

2G Energy AG

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

9M-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 48,00

17,6%
 Medium

ENERGIEWENDEGEWINNER – KURSZIEL ERHÖHT

2G hat Umsatz und EBIT für die ersten neun Monate veröffentlicht. Auf Neunmonatsbasis setzte das Unternehmen sein profitables Wachstum fort. Der Umsatz stieg um fast 8% auf €141,5 Mio., und das EBIT erreichte €4,9 Mio. nach €4,0 Mio. im Vorjahreszeitraum. Sehr erfreulich sind die hohen Auftragseingänge im September und Oktober. 2G hat die Guidance für 2019 bestätigt und erwartet für 2020 einen Umsatz von €230-250 Mio. Aufgrund des hohen Auftragsbestands im KWK-Anlagengeschäft und des wachsenden Service-Geschäfts halten wir an unserer 2020-Umsatzschätzung von €250 Mio. fest. Auch für die Folgejahre unterstellen wir weiteres Wachstum bei steigenden Margen, da wir 2G als klaren Energiewendegewinner sehen. Der Ausstieg aus der Atomkraft (-9 GW) und die erste Phase des Kohleausstiegs (ca. -13 GW) führen zu einer Verringerung des grundlastfähigen Stromangebots von ca. 22 GW bis Ende 2022. Die sich auftuende Versorgungslücke bietet Produzenten von dezentralen Gaskraftwerken wie 2G ein großes Marktpotenzial. Wir halten 2Gs Mittelfristprognose von €300 Mio. bis 2024 daher für gut erreichbar. Economies of scale und eine weiter steigende Produktions- und Prozesseffizienz lassen eine EBIT-Margensteigerung in Richtung 10% bis 2024 erwarten, die wir in unserem überarbeiteten DCF-Modell abgebildet haben. Damit ergibt sich ein neues Kursziel von €48,00 (bisher €39,00). Unsere Empfehlung bleibt bei Hinzufügen.

Auch in 2020E stehen die Zeichen auf Wachstum Mit der Umsatzguidance für 2020 (€230-€250 Mio.) bietet 2G einen ersten Einblick in das kommende Jahr. Angesichts eines Auftragsbestands von €157,2 Mio. Ende Oktober halten wir einen 2020E-Umsatz aus Anlagenverkäufen von ca. €150 Mio. für gut erreichbar. Im Servicebereich prognostizieren wir einen Umsatz von ca. €100 Mio. Damit halten wir an unserer 2020E-Umsatzschätzung von €250 Mio. fest.

(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	14,36	17,97	20,58
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,3%	7,2%	7,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	1,80	5,01	7,52	9,61	11,96	13,70
EPS (verwässert) (€)	0,40	1,13	1,70	2,17	2,70	3,09
DPS (€)	0,40	0,42	0,45	0,48	0,52	0,56
FCF (€ Mio.)	1,54	7,15	-2,37	-8,11	11,74	10,16
Nettoverschuldungsgrad	-7,4%	-17,5%	-10,3%	5,4%	-7,4%	-15,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,20	16,12	13,63	12,24	21,86	29,71

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.

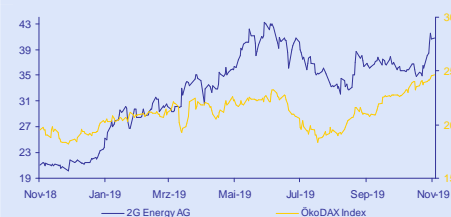
HANDELSDATEN

Stand: 2. Dez 2019

Schlusskurs	€ 40,80
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 180,74 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 20,20 / 43,20
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	7.694

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	24,0	18,8	15,1
EV/Sales	0,8	0,8	0,7
EV/EBIT	15,3	12,2	9,7
Div.-Rendite	1,1%	1,2%	1,3%

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%

2G nach neun Monaten weiter auf Wachstumskurs Der Konzernumsatz stieg in den ersten neun Monaten um 7,5% auf €141,5 Mio. (Vorjahr: €131,6 Mio.) und blieb damit nur leicht unter unserer Schätzung von €143,5 Mio. Die Gesamtleistung erhöhte sich um 3,3 % von €156,1 Mio. auf €161,3 Mio. Wir hatten eine stärkere Bestandserhöhung erwartet und eine Gesamtleistung von €172,6 Mio. prognostiziert. Das 9M-EBIT steigerte 2G von €4,0 Mio. auf €4,9 Mio. und übertraf damit unsere Schätzung von €4,1 Mio. Die EBIT-Marge stieg J/J von 3,0% auf 3,5%.

Auf Quartalsbasis zeigte sich in Q3 eine Wachstumsdelle (vgl. Abbildung 1). Wir gehen davon aus, dass das sehr starke zweite Quartal zum schwächeren Q3 beitrug, da ein beträchtlicher Umsatz (und damit auch Gesamtleistung) noch in Q2 verbucht werden konnte.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Angaben in €Mio.	Q3/19A	Q3/19E	Delta	Q3/18A	Delta	9M/19	9M/18	Delta
Umsatz	45,70	47,70	-4,2%	47,50	-3,8%	141,50	131,60	7,5%
Gesamtleistung	53,90	65,20	-17,3%	61,60	-12,5%	161,30	156,10	3,3%
EBIT	2,10	1,30	61,5%	2,90	-27,6%	4,90	4,00	22,5%
EBIT-Marge	4,6%	2,7%	-	6,1%	-	3,5%	3,0%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Damit steht 2G in Q4 vor einem Kraftakt: Um unsere Schätzung zu erreichen, muss der Q4-Umsatz €87,5 Mio. betragen. Das entspräche einem Wachstum gegenüber Q4/18 von 12%. Da 2G sowohl in Q4/18 als auch in Q4/17 einen Umsatz von fast €80 Mio. erreicht hat und ihre Produktionskapazität dank Effizienzsteigerungen in diesem Jahr weiter erhöht hat, sehen wir ein Erreichen unserer Schätzung als machbar an. Der 2G-Vorstand geht für das laufende vierte Quartal von hohen Umsatz- und Ergebnisbeiträgen aus installierten und bis zum Jahresende abgenommenen KWK-Anlagen aus und bestätigte seine Umsatzprognose (€220 bis €230 Mio.) bei einer EBIT-Marge zwischen 5,5% und 7,0%.

Erfreulich hoher Auftragseingang im September und Oktober Wie von uns erwartet hat sich der Auftragseingang im September und Oktober J/J deutlich erhöht. Im Zweimonatsvergleich stieg er von €18,3 Mio. auf €27,9 Mio.

Zwar lag der Auftragseingang per Ende Oktober durch das Auslaufen der Biogas-Sonderkonjunktur in Deutschland mit €118,9 Mio. deutlich unter dem Vorjahreswert von €142,1 Mio. Euro. Aber die Internationalisierung trägt weiter Früchte: Der Auftragseingang aus dem Ausland stieg per Ende Oktober um 13% auf €57,6 Mio. Erfreulich sind hier insbesondere die Märkte Nord- bzw. Mittelamerika (€19,5 Mio. versus €9,8 Mio. im Vorjahr) sowie – trotz Brexit-Unsicherheit – Großbritannien (€12,9 Mio. nach €3,7 Mio. im Vorjahr).

Kooperation mit Rolls-Royce 2G und Rolls-Royce haben eine Kooperationsvereinbarung zum gegenseitigen Bezug von Gas-Stromaggregaten für Blockheizkraftwerke (BHKW) geschlossen. Rolls-Royce wird von 2G Energy BHKW-Module im Leistungsbereich von 250 bis 550 kW beziehen und diese, ausgestattet mit der eigenen Steuerung und weiteren spezifischen Komponenten, unter seiner Marke MTU auf den Markt bringen. Im Gegenzug bezieht 2G für seine Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen (KWK) von Rolls-Royce MTU-Gas-Stromaggregate der Baureihe 4000 im elektrischen Leistungsspektrum von 776 bis 2.535 kW.

Wir deuten diesen Kooperationsvertrag zwischen dem Platzhirsch Rolls-Royce und dem deutschen Mittelständler 2G insbesondere als Anerkennung der Technologieführerschaft 2Gs im Leistungsbereich von 250 bis 550 kW. Offensichtlich verzichtet Rolls-Royce auf die Vermarktung eines eigenen Konkurrenzprodukts und bevorzugt stattdessen den Vertrieb von 2G-Modulen unter der MTU-Marke.

Nachdem 2G in den letzten 12 Monaten bereits eine ähnliche Vereinbarung mit Viessmann geschlossen hat und darüber hinaus im Frühjahr ein Wasserstoff-BHKW an Siemens



geliefert hat, kann 2G mit dem neuen Kooperationsvertrag ihre Technologieführerschaft festigen und den Output im genannten Leistungsbereich weiter erhöhen. Dies sollte aufgrund der höheren Stückzahlen zu günstigeren Einkaufspreisen bei Rohmotoren führen. Gleichzeitig diversifiziert 2G mit dem Bezug von MTU-Modulen im höheren Leistungsbereich ihre Lieferantenbasis und stärkt damit die eigene Unabhängigkeit.

Energiewendegewinner 2G Nach der Vorlage des Klimaschutzprogramms 2030 durch die deutsche Bundesregierung sehen wir 2G als klaren Energiewendegewinner. Folgende Wachstumstreiber machen wir aus:

- Verlängerung der KWK-Förderung bis 2030: Langfristig stabile Rahmenbedingungen sollten die Nachfrage nach KWK-Anlagen unterstützen.
- Der Ausstieg aus der Atomkraft (-9 GW) und die erste Phase des Kohleausstiegs (ca. -13 GW) führen zu einer Verringerung des grundlastfähigen Stromangebots von ca. 22 GW bis Ende 2022. Die sich auftuende Versorgungslücke bietet Produzenten von dezentralen Gaskraftwerken wie 2G ein großes Marktpotenzial.
- Systemdienlichkeit und Flexibilität: Diese beiden Eigenschaften von dezentralen KWK-Anlagen werden in den kommenden Jahren aufgrund des steigenden Anteils der nicht planbaren und volatilen Stromproduktion aus Sonne und Wind (Ziel: 65% in 2030; 2018: 38%) immer wichtiger und sollten die Nachfrage ankurbeln.

Vertrag mit CFO Friedrich Pehle verlängert Der Aufsichtsrat hat den Vertrag mit dem Finanzvorstand Friedrich Pehle um drei Jahre, also bis November 2023, verlängert. Wir begrüßen diese Entscheidung, da Herr Pehle nach unserer Wahrnehmung aufgrund seiner langjährigen Industrieerfahrung einen wichtigen Beitrag zur Umsetzung der Effizienzsteigerungen im Unternehmen geleistet hat.

Schätzungen angepasst Wir haben unsere Schätzung der Personalkosten für dieses Jahr und die Folgejahre erhöht. Die Gründe sind der Personalaufbau im ersten Halbjahr (659 Mitarbeiter Ende H1/19 versus 640 Mitarbeiter Ende 2018) und die sehr niedrige Arbeitslosigkeit in der Region, die höhere Löhne erwarten lässt. Damit sinken unsere EBIT-Margenschätzungen für 2019E und 2020E leicht. Eine höhere Finanzverschuldung führt zu höheren Zinsaufwendungen und damit zu niedrigeren Nettoergebnisschätzungen in diesem und im nächsten Jahr (vgl. Abbildung 2). Ab 2021E gehen wir von weiteren EBIT-Margensteigerungen in Richtung 10% aus. Langfristig unterstellen wir nunmehr eine EBIT-Marge von 9,0% (bisher: 7,5%).

Abbildung 2: Veränderung der Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	2019E			2020E			2021E		
	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta
Umsatz	229,00	229,00	0,0%	250,00	250,00	0,0%	270,00	270,00	0,0%
EBIT	14,36	15,68	-8,4%	17,97	18,60	-3,4%	20,58	20,25	1,6%
EBIT-Marge	6,3%	6,8%	-	7,2%	7,4%	-	7,6%	7,5%	-
Nettoergebnis	9,61	10,54	-8,8%	11,96	12,55	-4,7%	13,70	13,71	-0,1%
Nettomarge	4,2%	4,6%	-	4,8%	5,0%	-	5,1%	5,1%	-
EPS verwässert (€)	2,17	2,38	-8,7%	2,70	2,83	-4,7%	3,09	3,09	-0,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Hinzufügen bei erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €48,00 (bisher: €39,00). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	229,00	250,00	270,00	291,60	309,10	324,55	340,78	357,82
Wachstum J/J	9%	9%	8%	8%	6%	5%	5%	5%
EBIT	14,36	17,97	20,58	23,33	27,82	30,83	30,67	32,20
EBIT-Marge	6,3%	7,2%	7,6%	8,0%	9,0%	9,5%	9,0%	9,0%
NOPLAT	9,91	12,40	14,20	16,10	19,19	21,27	21,16	22,22
+ Abschreibungen und Amortisation	4,20	4,48	4,76	5,54	6,18	6,82	7,50	7,51
= Operativer Cashflow (netto)	14,11	16,88	18,96	21,64	25,38	28,09	28,66	29,73
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-21,92	-4,70	-8,30	-7,90	-10,52	-10,37	-10,89	-11,43
CAPEX	-5,30	-5,30	-5,30	-6,12	-6,49	-6,82	-7,16	-7,51
Working Capital	-16,62	0,60	-3,00	-1,78	-4,02	-3,55	-3,73	-3,92
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	-7,81	12,18	10,66	13,74	14,86	17,72	17,77	18,30
GW der FCFs	-7,81	11,09	8,83	10,36	10,20	11,07	10,11	9,47

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2019E-32E)	113,21
GW der FCFs in der Terminalperiode	93,08
Unternehmenswert (EV)	206,30
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	5,81
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	212,77
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	48,00

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	9,0%

Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert je Aktie (€)

Terminale EBIT-Marge

		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
WACC	12,9%	26,08	28,45	30,81	33,18	35,55	37,92	40,28
	11,9%	29,19	31,79	34,39	36,99	39,59	42,19	44,80
	10,9%	33,02	35,91	38,80	41,69	44,58	47,47	50,36
	9,9%	37,86	41,11	44,37	48,03	50,87	54,12	57,37
	8,9%	44,15	47,87	51,59	55,32	59,04	62,76	66,48
	7,9%	52,64	56,99	61,34	65,69	70,04	74,39	78,74
	6,9%	64,69	69,93	75,17	80,41	85,65	90,89	96,13

* 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
Aktivierte Eigenleistungen	2,3	3,4	0,5	1,5	1,5	1,5
Gesamtleistung	183,6	190,5	221,1	233,0	251,5	271,5
Materialkosten	-128,6	-126,8	-148,7	-153,9	-165,5	-178,7
Rohhertrag	55,0	63,7	72,4	79,1	86,0	92,8
Personalaufwand	-30,0	-32,5	-35,3	-38,6	-40,0	-41,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,3	1,8	2,6	2,8	2,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,1	-21,0	-23,2	-24,3	-26,0	-28,6
EBITDA	9,2	11,1	15,4	18,6	22,5	25,3
Abschreibungen	-3,6	-3,8	-3,9	-4,2	-4,5	-4,8
Betriebsergebnis (EBIT)	5,6	7,3	11,5	14,4	18,0	20,6
Finanzergebnis	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	5,3	7,0	11,1	13,9	17,3	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	-4,3	-5,4	-6,2
Minderheitenbeteiligungen	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1,8	5,0	7,5	9,6	12,0	13,7
Gewinn pro Aktie in €	0,40	1,13	1,70	2,17	2,70	3,09
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,40	1,13	1,70	2,17	2,70	3,09
Kennzahlen						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	31,5%	33,6%	34,5%	34,6%	34,4%	34,4%
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,3%	7,2%	7,6%
EBITDA-Marge	5,3%	5,9%	7,3%	8,1%	9,0%	9,4%
Nettogewinn-Marge	1,0%	2,6%	3,6%	4,2%	4,8%	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%	16,9%	16,0%	15,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	11,1%	11,1%	10,6%	10,4%	10,6%
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%	25,4%	25,1%	14,5%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-35,3%	178,6%	50,2%	27,9%	24,4%	14,5%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktiva						
Umlaufvermögen	86,8	90,8	97,3	113,7	124,0	135,9
Zahlungsmittel	10,2	16,1	13,6	12,2	21,9	29,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	27,9	31,9	33,9	37,0	39,2
Vorräte	43,4	44,0	46,1	61,9	59,5	61,4
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	142,3	153,4	165,9
Passiva						
Verbindlichkeiten	58,5	60,5	63,2	73,1	74,4	75,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,3	6,4	7,3	16,0	16,0	16,0
Verbindlichkeiten aus L&L	6,8	10,1	10,6	11,8	13,1	14,2
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	69,2	79,0	90,4
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	53,8	63,6	75,0
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	142,3	153,4	165,9
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,1	2,3	2,4	2,3	2,5	2,6
Eigenkapitalquote	47,5%	47,9%	49,3%	48,6%	51,5%	54,5%
Net Gearing	-7,4%	-17,5%	-10,3%	5,4%	-7,4%	-15,2%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	12,6	13,9	15,6	17,8	20,4
Nettoverbindlichkeiten	-3,9	-9,8	-6,3	3,8	-5,9	-13,7
Zinsdeckungsgrad	15	20	29	33	29	28
Durchschn. Working Capital/Umsatz	22,0%	20,7%	20,2%	23,8%	25,0%	23,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,4%	9,0%	12,2%	13,9%	15,1%	15,1%
Kapitalverzinsung (ROCE)	8,0%	9,8%	14,0%	15,3%	16,8%	17,5%
Lagerumschlag (Tage)	91	85	80	99	87	83
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	9,6	12,0	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	-16,6	0,6	-3,0
+/- Sonstiges	1,3	2,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	6,4	12,8	4,9	-2,8	17,0	15,5
- CAPEX	-4,8	-5,7	-7,2	-5,3	-5,3	-5,3
Freier Cashflow	1,5	7,2	-2,4	-8,1	11,7	10,2
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	8,7	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	6,7	-2,1	-2,3
Veränderung liquide Mittel	0,1	5,9	-2,4	-1,4	9,6	7,9
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	12,2	21,9
Liquide Mittel, Jahresende	10,2	16,1	13,6	12,2	21,9	29,7
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,35	1,61	-0,53	-1,83	2,65	2,29
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	101,3%	-62,0%	n.a.	n.a.	-9,3%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	242,7%	n.a.	-13,5%
Finanzieller Cashflow	-	24,1%	-34,6%	n.a.	n.a.	8,3%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	242,7%	n.a.	-13,5%

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...57	↓	↓	↓	↓
58	14. Mai 2019	€ 32,90	Add	€ 38,00
59	29. Mai 2019	€ 36,00	Add	€ 38,00
60	30. September 2019	€ 36,40	Add	€ 39,00
61	Today	€ 40,80	Add	€ 48,00

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 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.