 kW (vgl. Abbildung 32).

Abbildung 32: Leistung und Wirkungsgrad im Erdgasbereich

Produktreihe	Elektrische Leistung in kW	Thermische Leistung in kW	Elektrischer Wirkungsgrad	Thermischer Wirkungsgrad	Gesamtwirkungsgrad
g-box	20 - 50	44 - 100	32,0 - 34,5%	68,6 - 70,4%	102,4 - 103,1%
aura	100 - 150	166 - 229	36,0 - 37,0%	56,6 - 59,9%	93,6 - 95,9%
agenitor	100 - 450	112 - 493	38,2 - 42,5%	42,9 - 48,3%	81,3 - 88,1%
avus	550 - 2.000	578 - 1.977	40,2 - 43,7%	43,2 - 48,0%	86,9 - 88,5%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Im Biogasbereich ergibt sich ein ähnliches Bild (vgl. Abbildung 33 auf der nächsten Seite). Einen detaillierteren Überblick bietet die Homepage von 2G (<http://www.2-g.com/de/blockheizkraftwerke/>).

Abbildung 33: Leistung und Wirkungsgrad im Biogasbereich

Produktreihe	Elektrische Leistung in kW	Thermische Leistung in kW	Elektrischer Wirkungsgrad	Thermischer Wirkungsgrad	Gesamtwirkungsgrad
patruus	50 - 64	70 - 85	35,4 - 36,3%	48,1 - 49,8%	84,4 - 85,2%
agenitor	75 - 450	85 - 468	38,0 - 42,5%	40,2 - 43,0%	81,0 - 84,1%
avus	550 - 2.000	526 - 1.984	40,5 - 42,6%	40,6 - 44,7%	83,1 - 85,6%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Service-Verträge

2G bietet Serviceverträge für einen professionellen Anlagenservice. So können Anlagenbetreiber über einen Premium-Servicevertrag Wartungs- und Instandsetzungsarbeiten inklusive aller Ersatz- und Verschleißteile ohne zusätzliche Kosten in Anspruch nehmen. In Deutschland erlaubt ein flächendeckendes Servicenetzwerk schnellen und zuverlässigen Service durch geschultes Fachpersonal vor Ort. Online-Tools ermöglichen eine automatische Ferndiagnose, Fernsteuerung und Fernwartung.



MANAGEMENT

CEO

Christian Grotholt (*1968) ist Vorstandsvorsitzender (CEO) der 2G und verantwortet die Ressorts Strategie, Vertrieb, Service, und Forschung & Entwicklung. Der Diplom-Ingenieur hat das Unternehmen vom Montagebetrieb zum international agierenden Entwickler und Produzenten von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen geführt. Nach der Ausbildung zum Energiegeräteelektroniker 1989 und Berufspraxis schloss er 1995 sein Ingenieur-Studium an der Fachhochschule Dortmund im Studiengang Elektrotechnik im Fachbereich Elektrische Energietechnik ab. Herr Grotholt ist als Vorstandsvorsitzender bestellt bis zum 16. Juli 2022.

CFO

Friedrich Pehle (*1971) hat im Dezember 2017 das Amt des CFO übernommen. Er verantwortet die Bereiche Finanzen, Personal, Recht und Investor Relations bereits seit Juni 2017 als Kaufmännischer Leiter. Seit 2009 war Herr Pehle CFO der Kverneland ASA, eines börsennotierten norwegischen Unternehmens für Landmaschinen. Bereits seit dem Jahr 2000 arbeitete er in verschiedenen Positionen für die Kverneland, zumeist an der Nahtstelle von Betriebswirtschaft und Technik. Herr Pehle ist Diplom-Betriebswirt (BA) mit den Schwerpunkten Finanz- und Rechnungswesen sowie Marketing.

COO

Ludger Holtkamp (*1963) ist seit dem Börsengang im Juli 2007 Vorstand (COO) der 2G. Seine Verantwortungsbereiche sind Einkauf, Produktion und Projektmanagement. Der Spezialist für technischen Maschinenbau hat über 30 Jahre Berufserfahrung im Anlagenbau mit Einsatz von KWK-Anlagen. In seiner vorherigen Tätigkeit verantwortete er bei der OSMO Anlagenbau 12 Jahre als Abteilungsleiter viele große Anlagenbauprojekte. Der ausgebildete Heizungsbauer absolvierte Ausbildungen zum staatlich geprüften Techniker Maschinenbau und staatlich geprüften Techniker Heizungs-, Lüftungs- und Klimatechnik. Ludger Holtkamp ist bis zum 16. Juli 2022 als Mitglied des Vorstands bestellt.

Aufsichtsrat

Dr. Lukas Lenz (*1963) ist Aufsichtsratsvorsitzender der 2G Energy. Der in Hamburg zugelassene Rechtsanwalt mit den Schwerpunkten Aktien- und Kapitalmarktrecht, Corporate Finance sowie M & A hat langjährige Erfahrungen als Aufsichtsrat in zahlreichen Aktiengesellschaften. Herr Lenz ist von der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Juli 2017 bis zum Ende der Hauptversammlung, die über die Entlastung der Organmitglieder für das Geschäftsjahr 2021 beschließt, gewählt.

Wiebe Hofstra (*1944) ist Senior Manager der van der Wiel Holding BV, Drachten, Niederlande. Der Bauingenieur war 18 Jahre lang Geschäftsführer der Umwelttechnik und verantwortlich für Entwicklung, Bau und Betrieb von Biogasanlagen der van der Wiel Holding und von 1995 bis 2008 Mitglied des Managementteams. Herr Hofstra ist von der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Juli 2017 bis zum Ende der Hauptversammlung, die über die Entlastung der Organmitglieder für das Geschäftsjahr 2021 beschließt, gewählt.

Heinrich Bertling (*1944) ist freiberuflicher Steuerberater in Gronau (Westfalen). Bis 2010 war er Partner der überregionalen Steuerberatungsgesellschaft Niesing – Bertling & Partner mit Sitz in Gronau. Herr Bertling ist von der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Juli 2017 bis zum Ende der Hauptversammlung, die über die Entlastung der Organmitglieder für das Geschäftsjahr 2021 beschließt, gewählt.



AKTIONÄRS- & AKTIENINFORMATIONEN

Aktieninformationen	
ISIN	DE000A0HL8N9
WKN	A0HL8N
Bloomberg Symbol	2GB
Aktien im Umlauf	4.430.000
Transparenzstandard	Scale
Land	Deutschland
Sektor	Industrie
Subsektor	Cleantech

Quelle: Börse Frankfurt, First Berlin Equity Research

Aktionärsstruktur	
Christian Grotholt	30%
Ludger Gausling	23%
Free Float	47%

Quelle: 2G Energy AG



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	182,0	195,5	207,6
Materialkosten	-134,0	-100,6	-128,6	-122,5	-131,2	-137,1
Rohertrag	55,6	54,1	55,0	59,5	64,3	70,5
Personalaufwand	-25,5	-29,3	-30,0	-32,5	-34,0	-35,5
Sonstige betriebliche Erträge	3,2	3,3	1,4	2,9	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,1	-19,9	-17,1	-18,5	-20,3	-21,3
EBITDA	14,0	8,1	9,2	11,3	12,9	16,8
Abschreibungen	-2,7	-3,3	-3,6	-5,0	-5,2	-5,6
Betriebsergebnis (EBIT)	11,3	4,8	5,6	6,3	7,6	11,2
Finanzergebnis	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	10,9	4,5	5,3	6,0	7,3	10,9
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	-1,9	-2,3	-3,4
Minderheitenbeteiligungen	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	6,5	2,8	1,8	4,1	5,1	7,5
Gewinn pro Aktie in €	1,47	0,59	0,40	0,93	1,14	1,70
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	1,47	0,59	0,40	0,93	1,14	1,70
Kennzahlen						
Bruttogewinn-Marge	29,8%	35,4%	31,5%	33,0%	33,3%	34,5%
EBIT-Marge	6,0%	3,1%	3,2%	3,5%	4,0%	5,5%
EBITDA-Marge	7,5%	5,3%	5,3%	6,3%	6,7%	8,2%
Nettogewinn-Marge	3,5%	1,8%	1,0%	2,3%	2,6%	3,7%
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%	17,6%	17,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,2%	13,0%	9,8%	10,3%	10,5%	10,4%
Abschreibungen und Amortisation	1,5%	2,2%	2,1%	2,8%	2,7%	2,7%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	47,9%	-18,1%	14,0%	3,3%	7,2%	6,0%
Betriebsergebnis	262,2%	-57,7%	18,4%	11,9%	20,9%	46,6%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	626,2%	-57,2%	-35,3%	130,2%	22,2%	48,6%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Aktiva						
Umlaufvermögen	69,9	72,4	86,8	90,5	93,8	101,2
Zahlungsmittel	11,9	10,2	10,2	13,1	11,1	14,9
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	23,7	24,1	23,8
Sachanlagen	16,9	17,7	19,2	18,7	19,5	19,5
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,4	5,8	5,4	4,9	4,6	4,3
Finanzanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Aktiva	92,6	95,9	111,4	114,1	117,9	125,0
Passiva						
Verbindlichkeiten	40,5	43,2	58,5	58,9	59,4	60,7
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	7,2	7,5
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	55,2	58,6	64,3
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	39,6	42,9	48,6
Sonstige Rücklagen	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6
Minderheitenanteile	0,4	0,8	0,5	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme	92,6	95,9	111,4	114,1	117,9	125,0
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,7	2,6	2,1	2,2	2,2	2,4
Eigenkapitalquote	56,2%	54,9%	47,5%	48,4%	49,7%	51,4%
Net Gearing	-11,0%	-8,0%	-7,4%	-11,4%	-7,4%	-11,1%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,8	11,9	11,9	12,5	13,2	14,5
Nettoverbindlichkeiten	-5,7	-4,2	-3,9	-6,3	-4,3	-7,2
Zinsdeckungsgrad	33	17	15	19	24	35
Durchschn. Working Capital/Umsatz	18,2%	23,6%	22,0%	22,5%	22,5%	23,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,5%	5,3%	3,4%	7,5%	8,6%	11,7%
Kapitalverzinsung (ROCE)	16,9%	6,8%	8,0%	8,7%	10,0%	13,8%
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	4,1	5,1	7,5
+ Abschreibungen / Amortisation	2,7	3,3	3,6	5,0	5,2	5,6
- Investitionen in Working Capital	-2,8	-2,0	-0,3	-1,0	-4,8	-3,2
+/- Sonstiges	1,5	-1,8	1,3	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	8,3	2,1	6,4	8,1	5,5	9,9
- CAPEX	-3,8	-3,3	-4,8	-4,0	-5,7	-5,3
Freier Cashflow	4,4	-1,3	1,5	4,1	-0,2	4,6
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	-5,3
Finanzieller Cashflow	-3,1	-1,9	-1,7	-1,3	-1,8	-0,8
Veränderung liquide Mittel	1,6	-0,8	0,1	2,9	-2,0	3,8
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	13,1	11,1
Liquide Mittel, Jahresende	11,4	10,1	10,2	13,1	11,1	14,9
Freier Cashflow pro Aktie in €	1,00	-0,28	0,35	0,93	-0,05	1,04
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	-75,0%	209,5%	27,4%	-32,3%	80,2%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	167,6%	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	-	-39,8%	-9,8%	-25,0%	38,7%	-56,4%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	167,6%	n.a.	n.a.

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...44	↓	↓	↓	↓
45	7. August 2017	€21,73	Add	€24,00
46	1. November 2017	€21,00	Add	€24,60
47	4. Dezember 2017	€19,00	Buy	€24,00
48	Today	€18,40	Buy	€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© 2018 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 (FinAnlV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR

FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

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.