

2G Energy AG

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

Q3/20-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 90,00

10,7%
 Medium

STARKES Q3 – HOCHSTUFUNG AUF HINZUFÜGEN

2G Energy hat im dritten Quartal ein sehr starkes Umsatz- (+34% J/J) und Gesamtleistungswachstum gezeigt (+20%) und damit unsere Erwartung leicht übertroffen. Auch das EBIT wuchs kräftig (+33%). Der Auftragseingang legte um 3% J/J auf €123 Mio. zu und sichert die Auslastung bis zum Ende des 2. Quartals 2021. Wir halten es nach wie vor für möglich, dass 2G den oberen Rand der Guidance erreicht, allerdings sind die Risiken für Projektverzögerungen durch das Wiedererstarken der Pandemie und der Verschärfung der Gegenmaßnahmen in vielen Ländern gestiegen. Daher bleiben wir für 2020 bei unserer Prognose, die ungefähr in der Mitte der Guidance liegt. 2G hat einen ersten Ausblick auf 2021 gewagt und eine Umsatzbandbreite von €240 – €260 Mio. angekündigt. Wir halten dies für einen sehr vorsichtigen Ausblick und bleiben bis auf weiteres bei unserer Umsatzprognose von €270 Mio. Mittelfristig zeichnet sich für uns immer klarer ab, dass Deutschland Gefahr läuft, durch den kombinierten Atom- und Kohleausstieg bei der Grundlast in eine Stromversorgungslücke hineinzulaufen. Wir sehen die Einführung des sogenannten „Südbonus“ im neuen KWK-Gesetz als implizites Eingeständnis, dass insbesondere Süddeutschland zusätzliche grundlastfähige Kapazitäten benötigt. Dezentrale Kraft-Wärme-Kopplungsanlagen, wie 2G sie herstellt, sind eine der wenigen schnell umsetzbaren und preisgünstigen Möglichkeiten, die drohende Stromlücke abzuwenden. Daher erhöhen wir unsere mittelfristigen Schätzungen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €90 (bisher: €70). Wir stufen die Aktie von Reduzieren auf Hinzufügen hoch.

Sehr starkes Q3 Ein Q3-Umsatzanstieg um fast 34% J/J auf €61,0 Mio. (FBe: €57,4 Mio.) belegt, dass 2G trotz pandemiebedingter Restriktionen klar auf Wachstumskurs ist. Auch die Gesamtleistung wurde kräftig gesteigert (+20% J/J) und lag leicht über unserer Prognose. Das EBIT stieg ähnlich wie der Umsatz um 33% J/J auf €2,8 Mio. Damit ist 2G entgegen unserer Erwartung keine EBIT-Margenausdehnung gelungen (weiterhin bei 4,6%). Da die absolute... (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 Erdgas, Schwachgase und Wasserstoff. Die Zentrale von 2G liegt in Heek, Deutschland. Außerdem hat das Unternehmen Vertriebs- und Servicestandorte in mehreren Ländern.

HANDELSDATEN

Stand: 19. Nov 2020

Schlusskurs	€ 81,30
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 360,16 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 29,40 / 82,70
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	13.175

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	34,9	34,9	28,1
EV/Sales	1,5	1,5	1,3
EV/EBIT	23,3	23,1	18,6
Div.-Rendite	0,6%	0,6%	0,6%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2020

Liquide Mittel	€ 6,15 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 126,96 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,06 Mio.
Bilanzsumme	€ 154,44 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 68,33 Mio.
Eigenkapital	€ 67,90 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



...Differenz zwischen Q3-EBIT und unserer Schätzung allerdings nur bei €0,9 Mio. liegt und der bei weitem größte Teil des EBITs in Q4 erzielt wird (FBe 2020E: ca. 2/3), sehen wir gute Chancen, dass 2G die Differenz in Q4 kompensieren kann.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Angaben in €Mio.	Q3/20A	Q3/20E	Delta	Q3/19A	Delta	9M/20	9M/19	Delta
Umsatz	61,00	57,40	6,3%	45,70	33,5%	146,50	141,50	3,5%
Gesamtleistung	64,70	63,50	1,9%	53,90	20,0%	180,20	161,30	11,7%
EBIT	2,80	3,70	-24,3%	2,10	33,3%	5,10	4,90	4,1%
EBIT-Marge	4,6%	6,4%	-	4,6%	-	3,5%	3,5%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Guidance für 2020 bestätigt und erster Ausblick auf 2021 Der Vorstand bestätigte seine bisherige Umsatz- und Ertragsprognose (€235 bis €250 Mio. bei einer EBIT-Marge zwischen 5,5% und 7,0%) und erwartet für 2021 Umsätze in Höhe von €240 bis €260 Mio. Unsere Prognose für 2020 liegt in der Mitte der Guidancebandbreite. Angesichts einer erneuten pandemiebedingten Verschärfung der Restriktionen in 2Gs Zielmärkten (Deutschland, Frankreich, Großbritannien) bleiben wir bei unserer Prognose. Kapazitäts- und auftragsseitig hat 2G das Potenzial, auch den oberen Rand der Guidance zu erreichen. Allerdings können wir pandemiebedingte Verzögerungen bei der Auslieferung und Inbetriebnahme nicht ausschließen. Der erste Ausblick auf die Umsatzentwicklung im Jahr 2021 fällt wie in den Vorjahren betont vorsichtig aus. Wir trauen 2G im nächsten Jahr weiterhin einen Umsatz von €270 Mio. zu. Voraussetzung dafür ist, dass der Auftragseingang im Bereich Erdgas-KWK den sich abschwächenden Auftragseingang im Biogas-KWK-Bereich überkompensiert.

Leichter Anstieg des Auftragseingangs Der Auftragseingang stieg um 3% J/J auf €123 Mio. Somit ist eine Auslastung bis zum Ende des 2. Quartals 2021 gesichert. Im deutschen Erdgasmarkt konnte 2G seit dem Ende des ersten Halbjahres Neuaufträge im Wert von insgesamt €16,1 Mio. Euro akquirieren (Vergleichszeitraum 2019: €7,4 Mio., +118% J/J). Damit ist es 2G gelungen, den sinkenden Auftragseingang aus dem sich langsam abkühlenden deutschen Biogasmarkt überzukompensieren. Hier sanken die Neuaufträge seit Ende des 1. Halbjahres auf €8,6 Mio. (Vergleichszeitraum 2019: €14,8 Mio. -42% J/J). In Summe kamen damit seit Ende des ersten Halbjahres Aufträge in Deutschland in Höhe von €24,7 Mio. dazu nach €22,2 Mio. im Vorjahreszeitraum (+11% J/J). Zum ausländischen Auftragseingang hat sich 2G nicht geäußert.

Schätzungen für 2021E bestätigt, Mittelfristprognosen erhöht Vor dem Hintergrund des weiterhin stabilen Auftragseingangs, verbunden mit unserer Erwartung, dass es in einzelnen Auslandsmärkten wie z.B. Nordamerika zu teilweise erheblichen pandemiebedingten Nachholeffekten kommen dürfte, sowie aufgrund des weiterhin konstant wachsenden Servicegeschäftes halten wir an unserer 2021E-Umsatzprognose von €270 Mio. fest. Mittelfristig sehen wir aufgrund der Gefahr einer Stromlücke im Grundlastbereich in Deutschland höhere Absatzpotenziale für 2G im Erdgasbereich. Hinzu kommt das große Potenzial im Wasserstoffbereich. Die Herstellung grünen Wasserstoffs wird in den nächsten Jahrzehnten einen rasanten Aufschwung nehmen und 2G's KWK-Anlagen können diesen Wasserstoff in Strom und Wärme umwandeln. Wir haben unsere Schätzungen daher für 2024E und die Folgejahre erhöht.

Kurszielerhöhung und Hochstufung Ein aktualisiertes DCF-Modell, das unsere erhöhten mittelfristigen Schätzungen berücksichtigt, führt zu einem neuen Kursziel von €90 (bisher: €70). Wir stufen die Aktie von Reduzieren auf Hinzufügen hoch.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	243,00	270,00	291,60	320,76	368,87	424,21	470,87	517,95
Wachstum J/J	3%	11%	8%	10%	15%	15%	11%	10%
EBIT	15,60	19,33	23,33	28,87	36,89	40,30	44,73	49,21
EBIT-Marge	6,4%	7,2%	8,0%	9,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%
NOPLAT	10,76	13,34	16,10	19,92	25,45	27,81	30,87	33,95
+ Abschreibungen und Amortisation	4,04	3,97	4,21	6,09	7,38	8,48	9,42	10,36
= Operativer Cashflow (netto)	14,80	17,31	20,30	26,01	32,83	36,29	40,28	44,31
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-7,57	-10,90	-10,50	-12,26	-19,07	-21,93	-20,76	-21,80
CAPEX	-4,80	-4,80	-4,90	-6,42	-7,38	-8,48	-9,42	-10,36
Working Capital	-2,77	-6,10	-5,60	-5,85	-11,69	-13,45	-11,34	-11,44
+/- 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	13,75	13,76	14,36	19,53	22,51
GW der FCFs	7,22	5,87	8,28	10,70	9,88	9,50	11,92	12,67

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2020E-33E)	161,97
GW der FCFs in der Terminalperiode	236,63
Unternehmenswert (EV)	398,61
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	0,15
Minderheitenanteile	-0,04
Shareholder Value	398,71
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	90,00

WACC	8,5%
Eigenkapitalkosten	8,8%
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	9,5%

Sensitivitätsanalyse

		Terminale EBIT-Marge						Fairer Wert je Aktie (€)
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	
WACC	11,5%	42,00	45,92	49,85	53,77	57,69	61,61	65,53
	10,5%	48,59	53,04	57,48	61,92	66,37	70,81	75,26
	9,5%	57,10	62,21	67,33	72,44	77,56	82,67	87,78
	8,5%	68,44	74,44	80,44	86,44	92,43	98,43	104,43
	7,5%	84,19	91,41	98,62	105,84	113,05	120,27	127,49
	6,5%	107,35	116,34	125,33	134,33	143,32	152,32	161,31
	5,5%	144,38	156,20	168,02	179,84	191,65	203,47	215,29

* 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
Aktivierete 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
Rohhertrag	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						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/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 20. November 2020 um 14:23 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...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	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	24. September 2020	€ 66,50	Reduce	€ 70,00
68	Heute	€ 81,30	Add	€ 90,00

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.