

2G Energy AG

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

H1-Bericht

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 34,00

36,0%
 Medium

ÜBERNAHME BESCHLEUNIGT GROßWÄRMEPUMPENEINSTIEG

Im Mai hatte 2G eine strategische Grundsatzentscheidung von großer Tragweite für das Unternehmen getroffen: den Einstieg in den Großwärmepumpenmarkt. Zusätzlich zur Produktion von KWK-Anlagen (gasbasierte Strom- und Wärmeproduktionsanlagen) wird 2G zukünftig auch Wärmepumpen (strombasierte Wärmeproduktionsanlagen) herstellen. Mit der Übernahme des niederländischen Wärmepumpenherstellers NRGTEQ (ca. 10 Mitarbeiter, Umsatz ca. €1,5 Mio. - €3,0 Mio.) im August beschleunigt 2G diesen Einstieg. Mittelfristig will 2G mit dem Verkauf von Wärmepumpen einen ähnlich hohen Umsatz erzielen wie mit KWK-Anlagen. Der Einstiegszeitpunkt ist günstig gewählt, denn 2G hat ausreichend Zeit, die von NRGTEQ hergestellten Großwärmepumpen in die 2G-Produktionsstätte in Heek zu integrieren und dort einen industrialisierten Produktionsprozess aufzubauen, so wie dies in den letzten Jahren mit KWK-Anlagen gelungen ist. Ab 2025 rechnet 2G mit einem deutlichen Anziehen der Nachfrage nach Großwärmepumpen, da die Kommunen aufgrund des vom Kabinett beschlossenen Wärmeplanungsgesetzes beginnen, die Dekarbonisierung der kommunalen Wärmeversorgung umzusetzen. Die im H1-Bericht veröffentlichten Zahlen entsprechen den vorläufig berichteten (Umsatz und Gesamtleistung), das EBIT überraschte positiv mit einem Anstieg um 62% J/J auf €4,1 Mio. Der Nettogewinn erhöhte sich um 50% auf €2,7 Mio. Das Management hat die Guidance für das laufende Jahr angesichts der überzeugenden Halbjahreszahlen und des nach wie vor hohen Auftragsbestands (€194 Mio.) bestätigt (Umsatz: €310 Mio. - 350 Mio., EBIT-Marge: 6,5% - 8,5%). Wir halten an unseren Schätzungen für 2023 fest und sprechen für die Aktie angesichts der durch den Einstieg ins Großwärmepumpengeschäft verbesserten mittelfristigen Wachstumsaussichten weiterhin eine klare Kaufempfehlung aus. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €34 (bisher: €33).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz (€ Mio.) | 246,73 | 266,35 | 312,63 | 355,00 | 397,64 | 443,49 |
| Jährliches Wachstum | 4,4% | 8,0% | 17,4% | 13,6% | 12,0% | 11,5% |
| EBIT (€ Mio.) | 16,43 | 17,93 | 21,95 | 28,33 | 39,14 | 44,43 |
| EBIT-Marge | 6,7% | 6,7% | 7,0% | 8,0% | 9,8% | 10,0% |
| Jahresübers. (€ Mio.) | 11,97 | 12,61 | 16,39 | 19,04 | 26,51 | 30,15 |
| EPS (verwässert) (€) | 0,68 | 0,77 | 0,91 | 1,06 | 1,48 | 1,68 |
| DPS (€) | 0,11 | 0,13 | 0,14 | 0,19 | 0,22 | 0,24 |
| FCF (€ Mio.) | 7,07 | 4,01 | -4,39 | 3,63 | 15,58 | 18,63 |
| Nettoverschuldungsgrad | -7,1% | -15,5% | -6,6% | -6,6% | -13,8% | -20,1% |
| Liquide Mittel (€ Mio.) | 11,03 | 19,93 | 13,48 | 14,60 | 26,77 | 41,45 |

RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind regulatorische Änderungen, Internationalisierung, hohe Gaspreise in Kombination mit niedrigen Strompreisen.

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: 12. Sep 2023

| | |
|----------------------------------|-----------------|
| Schlusskurs | € 25,00 |
| Aktien im Umlauf | 17,94 Mio. |
| Marktkapitalisierung | € 448,50 Mio. |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse | € 18,52 / 29,65 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 20.462 |

| Multiples | 2022 | 2023E | 2024E |
|--------------|------|-------|-------|
| KGV | 27,4 | 23,6 | 16,9 |
| EV/Sales | 1,4 | 1,2 | 1,1 |
| EV/EBIT | 20,2 | 15,6 | 11,3 |
| Div.-Rendite | 0,6% | 0,8% | 0,9% |

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2023

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Liquide Mittel | € 11,40 Mio. |
| Kurzfristige Vermögenswerte | € 184,01 Mio. |
| Immaterielle Vermögenswerte | € 5,42 Mio. |
| Bilanzsumme | € 221,53 Mio. |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | € 89,06 Mio. |
| Eigenkapital | € 108,72 Mio. |

AKTIONÄRSSTRUKTUR

| | |
|--------------------|-------|
| Christian Grotholt | 29,6% |
| Ludger Gausling | 15,5% |
| Free Float | 54,9% |

Starkes erstes Halbjahr 2G steigerte den Umsatz um 19% J/J auf €135,5 Mio. insbesondere dank eines kräftig gewachsenen KWK-Anlagengeschäfts (+27% J/J). Die Gesamtleistung stieg sogar um 21% J/J aufgrund gestiegener Bestände an (fast) fertigen KWK-Anlagen. Das EBIT machte einen kräftigen Sprung (+62% J/J) und lag 21% über unserer Erwartung (vgl. Abbildung 1). Dies beruht neben Skaleneffekten auch auf einer weiter gestiegenen Effizienz der Produktion. Durch die Synchronisation von Montageabläufen, Qualitätsprozessen und Logistikvorgängen wurde die Produktion wesentlich verstetigt. Dies erlaubte es 2G sogar, die gesamte Montage von einem Zweischichtsystem auf ein Einschichtsystem umzustellen, was die Mitarbeiter von der anstrengenderen Spätschicht befreit hat und zu einer Erhöhung der Arbeitsproduktivität führt. Der Nettogewinn stieg um 50% auf €2,6 Mio.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

| Alle Angaben in € Mio. | H1/23A | H1/23E | Delta | H1/22A | Delta |
|----------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Umsatz | 135,5 | 135,5 | 0% | 114,0 | 19% |
| Gesamtleistung | 166,3 | 165,4 | 1% | 137,8 | 21% |
| EBIT | 4,1 | 3,4 | 21% | 2,6 | 62% |
| EBIT-Marge | 3,0% | 2,5% | - | 2,2% | - |
| Nettoergebnis (nach Mind.) | 2,6 | 2,1 | 25% | 1,7 | 50% |
| Nettomarge | 1,9% | 1,5% | - | 1,5% | - |
| EPS verwässert (€) | 0,15 | 0,12 | 25% | 0,10 | 50% |

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Beide Segmente wachsen kräftig Während das Service-Segment sein stetiges Wachstum fortgesetzt hat (+14% J/J), zeigte sich insbesondere das KWK-Anlagen-Segment von seiner besten Seite und wuchs überproportional (+27% J/J), wie Abbildung 2 verdeutlicht.

Abbildung 2: Umsatz nach Segmenten

| Alle Angaben in € Mio. | H1/23 | H1/22 | Delta |
|-------------------------|--------------|--------------|------------|
| Neuanlagen | 58,7 | 46,3 | 27% |
| Service | 76,8 | 67,7 | 13% |
| Umsatz insgesamt | 135,5 | 114,0 | 19% |

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Starkes Wachstum im Ausland Während der Umsatz im deutschen Markt nur einstellig (+8%) wuchs, erhöhte sich der Auslandsumsatz um 41% J/J. Der deutsche Markt war im ersten Halbjahr nach den sehr hohen Gaspreisen im Winter 22/23 und der unklaren Gesetzeslage (Streit um das jüngst verabschiedete Gebäudeenergiegesetz (GEG)) von Attentismus geprägt. Das Wachstum im Ausland kommt hauptsächlich aus dem übrigen Europa (+55%).

Abbildung 3: Umsatzentwicklung im In- und Ausland

| Alle Angaben in € Mio. | H1/23 | H1/22 | Delta |
|-------------------------|--------------|--------------|------------|
| Inland | 83,8 | 77,3 | 8% |
| Ausland | 51,7 | 36,7 | 41% |
| Umsatz insgesamt | 135,5 | 114,0 | 19% |

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Bilanz bleibt stark Trotz des Rückgangs an liquiden Mitteln (-15% seit Jahresbeginn) und eines Anstiegs der Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten um 68% auf €10,6 Mio. erhielt sich 2G eine kleine Nettocashposition in Höhe von €0,8 Mio. Das Eigenkapital blieb konstant, und die Eigenkapitalquote sank leicht auf immer noch hohe 49%, da die Bilanzsumme um 5% höher war als zum Jahresbeginn (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Ausgewählte Bilanzkennzahlen

| Alle Zahlen in € Mio. | H1/23A | 2022A | Delta |
|---|--------------|--------------|-------------|
| Liquide Mittel | 11,4 | 13,5 | -15% |
| Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten | 10,6 | 6,3 | 68% |
| Nettocashposition | 0,8 | 7,1 | -89% |
| Eigenkapital | 108,7 | 108,6 | 0% |
| Eigenkapitalquote | 49,1% | 51,3% | -2,2 PP |
| Bilanzsumme | 221,5 | 211,6 | 5% |

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Deutlich verbesserter operative Cashflow J/J War der operative Cashflow in der Vorjahresperiode noch deutlich negativ (€-4,7 Mio.), lag er im ersten Halbjahr bereits mit €0,1 Mio. im positiven Bereich. Der Mittelabfluss für Investitionen war etwas niedriger J/J (€-3,7 Mio. versus €-4,3 Mio.). Der finanzielle Cashflow belief sich auf €-3,7 Mio. und war wie im Vorjahr von Nettokreditilgungen (€-1,0 Mio. versus €0,8 Mio. in H1/22) und der Dividende (€-2,5 Mio. versus €-2,2 Mio. in der Vorjahresperiode) geprägt (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Ausgewählte Cashflowpositionen

| Angaben in € Mio. | H1/23A | H1/22A |
|------------------------------------|--------|--------|
| Operativer Cashflow | 0,1 | -4,7 |
| CAPEX | -3,7 | -4,3 |
| Freier Cashflow | -3,6 | -8,9 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -3,7 | -5,0 |
| Finanzieller Cashflow | -3,7 | -3,3 |
| Nettocashflow | -7,3 | -12,9 |

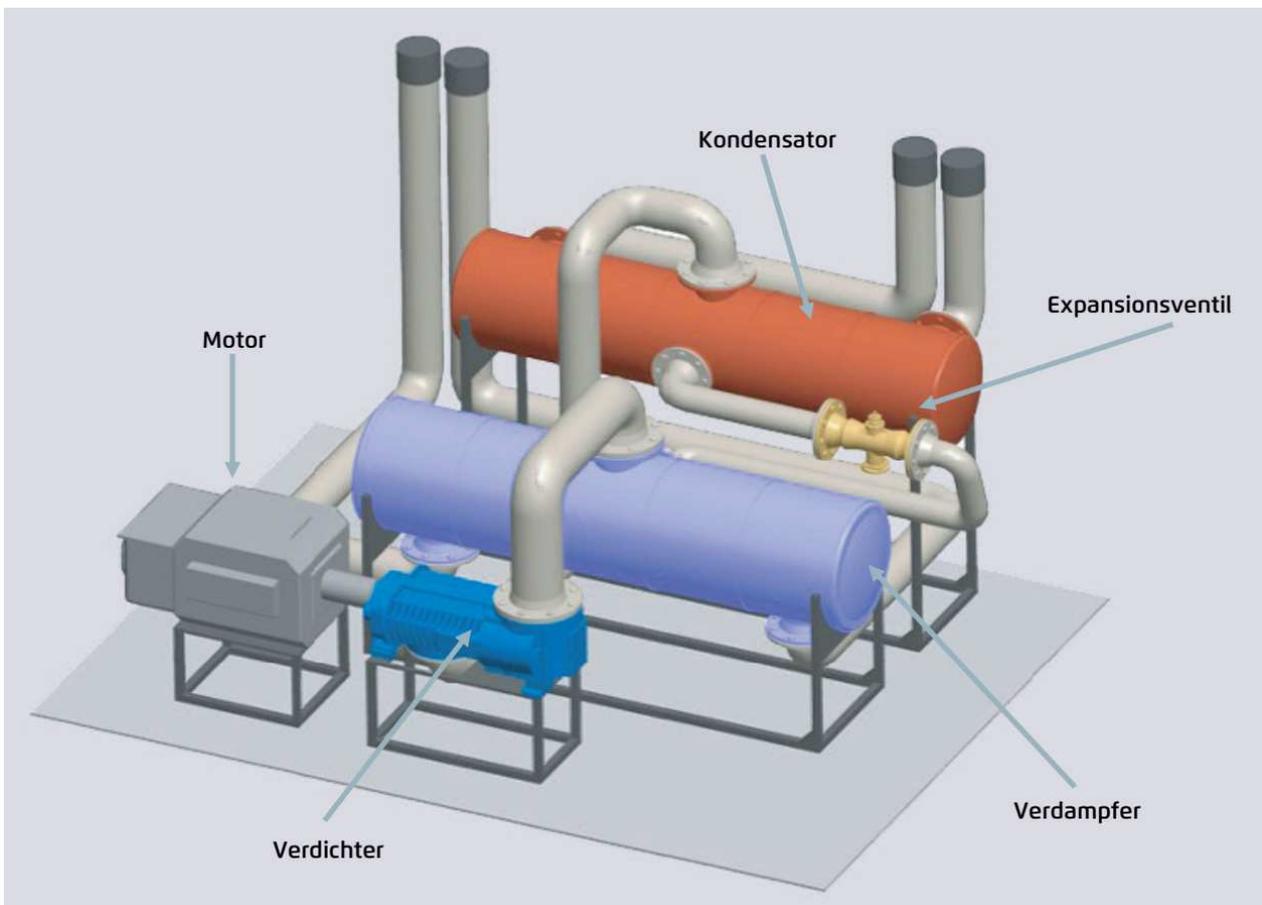
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Neues Wachstumsfeld Großwärmepumpen im Visier Mit der Übernahme des 2010 gegründeten niederländischen Wärmepumpenherstellers NRGTEQ B.V. (ca. 10 Mitarbeiter, Umsatz ca. €1,5 - €3,0 Mio.) im August beschleunigt 2G ihren Einstieg ins Großwärmepumpengeschäft. NRGTEQ hat bisher über 200 Großwärmepumpen hauptsächlich im Benelux-Raum verkauft. Für 2024 rechnen wir mit einem Wärmepumpen-Umsatzbeitrag im niedrigen einstelligen Millionen Euro-Bereich. 2G erwartet für nächstes Jahr einen Wärmepumpen-Auftragseingang zwischen €3 Mio. und €10 Mio. Mittelfristig will 2G mit dem Verkauf von Großwärmepumpen ähnlich hohe Umsätze und Margen erzielen wie mit KWK-Anlagen.

Hohe Synergien zwischen KWK-Anlage und Wärmepumpe In der Forschung & Entwicklung und beim Produktdesign bestehen umfangreiche Synergien zwischen beiden Technologien, die sich im Wesentlichen nur bezüglich Motor (KWK) und Verdichter (Wärmepumpe) unterscheiden. In der Beschaffung kann 2G weitgehend auf dieselben Zulieferer zurückgreifen wie bisher. Auch die Kundenbasis ist für beide Produkte weitgehend dieselbe. Ebenso sind Projektplanung, Montage, Inbetriebnahme und digitale Steuerung & Überwachung im Prinzip identisch. Damit ist die Wärmepumpe eine sinnvolle Erweiterung des 2G-Produktportfolios. Darüber hinaus lassen sich durch das Zusammenspiel von KWK-Anlage und Wärmepumpe CO₂-arme und sehr energieeffiziente Versorgungslösungen für Strom und Wärme kreieren.

Wie funktionieren Wärmepumpen? Wärmepumpen nutzen natürliche Wärmequellen wie Geothermie, Gewässer und Abwärme und heben die Wärme unter Einsatz von Strom auf ein höheres Temperaturniveau, um sie besser nutzbar machen. Die hierfür erforderliche Strommenge beträgt dabei einen Bruchteil der erzeugten Wärme. Damit liegt der Wirkungsgrad von Wärmepumpen bei deutlich mehr als 100%. Der Effizienzvorteil ist umso größer, je kleiner der erforderliche Temperaturhub ist. Unter Temperaturhub versteht man die Differenz zwischen der Temperatur der genutzten Wärmequelle und der in der Wärmepumpe erzeugten Vorlauftemperatur, die z. B. in ein Wärmenetz oder einen Industrieprozess eingespeist wird. Der Verdichter ist die teuerste Einzelkomponente der Wärmepumpe. Er gibt den Temperatur- und Leistungsbereich sowie die Effizienz maßgeblich vor. Im Verdichter erfolgt die Temperaturerhöhung durch eine Druckerhöhung. Großwärmepumpen sind eine bewährte Technologie, die den höchsten Technologiereifegrad (engl. Technology Readiness Level, kurz: TRL) von 9 erreichen. Verschiedene Hersteller bieten ein breites Spektrum marktreifer Produkte an. Abbildung 6 zeigt eine schematische Darstellung einer Großwärmepumpe.

Abbildung 6: Schematische Darstellung einer Großwärmepumpe



Quelle: First Berlin Equity Research, Fraunhofer IEG (2023)

Sehr großes Marktpotenzial in Deutschland Großwärmepumpen sind eine Schlüsseltechnologie für den klimaneutralen Betrieb von Wärmenetzen und die Bereitstellung industrieller Prozesswärme bis 200 °C. Nach der Studie „Roll-out von Großwärmepumpen“ der Agora Energiewende vom Juni 2023 können Großwärmepumpen in Deutschland bis 2045 ca. 70% der Fernwärmeversorgung sicherstellen und somit einen Großteil des Erdgases ersetzen. Im Jahr 2023 waren Großwärmepumpen mit einer

Gesamtleistung von 60 MW installiert. Der deutsche Markt steht damit noch am Anfang seiner Entwicklung. Um die Klimaziele bis 2045 zu erreichen, hält der Energiewende-Think-Tank einen durchschnittlichen jährlichen Zubau von mindestens 4.000 MW für notwendig. Dabei definiert Agora Energiewende Wärmepumpen ab einer Leistung von 500 kW als Großwärmepumpen. 2G spricht schon ab einer Leistung von 200 kW von Großwärmepumpen. Für den rentablen Betrieb von Wärmepumpen ist das Verhältnis der Strombezugskosten zu den Gasbezugskosten wichtig: Je kleiner dieses Verhältnis ist, je niedriger also der Strompreis und je höher der Gaspreis, desto attraktiver wird der Betrieb von Wärmepumpen. Wir weisen darauf hin, dass die Rentabilität von KWK-Anlagen genau umgekehrt bestimmt wird. Eine KWK-Anlage ist umso rentabler, je höher der Strompreis und je niedriger der Gaspreis ist. Insofern hat die Erweiterung von 2Gs Produktpalette auch eine risikomindernde Komponente, da 2G weniger von niedrigen Gaspreisen und hohen Strompreisen („Spark Spread“) abhängig ist. Allerdings hat der Spark Spread aufgrund der steigenden Energiepreise stark an Bedeutung verloren, da KWK-Anlagen auch bei sinkendem Spark Spread ihre Profitabilität steigern konnten.

Günstiger Einstiegszeitpunkt für 2G Der Einstiegszeitpunkt ist günstig gewählt, denn 2G hat ausreichend Zeit, die von NRGTEQ hergestellten Großwärmepumpen in die 2G-Produktionsstätte in Heek zu integrieren und dort einen industrialisierten Produktionsprozess aufzubauen, so wie dies in den letzten Jahren mit KWK-Anlagen gelungen ist. Ab 2025 rechnet 2G mit einem deutlichen Anziehen der Nachfrage. Nach der jüngsten Verabschiedung des Gebäudeenergiegesetzes im Bundestag (Hinweis: Zustimmung des Bundesrats fehlt noch!) und des vom Kabinett beschlossenen Wärmeplanungsgesetzes, das die großen Kommunen verpflichtet, bis Mitte 2026 Wärmepläne zu erstellen (übrige Kommunen: bis Mitte 2028), gehen wir davon aus, dass viele Kommunen schon früher in die Umsetzung der Wärmewende einsteigen und Großwärmepumpen dabei eine zentrale Rolle spielen werden. Viele Stadtwerke dürften mit kleineren Insellösungen starten (z.B. Wärmeversorgung eines Schulzentrums, Nutzung lokaler Abwärme aus der Industrie oder aus Kläranlagen). Hier sehen wir für 2G gute Chancen, ihre Großwärmepumpen zu vermarkten.

Guidance bestätigt Der Vorstand hat seine Umsatz und Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2023 bestätigt (Umsatz von €310 Mio. bis €350 Mio. bei einer EBIT-Marge von 6,5% bis 8,5%). Auch die Umsatzprognose für 2024 von bis zu €390 Mio. und das EBIT-Margenziel von 8,5% bis 10,0% wurden bestätigt.

Schätzungen für 2023 & 2024 bleiben unverändert Trotz des schwachen Auftragseingangs im laufenden Jahr (-31% J/J auf €77,6 Mio.) bleibt der Auftragsbestand zum Ende des ersten Halbjahres mit €194 Mio. hoch genug, um im Neuanlagensegment das geplante Wachstum von 10% zuzüglich Inflation zu erreichen. Zum Vergleich: 2022 belief sich der Umsatz im Neuanlagengeschäft auf €164,5 Mio. Im Juli und August überstiegen die Auftragseingänge die jeweiligen Vorjahreswerte, und der Vorstand ist zuversichtlich, dass der kumulierte Auftragseingang im dritten Quartal 2023 den Vorjahreswert (€37,6 Mio.) deutlich übertreffen wird.

Weiterhin Kaufen bei leicht erhöhtem Kursziel Wir haben unsere mittelfristigen Schätzungen leicht erhöht. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €34 (bisher: €33). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

| Angaben in € Mio. | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Nettoumsatz | 355,00 | 397,64 | 443,49 | 510,01 | 591,62 | 668,53 | 748,75 | 816,14 |
| Wachstum J/J | 14% | 12% | 12% | 15% | 16% | 13% | 12% | 9% |
| EBIT | 28,33 | 39,14 | 44,43 | 51,00 | 59,16 | 66,85 | 74,87 | 81,61 |
| EBIT-Marge | 8,0% | 9,8% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| NOPLAT | 19,55 | 27,01 | 30,65 | 35,70 | 41,41 | 46,80 | 52,41 | 57,13 |
| + Abschreibungen und Amortisation | 5,26 | 5,57 | 5,88 | 7,65 | 8,87 | 10,03 | 11,23 | 12,24 |
| = Operativer Cashflow (netto) | 24,81 | 32,58 | 36,53 | 43,35 | 50,29 | 56,82 | 63,64 | 69,37 |
| - Gesamte Investitionen (CAPEX und WC) | -20,68 | -16,50 | -17,40 | -17,42 | -30,91 | -30,79 | -32,89 | -30,44 |
| CAPEX | -7,40 | -6,40 | -7,40 | -7,65 | -8,87 | -10,03 | -11,23 | -12,24 |
| Working Capital | -13,28 | -10,10 | -10,00 | -9,77 | -22,03 | -20,77 | -21,66 | -18,19 |
| +/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| = Freier Cashflow (FCF) | 4,13 | 16,08 | 19,13 | 25,93 | 19,38 | 26,03 | 30,75 | 38,93 |
| GW der FCFs | 4,04 | 14,39 | 15,67 | 19,43 | 13,28 | 16,33 | 17,65 | 20,44 |

| € Mio. | |
|---|--------|
| GW der FCFs explizite Periode (2023E-36E) | 252,11 |
| GW der FCFs in der Terminalperiode | 348,93 |
| Unternehmenswert (EV) | 601,03 |
| Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten) | 6,11 |
| Minderheitenanteile | -0,04 |
| Shareholder Value | 607,10 |
| Anzahl ausstehender Aktien (Mio.) | 17,94 |
| Fairer Wert pro Aktie (€) | 33,84 |

| | |
|----------------------|-------|
| Terminales Wachstum | 3,0% |
| Terminale EBIT-Marge | 10,0% |

| | |
|---------------------------------|-------|
| WACC | 9,3% |
| Eigenkapitalkosten | 9,6% |
| Fremdkapitalkosten vor Steuern | 4,0% |
| Normaler Steuersatz | 30,0% |
| Fremdkapitalkosten nach Steuern | 2,8% |
| EK-Anteil | 95,0% |
| FK-Anteil | 5,0% |
| Kursziel (€) | 34,00 |

Sensitivitätsanalyse

| WACC | Terminale EBIT-Marge | Fairer Wert pro Aktie (€) | | | | | | |
|-------|----------------------|---------------------------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
| | | 8,5% | 9,0% | 9,5% | 10,0% | 10,5% | 11,0% | 11,5% |
| 12,3% | | 16,58 | 17,97 | 19,36 | 20,76 | 22,15 | 23,54 | 24,93 |
| 11,3% | | 19,14 | 20,72 | 22,29 | 23,87 | 25,45 | 27,02 | 28,60 |
| 10,3% | | 22,46 | 24,27 | 26,08 | 27,90 | 29,71 | 31,52 | 33,34 |
| 9,3% | | 26,89 | 29,02 | 31,15 | 33,84 | 35,40 | 37,53 | 39,65 |
| 8,3% | | 33,10 | 35,66 | 38,22 | 40,78 | 43,34 | 45,90 | 48,46 |
| 7,3% | | 42,32 | 45,52 | 48,72 | 51,92 | 55,12 | 58,32 | 61,52 |
| 6,3% | | 57,30 | 61,53 | 65,77 | 70,00 | 74,23 | 78,46 | 82,69 |

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2030 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2036



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Angaben in € Mio. | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatz | 246,7 | 266,3 | 312,6 | 355,0 | 397,6 | 443,5 |
| Bestandsveränderungen | 7,4 | 2,6 | 26,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Gesamtleistung | 254,2 | 268,9 | 338,8 | 355,2 | 397,8 | 443,7 |
| Materialkosten | -167,3 | -171,3 | -224,1 | -227,9 | -254,5 | -286,5 |
| Rohrertrag | 87,0 | 97,7 | 114,7 | 127,3 | 143,4 | 157,2 |
| Personalaufwand | -44,3 | -49,4 | -57,0 | -63,5 | -65,1 | -72,0 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 2,3 | 3,4 | 4,4 | 5,0 | 5,6 | 6,2 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -24,6 | -29,7 | -35,3 | -35,1 | -39,0 | -41,0 |
| EBITDA | 20,1 | 21,9 | 26,6 | 33,6 | 44,7 | 50,3 |
| Abschreibungen | -3,7 | -3,9 | -4,7 | -5,3 | -5,6 | -5,9 |
| Betriebsergebnis (EBIT) | 16,4 | 17,9 | 22,0 | 28,3 | 39,1 | 44,4 |
| Finanzergebnis | -0,2 | -0,2 | -0,4 | -0,7 | -0,7 | -0,7 |
| Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen | 16,3 | 17,7 | 23,5 | 27,6 | 38,4 | 43,7 |
| Andere Erträge/ Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 1,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | -4,3 | -5,1 | -7,1 | -8,6 | -11,9 | -13,5 |
| Minderheitenbeteiligungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag | 12,0 | 12,6 | 16,4 | 19,0 | 26,5 | 30,2 |
| Gewinn pro Aktie in € | 0,68 | 0,77 | 0,91 | 1,06 | 1,48 | 1,68 |
| Gewinn pro Aktie verwässert (in €) | 0,68 | 0,77 | 0,91 | 1,06 | 1,48 | 1,68 |

Kennzahlen

| | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Rohrertragsmarge (Rohrertrag / Gesamtleistung) | 34,2% | 36,3% | 33,9% | 35,8% | 36,0% | 35,4% |
| EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz) | 8,1% | 8,2% | 8,5% | 9,5% | 11,2% | 11,3% |
| EBIT-Marge (EBIT / Umsatz) | 6,7% | 6,7% | 7,0% | 8,0% | 9,8% | 10,0% |
| Nettogewinn-Marge | 4,9% | 4,7% | 5,2% | 5,4% | 6,7% | 6,8% |
| Steuersatz | 26,5% | 28,7% | 30,2% | 31,0% | 31,0% | 31,0% |

Aufwand in % vom Umsatz

| | | | | | | |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Personalaufwand | 17,9% | 18,5% | 18,2% | 17,9% | 16,4% | 16,2% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 10,0% | 11,2% | 11,3% | 9,9% | 9,8% | 9,2% |
| Abschreibungen und Amortisation | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,4% | 1,3% |

Wachstum J/J

| | | | | | | |
|------------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse | 4,4% | 8,0% | 17,4% | 13,6% | 12,0% | 11,5% |
| Betriebsergebnis | 6,2% | 9,1% | 22,5% | 29,1% | 38,2% | 13,5% |
| Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag | 16,1% | 5,3% | 30,0% | 16,2% | 39,2% | 13,7% |



BILANZ

| Angaben in Mio. € | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktiva | | | | | | |
| Umlaufvermögen | 119,8 | 142,6 | 179,7 | 194,2 | 218,9 | 246,5 |
| Zahlungsmittel | 11,0 | 19,9 | 13,5 | 14,6 | 26,8 | 41,5 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 42,2 | 43,4 | 57,1 | 62,2 | 68,6 | 75,3 |
| Vorräte | 60,8 | 72,2 | 102,6 | 110,9 | 117,0 | 123,2 |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | 5,9 | 7,1 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| Anlagevermögen | 26,7 | 27,1 | 31,9 | 34,0 | 34,9 | 35,7 |
| Sachanlagen | 22,9 | 22,6 | 26,8 | 29,5 | 31,0 | 33,1 |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 2,9 | 4,5 | 5,0 | 4,4 | 3,8 | 2,5 |
| Finanzanlagen | 0,9 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Summe Aktiva | 146,6 | 169,7 | 211,6 | 228,3 | 253,8 | 282,1 |
| Passiva | | | | | | |
| Verbindlichkeiten | 68,2 | 75,2 | 103,0 | 103,1 | 105,5 | 107,7 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 5,5 | 5,3 | 6,3 | 6,3 | 6,3 | 6,3 |
| Verbindlichkeiten aus L&L | 10,0 | 11,5 | 20,5 | 20,6 | 23,0 | 25,9 |
| Rückstellungen | 13,4 | 17,7 | 21,4 | 21,4 | 21,4 | 21,4 |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | 39,4 | 40,7 | 54,7 | 54,7 | 54,7 | 54,0 |
| Summe Eigenkapital | 78,3 | 94,5 | 108,6 | 125,2 | 148,3 | 174,4 |
| Gezeichnetes Kapital* | 4,4 | 4,5 | 17,9 | 17,9 | 17,9 | 17,9 |
| Kapitalrücklage | 11,2 | 16,4 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Gewinnrücklage | 63,7 | 74,3 | 88,5 | 105,0 | 128,1 | 154,3 |
| Sonstige Rücklagen | -1,0 | -0,7 | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -0,7 |
| Minderheitenanteile | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bilanzsumme | 146,6 | 169,7 | 211,6 | 228,3 | 253,8 | 282,1 |

*2022: Aktiensplit

Kennzahlen

| | | | | | | |
|-----------------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Current ratio (x) | 2,4 | 2,6 | 2,3 | 2,5 | 2,7 | 3,0 |
| Eigenkapitalquote | 53,4% | 55,7% | 51,3% | 54,9% | 58,4% | 61,8% |
| Net Gearing | -7,1% | -15,5% | -6,6% | -6,6% | -13,8% | -20,1% |
| Eigenkapital je Aktie (in €) | 17,7 | 21,1 | 6,1 | 7,0 | 8,3 | 9,7 |
| Nettoverbindlichkeiten | -5,6 | -14,6 | -7,1 | -8,3 | -20,4 | -35,1 |
| Zinsdeckungsgrad | 89 | 87 | 72 | 39 | 54 | 61 |
| Durchschn. Working Capital/Umsatz | 24,5% | 25,4% | 26,7% | 28,5% | 28,4% | 27,7% |
| Eigenkapitalrendite (ROE) | 15,3% | 13,3% | 15,1% | 15,2% | 17,9% | 17,3% |
| Kapitalverzinsung (ROCE) | 17,2% | 16,7% | 17,3% | 19,6% | 23,8% | 23,5% |
| Lagerumschlag (Tage) | 90 | 99 | 120 | 114 | 107 | 101 |
| Forderungsumschlag (Tage) | 62 | 59 | 67 | 64 | 63 | 62 |
| Kreditorenlaufzeit (Tage) | 22 | 24 | 33 | 33 | 33 | 33 |



CASHFLOWRECHNUNG

| Angaben in € Mio. | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoergebnis | 12,0 | 12,6 | 16,4 | 19,0 | 26,5 | 30,2 |
| + Abschreibungen / Amortisation | 3,7 | 3,9 | 4,7 | 5,3 | 5,6 | 5,9 |
| - Investitionen in Working Capital | -5,6 | -6,4 | -21,7 | -13,3 | -10,1 | -10,0 |
| +/- Sonstiges | -0,3 | -1,3 | 5,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Cashflow | 9,8 | 8,9 | 5,0 | 11,0 | 22,0 | 26,0 |
| - CAPEX | -2,7 | -4,9 | -9,4 | -7,4 | -6,4 | -7,4 |
| Freier Cashflow | 7,1 | 4,0 | -4,4 | 3,6 | 15,6 | 18,6 |
| Zugänge aus Akquisitionen | 0,0 | -1,2 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlageninvestitionen | 0,2 | 0,9 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | 0,4 | 3,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -2,1 | -1,8 | -9,7 | -7,4 | -6,4 | -7,4 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | -5,0 | -1,3 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | -2,0 | -2,0 | -2,2 | -2,5 | -3,4 | -3,9 |
| Erw erb eigener Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 5,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | -0,4 | -0,3 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzieller Cashflow | -7,4 | 1,6 | -1,6 | -2,5 | -3,4 | -3,9 |
| Veränderung liquide Mittel | 0,3 | 8,6 | -6,4 | 1,1 | 12,2 | 14,7 |
| Wechselkursbedingte Veränderungen | 0,1 | 0,1 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel, Jahresanfang | 10,0 | 10,5 | 19,7 | 13,3 | 14,6 | 26,8 |
| Liquide Mittel, Jahresende | 10,5 | 19,7 | 13,3 | 14,6 | 26,8 | 41,5 |
| Freier Cashflow pro Aktie in € | 1,60 | 0,89 | -0,24 | 0,20 | 0,87 | 1,04 |
| Wachstum J/J | | | | | | |
| Operativer Cashflow | - | -9,6% | -43,8% | 121,5% | 99,3% | 18,4% |
| Freier Cash Flow | - | n.a. | n.a. | n.a. | 329,3% | 19,6% |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | - | n.a. | n.a. | 55,5% | 35,7% | 15,8% |
| Freier Cashflow pro Aktie | - | n.a. | n.a. | n.a. | 329,3% | 19,6% |

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 Regulations (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

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, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 13. September 2023 um 10:27 Uhr abgeschlossen.

Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey

Copyright© 2023 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. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels 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.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von 2G Energy AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: 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.

Darüber hinaus bietet First Berlin 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:

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- 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;

In Bezug auf die Finanzanalysen 2G Energy AG bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: 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.

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.

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNG SERMÄCHTIGUNG, 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 | € 3,30 | Buy | € 4,50 |
| 2...82 | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ |
| 83 | 6. September 2022 | € 23,80 | Buy | € 31,00 |
| 84 | 21. Oktober 2022 | € 21,65 | Buy | € 31,00 |
| 85 | 21. November 2022 | € 23,55 | Buy | € 31,00 |
| 86 | 24. Februar 2023 | € 22,50 | Buy | € 31,00 |
| 87 | 3. April 2023 | € 23,05 | Buy | € 31,00 |
| 88 | 28. April 2023 | € 24,70 | Buy | € 32,00 |
| 89 | 2. Juni 2023 | € 28,80 | Add | € 33,00 |
| 90 | 24. August 2023 | € 22,45 | Buy | € 33,00 |
| 91 | Heute | € 25,00 | Buy | € 34,00 |

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 INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER 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.