

# ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech  
 Börse Hamburg  
 Bloomberg: AB9 GR  
 ISIN: DE0005760029

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 20,00

65,3%  
 High

## WANDELANLEIHE ZUR WACHSTUMSFINANZIERUNG

Die ABO Wind AG bietet zur Finanzierung ihres internationalen Wachstums eine Wandelanleihe (maximales Volumen: €15 Mio.) zur Zeichnung an. Die Laufzeit beträgt zwei Jahre, die Verzinsung liegt bei 3% p.a. und der Wandlungspreis bei €15,00 je Aktie. Der Fokus des zukünftigen internationalen Wachstums liegt nicht mehr nur auf der Windkraft, sondern auch auf der Photovoltaik. In unserer Post-Money-Bewertung unterstellen wir die komplette Zeichnung in 2018 und die vollständige Wandlung im Oktober 2019 (1 Mio. zusätzliche Aktien). Die zusätzlichen finanziellen Mittel sollten bereits ab 2019E stärkeres Wachstum generieren. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €20,00 (bisher: €16,40). Wir halten die Aktie weiterhin für sehr attraktiv bewertet und empfehlen sie zum Kauf.

**Prosperierender Entwickler von Grünstromanlagen** ABO Wind ist seit vielen Jahren ein sehr profitabler Projektentwickler für erneuerbare Energien. In 2016 erzielte das Unternehmen ein Rekordergebnis von €16,5 Mio., was einer Nettoertragsrendite von 13,5% entspricht. In der jüngst bestätigten Prognose für 2017 geht das Management davon aus, das Ergebnis aus 2016 mindestens zu erreichen. Wir rechnen gegen Ende Mai mit der Veröffentlichung der Zahlen für 2017 und gehen von einem Nettoergebnis von €17,0 Mio. aus. In 2017 zahlte ABO Wind eine Dividende von €0,50 pro Aktie, die sich aus der „normalen“ Dividende von €0,30 und einer Jubiläumsdividende von €0,20 pro Aktie zusammensetzte. Dies entspricht einer Dividendenrendite von ca. 4%. Angesichts des erwarteten neuen Rekordergebnisses gehen wir davon aus, dass das Unternehmen in 2018E eine Dividende von €0,40 pro Aktie zahlt.

Dank der frühzeitigen Internationalisierung ist ABO Wind breit aufgestellt. In H1/17 verteilte sich der Umsatz im Wesentlichen auf Deutschland (43%), Finnland (25%) und Frankreich (23%). Der restliche Anteil (8%) fiel auf andere Länder wie Spanien und Großbritannien. Damit trug das Ausland in 2017 bereits mit 57% zum Gesamtumsatz bei. Mittelfristig plant ABO Wind, den Auslandsanteil auf 2/3 zu steigern. Derzeit arbeitet das Unternehmen in 17 verschiedenen...

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	97,83	80,22	122,29	136,75	134,01	155,08
Jährliches Wachstum	na	-18,0%	52,4%	11,8%	-2,0%	15,7%
EBIT (€ Mio.)	10,27	14,15	23,89	26,03	18,02	19,01
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	19,0%	13,4%	12,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	5,25	7,77	16,52	17,06	11,28	11,93
EPS (verwässert) (€)	0,69	1,02	2,16	2,23	1,48	1,53
DPS (€)	0,22	0,25	0,50	0,40	0,30	0,30
FCF (€ Mio.)	-7,38	-7,37	-5,81	19,61	12,41	2,49
Nettoverschuldungsgrad	12,6%	41,4%	44,2%	19,0%	8,8%	-4,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,50	9,51	3,80	17,58	38,03	42,26

## RISIKEN

Wesentliche Risiken sind Projektentwicklungs-, Währungs-, Zinsänderungs- und regulatorische Risiken.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist ein Projektentwickler für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Windkraftanlagen mit einer Kapazität von mehr als 1.400 MW ans Netz gebracht. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat über 400 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

## HANDELSDATEN

Stand: 24. Apr 2018

Schlusskurs	€ 12,10
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 92,51 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 10,20 / 14,10
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.459

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	5,6	5,4	8,2
EV/Sales	1,0	0,9	0,9
EV/EBIT	5,1	4,7	6,8
Div.-Rendite	4,1%	3,3%	2,5%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2017

Liquide Mittel	€ 12,17 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 145,78 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,28 Mio.
Bilanzsumme	€ 159,10 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 57,66 Mio.
Eigenkapital	€ 71,69 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	31,0%
Familie Bockholt	31,0%
Mainova	10,0%
Free Float	28,0%



...Ländern an Wind- und Solarprojekten. Neben Europa ist ABO Wind auch in Nord- und Lateinamerika sowie in Afrika aktiv.

**Mittel aus Wandelanleihe finanzieren weiteres internationales Wachstum** In den letzten beiden Jahren sind die Gestehungskosten für Onshore-Wind und Photovoltaik weltweit auf neue Rekordtiefs gesunken. In vielen Ländern mit guten Windverhältnissen oder hoher Sonneneinstrahlung sind Windkraft oder Solar inzwischen oder in naher Zukunft auch ohne staatliche Förderung wettbewerbsfähig. Damit bieten sich für einen international erfahrenen Projektierer wie ABO Wind viele neue und attraktive Möglichkeiten, international in die Entwicklung von Wind- und Solarprojekten zu investieren. Insbesondere der Solarbereich dürfte mit den zusätzlichen Mitteln schnell ausgebaut werden. Im Vergleich zur Windkraft ist die Projektentwicklung von PV-Anlagen sowohl genehmigungsrechtlich als auch technisch wesentlich einfacher. Daher ist der Projektzyklus im Solarbereich wesentlich kürzer als im Windbereich (ca. ein Jahr versus 3-5 Jahre). Der Ausbau des Solarbereichs bietet ABO Wind damit einen vergleichsweise schnellen Mittelrückfluss.

**Wandelanleihe bietet 3% Zins p.a. und Einstiegschance in direkte Unternehmensbeteiligung** Die Wandelanleihe hat ein maximales Volumen von €15 Mio. und eine Laufzeit von 2 Jahren (1. Mai 2018 bis 30. April 2020). Die Wandlung kann entweder im Oktober 2018 oder im Oktober 2019 zu einem Wandlungspreis von €15,00 pro Aktie erfolgen. Die Altaktionäre haben bereits 15% (=ca. €2,3 Mio.) der Anleihe gezeichnet.

**Schätzungen ab 2019 deutlich erhöht** Für 2018E haben wir unsere Ergebnisprognose leicht angepasst, da die Ausschreibungen in Deutschland in 2017 hohen Margendruck erzeugt haben. In unseren überarbeiteten Schätzungen unterstellen wir, dass ABO Wind die Wandelanleihe komplett platziert und eine vollständige Wandlung im Oktober 2019 erfolgt. Wir gehen davon aus, dass die zusätzlichen Mittel bereits in 2019E zu einem deutlichen Wachstumsschub führen (vgl. Abbildung 1). Wir erhöhen unsere Umsatzprognose für 2019E um fast 12% und die Nettoergebnisprognose um fast 16%.

**Abbildung 1: Anpassung der Schätzungen**

Alle Zahlen in €Mio.	2017E			2018E			2019E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	136,75	136,75	0,0%	134,01	134,01	0,0%	139,08	155,08	11,5%
EBIT	26,03	26,03	0,0%	18,62	18,02	-3,2%	16,68	19,01	14,0%
Marge	19,0%	19,0%		13,9%	13,4%		12,0%	12,3%	
Jahresübers.	17,02	17,06	0,2%	11,80	11,28	-4,4%	10,32	11,93	15,6%
Marge	12,4%	12,5%		8,8%	8,4%		7,4%	7,7%	
EPS (verwässert) in €	2,23	2,23	0,2%	1,54	1,48	-4,4%	1,35	1,53	13,2%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Aktie sehr attraktiv bewertet** Die Multiplikatoren für 2018E zeigen eine attraktive Bewertung an. Das KGV liegt bei 8 und das EV/EBIT-Verhältnis bei 7. Ein auf den aktualisierten Schätzungen beruhendes überarbeitetes DCF-Modell (post-money) ergibt ein neues Kursziel von €20,00 (bisher: €16,40). Beim aktuellen Kurs von €12,10 entspricht dies einem Aufwärtspotenzial von 65%. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR								
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>136.750</b>	<b>134.010</b>	<b>155.080</b>	<b>173.252</b>	<b>184.750</b>	<b>196.154</b>	<b>207.352</b>	<b>218.229</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>18.720</b>	<b>13.183</b>	<b>13.899</b>	<b>15.392</b>	<b>15.484</b>	<b>16.316</b>	<b>17.112</b>	<b>17.878</b>
+ Abschreibungen	1.861	2.037	2.121	2.316	2.551	2.769	2.977	3.179
= Operativer Cashflow (netto)	20.581	15.220	16.020	17.708	18.035	19.085	20.089	21.057
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-968	-2.813	-13.532	-11.192	-9.011	-8.392	-8.503	-8.557
Capex	-2.325	-2.278	-2.636	-2.945	-3.141	-3.335	-3.525	-3.710
Working Capital	1.357	-535	-10.895	-8.247	-5.871	-5.057	-4.978	-4.847
= Freier Cashflow (FCF)	19.614	12.407	2.488	6.515	9.023	10.693	11.587	12.500
<b>GW der FCFs</b>	<b>19.614</b>	<b>11.745</b>	<b>2.174</b>	<b>5.253</b>	<b>6.714</b>	<b>7.343</b>	<b>7.344</b>	<b>7.310</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2031E)	113.067
GWs der FCFs in der Terminalperiode	86.735
Unternehmenswert (EV)	199.802
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-29.486
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	170.316

Fairer Wert je Aktie in € 20,00

WACC	8,4%
Eigenkapitalkosten	12,5%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	6,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,2%
EK-Anteil	50,0%
FK-Anteil	50,0%
Fairer Wert je Aktie in €	20,00

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	5,4%	34,09	35,77	37,88	40,63	44,34	49,63	57,78
	6,4%	27,26	28,15	29,23	30,56	32,23	34,40	37,33
	7,4%	22,49	22,99	23,58	24,28	25,12	26,15	27,46
	8,4%	18,98	19,27	19,61	19,99	20,44	20,98	21,63
	9,4%	16,31	16,48	16,67	16,89	17,14	17,43	17,77
	10,4%	14,21	14,31	14,42	14,54	14,68	14,84	15,03
	11,4%	12,52	12,58	12,64	12,71	12,79	12,88	12,97

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2024 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2031



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>Umsatz</b>	<b>97.826</b>	<b>80.220</b>	<b>122.292</b>	<b>136.750</b>	<b>134.010</b>	<b>155.080</b>
Bestandsveränderungen	9.782	20.906	22.320	18.803	17.968	20.005
<b>Gesamtleistung</b>	<b>107.608</b>	<b>101.126</b>	<b>144.612</b>	<b>155.553</b>	<b>151.978</b>	<b>175.085</b>
Herstellungskosten	60.758	50.029	76.198	84.238	86.168	104.524
<b>Bruttogewinn</b>	<b>37.068</b>	<b>30.191</b>	<b>46.094</b>	<b>52.512</b>	<b>47.842</b>	<b>50.556</b>
Personalkosten	20.472	23.463	27.095	28.550	30.200	32.200
Sonstige betriebliche Erträge	1.553	1.686	2.495	1.929	1.946	2.326
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7.720	9.209	9.392	9.800	10.400	12.100
<b>EBITDA</b>	<b>20.211</b>	<b>20.111</b>	<b>34.421</b>	<b>34.894</b>	<b>27.156</b>	<b>28.588</b>
Abschreibungen & Amortisation AV	1.146	1.438	1.575	1.861	2.037	2.121
Abschreibungen UV	8.795	4.521	8.957	7.000	7.100	7.455
<b>EBIT</b>	<b>10.270</b>	<b>14.152</b>	<b>23.889</b>	<b>26.032</b>	<b>18.018</b>	<b>19.012</b>
Nettofinanzergebnis	-2.009	-2.767	-1.535	-1.658	-1.901	-1.969
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>8.261</b>	<b>11.386</b>	<b>22.354</b>	<b>24.374</b>	<b>16.117</b>	<b>17.043</b>
Steuern	3.010	3.613	5.810	7.312	4.835	5.113
Minderheitsbeteiligungen	0	0	-24	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>5.251</b>	<b>7.773</b>	<b>16.519</b>	<b>17.062</b>	<b>11.282</b>	<b>11.930</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,69</b>	<b>1,02</b>	<b>2,16</b>	<b>2,23</b>	<b>1,48</b>	<b>1,53</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	34,4%	29,9%	31,9%	33,8%	31,5%	28,9%
Bruttomarge auf Umsatz	37,9%	37,6%	37,7%	38,4%	35,7%	32,6%
EBITDA-Marge	20,7%	25,1%	28,1%	25,5%	20,3%	18,4%
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	19,0%	13,4%	12,3%
Nettomarge	5,4%	9,7%	13,5%	12,5%	8,4%	7,7%
Steuersatz	36,4%	31,7%	26,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	20,9%	29,2%	22,2%	20,9%	22,5%	20,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	11,5%	7,7%	7,2%	7,8%	7,8%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,2%	1,8%	1,3%	1,4%	1,5%	1,4%
Abschreibungen UV	9,0%	5,6%	7,3%	5,1%	5,3%	4,8%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	n.a.	-18,0%	52,4%	11,8%	-2,0%	15,7%
Operatives Ergebnis	n.a.	37,8%	68,8%	9,0%	-30,8%	5,5%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	48,0%	112,5%	3,3%	-33,9%	5,7%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>103.068</b>	<b>115.738</b>	<b>136.074</b>	<b>149.717</b>	<b>170.885</b>	<b>187.766</b>
Liquide Mittel	9.498	9.505	3.797	17.583	38.031	42.257
Wertpapiere	12.570	14.656	7.270	7.270	7.270	7.270
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.499	10.317	17.278	16.860	16.522	19.119
Vorräte	25.384	36.443	45.883	46.158	47.216	57.273
Sonstige Forderungen	49.117	44.817	61.847	61.847	61.847	61.847
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>8.933</b>	<b>9.666</b>	<b>10.478</b>	<b>10.942</b>	<b>11.183</b>	<b>11.698</b>
Sachanlagen	3.846	4.201	4.782	5.135	5.338	5.796
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	383	326	273	383	421	479
Finanzanlagen	4.704	5.139	5.424	5.424	5.424	5.424
Sonstige	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>112.001</b>	<b>125.404</b>	<b>146.552</b>	<b>160.659</b>	<b>182.068</b>	<b>199.464</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>39.115</b>	<b>30.551</b>	<b>36.271</b>	<b>35.374</b>	<b>34.794</b>	<b>54.605</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.281	2.000	4.346	3.000	3.000	21.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.196	6.234	6.864	8.078	8.263	10.023
Rückstellungen (kurzfristig)	18.876	11.476	16.151	16.151	16.151	16.151
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.762	10.841	8.909	8.145	7.380	7.430
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>26.964</b>	<b>42.863</b>	<b>43.544</b>	<b>44.544</b>	<b>57.544</b>	<b>30.544</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.011	29.010	28.937	29.937	42.937	15.937
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	15.953	13.853	14.606	14.606	14.606	14.606
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>45.922</b>	<b>51.990</b>	<b>66.706</b>	<b>80.709</b>	<b>89.698</b>	<b>114.284</b>
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646	8.646
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542	27.542
Gewinnrücklagen	24.760	30.865	45.529	59.533	68.521	78.107
<b>Passiva</b>	<b>112.001</b>	<b>125.404</b>	<b>146.552</b>	<b>160.659</b>	<b>182.068</b>	<b>199.464</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	2,63	3,79	3,75	4,23	4,91	3,44
Quick ratio (x)	1,99	2,60	2,49	2,93	3,55	2,39
Nettoverbindlichkeiten	5.794	21.505	29.486	15.354	7.906	-5.319
Net Gearing	12,6%	41,4%	44,2%	19,0%	8,8%	-4,7%
Buchwert je Aktie (in €)	6,01	6,80	8,72	10,56	11,73	14,63
Return on Equity (ROE)	11,4%	14,9%	24,8%	21,1%	12,6%	10,4%
Return on Assets (ROA)	6,6%	7,8%	12,5%	11,9%	7,4%	7,1%
Return on Investment (ROI)	4,7%	6,2%	11,3%	10,6%	6,2%	6,0%
Return on average capital employed (ROCE)	18,4%	22,1%	27,1%	25,2%	17,3%	17,2%
Forderungsumschlag in Tagen	24,2	46,9	51,6	45,0	45,0	45,0
Vorratsumschlag in Tagen	152,5	265,9	219,8	200,0	200,0	200,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	19,2	45,5	32,9	35,0	35,0	35,0



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>EBIT</b>	<b>10.270</b>	<b>14.152</b>	<b>23.889</b>	<b>26.032</b>	<b>18.018</b>	<b>19.012</b>
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.146	1.438	1.575	1.861	2.037	2.121
<b>EBITDA</b>	<b>11.416</b>	<b>15.590</b>	<b>25.464</b>	<b>27.894</b>	<b>20.056</b>	<b>21.133</b>
Veränderungen Working Capital	-20.327	-9.045	-27.327	1.357	-535	-10.895
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	3.498	-11.805	-1.527	-7.312	-4.835	-5.113
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-5.413</b>	<b>-5.260</b>	<b>-3.390</b>	<b>21.938</b>	<b>14.686</b>	<b>5.124</b>
Investitionen in Sachanlagen	-1.671	-1.949	-2.279	-2.051	-2.010	-2.326
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-292	-164	-145	-274	-268	-310
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-7.376</b>	<b>-7.373</b>	<b>-5.814</b>	<b>19.614</b>	<b>12.407</b>	<b>2.488</b>
Akquisitionen und Verkäufe	141	265	340	0	0	0
Andere Investitionen	-558	-551	-377	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2.380</b>	<b>-2.399</b>	<b>-2.461</b>	<b>-2.325</b>	<b>-2.278</b>	<b>-2.636</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.517	11.639	2.069	-346	13.000	-9.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0	15.000
Gezahlte Dividenden	-1.529	-1.682	-1.911	-3.823	-3.058	-2.294
Sonstige Finanzierung	0	-2.305	-1.766	-1.658	-1.901	-1.969
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>988</b>	<b>7.652</b>	<b>-1.609</b>	<b>-5.827</b>	<b>8.041</b>	<b>1.737</b>
FOREX & sonstige Effekte	-4	15	-16	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-6.809</b>	<b>7</b>	<b>-7.475</b>	<b>13.786</b>	<b>20.448</b>	<b>4.225</b>
Cash am Anfang der Periode	16.307	9.498	9.505	3.797	17.583	38.031
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>9.498</b>	<b>9.505</b>	<b>2.030</b>	<b>17.583</b>	<b>38.031</b>	<b>42.257</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>2,64</b>	<b>2,63</b>	<b>4,50</b>	<b>4,56</b>	<b>3,55</b>	<b>3,66</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	-2,8%	-35,6%	-747,2%	-33,1%	-65,1%
Freier Cashflow	n.a.	0,0%	-21,1%	-437,4%	-36,7%	-79,9%
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-0,5%	71,2%	1,4%	-22,2%	3,0%

\* In der Cashflowrechnung sind die Abschreibungen auf das Umlaufvermögen in "Veränderungen Working Capital" verbucht.

**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...3	↓	↓	↓	↓
4	7. Juni 2017	€ 12,01	BUY	€ 15,10
5	12. Juli 2017	€ 12,45	BUY	€ 16,40
6	6. Oktober 2017	€ 12,60	BUY	€ 16,40
7	Today	€ 12,10	BUY	€ 20,00

**Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:**

**First Berlin Equity Research GmbH**

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 85 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

**Copyright© 2018 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

**ANGABEN GEM. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**INTERESSENKONFLIKTE**

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR**

## FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

### STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

### ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

### ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

#### ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

**STRONG BUY:** erwartete positive Kursentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

**BUY:** erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

**ADD:** erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

**REDUCE:** erwartete negative Kursentwicklung zwischen 0 % und -15 %

**SELL:** erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

#### RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

### ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

### AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

#### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

**AUFSICHTSBEHÖRDE:** Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

## HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND 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 irgendwelcher 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, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.**