

2G Energy AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 39,00

7,1%

Medium

H1 IN JEDER HINSICHT ÜBERZEUGEND

2G Energy hat sehr überzeugende H1-Zahlen vorgelegt, die über unseren Schätzungen lagen. Der Umsatz erhöhte sich um 14% auf fast €96 Mio., und das EBIT stieg überproportional auf €2,9 Mio. nach €1,1 Mio. in H1/18 (+158%). Ein weiterhin hoher Auftragsbestand von €151 Mio. sichert die Vollausslastung der Kapazitäten bis weit ins Jahr 2020 hinein. Das Unternehmen hat seine Guidance (Umsatz im oberen Bereich der Bandbreite €210-230 Mio., EBIT-Marge von 5,5%-7,0%) bekräftigt. Die starken Halbjahreszahlen sehen wir als Bestätigung unserer Prognose für das Gesamtjahr. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €39,00 (bisher: €38,00). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.

Kräftige Umsatz- und EBIT-Margensteigerung Die Umsatzsteigerung um 14% auf €95,8 Mio. (FBe: €90,0 Mio.) wurde insbesondere durch das Anlagen-Segment angetrieben (+18% J/J), aber auch das Service-Segment trug mit einem Umsatzplus von 10% zum Anstieg bei. Trotz des gestiegenen Umsatzes konnten die sonstigen betrieblichen Ausgaben von €10,4 Mio. auf €10,0 Mio. gesenkt werden – ein Hinweis auf die gestiegene Prozesseffizienz. Das EBIT stieg von €1,1 Mio. auf €2,9 Mio. (+158% J/J, FBe: €2,0 Mio.) Die EBIT-Marge erhöhte sich von 1,3% auf 3,0%. Höhere Steuerausgaben (€1,2 Mio. versus €0,3 Mio. in H1/18 führten dazu, dass das Nettoergebnis absolut weniger stark stieg (€1,5 Mio. versus €0,6 Mio. in H1/18, FBe: €1,3 Mio.). Die EPS erhöhten sich um 152% von €0,14 auf €0,35.

Guidance nach überzeugenden Halbjahreszahlen gut erreichbar 2G hat ihre Guidance (Umsatz im oberen Bereich der Bandbreite von €210-230 Mio., EBIT-Marge zwischen 5,5% und 7%) bestätigt. Nachdem das Unternehmen bereits im üblicherweise schwächeren ersten Halbjahr eine kräftige Umsatz- und EBIT-Margensteigerung erzielt hat, sehen wir unsere Prognose (Umsatz: €229 Mio., EBIT-Marge: 6,8%) untermauert. 2G hat bereits in H1/19 ca. 42% unserer Umsatzprognose erreicht. Letztes Jahr erzielte das Unternehmen 40% des Jahresumsatzes im ersten Halbjahr. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	174,30	189,40	209,78	229,00	250,00	270,00
Jährliches Wachstum	14,0%	8,7%	10,8%	9,2%	9,2%	8,0%
EBIT (€ Mio.)	5,65	7,33	11,45	15,68	18,60	20,25
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,8%	7,4%	7,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	1,80	5,01	7,52	10,54	12,55	13,71
EPS (verwässert) (€)	0,40	1,13	1,70	2,38	2,83	3,09
DPS (€)	0,40	0,42	0,45	0,48	0,52	0,56
FCF (€ Mio.)	1,54	7,15	-2,37	3,82	5,33	9,07
Nettoverschuldungsgrad	-7,4%	-17,5%	-10,3%	-11,6%	-14,1%	-19,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,20	16,12	13,63	15,48	18,69	25,46

RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind regulatorische Änderungen, Internationalisierung, steigender Wettbewerb, hohe Gas- und niedrige Strompreise.

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.

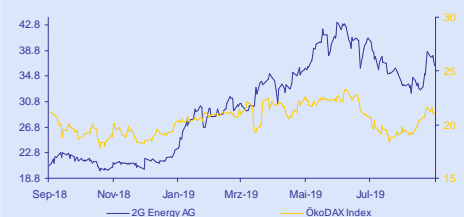
HANDELSDATEN

Stand: 27. Sep 2019

Schlusskurs	€ 36,40
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 161,25 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 19,95 / 43,20
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	7.239

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	21,4	15,3	12,8
EV/Sales	0,7	0,7	0,6
EV/EBIT	13,6	9,9	8,4
Div.-Rendite	1,2%	1,3%	1,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2019

Liquide Mittel	€ 8,51 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 106,85 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,53 Mio.
Bilanzsumme	€ 134,67 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 54,06 Mio.
Eigenkapital	€ 59,69 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Christian Grotholt	30,0%
Ludger Gausling	23,0%
Free Float	47,0%

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	H1/19A	H1/19E	Delta	H1/18A	Delta
Umsatz	95,81	90,00	6,5%	84,14	13,9%
Gesamtleistung	107,44	105,90	1,5%	94,53	13,7%
EBIT	2,86	1,95	46,7%	1,11	157,7%
EBIT-Marge	3,0%	2,2%	-	1,3%	-
Nettoergebnis (nach Mind.)	1,54	1,23	25,2%	0,61	152,5%
Nettomarge	1,6%	1,4%	-	0,7%	-
EPS verwässert (€)	0,35	0,28	25,2%	0,14	152,5%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Starke Bilanz ermöglicht kräftigen Vorratsaufbau Dank der hohen Cashposition am Jahresanfang und ihrer Kreditwürdigkeit konnte 2G die Vorräte von €46 Mio. auf €61 Mio. erhöhen. Dahinter verbirgt sich ein bewusster Aufbau des Motorenlagerbestands, der 2G im zweiten Halbjahr kurze Lieferzeiten und damit Wettbewerbsvorteile insbesondere im deutschen Biogasmarkt ermöglicht. Die Cash-Position sank von €13,6 Mio. auf €8,5 Mio. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten stiegen von €7,3 Mio. auf €15,8 Mio., hauptsächlich wegen der Aufnahme eines kurzfristigen Kredits in Höhe von €8,0 Mio. zur Finanzierung der höheren Vorräte. Damit ergibt sich eine Nettoverschuldung €7,3 Mio. Das Eigenkapital sank, hauptsächlich wegen der Auszahlung der Dividende (€2 Mio. erstmalig in H1 ausbezahlt.) von €61,5 Mio. Ende 2018 auf €59,7 Mio. Zwar sinkt die Eigenkapitalquote damit von 49% auf 44%, bleibt aber auf einem hohen Niveau.

Negativer operativer Cashflow durch strategischen Working Capital-Aufbau Der operative Cashflow belief sich auf €-8,0 Mio. und war wesentlich geprägt durch die Erhöhung der Vorräte um fast €15 Mio. CAPEX von €2,0 Mio. führten zu einem freien Cashflow von €-10,1 Mio. Insgesamt belief sich der Cashflow aus Investitionstätigkeit auf €-3,4 Mio., davon wurden €1,4 Mio. für den Erwerb der Minderheitsanteile (20%) der 2G Drives GmbH verwendet. Damit gehört das für Forschung und Entwicklung (Optimierung von Gasmotoren, digitale Steuerung) zuständige Tochterunternehmen nunmehr vollständig zum Konzern. Der Finanzierungscashflow betrug €5,2 Mio. und war wesentlich geprägt durch die Dividendenauszahlung (€2 Mio.), und die Kreditaufnahme (€8 Mio.). Der Nettocashflow betrug damit €-6,1 Mio.

KWK-Anlagen-Segment wächst um 18% Der Umsatz im Anlagenverkauf stieg von €45,2 Mio. auf €53,2 Mio. Sowohl der Biogasbereich (+10% J/J) als auch der Erdgasbereich (+34% J/J von €12,5 Mio. auf €16,8 Mio.) trugen zum Segmentwachstum bei.

Service-Segment mit 10% Umsatzwachstum Der Service-Segment-Umsatz stieg um 10% J/J von €38,9 Mio. auf €42,6 Mio. Während sich der Service-Umsatz im Inland kaum erhöhte (€29,8 Mio. versus €29,5 Mio. in H1/18), stieg er im Ausland kräftig an (+36% von €9,4 Mio. auf €12,8 Mio.). Dies belegt, dass die Internationalisierung jetzt auch im Service-Bereich greift.

Produktionseffizienz erneut gesteigert Das Programm zur Verbesserung der Profitabilität zeigt weiterhin Wirkung. Trotz des deutlichen Umsatzanstiegs von 14% J/J sanken die sonstigen betrieblichen Ausgaben von €10,4 Mio. in H1/18 auf €10,0 Mio. (-3%). Offensichtlich kommt 2G bei der Standardisierung ihrer Prozesse und der Industrialisierung der Produktion gut voran. Die Effizienzsteigerungen in der Produktion lassen sich auch an der Kapazitätserhöhung bei weitgehend gleichem Ressourcenaufwand ablesen. Betrug die Kapazität in 2017 noch umgerechnet €31 Mio. pro Quartal oder €124 Mio. im Jahr, wuchs sie in 2018 auf €33 Mio. pro Quartal bzw. €132 Mio. im Jahr. Dieses Jahr liegt die Kapazität

bei €36 Mio. pro Quartal bzw. €144 Mio. im Jahr. In den nächsten Jahren will 2G Effizienzsteigerungen von 10% p.a. erzielen. Dies bedeutet für das Anlagensegment, dass in 2020 eine Kapazität von €158 Mio. p.a. erreicht würde und von €174 Mio. in 2021.

Auslandsgeschäft wird weiter forciert Im ersten Halbjahr konnte 2G den Anteil des Auslandsumsatzes auf 38% steigern (H1/18: 36%). Der Auslandsumsatz stieg um 21% J/J auf €36,6 Mio. Der H1-Auftragseingang aus dem Ausland belief sich auf €32,6 Mio. und stieg bis Ende August auf €39,2 Mio. Mittelfristig will 2G sich zu einem vollständig globalisierten Anbieter von KWK-Lösungen entwickeln. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf die Märkte in Nordamerika, Zentraleuropa, Japan und Australien.

Auftragsbestand bleibt hoch Ende August betrug der Auftragsbestand €150,6 Mio. nach €161,6 Mio. im Vorjahr (-7% J/J). Im Jahr 2018 belief sich der Umsatz im KWK-Anlagen-Segment auf €131,7 Mio. Auch unter der Annahme, dass das Segment in 2019 einen Umsatz von ca. €142 Mio. erzielen könnte, bedeutet dies, dass die Kapazitäten von 2G bis ins zweite Halbjahr 2020 hinein voll ausgelastet sein sollten. Der Auftragseingang belief sich in den ersten acht Monaten auf €91,4 Mio. nach €123,8 Mio. im Vorjahreszeitraum (-26% J/J). Dieser Rückgang ist weniger dramatisch, als die Zahl suggeriert, da der Auftragseingang in 2018 vom Biogas-KWK-Boom in Deutschland geprägt und daher außerordentlich hoch war.

Belebung des Auftragseingangs zu erwarten Nach mehreren Verbesserungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen (Senkung der EEG-Umlage auf KWK-Eigenstromversorgung auf wieder einheitlich 40%, Verlängerung der KWK-Förderung bis 2025, Wegfall des Beihilfevorbehalts bei Bestandsanlagen) haben sich die regulatorischen Rahmenbedingungen für KWK gebessert. 2G geht daher davon aus, dass sich die Nachfrage nach erdgasbasierten KWK-Anlagen in den kommenden Quartalen belebt. Im Biogasbereich könnte das Auslaufen der KWK-Flexibilitätsprämie im November 2020 zu einem Nachfrageendspurt führen. Mittelfristig sind der Kohle- und Atomausstieg und das Klimaschutzprogramm 2030 wichtige Wachstumstreiber.

Klimaschutzprogramm der Bundesregierung unterstützt KWK längerfristig Das im September beschlossene Klimaschutzprogramm der Bundesregierung sieht vor, die KWK-Förderung weiterzuentwickeln und um weitere fünf Jahre bis 2030 zu verlängern. Die Bundesregierung sieht moderne KWK-Systeme perspektivisch als Ersatz für Kohle-KWK-Kraftwerke und hebt ihre Flexibilität und Systemdienlichkeit als zentrale Eigenschaften, die für die Integration erneuerbarer Energien wichtig sind, hervor. Die längerfristige staatliche KWK-Förderung schafft verlässliche und stabile Rahmenbedingungen und sollte sich mittelfristig positiv auf den Erdgas-KWK-Markt auswirken.

Biogas-KWK-Flexibilitätsprämie noch bis Ende November 2020 Nachdem die Bundesnetzagentur Ende August bekannt gegeben hat, dass der Förderdeckel von 1.000 MW für flexibel bereitgestellte zusätzlich installierte Leistung zur Erlangung der Flexibilitätsprämie erreicht wurde, beginnt die Übergangsfrist von 15 Monaten, in der die Förderung weiterhin abgerufen werden kann. Betreiber von Biogasanlagen haben bis Ende November 2020 Zeit, um sowohl die Inbetriebnahme der zusätzlichen, flexiblen Leistung durchzuführen, als auch die Registermeldung ins Marktstammdatenregister vorzunehmen. Unter der Annahme, dass von Bestellung bis Inbetriebnahme der KWK-Anlage ca. drei Monate zu veranschlagen sind, kann 2G noch bis ca. Ende August 2020 auf flexibilitätsprämienbedingte Aufträge hoffen. Ende November 2020 müssen die letzten Biogas-KWK-Anlagen in Betrieb genommen werden. Damit dürfte 2G in 2020 noch 11 Monate lang von der Flexibilitätsprämie profitieren.



Deutscher Kohleausstieg: Kabinett plant Beschluss im November 2019 Der Kohleausstieg soll bis spätestens 2038 erfolgen und Kapazitäten von ca. 43 GW aus dem Markt nehmen. Bereits bis 2022 sollen 13 GW vom Netz gehen. Der Kabinettsbeschluss im November sollte Klarheit über die konkreten Pläne der Bundesregierung bringen. Der massive Rückgang der grundlastfähigen Kohlestromkapazität in den nächsten Jahren bietet ein sehr großes Potenzial für dezentrale, gasbasierte KWK-Anlagen, wie 2G sie anbietet.

Prognosen für 2019E und die Folgejahre bestätigt Nach den starken Halbjahreszahlen und den auch für die nächsten Jahre angepeilten Kapazitätssteigerungen bei der Produktion von KWK-Anlagen halten wir an unseren Umsatzwachstums- und EBIT-Margensteigerungsprognosen fest. Auch marktseitig stehen die Zeichen nach den jüngsten Verbesserungen der Regulierung sowie den weiteren in Aussicht gestellten Verbesserungen auf weiteres Wachstum.

Weiterhin Hinzufügen bei leicht erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €39,00 (bisher: €38,00). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	229,00	250,00	270,00	288,90	306,23	321,55	334,41	347,78
Wachstum J/J	9%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%
EBIT	15,68	18,60	20,25	21,96	23,27	24,12	25,08	26,08
EBIT-Marge	6,8%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%
NOPLAT	10,82	12,83	13,98	15,15	16,06	16,64	17,31	18,00
+ Abschreibungen und Amortisation	4,20	4,48	4,76	5,49	6,12	6,75	7,36	7,30
= Operativer Cashflow (netto)	15,01	17,31	18,74	20,64	22,18	23,39	24,66	25,30
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-10,92	-11,70	-9,40	-10,12	-10,42	-10,27	-9,98	-10,38
CAPEX	-5,30	-5,30	-5,30	-6,07	-6,43	-6,75	-7,02	-7,30
Working Capital	-5,62	-6,40	-4,10	-4,05	-3,99	-3,52	-2,96	-3,08
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	4,09	5,61	9,34	10,52	11,77	13,12	14,68	14,92
GW der FCFs	4,00	4,99	7,56	7,75	7,89	8,01	8,16	7,55

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2019E-32E)	94,42
GW der FCFs in der Terminalperiode	71,79
Unternehmenswert (EV)	166,21
Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten)	5,81
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	172,68
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	39,00

WACC	
WACC	9,9%
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	12,9%	20,63	22,87	25,12	27,36	29,61	31,85	34,10
	11,9%	22,93	25,40	27,87	30,34	32,81	35,28	37,75
	10,9%	25,78	28,53	31,27	34,02	36,77	39,51	42,26
	9,9%	29,38	32,47	35,57	38,98	41,76	44,85	47,95
	8,9%	34,06	37,61	41,15	44,70	48,24	51,78	55,33
	7,9%	40,39	44,54	48,69	52,83	56,98	61,13	65,28
	6,9%	49,37	54,38	59,38	64,38	69,38	74,38	79,39

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2032



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz	174,3	189,4	209,8	229,0	250,0	270,0
Bestandsveränderungen	7,1	-2,3	10,8	2,5	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,3	3,4	0,5	1,5	1,7	1,9
Gesamtleistung	183,6	190,5	221,1	233,0	251,7	271,9
Materialkosten	-128,6	-126,8	-148,7	-153,9	-166,0	-180,6
Rohhertrag	55,0	63,7	72,4	79,1	85,7	91,3
Personalaufwand	-30,0	-32,5	-35,3	-36,6	-38,2	-39,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,3	1,8	2,6	2,8	3,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,1	-21,0	-23,2	-25,0	-26,9	-29,0
EBITDA	9,2	11,1	15,4	19,9	23,1	25,0
Abschreibungen	-3,6	-3,8	-3,9	-4,2	-4,5	-4,8
Betriebsergebnis (EBIT)	5,6	7,3	11,5	15,7	18,6	20,3
Finanzergebnis	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	5,3	7,0	11,1	15,3	18,2	19,9
Andere Erträge/ Aufwendungen	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,7	-2,0	-3,5	-4,7	-5,6	-6,2
Minderheitenbeteiligungen	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1,8	5,0	7,5	10,5	12,6	13,7
Gewinn pro Aktie in €	0,40	1,13	1,70	2,38	2,83	3,09
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,40	1,13	1,70	2,38	2,83	3,09
Kennzahlen						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	31,5%	33,6%	34,5%	34,6%	34,3%	33,8%
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,8%	7,4%	7,5%
EBITDA-Marge	5,3%	5,9%	7,3%	8,7%	9,2%	9,3%
Nettogewinn-Marge	1,0%	2,6%	3,6%	4,6%	5,0%	5,1%
Steuersatz	32,2%	29,3%	31,2%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	17,2%	17,2%	16,8%	16,0%	15,3%	14,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	11,1%	11,1%	10,9%	10,8%	10,8%
Abschreibungen und Amortisation	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	14,0%	8,7%	10,8%	9,2%	9,2%	8,0%
Betriebsergebnis	18,4%	29,8%	56,2%	36,9%	18,6%	8,9%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-35,3%	178,6%	50,2%	40,2%	19,1%	9,2%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktiva						
Umlaufvermögen	86,8	90,8	97,3	105,9	116,9	129,0
Zahlungsmittel	10,2	16,1	13,6	15,5	18,7	25,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	27,9	31,9	33,9	37,0	39,2
Vorräte	43,4	44,0	46,1	50,9	55,6	58,7
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,9	2,8	5,6	5,6	5,6	5,6
Anlagevermögen	24,6	25,5	27,5	28,6	29,4	30,0
Sachanlagen	19,2	20,7	22,8	24,1	25,1	25,8
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,4	4,7	3,8	3,6	3,4	3,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Summe Aktiva	111,4	116,3	124,8	134,5	146,4	159,0
Passiva						
Verbindlichkeiten	58,5	60,5	63,2	64,4	65,8	67,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,3	6,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Verbindlichkeiten aus L&L	6,8	10,1	10,6	11,8	13,2	14,4
Rückstellungen	12,5	15,5	17,2	17,2	17,2	17,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	32,9	28,6	28,1	28,1	28,1	28,1
Summe Eigenkapital	52,9	55,7	61,6	70,1	80,5	91,9
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	37,2	40,5	46,1	54,7	65,1	76,5
Sonstige Rücklagen	-0,6	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Minderheitenanteile	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme	111,4	116,3	124,8	134,5	146,4	159,0
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9
Eigenkapitalquote	47,5%	47,9%	49,3%	52,1%	55,0%	57,8%
Net Gearing	-7,4%	-17,5%	-10,3%	-11,6%	-14,1%	-19,7%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	12,6	13,9	15,8	18,2	20,8
Nettoverbindlichkeiten	-3,9	-9,8	-6,3	-8,2	-11,4	-18,1
Zinsdeckungsgrad	15	20	29	39	46	52
Durchschn. Working Capital/Umsatz	22,0%	20,7%	20,2%	21,4%	22,0%	22,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,4%	9,0%	12,2%	15,0%	15,6%	14,9%
Kapitalverzinsung (ROCE)	8,0%	9,8%	14,0%	17,4%	18,6%	18,3%
Lagerumschlag (Tage)	91	85	80	81	81	79
Forderungsumschlag (Tage)	61	54	55	54	54	53
Kreditorenlaufzeit (Tage)	19	29	26	28	29	29



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoergebnis	1,8	4,9	7,6	10,5	12,6	13,7
+ Abschreibungen / Amortisation	3,6	3,8	3,9	4,2	4,5	4,8
- Investitionen in Working Capital	-0,3	1,2	-6,6	-5,6	-6,4	-4,1
+/- Sonstiges	1,3	2,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	6,4	12,8	4,9	9,1	10,6	14,4
- CAPEX	-4,8	-5,7	-7,2	-5,3	-5,3	-5,3
Freier Cashflow	1,5	7,2	-2,4	3,8	5,3	9,1
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,1	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,8	2,3	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4,5	-4,9	-5,9	-5,3	-5,3	-5,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,4	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3
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	-0,5	0,0	0,0	0,0
Finanzieller Cashflow	-1,7	-2,1	-1,4	-2,0	-2,1	-2,3
Veränderung liquide Mittel	0,1	5,9	-2,4	1,9	3,2	6,8
Wechselkursbedingte Veränderungen	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	10,1	10,2	16,1	13,6	15,5	18,7
Liquide Mittel, Jahresende	10,2	16,1	13,6	15,5	18,7	25,5
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,35	1,61	-0,53	0,86	1,20	2,05
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	101,3%	-62,0%	86,9%	16,7%	35,1%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	n.a.	39,8%	70,0%
Finanzieller Cashflow	-	24,1%	-34,6%	42,2%	8,2%	8,3%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	n.a.	39,8%	70,0%

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...56	↓	↓	↓	↓
57	17. April 2019	€ 34,00	Add	€ 38,00
58	14. Mai 2019	€ 32,90	Add	€ 38,00
59	29. Mai 2019	€ 36,00	Add	€ 38,00
60	Today	€ 36,40	Add	€ 39,00

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 (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

First Berlin F.S.B. Investment-Beratungsgesellschaft mbH (im Folgenden FBIB), ein Unternehmen der First Berlin Gruppe, hält einen Anteil von unter 0.1% der Aktien des Unternehmens, das in dieser Analyse ge covert wird. Der Analyst unterliegt bezüglich seiner Empfehlung keinerlei Restriktionen und ist daher unabhängig. Damit ergibt sich unserer Meinung nach kein Interessenkonflikt.

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 und/oder Kanada bestimmt.