

# 2G Energy AG

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

Vorläufige Zahlen  
 für 2018

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## ADD

€ 38,00

11,8%  
 Medium

## ERFREULICH HOHE EBIT-MARGE

**2G Energy wartet weiterhin mit Erfolgsmeldungen auf. Nachdem das Unternehmen im März einen Rekordumsatz von €210 Mio. vermeldet hatte, gab 2G nunmehr bekannt, dass die EBIT-Marge mit 5,5% am oberen Rand der Guidance liegt. Das Nettoergebnis wurde um 52% auf €7,6 Mio. gesteigert. Die Guidance für 2019 deutet auf weiteres Wachstum bei erneut steigender Profitabilität hin. 2G geht von einem Umsatz von €210-230 Mio. und einer EBIT-Marge von 5,5 - 7,0% aus. Angesichts voller Auftragsbücher, die eine Vollausslastung bis in das Jahr 2020 hinein garantieren, gehen wir davon aus, dass 2G in 2019 bei Umsatz und EBIT-Marge im oberen Bereich der Guidance liegen wird, und erhöhen unsere Schätzungen entsprechend. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €38,00 (bisher: €33,00). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.**

**Deutlicher EBIT-Margen-Sprung** 2G hat die EBIT-Marge von 3,9% auf 5,5% erhöht und damit den oberen Rand der eigenen Guidance erreicht und unsere Erwartung übertroffen (FBe: 5,1%). Das EBIT erhöhte sich um 56% auf €11,5 Mio. Der Nettogewinn stieg von €5,0 Mio. auf €7,6 Mio. (FBe: €7,1 Mio.).

**Auch in 2019E Umsatz- und Profitabilitätssteigerung** 2G geht für 2019 von einem Umsatz zwischen €210 und €230 Mio. aus, bei einer EBIT-Marge von 5,5 - 7,0%. Angesichts des hohen Auftragsbestands von €156,3 Mio. (Vorjahr: €130,5 Mio.) zum Ende des ersten Quartals gehen wir davon aus, dass 2G einen Umsatz in der Nähe des oberen Randes erzielen wird, und die EBIT-Marge sich in Richtung auf 7% bewegen wird.

**Positiver operativer Cashflow trotz höherem Working Capital** Der operative Cashflow betrug €4,9 Mio. (2017: €12,8 Mio.). Das Working Capital stieg im Wesentlichen wachstumsbedingt im Jahresvergleich von €38,4 Mio. auf €46,1 Mio. und belastete den operativen Cashflow mit €7,7 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit belief sich auf €-5,9 Mio.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	152,88	174,30	189,40	209,80	229,00	250,00
Jährliches Wachstum	-18,1%	14,0%	8,7%	10,8%	9,2%	9,2%
EBIT (€ Mio.)	4,77	5,65	7,33	11,50	15,68	18,60
EBIT-Marge	3,1%	3,2%	3,9%	5,5%	6,8%	7,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	2,78	1,80	5,01	7,60	10,60	12,61
EPS (verwässert) (€)	0,59	0,40	1,13	1,72	2,39	2,85
DPS (€)	0,37	0,37	0,40	0,42	0,42	0,45
FCF (€ Mio.)	-1,26	1,54	7,15	-1,09	4,39	5,49
Nettoverschuldungsgrad	-8,0%	-7,4%	-17,5%	-11,1%	-13,3%	-15,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,15	10,20	16,12	13,58	17,12	20,61

## 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 Montage- und Servicestandort in den USA.

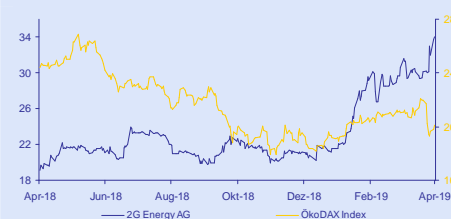
## HANDELSDATEN

Stand: 16. Apr 2019

Schlusskurs	€ 34,00
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 150,62 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 19,15 / 34,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	5.492

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	30,1	19,8	14,2
EV/Sales	0,8	0,7	0,6
EV/EBIT	19,6	12,5	9,2
Div.-Rendite	1,2%	1,2%	1,2%

## 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	23,3%
Free Float	46,7%

Damit dürfte der freie Cashflow bei ca. €-1 Mio. gelegen haben. Der finanzielle Cashflow betrug €-1,4 Mio. Die liquiden Mittel sanken von €16,1 Mio. auf €13,6 Mio.

**Umsatzwachstum durch Service-Segment getrieben** Die Umsatzsteigerung von €189,4 Mio. auf €209,8 Mio. (+11% J/J) wurde wesentlich durch höhere Service-Umsätze getrieben. Diese stiegen von €64,5 Mio. auf €78,1 Mio. (+21% J/J). Bemerkenswert ist der Anstieg der Service- und Ersatzteilumsätze im Ausland von €14,1 Mio. auf €20,4 Mio. (+45% J/J). Dies zeigt, dass 2G inzwischen auch im Service-Bereich im Ausland Fuß gefasst hat, das über ein Viertel zum Gesamt-Serviceumsatz beisteuert. Der Anteil des Service-Segments am Gesamtumsatz stieg von 34% auf 37% und unterstreicht die steigende Bedeutung des Service-Geschäfts für 2G. Der Umsatz aus dem Verkauf von KWK-Anlagen erhöhte sich um 5% auf €131,7 Mio. Hier betrug der Auslandsanteil rund 40%. Die umsatzstärksten Auslandsmärkte waren Großbritannien und Frankreich. Insgesamt steigerte 2G den Umsatz sowohl im In- als auch im Ausland. Der Inlandsumsatz erhöhte sich von €122,7 Mio. auf €137,1 Mio. (+12% J/J), während der Auslandsumsatz um 9% auf €72,7 Mio. stieg. Der Anteil des Auslandsumsatzes blieb damit stabil bei 35%.

**Effizienzmaßnahmen zeigen Wirkung** Das seit 2018 stufenweise eingeführte industrielle Prozessmodell wirkt sich positiv auf Effizienz, Qualität, und die Durchlaufzeiten aus und steigert dadurch die Kapazität im Anlagenbau. Die durchgeführten Maßnahmen sind wesentlich mitverantwortlich für die EBIT-Margensteigerung.

**Auftragseingang auf hohem Niveau** Im ersten Quartal 2019 lag der Auftragseingang bei €39,2 Mio. und damit deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Die Exportquote erreichte nahezu 50%, wozu insbesondere ein starker Auftragseingang der US-Tochter in Höhe von €6,4 Mio. beigetragen hat. Der Auftragsbestand erhöhte sich zum Ende des ersten Quartals um 20% J/J auf €156,3 Mio.

**Liefervertrag mit Viessmann geschlossen** 2G hat mit der Viessmann Kraft-Wärme-Kopplung GmbH einen OEM-Vertrag zur Lieferung von Antriebskomponenten geschlossen. Dass Viessmann, ein international führender Hersteller von Heizsystemen, in seiner KWK-Sparte auf 2G setzt, sehen wir als Bestätigung für die hohe Qualität der 2G-Anlagenkomponenten.

**Schätzungen für 2019E und die Folgejahre erhöht** Aufgrund der sehr positiven Margenentwicklung und der anhaltend hohen Nachfrage nach KWK-Anlagen erhöhen wir unsere Schätzungen für 2019E und die Folgejahre. Für 2019E unterstellen wir einen Umsatz von €229 Mio. (€144 Mio. KWK-Anlagenverkauf und €85 Mio. Service) bei einer EBIT-Marge von 6,8%.

#### Abbildung 1: Änderung der Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	2018E			2019E			2020E		
	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta
Umsatz	209,80	209,50	0,1%	229,00	225,00	1,8%	250,00	240,00	4,2%
EBIT	11,50	10,61	8,4%	15,68	12,89	21,6%	18,60	16,34	13,8%
EBIT-Marge	5,5%	5,1%	-	6,8%	5,7%	-	7,4%	6,8%	-
Nettoergebnis	7,60	7,10	7,1%	10,60	8,68	22,1%	12,61	11,05	14,1%
Nettomarge	3,6%	3,4%	-	4,6%	3,9%	-	5,0%	4,6%	-
EPS verwässert (€)	1,72	1,60	7,5%	2,39	1,96	21,9%	2,85	2,50	14,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Hinzufügen, Kursziel erhöht** Ein aktualisiertes DCF Modell ergibt ein neues Kursziel von €38,00 (bisher: €33,00). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	209,80	229,00	250,00	270,00	288,90	306,23	321,55	334,41
Wachstum J/J	11%	9%	9%	8%	7%	6%	5%	4%
EBIT	11,50	15,68	18,60	20,25	21,67	22,97	24,12	25,08
EBIT-Marge	5,5%	6,8%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
NOPLAT	7,82	10,82	12,83	13,97	14,95	15,85	16,64	17,31
+ Abschreibungen und Amortisation	3,90	4,20	4,48	5,40	6,64	7,66	8,04	7,69
= Operativer Cashflow (netto)	11,72	15,01	17,31	19,37	21,60	23,50	24,68	25,00
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-13,53	-10,40	-11,60	-10,64	-10,41	-10,42	-10,27	-9,98
CAPEX	-5,94	-5,30	-5,30	-5,94	-6,07	-6,43	-6,75	-7,02
Working Capital	-7,59	-5,10	-6,30	-4,70	-4,35	-3,99	-3,52	-2,96
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	-1,81	4,61	5,71	8,73	11,18	13,09	14,40	15,02
GW der FCFs	-1,87	4,33	4,88	6,80	7,93	8,45	8,47	8,04

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2018E-31E)	86,01
GW der FCFs in der Terminalperiode	75,05
Unternehmenswert (EV)	161,06
Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten)	6,74
Minderheitenanteile	0,57
Shareholder Value	168,37
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	38,00

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	7,5%

Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert je Aktie (€)

Terminale EBIT-Marge

		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
WACC	12,8%	19,46	21,77	24,08	26,38	28,69	31,00	33,31
	11,8%	21,76	24,29	26,83	29,36	31,89	34,42	36,96
	10,8%	24,61	27,41	30,22	33,03	35,84	38,65	41,46
	9,8%	28,21	31,36	34,52	<b>38,01</b>	40,83	43,98	47,14
	8,8%	32,90	36,51	40,11	43,72	47,32	50,92	54,53
	7,8%	39,25	43,46	47,67	51,88	56,09	60,30	64,51
	6,8%	48,29	53,36	58,43	63,49	68,56	73,63	78,69

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>152,9</b>	<b>174,3</b>	<b>189,4</b>	<b>209,8</b>	<b>229,0</b>	<b>250,0</b>
Bestandsveränderungen	0,1	7,1	-2,3	10,8	2,5	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,8	2,3	3,4	0,5	1,5	2,1
<b>Gesamtleistung</b>	<b>154,7</b>	<b>183,6</b>	<b>190,5</b>	<b>221,1</b>	<b>233,0</b>	<b>252,1</b>
Materialkosten	-100,6	-128,6	-126,8	-148,7	-153,9	-166,0
<b>Rohhertrag</b>	<b>54,1</b>	<b>55,0</b>	<b>63,7</b>	<b>72,4</b>	<b>79,1</b>	<b>86,1</b>
Personalaufwand	-29,3	-30,0	-32,5	-35,3	-36,6	-38,6
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	1,4	1,3	1,8	2,6	2,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,9	-17,1	-21,0	-23,2	-25,0	-26,9
<b>EBITDA</b>	<b>8,1</b>	<b>9,2</b>	<b>11,1</b>	<b>15,4</b>	<b>19,9</b>	<b>23,1</b>
Abschreibungen	-3,3	-3,6	-3,8	-3,9	-4,2	-4,5
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>11,5</b>	<b>15,7</b>	<b>18,6</b>
Finanzergebnis	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>11,2</b>	<b>15,4</b>	<b>18,3</b>
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	-3,6	-4,8	-5,7
Minderheitenbeteiligungen	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>7,6</b>	<b>10,6</b>	<b>12,6</b>
<b>Gewinn pro Aktie in €</b>	<b>0,59</b>	<b>0,40</b>	<b>1,13</b>	<b>1,72</b>	<b>2,39</b>	<b>2,85</b>
<b>Gewinn pro Aktie verwässert (in €)</b>	<b>0,59</b>	<b>0,40</b>	<b>1,13</b>	<b>1,72</b>	<b>2,39</b>	<b>2,85</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	35,4%	31,5%	33,6%	34,5%	34,6%	34,4%
EBIT-Marge	3,1%	3,2%	3,9%	5,5%	6,8%	7,4%
EBITDA-Marge	5,3%	5,3%	5,9%	7,3%	8,7%	9,2%
Nettogewinn-Marge	1,8%	1,0%	2,6%	3,6%	4,6%	5,0%
Steuersatz	42,0%	32,2%	29,3%	32,0%	31,0%	31,0%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>						
Personalaufwand	19,2%	17,2%	17,2%	16,8%	16,0%	15,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,0%	9,8%	11,1%	11,1%	10,9%	10,8%
Abschreibungen und Amortisation	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
<b>Wachstum J/J</b>						
Umsatzerlöse	-18,1%	14,0%	8,7%	10,8%	9,2%	9,2%
Betriebsergebnis	-57,7%	18,4%	29,8%	56,8%	36,3%	18,6%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-57,2%	-35,3%	178,6%	51,8%	39,4%	19,0%



## BILANZ

Angaben in Mio. €	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Aktiva</b>						
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>72,4</b>	<b>86,8</b>	<b>90,8</b>	<b>94,4</b>	<b>104,3</b>	<b>115,4</b>
Zahlungsmittel	10,2	10,2	16,1	13,6	17,1	20,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,6	29,2	27,9	31,9	34,5	37,7
Vorräte	32,2	43,4	44,0	46,1	49,8	54,3
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5,3	3,9	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Anlagevermögen</b>	<b>23,5</b>	<b>24,6</b>	<b>25,5</b>	<b>27,5</b>	<b>28,6</b>	<b>29,4</b>
Sachanlagen	17,7	19,2	20,7	22,9	24,2	25,2
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
<b>Summe Aktiva</b>	<b>95,9</b>	<b>111,4</b>	<b>116,3</b>	<b>121,9</b>	<b>132,8</b>	<b>144,9</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>43,2</b>	<b>58,5</b>	<b>60,5</b>	<b>60,4</b>	<b>62,6</b>	<b>64,0</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,9	6,3	6,4	6,8	7,8	7,8
Verbindlichkeiten aus L&L	5,4	6,8	10,1	10,6	11,8	13,2
Rückstellungen	11,7	12,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	20,2	32,9	28,6	27,5	27,5	27,5
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>52,6</b>	<b>52,9</b>	<b>55,7</b>	<b>61,5</b>	<b>70,2</b>	<b>80,9</b>
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	46,2	55,0	65,6
Sonstige Rücklagen	-0,6	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9
Minderheitenanteile	0,8	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>Bilanzsumme</b>	<b>95,9</b>	<b>111,4</b>	<b>116,3</b>	<b>121,9</b>	<b>132,8</b>	<b>144,9</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	2,6	2,1	2,3	2,4	2,5	2,7
Eigenkapitalquote	54,9%	47,5%	47,9%	50,4%	52,9%	55,8%
Net Gearing	-8,0%	-7,4%	-17,5%	-11,1%	-13,3%	-15,9%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	11,9	12,6	13,9	15,8	18,3
Nettoverbindlichkeiten	-4,2	-3,9	-9,8	-6,8	-9,3	-12,8
Zinsdeckungsgrad	17	15	20	36	49	58
Durchschn. Working Capital/Umsatz	23,6%	22,0%	20,7%	20,1%	21,2%	21,7%
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,3%	3,4%	9,0%	12,4%	15,1%	15,6%
Kapitalverzinsung (ROCE)	6,8%	8,0%	9,8%	14,3%	17,7%	18,8%
Lagerumschlag (Tage)	77	91	85	80	79	79
Forderungsumschlag (Tage)	59	61	54	56	55	55
Kreditorenlaufzeit (Tage)	20	19	29	26	28	29



## CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>4,9</b>	<b>7,6</b>	<b>10,6</b>	<b>12,6</b>
+ Abschreibungen / Amortisation	3,3	3,6	3,8	3,9	4,2	4,5
- Investitionen in Working Capital	-2,0	-0,3	1,2	-6,7	-5,1	-6,3
+/- Sonstiges	-1,8	1,3	2,9	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>12,8</b>	<b>4,9</b>	<b>9,7</b>	<b>10,8</b>
- CAPEX	-3,3	-4,8	-5,7	-5,9	-5,3	-5,3
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>7,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,5</b>
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
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,3</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,2	0,4	0,1	0,4	1,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-1,6	-1,8	-1,9	-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
<b>Finanzieller Cashflow</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>5,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
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	13,6	17,1
<b>Liquide Mittel, Jahresende</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>16,1</b>	<b>13,6</b>	<b>17,1</b>	<b>20,6</b>
<b>Freier Cashflow pro Aktie in €</b>	<b>-0,28</b>	<b>0,35</b>	<b>1,61</b>	<b>-0,25</b>	<b>0,99</b>	<b>1,24</b>
<b>Wachstum J/J</b>						
Operativer Cashflow	-	209,5%	101,3%	-62,2%	99,8%	11,3%
Freier Cash Flow	-	n.a.	363,6%	n.a.	n.a.	25,0%
Finanzieller Cashflow	-	-9,8%	24,1%	-31,7%	-40,4%	131,6%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	363,6%	n.a.	n.a.	25,0%

**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...53	↓	↓	↓	↓
54	19. Oktober 2018	€ 22,70	Buy	€ 29,00
55	3. Dezember 2018	€ 21,10	Buy	€ 30,00
56	6. März 2019	€ 28,60	Add	€ 33,00
57	Today	€ 34,00	Add	€ 38,00

**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© 2019 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 <sup>1</sup>	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%

<sup>1</sup> 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 und/oder Kanada bestimmt.**