

2G Energy AG

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

Zahlen für 2019

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 50,00

28,0%
 Medium

GUT GERÜSTET FÜR DIE REZSSION – HOCHSTUFUNG AUF KAUFEN

2G Energy hat Geschäftszahlen für 2019 berichtet, die leicht über unseren Schätzungen lagen. Das Unternehmen ist um 13% J/J gewachsen und hat die Profitabilität deutlich gesteigert. Die EBIT-Marge erhöhte sich von 5,5% auf 6,5%. Das Nettoergebnis war mit €10,3 Mio. zweistellig. Trotz der Pandemie und der globalen Rezession hält 2G – mit aller Vorsicht – an ihrer Guidance für 2020 fest und erwartet einen Umsatz von €235 - €250 Mio. und eine EBIT-Marge zwischen 5,5% und 7,0%. Dabei stimmen der hohe Auftragsbestand von ca. €150 Mio. zum Ende des ersten Quartals ebenso zuversichtlich wie der in Q1 um 15% J/J gestiegene Auftragseingang von ca. €45 Mio. Wir gehen davon aus, dass 2G trotz dieser hervorragenden Ausgangslage nicht von den negativen Wirkungen der Pandemie und der damit verbundenen globalen Rezession verschont bleibt und senken unsere Schätzungen für 2020 an den unteren Rand der Guidance. Das Kursziel sinkt von €51 auf €50. Nach dem Kursrückgang stufen wir die Aktie von Hinzufügen auf Kaufen hoch.

Guidance bestätigt 2G hält vorläufig an ihrer Guidance für 2020 fest und prognostiziert einen Umsatz von €235 - €250 Mio. bei einer EBIT-Marge zwischen 5,5% - 7,0%. Die Voraussetzungen für die Erfüllung der Guidance sind funktionierende Lieferketten, keine größeren Quarantänemaßnahmen im Betrieb und KWK-Anlagenauslieferungen entsprechend der vorherigen Planung.

Umfangreiche Pandemie-Schutzmaßnahmen frühzeitig umgesetzt 2Gs Stammsitz in Heek liegt in Nordrhein-Westfalen und damit in einem der besonders früh und stark getroffenen Bundesländer. Daher hat das Management frühzeitig strikte Verhaltensregeln eingeführt. Die Produktionsarbeiter sind in Teams von 2 bis 3 Personen aufgeteilt, die streng voneinander getrennt arbeiten. Ca. 130 Mitarbeiter arbeiten alternierend von zu Hause. Dazu wurde IT-Ausrüstung angeschafft und eingerichtet. Nach Angaben des Managements funktionieren die Arbeitsprozesse nach kurzer Einspielzeit gut.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	174,30	189,40	209,78	236,40	235,00	270,00
Jährliches Wachstum	14,0%	8,7%	10,8%	12,7%	-0,6%	14,9%
EBIT (€ Mio.)	5,65	7,33	11,45	15,47	13,03	19,33
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,5%	5,5%	7,2%
Jahresübers. (€ Mio.)	1,80	5,01	7,52	10,29	8,56	12,83
EPS (verwässert) (€)	0,40	1,13	1,70	2,32	1,93	2,90
DPS (€)	0,40	0,42	0,45	0,48	0,52	0,56
FCF (€ Mio.)	1,54	7,15	-2,37	-3,78	7,40	2,50
Nettoverschuldungsgrad	-7,4%	-17,5%	-10,3%	-0,8%	-7,7%	-7,0%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,20	16,12	13,63	10,57	15,84	16,04

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: 3. Apr 2020

Schlusskurs	€ 39,05
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 172,99 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 29,40 / 53,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	10.442

Multiples	2018	2019	2020E
KGV	23,0	16,8	20,2
EV/Sales	0,8	0,7	0,7
EV/EBIT	14,6	10,8	12,8
Div.-Rendite	1,2%	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 Groholt	30,0%
Ludger Gausling	22,3%
Free Float	47,7%

Die Mitarbeiter im Anlagenservice sind mit Passierscheinen ausgerüstet und führen die Anlagenwartung wie bisher durch. Ca. 70% der Störungen werden per Fernwartung gelöst.

Lieferkette und Baustellenmanagement vereinzelt von Pandemie betroffen Bisher gibt es nur bei einem Schlüssellieferanten Lieferprobleme. Dank eines gut gefüllten Lagers kann 2G aber mehr als fünf Wochen ohne Lieferung auskommen. Das Baustellenmanagement ist in Frankreich und Italien von Pandemiegegenmaßnahmen betroffen. Wir gehen davon aus, dass die Arbeiten mit wenigen Wochen Verzögerung abgeschlossen werden.

Umsatz- und Effizienzsteigerung in 2019 Auch wenn das Jahr 2019 pandemiebedingt gefühlt schon sehr weit zurückliegt, sehen wir die Analyse der Zahlen als wichtig an, da diese die Wettbewerbsstärke von 2G in ihren vielen Facetten sehr gut widerspiegeln und damit die hervorragende Ausgangslage zeigen, mit der das Unternehmen in die globale Rezession geht.

Der Umsatz wuchs um 13% auf €236,4 Mio. Umsatztreiber waren das internationale Geschäft, das um 14% auf €82,9 Mio. anzog und das Service-Geschäft mit einem Anstieg von 15% auf €89,4 Mio. Die Gesamtleistung stieg nur um 2% auf €226,1 Mio. Die Umstellung der Produktion auf qualitativ höherwertige und sicherere Prozesse musste von der Belegschaft gelernt werden, was anfangs zu Effizienzverlusten führte. Die Erfolge dieser Umstellung sind dafür bereits im Materialaufwand erkennbar. Dieser sank trotz der erhöhten Gesamtleistung um 1% auf €146,8 Mio. Die Materialaufwandsquote (Materialkosten / Gesamtleistung) sank deutlich von 67,3 % auf 64,9 %.

Der Personalaufwand stieg um 10% auf €39,0 Mio. Neben einer geringen Personalaufstockung sind hierfür hauptsächlich Lohnsteigerungen verantwortlich, da der Wettbewerb um Arbeitskräfte angesichts der niedrigen regionalen Arbeitslosenquote von 3% hoch bleibt.

Das EBIT verbesserte sich um 35% auf €15,5 Mio. Skaleneffekte und Effizienzgewinne führten zu einem EBIT-Margenanstieg von 5,5% auf 6,5%. Der Konzernjahresüberschuss legte ebenfalls um 35% auf €10,3 Mio. zu (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	2019A	2019E	Delta	2018A	Delta
Umsatz	236,40	236,00	0,2%	209,78	12,7%
Gesamtleistung	226,10	240,10	-5,8%	221,15	2,2%
EBIT	15,47	15,07	2,7%	11,45	35,1%
EBIT-Marge	6,5%	6,4%	-	5,5%	-
Nettoergebnis (vor Mind.)	10,29	10,11	1,8%	7,60	35,4%
Nettomarge	4,4%	4,3%	-	3,6%	-
EPS verwässert (€)	2,32	2,28	1,8%	1,72	35,4%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Bilanz ist krisenfest 2G verfügte zum Jahresende 2019 über liquide Mittel in Höhe von €10,6 Mio. Darüber hinaus hat sich das Unternehmen deutlich höhere Kreditlinien gesichert. Die freien Kreditlinien liegen bei €24,5 Mio. versus €10,0 Mio. im Vorjahr. So ist 2G für eine eventuelle deutliche Verschlechterung der Lage gewappnet. Das Unternehmen verfügt weiterhin über eine hohe Eigenkapitalquote (FBe: 49%). In der Krise ist eine starke Bilanz ein wichtiger Wettbewerbsvorteil, da Kunden sich aus Sorge vor Insolvenzen eher für grundsolide aufgestellte Unternehmen wie 2G entscheiden dürften.

Operativer Cashflow trotz höherem Working Capital positiv Trotz einer Erhöhung des Working Capitals um über €11 Mio. blieb der operative Cashflow mit knapp €2 Mio. positiv. Angesichts der schon vorhandenen oder noch drohenden Lieferkettenprobleme erweisen sich die hohen Working Capital-Investitionen als sehr hilfreich zur Aufrechterhaltung der Produktion. Einem Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit in Höhe von €5,7 Mio. stand ein Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit von €0,7 Mio. gegenüber. Insgesamt ergab sich ein Mittelabfluss von €3,1 Mio. (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Ausgewählte Cashflow-Positionen

Angaben in € Mio.	2019	2018	Delta
Operativer Cashflow	1,9	4,9	-60,7%
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-5,7	-5,9	-4,0%
Finanzieller Cashflow	0,7	-1,4	n.m.
Nettocashflow	-3,1	-2,4	n.m.

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Beide Segmente mit zweistelligem Wachstum Sowohl das Anlagen-Segment (+12%) als auch das Service-Segment (+15%) wuchsen zweistellig (vgl. Abbildung 3). Der Anteil des Service-Segments am Gesamtumsatz ist erneut gestiegen und beträgt nunmehr 38%. In der Rezession sind die stetigen, verlässlichen und margenstarken Einnahmen aus dem Servicebereich eine wichtige Stütze.

Abbildung 3: Segmentumsätze

Angaben in € Mio.	2019	2018	Delta
KWK-Anlagen	147,0	131,7	11,6%
Anteil am Gesamtumsatz (%)	62%	63%	-1 PP
Service	89,4	78,0	14,6%
Anteil am Gesamtumsatz (%)	38%	37%	+1 PP
Gesamt	236,4	209,8	12,7%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Auslandsgeschäft wächst stärker als Inlandsgeschäft Die Umsatzerlöse im Ausland sind gegenüber dem Vorjahr um 14% auf €82,9 Mio. gestiegen, während der Inlandsumsatz um 12% wuchs (vgl. Abbildung 4). Die umsatzstärksten Auslandsmärkte waren die USA mit €18,4 Mio. (Vorjahr: €6,9 Mio.) sowie Großbritannien mit €18,1 Mio. (Vorjahr: €13,8 Mio.). Der Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz blieb konstant bei 35%.

Abbildung 4: Inlands- und Auslandsumsatz

Angaben in € Mio.	2019	2018	Delta
Inlandsumsatz	153,5	137,0	12,0%
Anteil am Gesamtumsatz (%)	65%	65%	-
Auslandsumsatz	82,9	72,7	14,0%
Anteil am Gesamtumsatz (%)	35%	35%	-
Gesamt	236,4	209,8	12,7%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Hoher Auftragseingang in Q1/20 und komfortabler Auftragsbestand Im 1. Quartal erzielte 2G Auftragseingänge in Höhe von ca. €45 Mio. (Vorjahr: €39,2 Mio.). Bei Erdgas-KWK-Anlagen im Inland stieg der Auftragseingang um 76% auf €9,0 Mio. Dies ist erfreulich, da hier für das sich abzeichnende Ende des Biogas-KWK-Booms (Auslaufen der Flexibilitätsprämie am 30.11.2020) eine Kompensation erkennbar wird. Der lebhafteste Q1-Auftragseingang sorgt für einen weiterhin hohen Auftragsbestand von derzeit rund €150 Mio. versus €156,3 Mio. im Vorjahr.

Zwar gibt es gegenwärtig insbesondere in Italien und Großbritannien Verzögerungen in der Akquisitions- und Projektierungsphase, aber das Management rechnet damit, dass weiterhin Aufträge vergeben werden. Hierfür sprechen zum einen die hohe Rentabilität von KWK-Anlagen angesichts sehr niedriger Erdgaspreise und zum anderen die dringende Notwendigkeit von Investitionen in grundlastfähige und CO₂-ärmere Erzeugungskapazitäten zur Erreichung der Klimaschutzziele und einer stabilen Stromversorgung.

Mittelfristige Guidance bleibt bestehen Das Management hält weiterhin an seinem Ziel fest, bis 2024 einen Umsatz in Höhe von €300 Mio. zu erreichen und die Profitabilität des Konzerns mit dem Ziel einer EBIT-Marge von 10% nachhaltig zu verbessern.

Schätzungen für 2020 gesenkt, aber Umsatzschätzung für 2021 beibehalten Wir unterstellen, dass 2Gs Geschäft im Jahresverlauf durch Lieferkettenprobleme, Sars-CoV-2-bedingte Einschränkungen in der Produktion sowie schleppendere KWK-Anlagen-Installationsprozesse nicht wie bisher erwartet wächst, sondern einen Umsatz leicht unter Vorjahresniveau erreichen wird. Der pandemiebedingte höhere Aufwand für Beschaffung, Produktion und Anlageninstallation dürfte die EBIT-Marge auf 5,5% drücken. Aufgrund der hohen generischen Nachfrage nach KWK-Anlagen gehen wir aber nur von Umsatzverschiebungen in das Jahr 2021 aus. Für 2021 unterstellen wir, dass 2G das fehlende Wachstum des Vorjahres vollständig kompensiert und behalten unsere Umsatzschätzung für 2021 entsprechend bei. Allerdings senken wir die EBIT-Margenannahme, da die Folgen von Pandemie und Rezession auf der Kostenseite noch spürbar sein dürften. Wir weisen darauf hin, dass unsere Prognosen aufgrund des ungewissen Verlaufs der Pandemie und der schwer abschätzbaren Heftigkeit der globalen Rezession mit hoher Unsicherheit behaftet sind.

Abbildung 5: Anpassung der Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	2020E			2021E		
	neu	alt	Delta	neu	alt	Delta
Umsatz	235,00	250,00	-6,0%	270,00	270,00	0,0%
EBIT	13,03	17,97	-27,5%	19,33	20,58	-6,1%
EBIT-Marge	5,5%	7,2%	-	7,2%	7,6%	-
Nettoergebnis	8,56	11,96	-28,4%	12,83	13,70	-6,3%
Nettomarge	3,6%	4,8%	-	4,8%	5,1%	-
EPS verwässert (€)	1,93	2,70	-28,4%	2,90	3,09	-6,3%

Quelle: First Berlin Equity Research

Hochstufung auf Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €50 (bisher €51). Nach dem Kursrückgang stufen wir die Aktie von Hinzufügen auf Kaufen hoch.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	236,40	235,00	270,00	291,60	312,01	330,73	350,58	368,11
Wachstum J/J	13%	-1%	15%	8%	7%	6%	6%	5%
EBIT	15,47	13,03	19,33	23,33	28,08	31,42	31,55	33,13
EBIT-Marge	6,5%	5,5%	7,2%	8,0%	9,0%	9,5%	9,0%	9,0%
NOPLAT	10,58	8,99	13,34	16,10	19,38	21,68	21,77	22,86
+ Abschreibungen und Amortisation	3,73	3,94	3,97	5,54	6,24	6,95	7,71	7,73
= Operativer Cashflow (netto)	14,31	12,93	17,31	21,64	25,62	28,62	29,48	30,59
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-17,15	-5,10	-14,30	-10,75	-11,53	-11,51	-12,20	-12,01
CAPEX	-5,70	-5,30	-5,30	-6,12	-6,55	-6,95	-7,36	-7,73
Working Capital	-11,45	0,20	-9,00	-4,63	-4,98	-4,57	-4,84	-4,28
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	-2,84	7,83	3,01	10,88	14,08	17,11	17,28	18,58
GW der FCFs	-2,84	7,36	2,58	8,52	10,06	11,14	10,27	10,07

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2019E-32E)	110,82
GW der FCFs in der Terminalperiode	104,22
Unternehmenswert (EV)	215,03
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	5,81
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	221,51
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	50,00

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%	26,28	28,84	31,40	33,96	36,52	39,07	41,63
	11,6%	29,60	32,41	35,23	38,04	40,85	43,66	46,47
	10,6%	33,72	36,85	39,98	43,10	46,23	49,35	52,48
	9,6%	38,97	42,49	46,02	50,00	53,06	56,59	60,11
	8,6%	45,86	49,90	53,94	57,98	62,02	66,06	70,11
	7,6%	55,26	60,00	64,75	69,50	74,24	78,99	83,73
	6,6%	68,82	74,58	80,33	86,09	91,84	97,60	103,35

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Umsatz	174,3	189,4	209,8	236,4	235,0	270,0
Bestandsveränderungen	7,1	-2,3	10,8	-10,3	15,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,3	3,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	183,6	190,5	221,1	226,1	250,0	270,0
Materialkosten	-128,6	-126,8	-148,7	-146,8	-169,2	-178,7
Rohhertrag	55,0	63,7	72,4	79,4	80,8	91,3
Personalaufwand	-30,0	-32,5	-35,3	-39,0	-40,5	-42,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,3	1,8	2,0	2,6	2,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,1	-21,0	-23,2	-23,1	-25,6	-28,4
EBITDA	9,2	11,1	15,4	19,2	17,0	23,3
Abschreibungen	-3,6	-3,8	-3,9	-3,7	-3,9	-4,0
Betriebsergebnis (EBIT)	5,6	7,3	11,5	15,5	13,0	19,3
Finanzergebnis	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	5,3	7,0	11,1	15,0	12,4	18,6
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	-4,8	-3,8	-5,8
Minderheitenbeteiligungen	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1,8	5,0	7,5	10,3	8,6	12,8
Gewinn pro Aktie in €	0,40	1,13	1,70	2,32	1,93	2,90
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,40	1,13	1,70	2,32	1,93	2,90
Kennzahlen						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	31,5%	33,6%	34,5%	33,6%	34,4%	33,8%
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,5%	5,5%	7,2%
EBITDA-Marge	5,3%	5,9%	7,3%	8,1%	7,2%	8,6%
Nettogewinn-Marge	1,0%	2,6%	3,6%	4,4%	3,6%	4,8%
Steuersatz	32,2%	29,3%	31,2%	31,6%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	17,2%	17,2%	16,8%	16,5%	17,2%	15,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	11,1%	11,1%	9,8%	10,9%	10,5%
Abschreibungen und Amortisation	2,1%	2,0%	1,9%	1,6%	1,7%	1,5%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	14,0%	8,7%	10,8%	12,7%	-0,6%	14,9%
Betriebsergebnis	18,4%	29,8%	56,2%	35,1%	-15,8%	48,3%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-35,3%	178,6%	50,2%	36,8%	-16,8%	50,0%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktiva						
Umlaufvermögen	86,8	90,8	97,3	113,7	118,5	129,0
Zahlungsmittel	10,2	16,1	13,6	10,6	15,8	16,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	27,9	31,9	37,0	36,7	41,4
Vorräte	43,4	44,0	46,1	60,5	60,3	65,9
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,9	2,8	5,6	5,6	5,6	5,6
Anlagevermögen	24,6	25,5	27,5	29,5	30,8	32,2
Sachanlagen	19,2	20,7	22,8	25,0	26,6	28,1
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	149,3	161,1
Passiva						
Verbindlichkeiten	58,5	60,5	63,2	73,3	73,0	74,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,3	6,4	7,3	10,0	10,0	10,0
Verbindlichkeiten aus L&L	6,8	10,1	10,6	13,7	13,4	14,7
Rückstellungen	12,5	15,5	17,2	17,2	17,2	17,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	32,9	28,6	28,1	32,5	32,5	32,5
Summe Eigenkapital	52,9	55,7	61,6	69,9	76,3	86,7
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	54,4	60,9	71,4
Sonstige Rücklagen	-0,6	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
Minderheitenanteile	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme	111,4	116,3	124,8	143,2	149,3	161,1
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,1	2,3	2,4	2,3	2,4	2,6
Eigenkapitalquote	47,5%	47,9%	49,3%	48,8%	51,1%	53,8%
Net Gearing	-7,4%	-17,5%	-10,3%	-0,8%	-7,7%	-7,0%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	12,6	13,9	15,8	17,2	19,6
Nettoverbindlichkeiten	-3,9	-9,8	-6,3	-0,6	-5,8	-6,0
Zinsdeckungsgrad	15	20	29	36	21	26
Durchschn. Working Capital/Umsatz	22,0%	20,7%	20,2%	22,0%	24,5%	23,0%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,4%	9,0%	12,2%	14,7%	11,2%	14,8%
Kapitalverzinsung (ROCE)	8,0%	9,8%	14,0%	16,9%	13,0%	17,8%
Lagerumschlag (Tage)	91	85	80	93	94	89
Forderungsumschlag (Tage)	61	54	55	57	57	56
Kreditorenlaufzeit (Tage)	19	29	26	34	29	30



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Nettoergebnis	1,8	4,9	7,6	10,3	8,6	12,8
+ Abschreibungen / Amortisation	3,6	3,8	3,9	3,7	3,9	4,0
- Investitionen in Working Capital	-0,3	1,2	-6,6	-11,5	0,2	-9,0
+/- Sonstiges	1,3	2,9	-0,1	-0,7	0,0	0,0
Operativer Cashflow	6,4	12,8	4,9	1,9	12,7	7,8
- CAPEX	-4,8	-5,7	-7,2	-5,7	-5,3	-5,3
Freier Cashflow	1,5	7,2	-2,4	-3,8	7,4	2,5
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	-5,7	-5,3	-5,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,4	0,1	0,9	2,7	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	0,7	-2,1	-2,3
Veränderung liquide Mittel	0,1	5,9	-2,4	-3,1	5,3	0,2
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	10,6	15,8
Liquide Mittel, Jahresende	10,2	16,1	13,6	10,6	15,8	16,0
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,35	1,61	-0,53	-0,85	1,67	0,57
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	101,3%	-62,0%	-60,7%	561,6%	-38,5%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	59,7%	n.a.	-66,1%
Finanzieller Cashflow	-	24,1%	-34,6%	n.a.	n.a.	8,3%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	59,7%	n.a.	-66,1%

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...60	↓	↓	↓	↓
61	3. Dezember 2019	€ 40,80	Add	€ 48,00
62	20. Januar 2020	€ 53,00	Reduce	€ 51,00
63	28. Februar 2020	€ 44,10	Add	€ 51,00
64	Today	€ 39,05	Buy	€ 50,00

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 (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.