



2G Energy AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

REDUCE

€ 70,00

-1,1%
 Medium

ENERGIEWENDE ALS MITTELFRISTIGER WACHSTUMSTREIBER

2G hat erste Zahlen für das erste Halbjahr vorgelegt. Die Gesamtleistung ist wie von uns erwartet um fast 8% auf €116 Mio. gestiegen. Zwar blieben Umsatz und EBIT aufgrund von pandemiebedingt verzögerten Schlussabrechnungen unter den Vorjahreszahlen und unseren Erwartungen, wir sehen dies aber lediglich als ein Timingproblem. Der Auftragseingang stieg trotz Pandemie kräftig um 16% auf €95 Mio. und der Auftragsbestand bleibt mit fast €160 Mio. auf hohem Niveau und sichert eine Vollausslastung bis weit ins 2. Quartal 2021. Wir gehen davon aus, dass die pandemiebedingten Restriktionen keine großen Auswirkungen auf 2Gs Geschäftsentwicklung haben wird. Mittelfristig entscheidend ist das Fortschreiten der Energiewende in Deutschland und der Welt. Wir sehen hier große Umsatzpotenziale für 2Gs dezentrale KWK-Anlagen, die mit Erdgas, Biogas und Wasserstoff betrieben werden können und erhöhen unsere mittelfristigen Schätzungen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €70 (bisher: €52). Nach dem kräftigen Kursanstieg der letzten Monate ist 2G mit einem 2021E KGV von über 24 inzwischen hoch bewertet. Wir stufen die Aktie von Hinzufragen auf Reduzieren herab.

Guidance bestätigt 2G geht weiterhin davon aus, im laufenden Jahr einen Umsatz von €235-250 Mio. bei einer EBIT-Marge von 5,5%-7,0% zu generieren. Angesichts der hohen Gesamtleistung in H1 und des hohen Auftragsbestandes sehen wir die Guidance trotz pandemiebedingter Risiken als gut erreichbar an. 2G hat die Gesamtleistung in H1 trotz eingeführter Pandemievorkehrungsmaßnahmen deutlich gesteigert. Ein verbessertes Projektmanagement soll eine schnellere Auftragsabarbeitung ermöglichen, um so einen gewissen zeitlichen Puffer zu gewinnen, falls es wieder zu vorübergehenden pandemiebedingten Baustellenschließungen kommt. 2G hat auch das mittelfristige Ziel (2024: Umsatz von €300 Mio., EBIT-Marge von 10%) bestätigt.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Umsatz (€ Mio.)	189,40	209,78	236,40	243,00	270,00	291,60
Jährliches Wachstum	8,7%	10,8%	12,7%	2,8%	11,1%	8,0%
EBIT (€ Mio.)	7,33	11,45	15,46	15,60	19,33	23,33
EBIT-Marge	3,9%	5,5%	6,5%	6,4%	7,2%	8,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	5,01	7,52	10,31	10,33	12,83	15,59
EPS (verwässert) (€)	1,13	1,70	2,33	2,33	2,90	3,52
DPS (€)	0,42	0,45	0,45	0,45	0,50	0,56
FCF (€ Mio.)	7,15	-2,37	-2,60	6,79	5,90	9,30
Nettoverschuldungsgrad	-17,5%	-10,3%	-0,2%	-6,4%	-10,1%	-15,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	16,12	13,63	10,70	15,50	19,41	26,50

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

2G Energy AG ist eine führende Anbieterin von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen (KWK). Das Unternehmen offeriert eine breite Produktpalette von Anlagen mit einer Leistung von 20 kW bis 4.5 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: 11. Sep 2020

Schlusskurs	€ 70,80
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 313,64 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 29,40 / 82,70
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	12.641

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	30,4	30,4	24,4
EV/Sales	1,3	1,3	1,2
EV/EBIT	20,3	20,1	16,2
Div.-Rendite	0,6%	0,6%	0,7%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2019

Liquide Mittel	€ 10,70 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 112,74 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,24 Mio.
Bilanzsumme	€ 140,92 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 51,86 Mio.
Eigenkapital	€ 68,52 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Christian Grotholt	30,0%
Ludger Gausling	22,3%
Free Float	47,7%

Gesamtleistung steigt um 8% J/J Die Gesamtleistung stieg wie von uns erwartet in H1 um fast 8% auf €115,5 Mio. (vgl. Abbildung 1). Dies belegt, dass 2Gs Produktion trotz Antipandemiemaßnahmen ohne nennenswerte Störungen verlief. Zwar blieben Umsatz und damit auch das EBIT hinter den Vorjahreszahlen und unseren Schätzungen zurück, da es durch vorübergehende Baustellenschließungen zu Verzögerungen in der Auftragsabwicklung kam. Wir sehen dies aber nur als ein vorübergehendes Problem und erwarten in H2 eine entsprechend höhere Verumsatzung.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Angaben in €Mio.	H1/20A	H1/20E	Delta	H1/19A	Delta
Umsatz	85,60	100,00	-14,4%	95,81	-10,7%
Gesamtleistung	115,50	116,00	-0,4%	107,44	7,5%
EBIT	2,30	3,60	-36,1%	2,86	-19,6%
EBIT-Marge	2,7%	3,6%	-	3,0%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Positiv fällt auf, dass 2G die Materialkostenquote trotz des vergleichsweise schlechteren Verhältnisses von Umsatz zu Gesamtleistung stabil bei 69,5% halten konnte. Wir führen dies auf die erfolgreiche Umsetzung des Leitprojekts „Lead to Lean“ zurück. Die Implementierung des industriellen Prozessmodells setzt weiterhin Effizienzreserven frei. Das Management geht davon aus, dass das Programm noch eine weitere EBIT-Margensteigerung von ca. 1,5 Prozentpunkten erreichen kann. Jüngstes Projekt ist ein Produktkonfigurator, der zu einer passgenaueren Angebotserstellung führen soll.

Service-Geschäft wächst, KWK-Anlagenumsatz stark rückläufig Mit einem Plus von 7% erreichte der Serviceumsatz €45,7 Mio., während das Anlagengeschäft um 25% auf €39,8 Mio. zurückging. Da das Anlagengeschäft traditionell ein Jahresendgeschäft ist und bereits in H1 fertig gestellte Anlagen erst in H2 verumsatzt werden (Bestandsveränderungen H1: €29,8 Mio.), erwarten wir einen deutlichen Anstieg des Segmentumsatzes in H2 auf €103,6 Mio., was zu einem Jahressegmentumsatz von €143,4 Mio. führen sollte.

Auftragseingang steigt trotz Pandemie kräftig Ende Juli lag der Auftragseingang bei €94,9 Mio. nach €82,0 Mio. in der Vorjahresperiode. Dies ist ein Anstieg von 16% und macht uns sehr zuversichtlich, dass Pandemie und Rezession bei 2G insgesamt kaum Spuren hinterlassen. Zum Vergleich: Der Branchenverband VDMA berichtet für denselben Zeitraum einen Rückgang des Auftragseingangs von 16% J/J im deutschen Maschinenbau. Besonders interessant sind die Zahlen seit April, also seit die Pandemie die Weltökonomie fest im Würgegriff hat. Im Zeitraum April bis Juli verzeichnete 2G einen Auftragseingang von ca. €50 Mio. nach knapp €43 Mio. im Vorjahreszeitraum. Selbst in diesem Zeitraum lag der Auftragseingang damit J/J um ca. 16% höher. Das nennen wir Krisenfestigkeit.

Zwei Entwicklungen sind beim Auftragseingang besonders hervorzuheben:

1. Der Anstieg geht ausschließlich auf eine erhöhte Inlandsnachfrage zurück (€63,1 Mio. versus €46,1 Mio. im Vj., +37%), während die Aufträge aus dem Ausland von €35,9 Mio. auf €31,8 Mio. zurückgingen. Wir führen dies darauf zurück, dass Deutschland insgesamt weniger stark von der Pandemie getroffen wurde als z.B. die USA und Frankreich, zwei wichtige Auslandsmärkte für 2G.
2. Der Anstieg in Deutschland geht zu einem sehr großen Teil auf eine erhöhte Nachfrage nach Erdgas-BHKWs zurück (€25,3 Mio. versus €11,9 Mio. im Vj., +113%). Wir sehen in den gestiegenen Erdgas-BHKW-Aufträgen erste Anzeichen dafür, dass bei vielen Nachfragern die Einsicht reift, dass der gleichzeitige Ausstieg aus Atom- und Kohlekraft zu einer Knappheit an grundlastfähigen Stromversorgungseinheiten führen dürfte.

Auftragsbestand ebenfalls gestiegen Mit €159,5 Mio. Ende Juli lag der Auftragsbestand auf einem rekordverdächtigen Niveau und übertraf den Vorjahreswert von €149,6 Mio. um 7%. Legt man für das laufende Jahr die von 2G unterstellte Produktionskapazität von ca. €158 Mio. zugrunde und für das nächste Jahr eine 10%ige Steigerung auf ca. €174 Mio., und nimmt daraus den Mittelwert von €166 Mio., wird deutlich, dass der Auftragsbestand bis weit ins zweite Quartal 2021 für eine Volllauslastung sorgt.

Wasserstoff-BHKW als Zukunftsmarkt Im Juni hat die deutsche Bundesregierung ihre nationale Wasserstoffstrategie beschlossen. Sie sieht bis 2030 einen heimischen Wasserstoffbedarf von 90-110 TWh (gegenwärtig: ca. 55 TWh). Für den Markthochlauf der Wasserstofftechnologien stellt die Bundesregierung €7 Mrd. bereit und zusätzlich €2 Mrd. für internationale Wasserstoffpartnerschaften.

Auch international hat das Thema „Wasserstoff“ deutlich Fahrt aufgenommen. Im Juli 2020 stellte die EU-Kommission ihren Plan „A Hydrogen Strategy for a Climate-Neutral Europe“ vor, der die Installation von 6 GW grüner Wasserstoffelektrolyseure bis 2024 vorsieht und von 40 GW bis 2030. Nach der Anfang 2020 veröffentlichten Studie „Path to Hydrogen Competitiveness“ des Hydrogen Councils haben 18 Regierungen, deren Ökonomien für 70% des Weltbruttosozialprodukts stehen, detaillierte Strategien für die Entwicklung von wasserstoffbasierten Energielösungen entwickelt.

Wir haben 2Gs Wasserstoff-BHKW-Reihe agenerator sowie erste Aufträge in diesem Segment bereits in unserem Kommentar vom 28. Februar vorgestellt. Aus unserer Sicht sind zwei Dinge entscheidend:

1. 2Gs BHKWs können grundsätzlich auch mit Wasserstoff betrieben werden.
2. 2Gs Erdgas-BHKWs können zu akzeptablen Kosten im Rahmen der Generalüberholung auf Wasserstoff umgestellt werden. Für Betreiber besteht nicht die Gefahr eines „Lock-ins“ in eine fossile Verbrennungstechnologie.

Damit sehen wir 2G auch für das postfossile Alter sehr gut aufgestellt.

Frist für Flexibilitätsprämie für Biogasanlagen-BHKWs verlängert Aufgrund der SARS-CoV-2-Pandemie hat die Bundesregierung die Frist für die Flexibilitätsprämie um acht Monate verlängert. Ursprünglich war ein Fristablauf für Ende November vorgesehen, nachdem der bei 1.000 MW liegende Prämiendeckel für Anträge bereits Ende Juli 2019 erreicht wurde. Jetzt bleibt bis Ende Juli 2021 Zeit, um prämiensberechtigten Biogas-BHKWs in Betrieb zu nehmen. Dies ist eine gute Nachricht für 2G, da Auftraggeber nicht mehr Gefahr laufen, die Prämie wegen Fristüberschreitung zu verlieren, was Auftragsstornierungen zur Folge hätte haben können.

Neues KWKG-Gesetz seit August in Kraft Die markantesten Veränderungen gegenüber dem KWKG 2017 sind die Einführung von Boni für KWK-Anlagen über 1 MW, die Begrenzung der jährlichen Förderstundenzahl und eine eigenständige Fördercharakteristik für KWK-Anlagen bis 50 kW. Die verbesserte Förderung kleiner KWK-Anlagen bis 50 kW (16 €/ct/kWh für Strom, der zur allgemeinen Versorgung ins Netz eingespeist wird) dürfte insbesondere in der Wohnungswirtschaft zu einer erhöhten Nachfrage führen, die 2G mit den G-Boxen 20 und 50 befriedigen kann. Da dieses Segment nur einen geringen Beitrag zum Gesamtumsatz leistet (2019: 6%), hat dies keine Auswirkungen auf unsere Schätzungen. Da es für den Kernbereich von 2Gs Aktivitäten (500 kW – 1 MW) keine wesentlichen Änderungen gibt, erwarten wir keine wesentlichen Auswirkungen der Novelle auf 2Gs Geschäftsentwicklung.

Bayern mit eigenem BHKW-Programm Im Rahmen des Bayerischen Aktionsprogramms Energie vom November 2019 plant Bayern, bis 2022 den Bau von 3.000 neuen KWK-Anlagen anzustoßen, um damit einen Zubau von 500 MW el. zu erreichen (zum Vergleich: 2Gs Output 2019 betrug 208 MW). Das Programm zielt auf eher kleinere KWK-Anlagen (durchschnittliche Kapazität: 167 kW) und passt damit ins Produktprogramm von 2G. Wird das Programm erfolgreich umgesetzt, dürfte dies die Inlandsnachfrage ankurbeln.



Schätzungen für 2020E bestätigt, mittelfristige Schätzungen erhöht Nach den H1-Zahlen gehen wir weiterhin davon aus, dass 2G unsere Schätzungen, die im mittleren Bereich der Guidance liegen, erreichen wird, und lassen diese unverändert. Mittelfristig unterstellen wir nunmehr von 2023 bis 2026 zweistellige Wachstumsraten. Als wesentlichen Treiber dafür sehen wir das Erdgas-BHKW-Geschäft, dass aufgrund des parallelen Kohle- und Atomausstiegs in Deutschland und aufgrund weltweiter Anstrengungen zur Reduktion von Treibhausgasen stark zunehmen dürfte. Erste Hinweise darauf liefert die Steigerung des inländischen Auftragseingangs im Erdgas-BHKW-Bereich um 113% J/J auf €25,3 Mio.

Herabstufung auf Reduzieren bei deutlich erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die höheren mittelfristigen Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €70 (bisher: €52). Nach dem deutlichen Kursanstieg in den letzten Monaten (ca. 40% seit unserer letzten Veröffentlichung Ende Mai) ist die 2G-Aktie mit einem 2021E-KGV von über 24 hoch bewertet. Wir stufen die Aktie von Hinzufügen auf Reduzieren herab.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	243,00	270,00	291,60	320,76	352,84	395,18	434,69	473,82
Wachstum J/J	3%	11%	8%	10%	10%	12%	10%	9%
EBIT	15,60	19,33	23,33	28,87	35,28	37,54	39,12	42,64
EBIT-Marge	6,4%	7,2%	8,0%	9,0%	10,0%	9,5%	9,0%	9,0%
NOPLAT	10,76	13,34	16,10	19,92	24,35	25,90	26,99	29,42
+ Abschreibungen und Amortisation	4,04	3,97	4,21	6,42	7,41	8,69	9,13	9,95
= Operativer Cashflow (netto)	14,80	17,31	20,30	26,33	31,76	34,60	36,12	39,37
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-7,57	-10,90	-10,50	-12,26	-14,85	-18,19	-18,30	-18,98
CAPEX	-4,80	-4,80	-4,90	-6,42	-7,06	-7,90	-8,69	-9,48
Working Capital	-2,77	-6,10	-5,60	-5,85	-7,79	-10,29	-9,60	-9,51
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	7,22	6,41	9,80	14,07	16,90	16,41	17,83	20,39
GW der FCFs	7,22	5,75	8,07	10,61	11,69	10,40	10,37	10,87

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2020E-33E)	143,08
GW der FCFs in der Terminalperiode	166,74
Unternehmenswert (EV)	309,82
Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten)	0,15
Minderheitenanteile	-0,04
Shareholder Value	309,93
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	70,00

WACC	9,1%
Eigenkapitalkosten	9,4%
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

		Terminale EBIT-Marge						Fairer Wert je Aktie (€)
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	
WACC	12,1%	34,25	37,57	40,88	44,20	47,51	50,83	54,14
	11,1%	39,13	42,86	46,58	50,30	54,03	57,75	61,47
	10,1%	45,32	49,56	53,80	58,04	62,27	66,51	70,75
	9,1%	53,40	58,30	63,21	69,96	73,01	77,91	82,81
	8,1%	64,31	70,10	75,90	81,69	87,48	93,27	99,07
	7,1%	79,75	86,79	93,84	100,88	107,93	114,97	122,02
6,1%	103,09	112,01	120,94	129,86	138,79	147,71	156,64	

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2027 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2033



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Umsatz	189,4	209,8	236,4	243,0	270,0	291,6
Bestandsveränderungen	-2,3	10,8	-10,3	15,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	3,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	190,5	221,1	226,1	258,0	270,0	291,6
Materialkosten	-126,8	-148,7	-146,8	-172,5	-178,7	-193,0
Rohertrag	63,7	72,4	79,4	85,5	91,3	98,6
Personalaufwand	-32,5	-35,3	-39,0	-44,0	-45,0	-46,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,3	1,8	2,0	2,7	2,7	2,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-21,0	-23,2	-23,1	-24,2	-25,4	-26,7
EBITDA	11,1	15,4	19,2	19,6	23,3	27,5
Abschreibungen	-3,8	-3,9	-3,7	-4,0	-4,0	-4,2
Betriebsergebnis (EBIT)	7,3	11,5	15,5	15,6	19,3	23,3
Finanzergebnis	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	7,0	11,1	15,1	15,0	18,6	22,6
Andere Erträge/ Aufwendungen	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,0	-3,5	-4,8	-4,6	-5,8	-7,0
Minderheitenbeteiligungen	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	5,0	7,5	10,3	10,3	12,8	15,6
Gewinn pro Aktie in €	1,13	1,70	2,33	2,33	2,90	3,52
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	1,13	1,70	2,33	2,33	2,90	3,52
Kennzahlen						
Rohertragsmarge (Rohertrag/Umsatz)	33,6%	34,5%	33,6%	35,2%	33,8%	33,8%
EBIT-Marge	3,9%	5,5%	6,5%	6,4%	7,2%	8,0%
EBITDA-Marge	5,9%	7,3%	8,1%	8,1%	8,6%	9,4%
Nettogewinn-Marge	2,6%	3,6%	4,4%	4,2%	4,8%	5,3%
Steuersatz	29,3%	31,2%	31,8%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	17,2%	16,8%	16,5%	18,1%	16,7%	16,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,1%	11,1%	9,8%	10,0%	9,4%	9,2%
Abschreibungen und Amortisation	2,0%	1,9%	1,6%	1,7%	1,5%	1,4%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	8,7%	10,8%	12,7%	2,8%	11,1%	8,0%
Betriebsergebnis	29,8%	56,2%	35,0%	0,8%	23,9%	20,7%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	178,6%	50,2%	37,1%	0,2%	24,3%	21,5%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Aktiva						
Umlaufvermögen	90,8	97,3	112,7	120,3	131,3	145,2
Zahlungsmittel	16,1	13,6	10,7	15,5	19,4	26,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,9	31,9	37,0	37,9	41,4	44,7
Vorräte	44,0	46,1	60,4	62,3	65,9	69,4
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,8	5,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Anlagevermögen	25,5	27,5	28,2	28,9	29,8	30,4
Sachanlagen	20,7	22,8	24,1	25,5	27,1	28,3
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,7	3,8	3,2	2,5	1,8	1,2
Finanzanlagen	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Summe Aktiva	116,3	124,8	140,9	149,2	161,0	175,6
Passiva						
Verbindlichkeiten	60,5	63,2	72,4	72,4	73,4	74,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,4	7,3	10,6	10,6	10,6	10,6
Verbindlichkeiten aus L&L	10,1	10,6	13,7	13,7	14,7	15,9
Rückstellungen	15,5	17,2	15,4	15,4	15,4	15,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	28,6	28,1	32,7	32,7	32,7	32,7
Summe Eigenkapital	55,7	61,6	68,5	76,8	87,7	101,0
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	40,5	46,1	53,7	62,1	72,9	86,3
Sonstige Rücklagen	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Minderheitenanteile	0,7	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	116,3	124,8	140,9	149,2	161,0	175,6
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,3	2,4	2,2	2,3	2,5	2,7
Eigenkapitalquote	47,9%	49,3%	48,6%	51,5%	54,5%	57,5%
Net Gearing	-17,5%	-10,3%	-0,2%	-6,4%	-10,1%	-15,8%
Eigenkapital je Aktie (in €)	12,6	13,9	15,5	17,3	19,8	22,8
Nettoverbindlichkeiten	-9,8	-6,3	-0,2	-4,9	-8,9	-15,9
Zinsdeckungsgrad	20	29	44	25	26	32
Durchschn. Working Capital/Umsatz	20,7%	20,2%	22,0%	24,3%	23,5%	23,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	9,0%	12,2%	15,1%	13,4%	14,6%	15,4%
Kapitalverzinsung (ROCE)	9,8%	14,0%	17,1%	15,8%	17,9%	19,4%
Lagerumschlag (Tage)	85	80	93	94	89	87
Forderungsumschlag (Tage)	54	55	57	57	56	56
Kreditorenlaufzeit (Tage)	29	26	34	29	30	30



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoergebnis	4,9	7,6	10,3	10,3	12,8	15,6
+ Abschreibungen / Amortisation	3,8	3,9	3,7	4,0	4,0	4,2
- Investitionen in Working Capital	1,2	-6,6	-11,4	-2,8	-6,1	-5,6
+/- Sonstiges	2,9	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	12,8	4,9	1,9	11,6	10,7	14,2
- CAPEX	-5,7	-7,2	-4,5	-4,8	-4,8	-4,9
Freier Cashflow	7,2	-2,4	-2,6	6,8	5,9	9,3
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-1,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,8	2,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4,9	-5,9	-5,7	-4,8	-4,8	-4,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	0,9	3,1	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,2
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	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0
Finanzieller Cashflow	-2,1	-1,4	0,7	-2,0	-2,0	-2,2
Veränderung liquide Mittel	5,9	-2,4	-3,0	4,8	3,9	7,1
Wechselkursbedingte Veränderungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	10,2	16,1	13,6	10,6	15,5	19,4
Liquide Mittel, Jahresende	16,1	13,6	10,6	15,5	19,4	26,5
Freier Cashflow pro Aktie in €	1,61	-0,53	-0,59	1,53	1,33	2,10
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	-62,1%	-60,6%	503,3%	-7,6%	32,7%
Freier Cash Flow	-	n.a.	9,7%	n.a.	-13,0%	57,5%
Finanzieller Cashflow	-	-34,6%	n.a.	n.a.	0,0%	11,1%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	9,7%	n.a.	-13,0%	57,5%

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstr. 34

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 14. September 2020 um 12:48 Uhr abgeschlossen.

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. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist

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; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, 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.

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	20. Januar 2020	€ 53,00	Reduce	€ 51,00
63	28. Februar 2020	€ 44,10	Add	€ 51,00
64	6. April 2020	€ 39,05	Buy	€ 50,00
65	11. Mai 2020	€ 45,15	Add	€ 50,00
66	29. Mai 2020	€ 50,70	Add	€ 52,00
67	Heute	€ 70,80	Reduce	€ 70,00

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 Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONSQUELLEN

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.