



2G Energy AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

BUY

€ 29,00

36,8%
Medium

PROFITABLES WACHSTUM IN H1

2G Energy AG hat H1-Zahlen vorgelegt, die unsere Erwartungen voll erfüllt haben. Der Umsatz ist um 16% auf €84 Mio. gestiegen und das EBIT war bereits zum Halbjahresende positiv (€1,1 Mio.). Sowohl Auftragseingang als auch Auftragsbestand stiegen bis Ende August um 32% J/J. Damit ist die Vollausslastung bis mindestens Ende Q1/19 gesichert. Das Unternehmen hat seine Guidance (Umsatz: €180-210 Mio., EBIT-Marge 3,5%-5,5%) bestätigt. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Umsatz und EBIT im oberen Bereich der Guidance liegen werden. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht höheres Kursziel von €29,00 (bisher: €28,00). Wir sehen den Kursrückgang der letzten Monate als ungerechtfertigt an und bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Zweistelliges Umsatzwachstum und positives EBIT Der Umsatz stieg um 16% auf €84,1 Mio. (H1/17: €72,4 Mio., FBe: €83,0 Mio.). Der H1-Umsatz profitierte dabei allerdings von einer ergebnisneutral verbuchten Schlussabrechnung in Höhe von €8,4 Mio. für ein in 2017 geliefertes Blockheizkraftwerk. Beide Segmente – KWK-Anlagen und Service – trugen zum Umsatzanstieg bei. Das KWK-Anlagen-Segment wuchs 12% und das Service-Segment 21%. Das EBIT lag bereits im positiven Bereich, obwohl H1 das saisonal deutlich schwächere Halbjahr ist. Mit €1,1 Mio. (FBe: €1,0 Mio.) stieg das operative Ergebnis um €1,6 Mio. (H1/17: €0,5 Mio.). Insbesondere eine geringere Materialaufwandsquote trug zum EBIT-Anstieg bei. Das Nettoergebnis lag bei €0,6 Mio., nachdem im Vorjahreszeitraum noch ein Verlust (€-0,8 Mio.) verzeichnet wurde (vgl. Abbildung 1 auf Seite 2).

Guidance bestätigt 2G hat die Jahresguidance (Umsatz: €180-210 Mio., EBIT-Marge: 3,5% - 5,5%) bekräftigt. Nach dem sehr guten H1-Ergebnis gehen wir weiterhin davon aus, dass Umsatz und EBIT im oberen Bereich der Guidance liegen werden.

(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: 1. Okt 2018

| | |
|----------------------------------|-----------------|
| Schlusskurs | € 21,20 |
| Aktien im Umlauf | 4,43 Mio. |
| Marktkapitalisierung | € 93,92 Mio. |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse | € 17,63 / 24,00 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 3.501 |

| Multiples | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------------|------|-------|-------|
| KGV | 18,4 | 14,9 | 11,7 |
| EV/Sales | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBIT | 11,2 | 8,9 | 7,1 |
| Div.-Rendite | 1,9% | 1,9% | 2,0% |

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2018

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Liquide Mittel | € 22,64 Mio. |
| Kurzfristige Vermögenswerte | € 100,14 Mio. |
| Immaterielle Vermögenswerte | € 4,44 Mio. |
| Bilanzsumme | € 128,10 Mio. |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | € 48,15 Mio. |
| Eigenkapital | € 56,40 Mio. |

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

Auftragseingang und -bestand auf sehr hohem Niveau Bis Ende August stieg der Auftragseingang um 32% J/J auf €124,1 Mio. Der Auftragsbestand stieg um denselben Prozentsatz auf €161,6 Mio. Damit sind 2Gs Kapazitäten (2-Schicht-Betrieb) bis mindestens zum Ende des ersten Quartals 2019 voll ausgelastet. Nach wie vor beflügelt der deutsche Markt den Auftragseingang. Zum Halbjahr stieg der inländische Auftragseingang um 78%, insbesondere aufgrund der hohen Nachfrage aus dem Biogassegment. Hier wirken sich das Repowering und die Flexibilisierung von Biogasanlagen sehr positiv auf die Nachfrage nach 2Gs KWK-Anlagen aus. Auch das Ausland trug im ersten Halbjahr mit +11% zur Erhöhung des Auftragseingangs bei.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

| Alle Angaben in €Mio. | H1/18A | H1/18E | Delta | H1/17A | Delta |
|----------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Umsatz | 84,14 | 83,00 | 1,4% | 72,37 | 16,3% |
| Gesamtleistung | 94,53 | 97,00 | -2,5% | 85,45 | 10,6% |
| EBIT | 1,11 | 0,97 | 14,4% | -0,51 | n.a. |
| EBIT-Marge | 1,3% | 1,2% | - | -0,7% | - |
| Nettoergebnis (nach Mind.) | 0,61 | 0,54 | 13,0% | -0,79 | n.a. |
| Nettomarge | 0,7% | 0,7% | - | -1,1% | - |
| EPS verwässert (€) | 0,14 | 0,12 | 14,7% | -0,18 | n.a. |

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Bilanz profitiert von guter Entwicklung 2G verfügt seit langem über eine starke Bilanz. Durch den H1-Nettogewinn stieg das Eigenkapital leicht auf €56,4 Mio. (Ende 2017: €55,7 Mio.). Zwar ging die Eigenkapitalquote aufgrund der Bilanzausweitung von 48% auf 44% zurück, bleibt aber auf einem hohen und sehr soliden Wert. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten blieben niedrig (€8,4 Mio. versus €6,4 Mio. Ende 2017). Der Bestand an Barmitteln stieg von €16,1 Mio. auf €22,6 Mio. Damit lag die Nettocashposition nunmehr bei €14,2 Mio. nach €9,7 Mio. Ende 2017. Der Anstieg der Vorräte von €44 Mio. auf €49 Mio. ist ein Hinweis auf die steigende Geschäftsaktivität in H2 und vor dem Hintergrund des sehr hohen Auftragsbestands nicht verwunderlich. Somit kann 2G weiterhin mit einer sehr starken Bilanz aufwarten.

Positiver freier Cashflow in H1 2G hat erneut die Cashflowstärke des Geschäftsmodells unter Beweis gestellt. Der operative Cashflow erreichte annähernd den Wert des Vorjahreszeitraums und lag bei €8,9 Mio. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund beeindruckend, dass die Vorräte um €5,3 Mio. anstiegen. Ein effizientes Management der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die sich von €27,9 Mio. auf €23,8 Mio. reduzierten, trug wesentlich dazu bei, dass das Working Capital nur um ca. €1 Mio. stieg. Aufgrund von Erweiterungsinvestitionen am Stammsitz in Heek stiegen die Investitionen auf €4,9 Mio. (H1/17: €2,1 Mio.). Die neue Halle ist inzwischen bezugsfertig und erlaubt die Zusammenfassung von Service, Gewährleistung, Motorenoptimierung und -revision an einem Ort. Dies sollte zu einer relevanten Steigerung der Effizienz der Arbeitsprozesse führen. Der freie Cashflow belief sich auf €4,0 Mio. Insgesamt lag der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit bei €4,2 Mio. Der Cashflow aus Finanzierung betrug auf €1,8 Mio. und war geprägt durch eine Nettokreditaufnahme von €2,1 Mio. Insgesamt ergab sich ein Nettocashflow von €6,5 Mio.

KWK-Anlagen-Segment wächst 12% Der Anstieg des Segment-Umsatzes von €40,3 Mio. auf €45,2 Mio. ist ausschließlich auf die starke Inlandsnachfrage zurückzuführen. Der Segments-Inlandsumsatz kletterte von €18,0 Mio. auf €24,4 Mio. (+36% J/J). Das Wachstum fußt fast ausschließlich auf dem Biogas-KWK-Umsatzanstieg (€19,4 Mio. versus €13,2 Mio. in H1/17). Der Umsatz im Erdgas-KWK-Bereich verharrte dagegen auf niedrigem Niveau (€5,0 Mio. versus €4,8 Mio. in H1/17). Der Auslandsumsatz des Segments ging

dagegen von €22,3 Mio. auf €20,8 Mio. (-7% J/J) zurück. Eine höhere Auslandsnachfrage nach Erdgas-KWK-Modulen konnte die deutlich schwächere Biogas-KWK-Anlagennachfrage nur teilweise kompensieren.

Betrachtet man den Umsatzsplit nach Brennstoff, so fällt auf, dass 2Gs Umsatz im Biogas-KWK-Bereich insgesamt weitgehend konstant blieb (€32,7 Mio. versus €32,4 Mio. in H1/17), während der Umsatz im Erdgas-KWK-Bereich von €7,8 Mio. auf €12,5 Mio. (+60% J/J) kletterte. Im Biogasbereich ist dabei zu berücksichtigen, dass der Vorjahreswert aufgrund von Projektverschiebungen ungewöhnlich hoch war. Das Wachstum im Erdgas-KWK-Bereich ist erfreulich, denn der Erdgas-KWK-Markt ist insgesamt weniger von staatlicher Förderung abhängig und hat weltweit im Vergleich zum Biogas-KWK-Markt ein deutlich höheres Umsatzpotenzial. Wir sehen zwar für den deutschen Biogas-KWK-Markt noch großes Potenzial für 2019 und teilweise für 2020, anschließend müsste 2G aber Potenziale im Erdgasbereich heben, um mögliche Umsatzrückgänge im Biogasbereich überkompensieren zu können.

Service-Segment treibt Gesamtumsatz Einmal mehr wartet das Service-Segment mit kräftigem Wachstum auf (+21% J/J). Der Service-Umsatz stieg von €32,1 Mio. auf €38,9 Mio. und erreichte damit einen Anteil am Gesamtumsatz von 46%. Der Serviceumsatz stieg sowohl im Inland (+18% auf €29,5 Mio.) als auch im Ausland (+31% auf €9,4 Mio.) kräftig. Die weitgehend wiederkehrenden Serviceumsätze wirken insbesondere im ersten Halbjahr, wenn der KWK-Anlagenumsatz saisonbedingt noch schwächer ist, sehr stabilisierend auf den Gesamtumsatz. Auf das Gesamtjahr bezogen könnte der Service-Umsatz die €80 Mio.-Marke erreichen und ca. 40% des Gesamtumsatzes stellen.

2G weiß auch technisch erneut zu überzeugen Wir begrüßen ausdrücklich 2Gs erneutes Engagement im Wasserstoffbereich. Das Unternehmen liefert eine KWK-Anlage, die mit Wasserstoff betrieben wird, an das Stadtwerk Haßfurt. Der Wasserstoff wird vor Ort mit einer Power-to-Gas-Anlage aus Grünstrom produziert. Wasserstoff verbrennt weitgehend emissionsfrei und bietet langfristig ein großes Marktpotenzial im Rahmen einer Null-CO₂-Emissions-Ökonomie, wie sie von der Bundesregierung angestrebt wird und langfristig zur Minimierung der Folgen des Klimawandels notwendig ist. Hier positioniert sich 2G frühzeitig, um langfristig auch die eigene Daseinsberechtigung in einem Marktumfeld zu sichern, das aus Klimaschutzgründen auch auf die Verbrennung von Erdgas weitgehend verzichtet.

Nach der grundlegenden Überarbeitung der g-box 50 sehen wir für dieses Produkt ein erhöhtes nationales und internationales Marktpotenzial. 2G hat die Betriebs- und Wartungskosten deutlich gesenkt. Auf der Basis eines neuen Motors wurden die Wartungsintervalle auf 4.000 Betriebsstunden verdoppelt und die elektronische Steuerung verbessert. Technische Umstellungen erlauben auch den Einsatz im Ausland und den Betrieb mit Flüssiggas (LNG). Die neue g-box 50 sollte ab 2019 verfügbar sein.

Marktbedingungen sprechen für anhaltend hohe KWK-Nachfrage Kräftig steigende Börsenstrompreise in Europa und ein weiterhin attraktives Verhältnis zwischen Strom- und Erdgaspreis (Spark Spread) stärken die Wirtschaftlichkeit von Kraft-Wärme-Kopplungen (KWK) -Anlagen. Dabei hilfreich sind die nach der von der EU beschlossenen Neuregulierung des CO₂-Zertifikatemarktes stark gestiegenen Preise für CO₂-Emissionen. Diese liegen inzwischen bei über €20 pro Tonne CO₂, nachdem sie jahrelang im Bereich von 5-8 €/t lagen. Dies verteuert insbesondere Strom aus Brennstoffen mit hohem CO₂-Ausstoß wie Braunkohle und verbessert damit die relative Position von Erdgas, dessen CO₂-Ausstoß ungefähr halb so hoch ist wie bei Braunkohle. Die KWK-Technologie ist durch die kombinierte Produktion von Strom und Wärme besonders effizient und damit emissionsschonend. 2Gs erdgasbasierte KWK-Anlagen profitieren damit vom Preisanstieg für CO₂-Emissionen relativ zu mit Braunkohle betriebenen Kraftwerken und relativ zur ungekoppelten Stromproduktion. Noch besser ist die Bilanz bei Biogas-KWK-Anlagen, da die Biogasanlagen zumeist mit nachwachsenden Rohstoffen betrieben werden, die das im



Verbrennungsprozess frei werdende CO₂ durch Photosynthese vorher gebunden haben und damit insgesamt nur wenig CO₂ emittieren.

Im Biogasbereich sollte die durch die staatliche Förderung von Flexibilisierung und Repowering in Deutschland sehr starke KWK-Nachfrage 2Gs Absatz auch in 2019 beflügeln. Insgesamt bleiben die Aussichten für 2G damit auch in 2019 sehr gut.

Schätzungen bestätigt Vor dem Hintergrund der sehr guten H1-Ergebnisse und des hohen Auftragsbestands gehen wir weiterhin davon aus, dass 2G die €200 Mio.-Grenze beim Umsatz knackt und damit beim Umsatz im oberen Bereich der Guidance landen sollte. Auch bei der EBIT-Marge gehen wir von einer Verbesserung im Vergleich zum Vorjahr aus und unterstellen weiterhin eine Marge von 4,6% nach 3,9% in 2017.

Kursziel leicht erhöht – Kaufempfehlung bekräftigt Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €29,00 (bisher: €28,00). Angesichts der ausgezeichneten Aussichten für das Gesamtjahr und 2019E sehen wir den Kursrückgang der letzten Monate als ungerechtfertigt an. Auf der Basis unserer Schätzungen für 2019E ist 2G attraktiv bewertet (EV/EBIT: 7). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Kurspotenzial: 37%.



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 | 0,29 | 1,27 | 4,76 | 6,58 | 6,12 | 6,21 | 5,78 | 5,50 |

| € Mio. | |
|---|--------|
| GW der FCFs explizite Periode (2018E-31E) | 63,48 |
| GW der FCFs in der Terminalperiode | 54,75 |
| Unternehmenswert (EV) | 118,23 |
| Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten) | 9,75 |
| Minderheitenanteile | 0,57 |
| Shareholder Value | 128,56 |
| Anzahl ausstehender Aktien (Mio.) | 4,43 |
| Fairer Wert je Aktie (€) | 29,00 |

| 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% |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12,8% | 14,58 | 16,51 | 18,43 | 20,36 | 22,28 | 24,21 | 26,13 |
| 11,8% | 16,22 | 18,34 | 20,45 | 22,57 | 24,69 | 26,81 | 28,92 |
| 10,8% | 18,24 | 20,60 | 22,95 | 25,31 | 27,66 | 30,02 | 32,37 |
| 9,8% | 20,82 | 23,47 | 26,12 | 29,02 | 31,43 | 34,09 | 36,74 |
| 8,8% | 24,18 | 27,22 | 30,26 | 33,30 | 36,34 | 39,38 | 42,42 |
| 7,8% | 28,74 | 32,30 | 35,86 | 39,43 | 42,99 | 46,55 | 50,11 |
| 6,8% | 35,26 | 39,56 | 43,86 | 48,16 | 52,46 | 56,76 | 61,06 |

* 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 |
| Rohertrag | 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 (Rohertrag/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 |
| Zugänge aus Akquisitionen | 2,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlageninvestitionen | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | 0,1 | 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 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 1,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | -1,7 | -1,6 | -1,8 | -1,8 | -1,9 | -2,0 |
| Erwerb eigener Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | -0,4 | -0,4 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 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...49 | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ |
| 50 | 27. April 2018 | € 20,80 | Buy | € 27,30 |
| 51 | 25. Mai 2018 | € 21,90 | Buy | € 28,00 |
| 52 | 4. Juni 2018 | € 21,00 | Buy | € 28,00 |
| 53 | Today | € 21,20 | Buy | € 29,00 |

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:

| Kategorie | | 1 | 2 |
|--------------------------------------|--|------------------|----------------|
| Aktuelle Marktkapitalisierung (in €) | | 0 - 2 Milliarden | > 2 Milliarden |
| Strong Buy ¹ | erwartete positive Kursentwicklung von: | > 50% | > 30% |
| Buy | erwartete positive Kursentwicklung von: | > 25% | > 15% |
| Add | erwartete positive Kursentwicklung zwischen: | 0% to 25% | 0% to 15% |
| Reduce | erwartete negative Kursentwicklung zwischen: | 0% to -15% | 0% to -10% |
| Sell | erwartete negative Kursentwicklung von: | < -15% | < -10% |

¹ Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

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.