

2G Energy AG

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

Endgültige Zahlen
 für 2017

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 28,00

27,9%
 Medium

WEITERE UMSATZ- UND MARGENSTEIGERUNG ERWARTET

2G Energy's endgültige Zahlen für 2017 entsprechen den vorläufigen. Ein Umsatzplus von 9% führte zu einem Rekordumsatz von €189 Mio. Das EBIT wurde um 30% auf €7,3 Mio. gesteigert. Für 2018 stehen die Zeichen auf weiteres Wachstum. Der Auftragsbestand lag zum Jahresbeginn bei €96 Mio. und erhöhte sich auf den Rekordwert von €131 Mio. zum Ende des ersten Quartals. 2G geht für 2018 von einem Umsatz von €180 - 210 Mio. bei einer EBIT-Marge von 3,5% - 5,5% aus. Für das laufende Jahr prognostizieren wir einen Umsatz von €201 Mio. (+6% J/J) und ein EBIT von €9,3 Mio. (+27% J/J, EBIT-Marge: 4,6%). Wir erhöhen unser Kursziel auf €28,00 (bisher: €17,30) und bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Rekordumsatz und steigende operative Marge Der Umsatzanstieg von 9% auf €189,4 Mio. fußt wesentlich auf dem stärkeren Auslandsgeschäft, das um 26% J/J bzw. fast €14 Mio. auf €66,7 Mio. zulegte. Hier greift 2G's neues Partnerkonzept, auf dessen Grundlage viele internationale Aufträge generiert wurden. Trotz des Umsatzanstiegs hat 2G die Materialkosten um 1,4% auf €126,8 Mio. gesenkt. Der Rohertrag (Gesamtleistung – Materialkosten) stieg daher von €55,0 auf €63,7 Mio. Die Personalkosten stiegen um 9% auf €32,7 Mio. (Vj.: €30,0 Mio.), und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich um 11% auf €21,0 Mio. Das EBIT belief sich auf €7,3 Mio. – eine Steigerung um 30% gegenüber dem Vorjahreswert von €5,6 Mio. Die EBIT-Marge erhöhte sich von 3,2% auf 3,9%. 2G steigerte das Nettoergebnis deutlich von €1,8 Mio. auf €5,0 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Die Ergebniszahlen sind ein Spiegel der Effizienzsteigerungen in unterschiedlichen Unternehmensbereichen wie z.B. Produktion und Service.

Guidance und Auftragsbestand wecken Wachstumsfantasie Für 2018E geht 2G von Umsätzen in einer Bandbreite von €180 bis €210 Mio. bei einer EBIT-Marge von 3,5 - 5,5% aus. Angesichts des hohen Auftragsbestands von €131 Mio. (+23% J/J) sowie der eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen prognostizieren wir Umsatz und Marge im oberen Bereich der Guidance. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	152,88	174,30	189,40	201,00	213,00	225,78
Jährliches Wachstum	-18,1%	14,0%	8,7%	6,1%	6,0%	6,0%
EBIT (€ Mio.)	4,77	5,65	7,33	9,31	11,69	14,68
EBIT-Marge	3,1%	3,2%	3,9%	4,6%	5,5%	6,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	2,78	1,80	5,01	6,20	7,84	9,91
EPS (verwässert) (€)	0,59	0,40	1,13	1,40	1,77	2,24
DPS (€)	0,37	0,37	0,40	0,40	0,42	0,45
FCF (€ Mio.)	-1,26	1,54	7,15	0,08	1,19	5,61
Nettoverschuldungsgrad	-8,0%	-7,4%	-17,5%	-13,4%	-11,2%	-14,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,15	10,20	16,12	14,52	14,86	18,47

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: 24. Mai 2018

Schlusskurs	€ 21,90
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 97,02 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 17,63 / 22,74
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	3.082

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	19,4	15,6	12,4
EV/Sales	0,5	0,4	0,4
EV/EBIT	11,9	9,4	7,5
Div.-Rendite	1,8%	1,8%	1,9%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2017

Liquide Mittel	€ 16,12 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 88,82 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 4,72 Mio.
Bilanzsumme	€ 116,26 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 40,14 Mio.
Eigenkapital	€ 55,71 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

Abbildung 1: Umsatz, Ergebnisse und Margen

Angaben in € Mio.	2017	2016	Delta
Umsatzerlöse	189,4	174,3	8,7%
Gesamtleistung	190,5	183,6	3,7%
Rohertrag	63,7	55,0	15,8%
<i>Rohertragsmarge (Rohertrag/Gesamtleistung)</i>	<i>33,4%</i>	<i>29,9%</i>	<i>+3,5 PP</i>
EBITDA	11,1	9,2	20,3%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>+0,6 PP</i>
Betriebsergebnis (EBIT)	7,3	5,6	29,8%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>+0,7 PP</i>
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	5,0	1,8	178,6%
<i>Nettogewinnmarge</i>	<i>2,6%</i>	<i>1,0%</i>	<i>+1,6 PP</i>

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Bilanz weiter gestärkt Das Eigenkapital erhöhte sich um fast €3 Mio. auf €55,7 Mio. Die Eigenkapitalquote stieg leicht von 47,5% auf 47,9% (vgl. Abbildung 2). 2G verfügt damit weiterhin über eine sehr starke Eigenkapitalbasis. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten blieben weitgehend stabil und betragen €6,4 Mio. Durch die Erhöhung der Cashposition von €10,2 auf €16,1 Mio. stieg die Netocashposition auf €9,8 Mio. (Vj: €3,9 Mio.). Damit hat sich die finanzielle Flexibilität des Unternehmens weiter erhöht.

Abbildung 2: Zahlungsmittel, Finanzverschuldung und Eigenkapital

Angaben in Mio. €	2017	2016	Delta
Zahlungsmittel	16,1	10,2	58,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,4	6,3	1,4%
Nettocashposition	9,8	3,9	148,7%
Eigenkapital	55,7	52,9	5,3%
<i>Eigenkapitalquote (%)</i>	<i>47,9%</i>	<i>47,5%</i>	<i>+0,4 PP</i>

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Niedrigere Working Capital-Quote belegt gestiegene Effizienz Das Working Capital hat sich trotz der Umsatzsteigerung verringert. Dies lässt auf ein effizienteres Working Capital-Management schließen. Die Working Capital-Quote fiel um 2,7 Prozentpunkte auf 20,3% (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Entwicklung des Working Capitals

Angaben in € Mio.	2017	2016	Delta
Vorräte	44,0	43,4	1,4%
+ Forderungen L&L	27,9	29,2	-4,6%
- Verbindlichkeiten L&L	10,1	6,8	48,7%
- Erhaltene Anzahlungen	23,3	25,7	-9,3%
Working Capital	38,4	40,1	-4,2%
Umsatz	189,4	174,3	8,7%
Working Capital / Umsatz (%)	20,3%	23,0%	-2,7 PP

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Freier Cashflow kräftig gestiegen Der operative Cashflow belief sich, gestützt auf den höheren Nettogewinn und das geringere Working Capital, auf €12,8 Mio. (2016: €6,4 Mio.). Investitionen von €5,7 Mio. führten zu einem freien Cashflow von €7,2 Mio. (2016: €1,5 Mio.). Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit belief sich insgesamt auf €4,9 Mio. (2016: €4,5

Mio.). Der Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit betrug €2,1 Mio. (2016: €1,7 Mio.). Da sich Ein- und Auszahlungen für Kredite weitgehend die Waage hielten, sind die Mittelabflüsse hauptsächlich auf Zins- und Dividendenzahlungen (€0,4 Mio. und €1,8 Mio.) zurückzuführen. Der Nettocashflow betrug €5,9 Mio. (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Entwicklung des Cashflows

Angaben in € Mio.	2017	2016
Operativer Cashflow	12,8	6,4
CAPEX	-5,7	-4,8
Freier Cashflow	7,2	1,5
Finanzieller Cashflow	-2,1	-1,7
Nettocashflow	5,9	0,1

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Servicegeschäft wächst um 13% Das Service-Segment erhöhte den Umsatz auf €64,5 Mio. (Vorjahr: €57,1 Mio.). Auch die Segment-Erträge, deren Höhe 2G nicht veröffentlicht, legten überproportional zu. Hier machten sich die Reorganisation des Werkservice und die Digitalisierung des Servicebereichs positiv bemerkbar. Gut 70% der Störmeldungen wurden bereits über das zentrale 2G Service Center ohne physischen Eingriff „online“ gelöst. Ein wesentlicher Teil der Service-Umsätze ist wiederkehrender Natur, da KWK-Anlagen oft zusammen mit langjährigen Serviceverträgen verkauft werden. Dadurch ergibt sich bei den Segmentumsätzen ein kumulativer Effekt, der zu hohen Wachstumsraten führt. Der Anteil des Service-Umsatzes am Gesamtumsatz erhöhte sich von 32,8% auf 34,1%.

Sehr starker Biogas-KWK-Markt, aber rückläufiger Erdgas-KWK-Markt Die Umsätze aus dem Verkauf von KWK-Anlagen sind um 6,6% von €117,2 Mio. auf €124,9 Mio. gestiegen. Dahinter verbergen sich sehr disparate Entwicklungen in den Bereichen Biogas und Erdgas. Der Biogas-KWK-Absatz zog um 45% von €62,6 Mio. auf €91,0 Mio. an, insbesondere, da der deutsche Biogas-KWK-Absatz sehr stark (+77% auf €50,9 Mio.) wuchs. Der Erdgas-KWK-Absatz war dagegen deutlich rückläufig. Hier sank der Umsatz von €54,6 Mio. auf €33,9 Mio. (-38%). Verantwortlich hierfür war der deutsche Erdgas-KWK-Absatz, der sich von €49,0 Mio. auf €21,4 Mio. mehr als halbiert hat. Der internationale Erdgas-KWK-Absatz hat sich dagegen auf €12,4 Mio. mehr als verdoppelt. Die Stärke des deutschen Biogas-KWK-Marktes dürfte aufgrund der Welle von Ersatzinvestitionen von Biogasanlagenbetreibern in moderne und größere KWK-Anlagen noch ein bis zwei Jahre anhalten, da in den Jahren 2009-2011 viele Biogasanlagen errichtet wurden, die jetzt modernisiert und flexibilisiert werden. Aber schon in 2012 ist die Anzahl der Neuanlagen J/J um ca. 2/3 von 1.526 auf 454 Anlagen zurückgegangen, und dieser Rückgang hat sich in den Folgejahren fortgesetzt. Die im EEG 2014 geregelte Flexibilitätsprämie wird gezahlt, bis der Flexibilisierungsdeckel von 1.350 MW erreicht ist. Bis Ende März 2018 wurde die Prämie für 621 MW (=46% der maximalen Kapazität) in Anspruch genommen. Zumindest von der Förderseite ist damit die Grundlage für weitere Nachfrage nach Biogas-KWK-Anlagen gegeben. Mittelfristig sollte der deutsche Biogas-KWK-Markt aber deutlich schrumpfen und langfristig aufgrund der vergleichsweise hohen Kosten von Strom aus Biogas eher eine Nebenrolle spielen. 2G ist damit darauf angewiesen, im Erdgasmarkt und international zu wachsen, um das sich am Horizont abzeichnende Schrumpfen des deutschen Biogas-KWK-Marktes zu kompensieren.

Sehr hoher Auftragseingang und Auftragsbestand in Q1 Im ersten Quartal verzeichnete 2G einen Auftragseingang von €54,7 Mio. Dies entspricht einem Anstieg von 90% gegenüber dem Vorjahreswert. Der hohe Auftragseingang wird wesentlich vom deutschen Biogasmarkt getragen, da nach wie vor viele Biogasanlagenbesitzer in neue Biogas-KWK-Anlagen investieren, um ihre Stromproduktion zu flexibilisieren. Der hohe

Auftragseingang führte zu einem Rekordauftragsbestand von €131 Mio. zum Ende des ersten Quartals.

Dividende um 5% erhöht Der Hauptversammlung wird eine Erhöhung der Dividende auf €0,42 pro Aktie (2017: €0,40) vorgeschlagen. Dies entspricht einer Dividendenrendite von fast 2%. Die Ausschüttungsquote liegt bei 30%. Für die Folgejahre unterstellen wir angesichts der erwarteten Gewinnsteigerungen weitere Dividendenerhöhungen (2018E: €0,45 pro Aktie).

2G bleibt forschungsstark In 2017 hat 2G die Produktentwicklung der aura Baureihe bis zur Vorserienreife geführt. Die aura Baureihe zeichnet sich durch sehr niedrige Abgasemissionen und hohe Gesamtwirkungsgrade aus. Gegenüber Anlagen mit vergleichbarer elektrischer Leistung erreicht die aura Baureihe Emissionseinsparungen pro kWh el. von bis zu 90%. Inzwischen hat die Baureihe die Serienreife erreicht und ist prädestiniert für den Einsatz in Ballungszentren und Metropolregionen mit stetig steigenden Anforderungen an die Emissionsgrenzen. Eine weitere Eigenentwicklung im Bereich Abwärmeverstromung wurde in die Vorserie überführt. Ein Organic Rankine Cycle- (ORC) Prozess nutzt die Abwärme einer KWK-Anlage und wandelt diese mit Wirkungsgraden von über 15% in zusätzliche Energie um und steigert damit den elektrischen Gesamtwirkungsgrad.

2G sollte auf Wachstumskurs bleiben In unserer Umsatzschätzung für 2018E gehen wir von einem Wachstum von 6,1% auf €201 Mio. aus. Dabei unterstellen wir ein Wachstum im KWK-Anlagen-Segment von 2,9% auf €128,6 Mio. und im Service-Segment von 12,3% auf €72,4 Mio. Bei der regionalen Umsatzaufteilung prognostizieren wir eine leichte Steigerung des Umsatzes im Heimatmarkt von 1,6% auf €124,6 Mio. und kräftiges Wachstum um 14,5% im Ausland auf €76,4 Mio. (vgl. Abbildung 5). Skaleneffekte und Effizienzsteigerungen sollten die EBIT-Marge in 2018E auf 4,6% erhöhen nach 3,9% in 2017. Dies entspräche einer Erhöhung des EBIT um 27% auf €9,3 Mio.

Abbildung 5: Umsatzschätzungen für 2018E nach Segmenten und Regionen

Angaben in € Mio.	2018E	2017	Delta
Umsatz	201,0	189,4	6,1%
Umsatz KWK-Anlagen	128,6	125,0	2,9%
Umsatz Service	72,4	64,5	12,3%
Umsatz Deutschland	124,6	122,7	1,6%
Umsatz international	76,4	66,7	14,5%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Kaufempfehlung bestätigt bei leicht erhöhtem Kursziel Ein auf unveränderten Schätzungen beruhendes aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €28,00 (bisher: €27,30). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	201,00	213,00	225,78	239,33	253,69	266,37	279,69	290,88
Wachstum J/J	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	4%
EBIT	9,31	11,69	14,68	16,03	17,00	17,85	18,74	19,49
EBIT-Marge	4,6%	5,5%	6,5%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
NOPLAT	6,42	8,06	10,13	11,06	11,73	12,31	12,93	13,45
+ Abschreibungen und Amortisation	4,92	5,25	5,50	5,98	6,60	6,93	6,99	6,69
= Operativer Cashflow (netto)	11,34	13,31	15,63	17,05	18,32	19,24	19,92	20,14
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-11,04	-11,90	-9,80	-8,19	-9,28	-9,17	-9,63	-9,38
CAPEX	-5,80	-5,30	-5,30	-5,50	-5,83	-6,13	-6,43	-6,69
Working Capital	-5,24	-6,60	-4,50	-2,69	-3,45	-3,04	-3,20	-2,69
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	0,30	1,41	5,83	8,86	9,04	10,07	10,29	10,76
GW der FCFs	0,28	1,22	4,57	6,33	5,89	5,97	5,55	5,29

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2018E-31E)	61,05
GW der FCFs in der Terminalperiode	52,66
Unternehmenswert (EV)	113,71
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	9,75
Minderheitenanteile	0,57
Shareholder Value	124,03
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	28,00

WACC	
WACC	9,8%
Eigenkapitalkosten	10,2%
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	12,8%	13,98	15,81	17,64	19,47	21,31	23,14	24,97
	11,8%	15,59	17,61	19,63	21,65	23,67	25,69	27,71
	10,8%	17,58	19,83	22,09	24,35	26,60	28,86	31,12
	9,8%	20,11	22,66	25,21	28,00	30,32	32,87	35,42
	8,8%	23,42	26,36	29,29	32,23	35,16	38,10	41,04
	6,8%	34,36	38,55	42,73	46,91	51,10	55,28	59,47

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2025 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2031



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz	152,9	174,3	189,4	201,0	213,0	225,8
Bestandsveränderungen	0,1	7,1	-2,3	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	1,8	2,3	3,4	3,5	3,5	4,0
Gesamtleistung	154,7	183,6	190,5	204,5	216,5	229,8
Materialkosten	-100,6	-128,6	-126,8	-135,5	-142,7	-150,1
Rohhertrag	54,1	55,0	63,7	69,0	73,8	79,6
Personalaufwand	-29,3	-30,0	-32,5	-34,6	-36,3	-37,7
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	1,4	1,3	1,9	2,3	2,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,9	-17,1	-21,0	-22,1	-22,9	-24,3
EBITDA	8,1	9,2	11,1	14,2	16,9	20,2
Abschreibungen	-3,3	-3,6	-3,8	-4,9	-5,3	-5,5
Betriebsergebnis (EBIT)	4,8	5,6	7,3	9,3	11,7	14,7
Finanzergebnis	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	4,5	5,3	7,0	9,0	11,4	14,4
Andere Erträge/ Aufwendungen	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,9	-1,7	-2,0	-2,8	-3,5	-4,5
Minderheitenbeteiligungen	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	2,8	1,8	5,0	6,2	7,8	9,9
Gewinn pro Aktie in €	0,59	0,40	1,13	1,40	1,77	2,24
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,59	0,40	1,13	1,40	1,77	2,24
Kennzahlen						
Rohertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	35,4%	31,5%	33,6%	34,3%	34,6%	35,3%
EBIT-Marge	3,1%	3,2%	3,9%	4,6%	5,5%	6,5%
EBITDA-Marge	5,3%	5,3%	5,9%	7,1%	8,0%	8,9%
Nettogewinn-Marge	1,8%	1,0%	2,6%	3,1%	3,7%	4,4%
Steuersatz	42,0%	32,2%	29,3%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	19,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,0%	16,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,0%	9,8%	11,1%	11,0%	10,8%	10,8%
Abschreibungen und Amortisation	2,2%	2,1%	2,0%	2,4%	2,5%	2,4%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	-18,1%	14,0%	8,7%	6,1%	6,0%	6,0%
Betriebsergebnis	-57,7%	18,4%	29,8%	26,9%	25,6%	25,7%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-57,2%	-35,3%	178,6%	23,8%	26,5%	26,4%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Aktiva						
Umlaufvermögen	72,4	86,8	90,8	94,4	101,1	108,4
Zahlungsmittel	10,2	10,2	16,1	14,5	14,9	18,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,6	29,2	27,9	30,3	32,7	34,6
Vorräte	32,2	43,4	44,0	46,7	50,7	52,5
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5,3	3,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Anlagevermögen	23,5	24,6	25,5	26,3	26,4	26,2
Sachanlagen	17,7	19,2	20,7	21,7	22,0	21,9
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,8	5,4	4,7	4,6	4,4	4,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Aktiva	95,9	111,4	116,3	120,7	127,5	134,6
Passiva						
Verbindlichkeiten	43,2	58,5	60,5	60,6	61,4	60,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,9	6,3	6,4	6,5	7,5	7,5
Verbindlichkeiten aus L&L	5,4	6,8	10,1	10,0	9,8	9,0
Rückstellungen	11,7	12,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	20,2	32,9	28,6	28,6	28,6	28,6
Summe Eigenkapital	52,6	52,9	55,7	60,1	66,1	74,0
Gezeichnetes Kapital	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitalrücklage	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Gewinnrücklage	37,1	37,2	40,5	44,9	50,9	58,8
Sonstige Rücklagen	-0,6	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Minderheitenanteile	0,8	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
Bilanzsumme	95,9	111,4	116,3	120,7	127,5	134,6
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,6	2,1	2,3	2,4	2,5	2,8
Eigenkapitalquote	54,9%	47,5%	47,9%	49,8%	51,9%	55,0%
Net Gearing	-8,0%	-7,4%	-17,5%	-13,4%	-11,2%	-14,9%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	11,9	12,6	13,6	14,9	16,7
Nettoverbindlichkeiten	-4,2	-3,9	-9,8	-8,1	-7,4	-11,0
Zinsdeckungsgrad	17	15	20	29	37	46
Durchschn. Working Capital/Umsatz	23,6%	22,0%	20,7%	20,4%	22,0%	23,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,3%	3,4%	9,0%	10,3%	11,9%	13,4%
Kapitalverzinsung (ROCE)	6,8%	8,0%	9,8%	11,7%	13,6%	15,8%
Lagerumschlag (Tage)	77	91	85	85	87	85
Forderungsumschlag (Tage)	59	61	54	55	56	56
Kreditorenlaufzeit (Tage)	20	19	29	27	25	22



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettoergebnis	2,6	1,8	4,9	6,2	7,8	9,9
+ Abschreibungen / Amortisation	3,3	3,6	3,8	4,9	5,3	5,5
- Investitionen in Working Capital	-2,0	-0,3	1,2	-5,2	-6,6	-4,5
+/- Sonstiges	-1,8	1,3	2,9	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	2,1	6,4	12,8	5,9	6,5	10,9
- CAPEX	-3,3	-4,8	-5,7	-5,8	-5,3	-5,3
Freier Cashflow	-1,3	1,5	7,2	0,1	1,2	5,6
Sonstiger Cashflow aus Inv.-tätigkeit	2,3	0,3	0,8	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1,0	-4,5	-4,9	-5,8	-5,3	-5,3
Finanzieller Cashflow	-1,9	-1,7	-2,1	-1,7	-0,9	-2,0
Veränderung liquide Mittel	-0,8	0,1	5,9	-1,6	0,3	3,6
Wechselkursbedingte Veränderungen	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	11,4	10,1	10,2	16,1	14,5	14,9
Liquide Mittel, Jahresende	10,1	10,2	16,1	14,5	14,9	18,5
Freier Cashflow pro Aktie in €	-0,28	0,35	1,61	0,02	0,27	1,27
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	209,5%	101,3%	-54,3%	10,5%	68,0%
Freier Cash Flow	-	n.a.	363,6%	-98,9%	1478,9%	370,2%
Finanzieller Cashflow	-	-9,8%	24,1%	-21,1%	-48,4%	131,6%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	363,6%	-98,9%	1478,9%	370,2%

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...47	↓	↓	↓	↓
48	1. März 2018	€ 18,40	Buy	€ 24,00
49	14. März 2018	€ 18,85	Buy	€ 24,50
50	27. April 2018	€ 20,80	Buy	€ 27,30
51	Today	€ 21,90	Buy	€ 28,00

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 irgendwelcher 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.