



2G Energy AG

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

Vorläufiger
Umsatz 2019

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

ADD

€ 51,00

15,6%
Medium

EXZELLENTEN GESCHÄFTSBEDINGUNGEN – HOCHSTUFUNG AUF ADD

2G Energy hat im Jahr 2019 nach vorläufigen Zahlen einen Umsatz von €236 Mio. erreicht und damit unsere Schätzung leicht übertroffen. Die EBIT-Marge dürfte in der oberen Hälfte der Guidance (5,5% - 7,0%) liegen. Damit dürfte unsere bisherige Prognose von 6,3% mindestens erreicht werden. Die Umsatzguidance für 2020 wurde leicht angehoben und lautet nunmehr €235 - €250 Mio. (bisher: €230 - €250 Mio.). Wir bleiben bei unserer Umsatzschätzung von €250 Mio. Wir sehen die Geschäftsbedingungen für 2G als exzellent an. In Deutschland sollten der gleichzeitige Atom- und Kohleausstieg für eine verstärkte Nachfrage nach Erdgas-KWK-Anlagen sorgen. Niedrige Gaspreise machen Erdgas-KWK-Anlagen auch international attraktiver. Allerdings besteht die Gefahr, dass die Covid-19-Pandemie die Geschäftstätigkeit kurzfristig negativ beeinflusst. Wir haben unsere 2019-Prognose an die vorläufigen Zahlen angepasst und gehen nunmehr von einer EBIT-Marge von 6,4% aus. Wir belassen unser Kursziel bei €51,00. Nach dem jüngsten Kursrutsch stufen wir die Aktie von Reduzieren auf Hinzufügen hoch.

Umsatz- und Margenanstieg in 2019 2G steigerte den Umsatz 2019 um 12% auf ca. €236 Mio. (FBe: €229 Mio.) Auch die EBIT-Marge sollte erneut deutlich höher ausfallen. 2G geht von einer Marge zwischen 6,3% - 7,0% aus nach 5,5% in 2018.

Starkes internationales und Servicegeschäft Das internationale Geschäft stieg um ca. 16% auf ca. €84 Mio. (FBe: €87 Mio.) nach €72,7 Mio. in 2018 und wuchs damit stärker als das Inlandsgeschäft (ca. €152 Mio. versus €137,0 Mio. in 2018, +11% J/J, vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Auch das Servicegeschäft war ein wesentlicher Umsatztreiber und wuchs ca. 15% auf ca. €90 Mio. nach €78,0 Mio. im Vorjahr (FBe: 89,7 Mio.). Der Anlagenverkauf betrug damit ca. €146 Mio. nach €131,7 Mio. im Vorjahr (+11% J/J).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	174,30	189,40	209,78	236,00	250,00	270,00
Jährliches Wachstum	14,0%	8,7%	10,8%	12,5%	5,9%	8,0%
EBIT (€ Mio.)	5,65	7,33	11,45	15,07	17,97	20,58
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,4%	7,2%	7,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	1,80	5,01	7,52	10,10	11,96	13,70
EPS (verwässert) (€)	0,40	1,13	1,70	2,28	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	-10,03	14,24	10,16
Nettoverschuldungsgrad	-7,4%	-17,5%	-10,3%	8,2%	-8,1%	-15,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,20	16,12	13,63	10,32	22,44	30,29

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 Vertriebs- und Servicestandorte in mehreren Ländern.

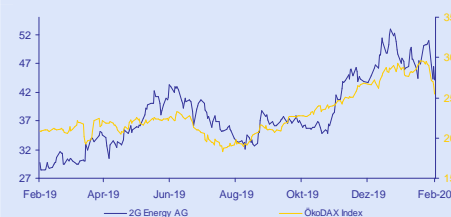
HANDELSDATEN

Stand: 27. Feb 2020

Schlusskurs	€ 44,10
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 195,36 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 28,50 / 53,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	9.291

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	26,0	19,3	16,3
EV/Sales	0,9	0,8	0,8
EV/EBIT	16,6	12,6	10,5
Div.-Rendite	1,0%	1,1%	1,2%

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	22,3%
Free Float	47,7%

Abbildung 1: Umsatzentwicklung

Angaben in € Mio.	2019P	2018	Delta
Umsatz insgesamt	236,0	209,8	12%
Umsatz KWK-Anlagen	146,0	131,7	11%
Umsatz Service	90,0	78,0	15%
Umsatz Deutschland	152,0	137,0	11%
Umsatz international	84,0	72,7	16%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Hoher Auftragsbestand zum Jahresbeginn Anfang Januar belief sich der Auftragsbestand auf €116,8 Mio. Das liegt zwar unterhalb des Rekordauftragsbestands von Anfang 2019 von €131,5 Mio., stellt aber eine sehr gute Grundlage für unsere Umsatzschätzung von €250 Mio. dar. Wir unterstellen einen Umsatz bei KWK-Anlagen von €150 Mio., damit sind 78% des Segmentumsatzes bereits durch Aufträge unterlegt. Beim Serviceumsatz gehen wir von ca. €100 Mio. aus.

Gleichzeitiger Atom- und Kohleausstieg sollte Nachfrage nach Gaskraftwerken beflügeln Die Einigung der Bundesregierung und der Länder mit Braunkohleregionen auf einen Fahrplan zum Kohleausstieg sieht vor, dass Deutschland bis spätestens 2038 aus der Kohleproduktion aussteigen wird. Zusätzlich zur Stilllegung der Kohlekapazitäten soll der Ausstieg aus der Atomkraft (9 GW) bis Ende 2022 vollendet sein.

Bei der Braunkohle wird in einem ersten Schritt die Abschaltung von acht Braunkohlekraftwerken in Nordrhein-Westfalen mit einer Gesamtkapazität von 2,8 GW bis Ende 2022 vorgenommen. 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.

Bei der Steinkohle soll die Leistung am Markt bis 2022 um rund 8 GW auf 15 GW sinken, bis 2030 auf 8 GW. Auch die Verstromung von Steinkohle soll spätestens 2038 enden. Für die Stilllegung von Steinkohlekraftwerken sind bis 2026 Ausschreibungen vorgesehen. Beginnend mit dem Jahr 2020 werden über Ausschreibungen Verbote der Kohleverfeuerung für die jeweiligen Zieldaten gegen Zahlung eines Steinkohlezuschlags erteilt. Von 2024 bis 2026 werden die Ausschreibungen von einer Anordnung der gesetzlichen Reduzierung von Steinkohleanlagen flankiert. Ab 2027 erfolgen die Steinkohlestilllegungen über das Ordnungsrecht, d.h. ohne Kompensation.

Der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) erachtet bis 2030 einen Zubau von gasbetriebenen KWK-Anlagen mit einer Leistung von 17 GW als notwendig, um die Versorgungssicherheit zu gewährleisten, und stützt sich dabei auf ein Gutachten von r2b research to business energy consulting. Ein Zubau in dieser Höhe entspricht 150% der bestehenden Erdgas-KWK-Kapazitäten und würde Neuinstallationen von durchschnittlich 1.700 MW pro Jahr ab 2021 erfordern. Die sich auftuende Versorgungslücke bietet Produzenten von dezentralen Erdgas-KWK-Kraftwerken wie 2G damit ein großes Marktpotenzial. In 2018 verkaufte 2G eine KWK-Gesamtleistung von 190 MW.

Niedrige Erdgaspreise und hohe CO₂-Zertifikatpreise stärken Gaskraftwerke Im Jahr 2019 hat sich der Erdgaspreis fast halbiert. Lag der niederländische TTF Natural Gas Forward zum Jahresbeginn 2019 noch bei 22 €/MWh, fiel er bis zum Jahresende auf unter 12 €/MWh. Gegenwärtig notiert der Future-Kontrakt bei ca. 9 €/MWh. Der Preis für europäische CO₂-Zertifikate liegt seit Jahresbeginn permanent über 23 €/t. Im Jahr 2019 hatte die Kombination aus niedrigem Erdgaspreis und hohem CO₂-Zertifikatpreis (Durchschnitt: ca. 25 €/t) die Stromerzeugung aus Erdgas in Deutschland um 11% auf 91,3 TWh erhöht. Relativ zum Kohlepreis ist der Erdgaspreis deutlich stärker gefallen, was die

Attraktivität von Erdgas gesteigert hat. Da Erdgas ca. 40-50% weniger t CO₂/MWh emittiert als Kohle (vgl. Abbildung 2), führt die Erhöhung des CO₂-Zertifikatpreises ebenfalls zu einer relativen preislichen Verbesserung gegenüber der Kohle.

Abbildung 2: CO₂-Emissionsfaktoren nach Energieträgern

Energieträger	Emissionsfaktor
	t CO ₂ /MWh kg CO ₂ /kWh
Rohsteinkohle	0,335
Rohbraunkohle	0,407
Erdgas	0,202

Quelle: First Berlin Equity Research, Landesamt für Umwelt Brandenburg

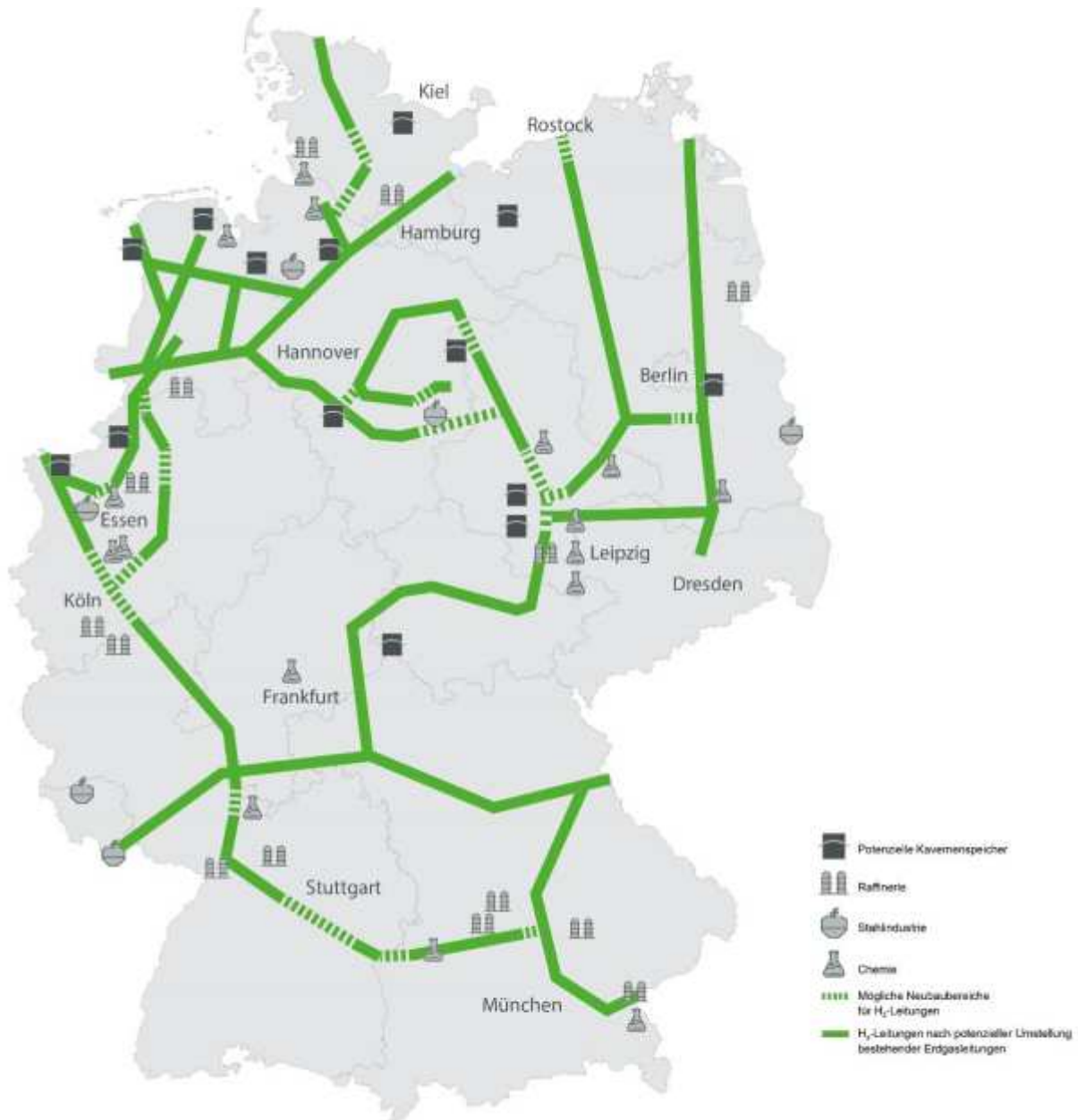
Weiterer Wasserstoff-BHKW-Auftrag für 2G Die APEX Energy Teterow hat 2G mit der Lieferung einer Wasserstoff-KWK-Anlage beauftragt. Das BHKW agentor 404c H2 hat eine elektrische Leistung von 115 kW (129 kW thermisch), wird als anschlussfertige Containerlösung geliefert und soll im April 2020 in Betrieb genommen werden. Damit hat 2G bereits den vierten Wasserstoff-BHKW-Auftrag erhalten. Bereits 2012 realisierte das Unternehmen ein H2-BHKW am Flughafen BER in Berlin. Letztes Jahr folgten Aufträge des Stadtwerkes Haßfurt und von Siemens. 2G wird damit erneut für ihr frühzeitiges Engagement im Wasserstoffbereich belohnt. Wir sehen langfristig einen großen Markt für wasserstoffbetriebene KWK-Anlagen im Rahmen von Power-to-Gas-Konzepten.

Warten auf die deutsche Wasserstoffstrategie Die Verabschiedung der nationalen Wasserstoffstrategie verzögert sich, da die Ressortabstimmung länger dauert als geplant. Der Vorschlag des Bundeswirtschaftsministeriums enthält mehr als 30 Maßnahmen, die Deutschland zum Vorreiter in der Wasserstofftechnologie machen sollen und einen schnellen Ausbau von Wasserstoffherzeugung und -verbrauch vorsehen.

Ein Wasserstoffnetz für Deutschland Die deutschen Fernleitungsnetzbetreiber (FNB) haben ein mögliches Zukunftsbild für ein Wasserstoffnetz in Deutschland entwickelt (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Mit den dargestellten Leitungen werden Wasserstoffherzeugung und -verbrauch unter Nutzung überwiegend existierender Erdgasinfrastrukturen (zu über 90 Prozent) verbunden. Dieses H2-Netz hat eine Gesamtlänge von ca. 5.900 km. In Reichweite des H2-Netzes befinden sich:

- Kavernenspeicherstandorte für die potenzielle Nutzung als Wasserstoffspeicher
- industrielle Verbraucher wie Stahlproduktion, chemische Industrie, und Raffinerien
- große Ballungsräume, die durch Beimischung von Wasserstoff in die dortigen regionalen Verteilernetze CO₂-Minderungen im Wärmesektor realisieren können
- Regionen mit hohem Aufkommen erneuerbarer Energien zur Wasserstoffherzeugung
- mögliche Importstandorte für Wasserstoff.

Abbildung 3: Vision für ein deutsches Wasserstoffnetz



Quelle: First Berlin Equity Research, FNB Gas

Sollte das Wasserstoffnetz Wirklichkeit werden, können angeschlossene Energieverbraucher sowohl ihren Strom- als auch ihren Wärmebedarf über 2Gs KWK-Anlagen durch die CO₂-neutrale Verbrennung des Wasserstoffs decken. Mit ihrer Wasserstoffagenitor-Baureihe deckt 2G ein Leistungsspektrum von 115 kW bis 360 kW elektrisch ab. Unterstellt man eine Nutzung von ca. 8.500 h pro Jahr, was einer Anlagenverfügbarkeit von 97% entspricht, können Konsumenten mit einem Stromverbrauch zwischen ca. 1.000 MWh und 3.000 MWh ihren Strombedarf p.a. über 2Gs KWK-Anlagen decken sowie ihren Wärmebedarf. 2Gs Wasserstoff-BHKWs erreichen einen Gesamtwirkungsgrad von mindestens 80% (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite).

Abbildung 4: 2Gs Wasserstoff-BHKWs

Typ	Elektrische Leistung in kW	Thermische Leistung in kW	Elektrischer Wirkungsgrad	Thermischer Wirkungsgrad	Gesamtwirkungsgrad
agenitor 404c H2	115	129	37,7%	42,3%	80,0%
agenitor 406 H2	170	183	39,0%	41,9%	80,9%
agenitor 408 H2	240	250	40,2%	41,9%	82,1%
agenitor 412 H2	360	371	40,5%	41,7%	82,2%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Hervorragendes Geschäftsumfeld für 2G Niedrige Erdgaspreise, hohe EU-CO₂-Zertifikatpreise und der gleichzeitige Ausstieg aus der Atom- und der Kohlekraft in Deutschland stellen für 2G ein nicht anders als hervorragend zu bezeichnendes Geschäftsumfeld im Erdgasbereich dar. Langfristig dürfte der Wasserstoff als CO₂-neutraler Brennstoff das fossile Erdgas ablösen. Schon heute ist 2G Innovationsführer im Wasserstoff-BHKW-Bereich und damit in der Pole-Position, um sich diesen Zukunftsmarkt zu erschließen. Kurzfristig jedoch kann die Covid-19-Pandemie 2Gs Geschäft beeinträchtigen.

Schätzungen für 2020 bestätigt Wir gehen weiterhin davon aus, dass 2G ihren Umsatz in 2020 auf €250 Mio. steigern wird. Außerdem unterstellen wir eine EBIT-Margensteigerung auf 7,2%.

Hochstufung auf Hinzufügen bei unverändertem Kursziel Nach dem jüngsten Covid-19-bedingten Kursrutsch stufen wir die Aktie von Reduzieren auf Hinzufügen hoch. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €51,00.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	236,00	250,00	270,00	291,60	312,01	330,73	350,58	368,11
Wachstum J/J	12%	6%	8%	8%	7%	6%	6%	5%
EBIT	15,07	17,97	20,58	23,33	28,08	31,42	31,55	33,13
EBIT-Marge	6,4%	7,2%	7,6%	8,0%	9,0%	9,5%	9,0%	9,0%
NOPLAT	10,40	12,40	14,20	16,10	19,38	21,68	21,77	22,86
+ Abschreibungen und Amortisation	4,29	4,48	4,76	5,54	6,24	6,95	7,71	7,73
= Operativer Cashflow (netto)	14,69	16,88	18,96	21,64	25,62	28,62	29,48	30,59
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-24,42	-2,20	-8,30	-9,36	-11,35	-11,34	-12,03	-11,85
CAPEX	-5,30	-5,30	-5,30	-6,12	-6,55	-6,95	-7,36	-7,73
Working Capital	-19,12	3,10	-3,00	-3,23	-4,80	-4,40	-4,66	-4,12
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	-9,73	14,68	10,66	12,28	14,27	17,28	17,46	18,74
GW der FCFs	-9,73	13,60	9,01	9,47	10,03	11,08	10,21	10,00

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2019E-32E)	116,69
GW der FCFs in der Terminalperiode	102,95
Unternehmenswert (EV)	219,64
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	5,81
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	226,11
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%	27,35	29,87	32,39	34,91	37,43	39,95	42,47
	11,6%	30,70	33,47	36,25	39,02	41,79	44,57	47,34
	10,6%	34,86	37,94	41,03	44,11	47,20	50,29	53,37
	9,6%	40,14	43,62	47,10	51,04	54,07	57,55	61,03
	8,6%	47,06	51,06	55,06	59,06	63,06	67,05	71,05
	7,6%	56,50	61,20	65,90	70,60	75,30	80,00	84,70
	6,6%	70,11	75,81	81,52	87,23	92,93	98,64	104,35

* 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	236,0	250,0	270,0
Bestandsveränderungen	7,1	-2,3	10,8	2,6	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,3	3,4	0,5	1,5	1,5	1,5
Gesamtleistung	183,6	190,5	221,1	240,1	251,5	271,5
Materialkosten	-128,6	-126,8	-148,7	-158,8	-165,5	-178,7
Rohhertrag	55,0	63,7	72,4	81,3	86,0	92,8
Personalaufwand	-30,0	-32,5	-35,3	-38,8	-40,4	-41,7
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,3	1,8	2,7	2,8	2,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,1	-21,0	-23,2	-25,7	-26,0	-28,6
EBITDA	9,2	11,1	15,4	19,1	22,1	24,8
Abschreibungen	-3,6	-3,8	-3,9	-4,1	-4,1	-4,2
Betriebsergebnis (EBIT)	5,6	7,3	11,5	15,1	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	14,6	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	-4,5	-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	10,1	12,0	13,7
Gewinn pro Aktie in €	0,40	1,13	1,70	2,28	2,70	3,09
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,40	1,13	1,70	2,28	2,70	3,09
Kennzahlen						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	31,5%	33,6%	34,5%	34,4%	34,4%	34,4%
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,4%	7,2%	7,6%
EBITDA-Marge	5,3%	5,9%	7,3%	8,1%	8,8%	9,2%
Nettogewinn-Marge	1,0%	2,6%	3,6%	4,3%	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%	16,4%	16,2%	15,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	11,1%	11,1%	10,9%	10,4%	10,6%
Abschreibungen und Amortisation	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	14,0%	8,7%	10,8%	12,5%	5,9%	8,0%
Betriebsergebnis	18,4%	29,8%	56,2%	31,6%	19,2%	14,6%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-35,3%	178,6%	50,2%	34,3%	18,4%	14,5%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktiva						
Umlaufvermögen	86,8	90,8	97,3	114,4	124,0	135,4
Zahlungsmittel	10,2	16,1	13,6	10,1	21,8	29,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	27,9	31,9	34,9	37,0	39,2
Vorräte	43,4	44,0	46,1	63,8	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	28,8	30,0	31,0
Sachanlagen	19,2	20,7	22,8	24,3	25,6	26,9
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	143,2	153,9	166,4
Passiva						
Verbindlichkeiten	58,5	60,5	63,2	73,5	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	12,2	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	69,7	79,5	90,9
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	54,2	64,1	75,5
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	143,2	153,9	166,4
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%	51,7%	54,6%
Net Gearing	-7,4%	-17,5%	-10,3%	8,5%	-7,3%	-14,5%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	12,6	13,9	15,7	17,9	20,5
Nettoverbindlichkeiten	-3,9	-9,8	-6,3	5,9	-5,8	-13,1
Zinsdeckungsgrad	15	20	29	35	29	28
Durchschn. Working Capital/Umsatz	22,0%	20,7%	20,2%	23,7%	25,5%	23,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,4%	9,0%	12,2%	14,5%	15,0%	15,1%
Kapitalverzinsung (ROCE)	8,0%	9,8%	14,0%	16,0%	16,7%	17,4%
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	10,1	12,0	13,7
+ Abschreibungen / Amortisation	3,6	3,8	3,9	4,1	4,1	4,2
- Investitionen in Working Capital	-0,3	1,2	-6,6	-19,1	3,1	-3,0
+/- Sonstiges	1,3	2,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	6,4	12,8	4,9	-5,0	19,2	14,9
- CAPEX	-4,8	-5,7	-7,2	-5,3	-5,3	-5,3
Freier Cashflow	1,5	7,2	-2,4	-10,3	13,9	9,6
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	-3,5	11,7	7,3
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	10,1	21,8
Liquide Mittel, Jahresende	10,2	16,1	13,6	10,1	21,8	29,1
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,35	1,61	-0,53	-2,32	3,13	2,17
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	101,3%	-62,0%	n.a.	n.a.	-22,2%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	333,6%	n.a.	-30,6%
Finanzieller Cashflow	-	24,1%	-34,6%	n.a.	n.a.	8,3%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	333,6%	n.a.	-30,6%

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...59	↓	↓	↓	↓
60	30. September 2019	€ 36,40	Add	€ 39,00
61	3. Dezember 2019	€ 40,80	Add	€ 48,00
62	20. Januar 2020	€ 53,00	Reduce	€ 51,00
63	Today	€ 44,10	Add	€ 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 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 Finanzinstruments 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 SCHULDVERHÄLTNISS

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.