

# 2G Energy AG

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

Hoher  
 Auftragseingang in  
 Q4/19

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## REDUCE

€ 51,00

-3,8%  
 Medium

## AUCH IN 2020 STEHEN DIE ZEICHEN AUF WACHSTUM

Im vierten Quartal belief sich der Auftragseingang von 2G Energy auf €36,1 Mio. und lag damit um 16% über dem Wert im Vorjahresquartal. Insgesamt lag der Auftragseingang im Jahr 2019 bei €141 Mio. nach €162 Mio. in 2018. In Erwartung eines weiterhin lebhaften Auftragseingangs prognostizieren wir, dass 2G im KWK-Anlagenbausegment im laufenden Jahr einen Umsatz von ca. €150 Mio. erzielen wird. Bei erwarteten Service-Umsätzen von ca. €100 Mio. gehen wir davon aus, dass 2Gs Gesamtumsatz in 2020E bei €250 Mio. liegen wird. Die Einigung der Bundesregierung und der Länder mit Kohleregionen auf ein Kohleausstiegsgesetz bietet 2G im Erdgasbereich großes Marktpotenzial, um die sich abzeichnende Versorgungslücke bei grundlastfähigem Strom zu schließen. Wir gehen für 2020E von einem Umsatzwachstum von 9% aus und prognostizieren einen Anstieg der EBIT-Marge auf 7,2%. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht höheres Kursziel von €51 (bisher: €48). Nach dem kräftigen Kursanstieg seit Anfang Dezember 2019 stufen wir die Aktie von Hinzufügen auf Reduzieren herab.

**Umsatzguidance 2020 liegt bei €230-250 Mio.** Im November 2019 veröffentlichte 2G die Umsatzguidance für 2020 und erwartet Umsätze in einer Bandbreite von €230-250 Mio. Angesichts eines geschätzten Auftragsbestands von €128 Mio. Ende Dezember 2019 und in Erwartung eines weiterhin lebhaften Auftragseingangs halten wir einen 2020E-Umsatz aus KWK-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. Auch 2Gs Mittelfristprognose von €300 Mio. Umsatz bis 2024 halten wir angesichts des guten und sich weiter verbessernden Marktumfeldes für gut erreichbar. Sollte der Kohleausstieg tatsächlich zu einer deutlich höheren Nachfrage nach dezentralen Erdgas-KWK-Anlagen führen, dürfte die Mittelfristprognose eher konservativ sein. Wir unterstellen für 2024 einen Umsatz von €330 Mio.

(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: 17. Jan 2020

Schlusskurs	€ 53,00
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 234,79 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 22,00 / 53,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	8.599

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	31,2	24,4	19,6
EV/Sales	1,1	1,0	0,9
EV/EBIT	20,0	15,9	12,7
Div.-Rendite	0,8%	0,9%	1,0%

## 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%

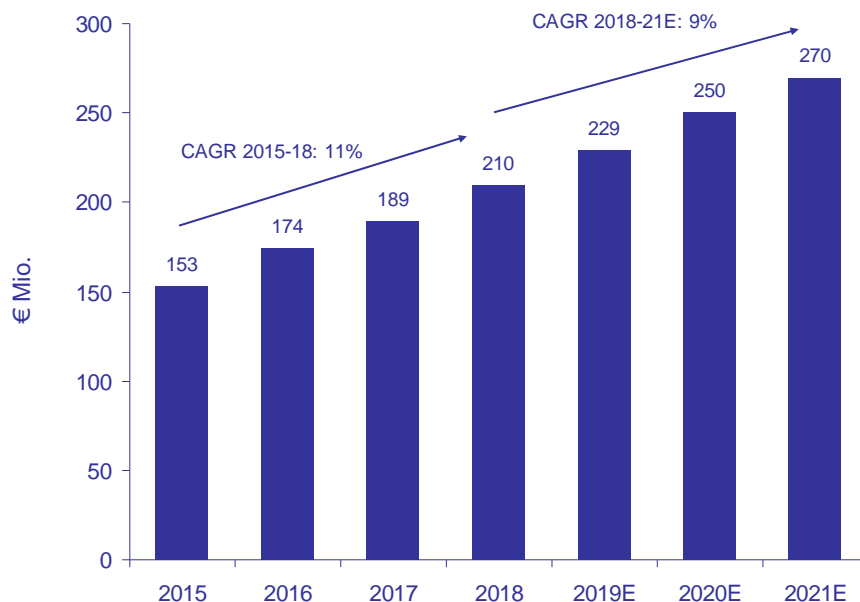
**Dynamischer Auftragseingang in Q4/19** Der Auftragseingang stieg in Q4/19 um 16% J/J auf €36,1 Mio. Wie erwartet zog im vierten Quartal insbesondere der Auftragseingang im Erdgasbereich an (+26% J/J auf €16,7 Mio.). Der Erdgas-KWK-Anteil erhöhte sich damit auf 46% gegenüber 43% im Vorjahresquartal. Insgesamt hat 2G im zweiten Halbjahr 2019 beim Auftragseingang den hohen Vorjahreswert (H2/18: €63,5 Mio.) mit €69,4 Mio. noch übertroffen. Zwar liegt der Auftragseingang für das Gesamtjahr 2019 mit €140,9 Mio. unter dem Vorjahreswert von €161,6 Mio. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass 2G in 2018 besonders von der deutschen Sonderkonjunktur im Biogas-KWK-Bereich profitierte und daher in 2018 Aufträge deutlich jenseits der Kapazitätsgrenze akquirierte.

Erfreulich ist insbesondere der Auftragseingang in Nordamerika. Im vierten Quartal stieg dieser auf €9,0 Mio. nach €2,9 Mio. im Vorjahresquartal. Im Gesamtjahr hat sich der Auftragseingang in diesem Markt damit von €10,2 Mio. auf €21,7 Mio. mehr als verdoppelt. Die in 2018 eingeleitete Reorganisation der US-Tochter trägt damit erste Früchte.

Nach unseren Berechnungen lag der Auftragsbestand Ende Dezember 2019 bei ca. €128 Mio. (Auftragsbestand Ende 2018: €131,5 Mio. + Auftragseingang 2019: €140,9 Mio. ./ erwarteter KWK-Anlagenumsatz 2019: €144,3 Mio.) und damit nur unwesentlich unter dem Vorjahreswert. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass mögliche Stornierungen nicht enthalten sind.

**Fortsetzung des Wachstumskurses** In den letzten Jahren ist 2G Energy kontinuierlich gewachsen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) 2015-18 betrug 11% (siehe Abbildung 1). Angesichts der sich deutlich bessernden Rahmenbedingungen für Erdgas-KWK in Deutschland und der fortschreitenden Internationalisierung des Geschäfts sehen wir 2G trotz des absehbaren Rückgangs des deutschen Biogas-KWK-Geschäfts nach dem Auslaufen der Biogas-KWK-Flexibilitätsprämie weiter auf Wachstumskurs. Für die Jahre 2018-2021E unterstellen wir eine CAGR von 9%.

**Abbildung 1: Umsatzentwicklung 2015 – 2021E in € Mio.**



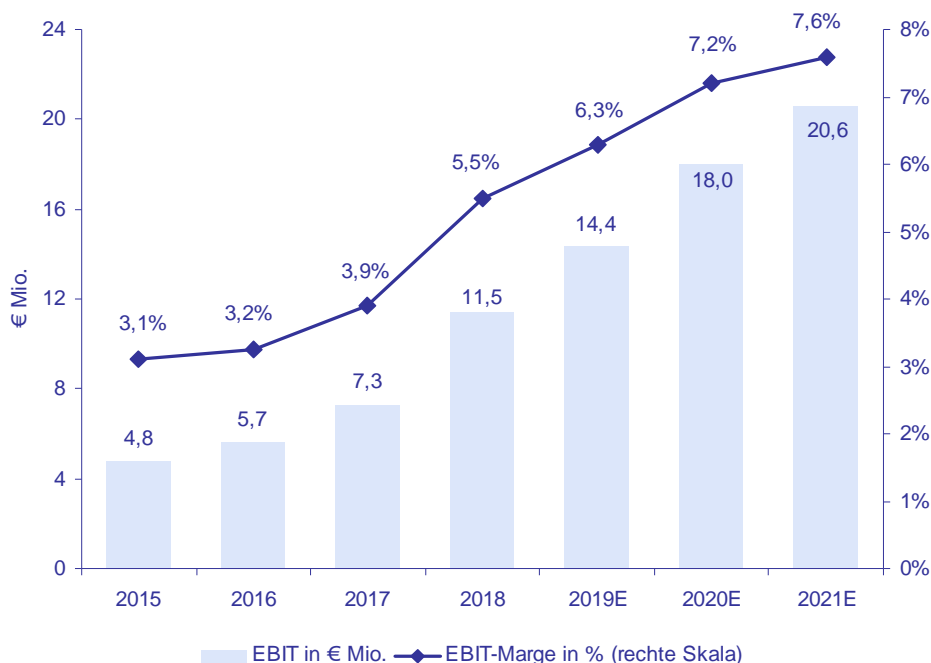
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

**Fortsetzung der Margensteigerung** Die Realisierung von Skalenvorteilen (günstigere Einkaufskonditionen durch Bestellung höherer Stückzahlen, Fixkostendegression) und die Steigerung der Produktions- und Prozesseffizienz haben in den letzten Jahren zu einer deutlichen Steigerung der EBIT-Marge geführt. Im Jahr 2015 betrug die EBIT-Marge noch 3,1%. In den Folgejahren stieg sie kontinuierlich auf 5,5% in 2018 (vgl. Abbildung 2). 2G konnte das EBIT damit im genannten Zeitraum mehr als verdoppeln (2015: €4,8 Mio., 2018: €11,5 Mio.).

Für die nächsten Jahre sehen wir weiterhin deutliches Margensteigerungspotenzial. Die Skalenvorteile sollten weiterhin greifen, und die Industrialisierung der Produktion ermöglicht eine Steigerung des Outputs bei weitgehend konstantem Ressourceneinsatz. Betrug die Kapazität zur Produktion von KWK-Anlagen in 2017 noch umgerechnet €124 Mio., wuchs sie im Jahr 2018 auf €132 Mio. In 2019 lag die Kapazität bei €144 Mio. Dieses und nächstes Jahr will 2G Effizienzsteigerungen von 10% p.a. erzielen. Dies bedeutet für das Anlagensegment, dass in 2020 eine Kapazität von €158 Mio. erreicht werden sollte und von €174 Mio. in 2021 (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).

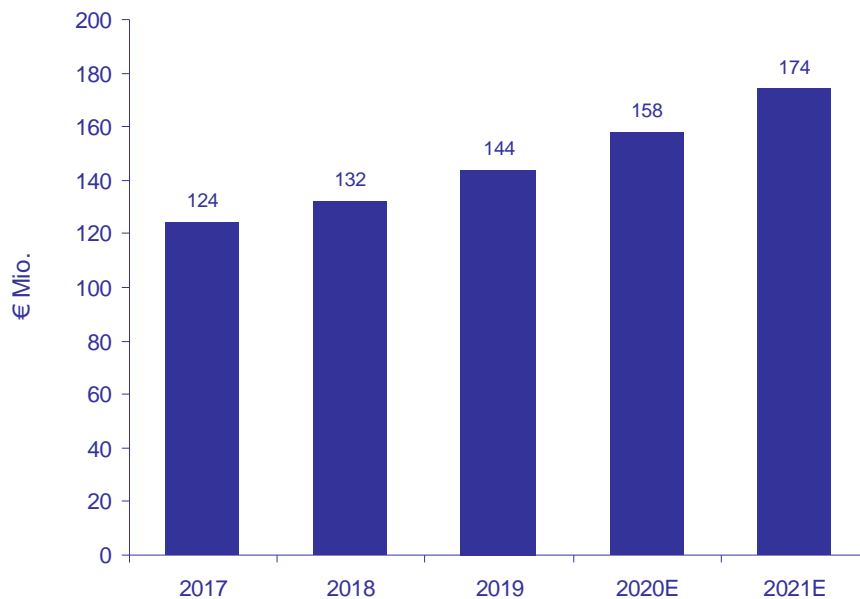
Lag die EBIT-Marge in 2018 noch bei 5,5%, so gehen wir davon aus, dass diese sukzessive auf 7,6% in 2021E steigt. Damit würde das EBIT im genannten Zeitraum um fast 80% von €11,5 Mio. auf €20,6 Mio. steigen (vgl. Abbildung 2).

**Abbildung 2: EBIT- und EBIT-Margenentwicklung 2015 – 2021E in € Mio.**



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

**Abbildung 3: Entwicklung der KWK-Anlagen-Produktionskapazität 2017 – 21E in € Mio.**



Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

**Einigung beim Kohleausstieg** Die Bundesregierung und die Länder mit Braunkohleregionen haben sich auf einen Fahrplan zum Kohleausstieg geeinigt. Damit wird Deutschland bis spätestens 2038 aus der Kohleproduktion aussteigen. Der Braunkohlestilllegungsplan sieht laut Bundeswirtschaftsministerium in einem ersten Schritt die Abschaltung von acht Braunkohlekraftwerken in Nordrhein-Westfalen mit einer Gesamtkapazität von 2,8 GW bis Ende 2022 vor. Bis Ende 2030 sollen weitere 5,7 GW vom Netz gehen. Die restliche Braunkohlekapazität von 8,7 GW soll spätestens Ende 2038 vom Netz genommen werden. Der Steinkohlestilllegungsplan ist gegenwärtig noch nicht veröffentlicht. Zusätzlich zur Stilllegung der Kohlekapazitäten soll der Ausstieg aus der Atomkraft (-9 GW) bis Ende 2022 vollendet sein. Die sich auftuende Versorgungslücke bietet Produzenten von dezentralen Erdgas-KWK-Kraftwerken wie 2G ein großes Marktpotenzial.

**Mittelfristige Schätzungen leicht erhöht** Nach der Einigung im Kohleausstieg sind wir bezüglich 2Gs mittelfristiger Wachstumsperspektive noch optimistischer und haben unsere Schätzungen erhöht.

**Leichte Kurszielerhöhung, Herabstufung von Hinzufügen auf Reduzieren** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €51 (bisher: €48). Nach dem starken Kursanstieg seit unserem letzten Kommentar vom 3. Dezember 2019 (+30%) sehen wir die Wachstumsperspektiven als eingepreist an. Ein 2020E KGV von 20 weist auf eine relativ hohe Bewertung hin. Wir stufen die Aktie von Hinzufügen auf Reduzieren herab.



## BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	229,00	250,00	270,00	291,60	312,01	330,73	350,58	368,11
Wachstum J/J	9%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%
EBIT	14,36	17,97	20,58	23,33	28,08	31,42	31,55	33,13
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	19,38	21,68	21,77	22,86
+ Abschreibungen und Amortisation	4,20	4,48	4,76	5,54	6,24	6,95	7,71	7,73
= Operativer Cashflow (netto)	14,11	16,88	18,96	21,64	25,62	28,62	29,48	30,59
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-21,92	-4,70	-8,30	-7,90	-11,25	-11,25	-11,93	-11,76
CAPEX	-5,30	-5,30	-5,30	-6,12	-6,55	-6,95	-7,36	-7,73
Working Capital	-16,62	0,60	-3,00	-1,78	-4,69	-4,31	-4,56	-4,03
+/- 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	14,37	17,37	17,56	18,83
GW der FCFs	-7,87	11,20	8,94	10,51	10,03	11,06	10,19	9,97

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2019E-32E)	116,91
GW der FCFs in der Terminalperiode	102,34
Unternehmenswert (EV)	219,25
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	5,81
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	225,73
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	51,00

WACC	
WACC	9,6%
Eigenkapitalkosten	10,0%
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	12,6%	27,36	29,85	32,34	34,83	37,32	39,81	42,30
	11,6%	30,71	33,45	36,20	38,94	41,68	44,42	47,17
	10,6%	34,87	37,92	40,98	44,03	47,09	50,14	53,20
	9,6%	40,15	43,60	47,05	<b>50,95</b>	53,95	57,40	60,85
	8,6%	47,07	51,04	55,01	58,97	62,94	66,90	70,87
		7,6%	8,6%	9,6%	10,6%	11,6%	12,6%	13,6%
		56,52	61,18	65,85	70,52	75,18	79,85	84,51
		70,12	75,79	81,47	87,14	92,81	98,48	104,15

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>174,3</b>	<b>189,4</b>	<b>209,8</b>	<b>229,0</b>	<b>250,0</b>	<b>270,0</b>
Bestandsveränderungen	7,1	-2,3	10,8	2,5	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,3	3,4	0,5	1,5	1,5	1,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>183,6</b>	<b>190,5</b>	<b>221,1</b>	<b>233,0</b>	<b>251,5</b>	<b>271,5</b>
Materialkosten	-128,6	-126,8	-148,7	-153,9	-165,5	-178,7
<b>Rohhertrag</b>	<b>55,0</b>	<b>63,7</b>	<b>72,4</b>	<b>79,1</b>	<b>86,0</b>	<b>92,8</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>9,2</b>	<b>11,1</b>	<b>15,4</b>	<b>18,6</b>	<b>22,5</b>	<b>25,3</b>
Abschreibungen	-3,6	-3,8	-3,9	-4,2	-4,5	-4,8
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>11,5</b>	<b>14,4</b>	<b>18,0</b>	<b>20,6</b>
Finanzergebnis	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7
<b>Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>11,1</b>	<b>13,9</b>	<b>17,3</b>	<b>19,9</b>
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
<b>Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>	<b>9,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,7</b>
<b>Gewinn pro Aktie in €</b>	<b>0,40</b>	<b>1,13</b>	<b>1,70</b>	<b>2,17</b>	<b>2,70</b>	<b>3,09</b>
<b>Gewinn pro Aktie verwässert (in €)</b>	<b>0,40</b>	<b>1,13</b>	<b>1,70</b>	<b>2,17</b>	<b>2,70</b>	<b>3,09</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Rohertragsmarge (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%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>						
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%
<b>Wachstum J/J</b>						
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
<b>Aktiva</b>						
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>86,8</b>	<b>90,8</b>	<b>97,3</b>	<b>113,7</b>	<b>124,0</b>	<b>135,9</b>
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>24,6</b>	<b>25,5</b>	<b>27,5</b>	<b>28,6</b>	<b>29,4</b>	<b>30,0</b>
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
<b>Summe Aktiva</b>	<b>111,4</b>	<b>116,3</b>	<b>124,8</b>	<b>142,3</b>	<b>153,4</b>	<b>165,9</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>58,5</b>	<b>60,5</b>	<b>63,2</b>	<b>73,1</b>	<b>74,4</b>	<b>75,5</b>
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
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>52,9</b>	<b>55,7</b>	<b>61,6</b>	<b>69,2</b>	<b>79,0</b>	<b>90,4</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	37,2	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
<b>Bilanzsumme</b>	<b>111,4</b>	<b>116,3</b>	<b>124,8</b>	<b>142,3</b>	<b>153,4</b>	<b>165,9</b>
<b>Kennzahlen</b>						
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
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,8</b>	<b>4,9</b>	<b>7,6</b>	<b>9,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,7</b>
+ 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
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>6,4</b>	<b>12,8</b>	<b>4,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>17,0</b>	<b>15,5</b>
- CAPEX	-4,8	-5,7	-7,2	-5,3	-5,3	-5,3
<b>Freier Cashflow</b>	<b>1,5</b>	<b>7,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,2</b>
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
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,3</b>
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
<b>Finanzieller Cashflow</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>6,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>0,1</b>	<b>5,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>9,6</b>	<b>7,9</b>
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
<b>Liquide Mittel, Jahresende</b>	<b>10,2</b>	<b>16,1</b>	<b>13,6</b>	<b>12,2</b>	<b>21,9</b>	<b>29,7</b>
<b>Freier Cashflow pro Aktie in €</b>	<b>0,35</b>	<b>1,61</b>	<b>-0,53</b>	<b>-1,83</b>	<b>2,65</b>	<b>2,29</b>
<b>Wachstum J/J</b>						
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...58	↓	↓	↓	↓
59	29. Mai 2019	€ 36,00	Add	€ 38,00
60	30. September 2019	€ 36,40	Add	€ 39,00
61	3. Dezember 2019	€ 40,80	Add	€ 48,00
62	Today	€ 53,00	Reduce	€ 51,00

**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© 2020 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 geocvert 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 <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.**