

ABO Wind AG

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

Kleine
 Kapitalerhöhung

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 27,00

48,4%
 High

PROFITABLES WACHSTUM VORAUS

ABO Wind hat eine kleine Kapitalerhöhung durchgeführt und plant die Einbeziehung der Aktie in den Xetra-Handel. Dies sollte die Liquidität der Aktie und damit die Attraktivität des Titels erhöhen. Das Unternehmen hat 400.000 Aktien zu €17,10 platziert und erzielt einen Mittelzufluss von €6,8 Mio. Die Mittel dienen zur Finanzierung der internationalen Expansion, die in diesem Jahr für Wachstum sorgen sollte. Mit einer internationalen Projektpipeline von über 10 GW stehen die Zeichen auch mittelfristig auf Wachstum. Sogar der gebeutelte deutsche Markt gibt erste Lebenszeichen von sich. Die deutsche Onshore-Wind-Ausschreibung im Dezember 2019 war die erste Ausschreibung seit August 2018, die überzeichnet war. Wir deuten dies als ersten Hinweis, dass sich der Stau bei den Genehmigungen langsam auflöst. Nach dem katastrophal niedrigen Zubau von 1,1 GW im Jahr 2019 sollte es in 2020 mit dem deutschen Windmarkt daher wieder aufwärts gehen. Angesichts langer Turbinenlieferzeiten (>12 Monate) und im Zeitraum Mai-Dezember 2019 bezuschlagter Projekte von knapp 1,4 GW dürfte die Erholung aber erst im Jahr 2021 richtig an Fahrt gewinnen. Für 2020E prognostizieren wir bei ABO Wind einen Anstieg des Nettogewinns um fast 40% auf €14 Mio. Wir haben unser DCF-Modell aktualisiert und erhöhen das Kursziel von €22,50 auf €27,00. Trotz des 25%iger Kursanstiegs in 2019 bleibt die Aktie attraktiv bewertet (2020E KGV: 11). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Kleine Kapitalerhöhung Die Kapitalerhöhung, die deutlich überzeichnet war, steigert die Aktienzahl um 400.000 auf 8.470.893 Aktien. Den Großteil der neuen Aktien zeichnete der durch den belgischen Investment Manager Capricorn Partners gesteuerte Aktienfonds Quest Cleantech Fund. Die Platzierung der Aktien zu einem Preis von €17,10 pro Aktie führt zu einem Mittelzufluss von €6,84 Mio. Durch die Platzierung sollte der Freefloat auf ca. 33% steigen.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	122,29	146,79	150,26	148,10	173,25	190,33
Jährliches Wachstum	52,4%	20,0%	2,4%	-1,4%	17,0%	9,9%
EBIT (€ Mio.)	23,89	24,96	22,22	16,86	21,94	25,05
EBIT-Marge	19,5%	17,0%	14,8%	11,4%	12,7%	13,2%
Jahresübers. (€ Mio.)	16,52	17,01	12,74	10,07	14,02	15,89
EPS (verwässert) (€)	2,16	2,22	1,67	1,31	1,66	1,88
DPS (€)	0,50	0,40	0,42	0,42	0,42	0,45
FCF (€ Mio.)	-5,81	29,98	-30,29	19,30	2,39	9,12
Nettoverschuldungsgrad	44,2%	7,8%	48,5%	21,8%	15,3%	11,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	3,80	32,34	4,52	28,16	39,60	44,39

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 Grünstromanlagen mit einer Kapazität von ca. 2.300 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat ca. 600 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

HANDELSDATEN

Stand: 31. Jan 2020

Schlusskurs	€ 18,20
Aktien im Umlauf	8,47 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 154,17 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 13,60 / 18,40
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.927

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	12,1	15,3	11,0
EV/Sales	1,3	1,3	1,1
EV/EBIT	8,6	11,3	8,7
Div.-Rendite	2,3%	2,3%	2,3%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2019

Liquide Mittel	€ 1,52 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 190,63 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 1,09 Mio.
Bilanzsumme	€ 202,87 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 76,35 Mio.
Eigenkapital	€ 94,25 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	28,5%
Familie Bockholt	28,5%
Mainova	10,0%
Free Float	33,0%

Weitere Erfolge in Spanien ABO Wind hat im Dezember 2019 die Projektrechte an einem spanischen Windpark mit einer geplanten Kapazität von 50 MW verkauft und wird das Projekt, das voraussichtlich im Jahr 2022 ans Netz gehen soll, bis Anfang 2021 zur Baureife entwickeln und den Käufer bei der Finanzierung unterstützen. Als Dienstleister ist ABO Wind auch für die Erstellung des Parklayouts, den Anlageneinkauf und die Bauüberwachung zuständig. Zu Beginn des Jahres 2020 veräußerte ABO Wind die Projektrechte an einem weiteren spanischen Windpark mit einer Leistung von 100 MW. Aktuell arbeitet ABO Wind in Spanien an der Entwicklung von Wind- und Solarparks mit einer Gesamtleistung von mehr als 1.000 MW.

Erfolgsrezept Internationalisierung Seit 2015 hat sich die Anzahl der Ländermärkte, in denen ABO Wind aktiv ist, verdoppelt. Gegenwärtig ist das Unternehmen in 16 Ländermärkten aktiv (vgl. Abbildung 1). Neben etablierten Windmärkten gehören dazu auch aufsteigende Märkte wie Tunesien und Kolumbien. Dank der Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten hat ABO Wind in H1/19 die Schwäche des deutschen Heimatmarktes kompensieren können. Mittelfristig will das Unternehmen 75% des Umsatzes im Ausland erwirtschaften (2018: 53%).

Abbildung 1: Ländermärkte von ABO Wind



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Sehr umfangreiche Projektpipeline bietet Wachstumsfantasie Im November 2019 hatte ABO Winds Projektpipeline (Wind und Solar) ein Volumen von 10.292 MW (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite), davon 1.921 MW in Phase II (Genehmigung erreicht, Baureife in Arbeit) und 108 MW in Phase III (im Bau). Diese Pipeline ist eine sehr solide Basis für das von uns prognostizierte Wachstum in den nächsten Jahren.

Abbildung 2: Wind- und Solar-Projektpipeline in MW, November 2019

Land	Phase I	Phase II	Phase III	Summe
Deutschland	950	45	23	1.018
Frankreich	950	45	29	1.024
Finnland	1.400	165		1.565
Irland	173	45	11	229
Spanien	1.000			1.000
Griechenland	600		38	638
Polen		21		21
Ungarn			5	5
Großbritannien	200	40		240
Argentinien	900	900		1.800
Kolumbien	500			500
Kanada	300	10		310
Südafrika	1.000	600		1.600
Tansania	250			250
Tunesien	40	50	2	92
Summe	8.263	1.921	108	10.292

* Phase I: Flächen gesichert, Genehmigung in Arbeit; Phase II: Genehmigung erreicht, Baureife in Arbeit; Phase III: im Bau

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Endlich wieder erfolgreich bei Onshore-Wind-Ausschreibung in Deutschland Nach langer Durststrecke hat ABO Wind wieder einen Zuschlag für ein deutsches Projekt erhalten. Das Unternehmen hatte zuletzt im Februar 2019 den Zuschlag für das Projekt Erlenbach (8 MW) bekommen. In den nachfolgenden Ausschreibungsrunden war der Projektierer mangels genehmigter Projekte nicht erfolgreich. Im Dezember 2019 wurde das Projekt Wadern Wenzelstein (10 MW) bezuschlagt. Der Durchschnittspreis der Ausschreibungsrunde lag bei 6,11 €/Ct/kWh und damit nur unwesentlich unter dem gesetzlich vorgegebenen Höchstpreis von 6,20 €/Ct/kWh. Unter der Annahme, dass der von ABO Wind gebotene Preis in der Nähe des Durchschnittspreises lag, sollte die Profitabilität des Projekts hoch sein. Auch das von ABO Wind entwickelte und an Trianel verkaufte Projekt Görzig (13,5 MW) in Brandenburg wurde bezuschlagt. Da ABO Wind im Auftrag von Trianel weiter an dem Projekt arbeitet und nach Projektfortschritt bezahlt wird, profitiert das Unternehmen von der Bezuschlagung. Für die erste Ausschreibung im Februar 2020 rechnen wir mit einer erneuten Bezuschlagung, da ABO Wind laut Marktdatenstammregister über zwei genehmigte Windpark-Projekte mit einer Gesamtkapazität von 41 MW verfügt.

Eigenkapital erneut gestärkt ABO Wind hatte in den Jahren 2018/19 eine Wandelanleihe mit einem Volumen von €11,5 Mio. platziert. Davon sind im Oktober 2019 ca. €6,4 Mio. in Aktien gewandelt worden. Die Aktienzahl erhöhte sich um 425.193 auf 8.070.893 Aktien. Wir schätzen das Eigenkapital zum Jahresende 2019 auf ca. €102 Mio. und gehen von einer sehr soliden Eigenkapitalquote von 48% aus. Mit der kleinen Kapitalerhöhung im Januar 2020 steigt das Eigenkapital um weitere €6,8 Mio.

Schätzungen für 2020E bestätigt, Prognose für 2021E erhöht Für 2020E gehen wir von einer Steigerung des Nettogewinns um fast 40% auf €14 Mio. aus. Aufgrund der guten Pipelineentwicklung erhöhen wir die Prognose für 2021E. Auch die mittelfristigen Aussichten sind sehr gut. ABO Wind erwartet, in ca. fünf Jahren einen Nettogewinn von ca. €20 Mio. zu erzielen. Den Gewinn pro Aktie haben wir an die erhöhte Aktienzahl angepasst (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).



Abbildung 3: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2019E			2020E			2021E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	148,10	148,10	0,0%	173,25	173,25	0,0%	184,69	190,33	3,1%
EBIT	16,86	16,86	0,0%	21,94	21,94	0,0%	23,22	25,05	7,9%
Marge	11,4%	11,4%		12,7%	12,7%		12,6%	13,2%	
Jahresüberschuss	10,07	10,07	0,0%	14,02	14,02	0,0%	14,60	15,89	8,8%
Marge	6,8%	6,8%		8,1%	8,1%		7,9%	8,3%	
EPS (verwässert) in €	1,30	1,31	0,7%	1,67	1,66	-0,3%	1,74	1,88	8,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

Kaufempfehlung bestätigt, Kursziel erhöht ABO Wind bleibt trotz des Kursgewinns von 25% im Jahr 2019 mit einem 2020E KGV von 11 weiterhin attraktiv bewertet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €27,00 (bisher: €22,50). Das Modell berücksichtigt die durch die Wandlung und die Kapitalerhöhung erhöhte Aktienanzahl. Da wir ursprünglich von einer vollständigen Wandlung ausgegangen waren, fällt die Verwässerung durch die Wandlung geringer aus. Des Weiteren unterstellt das Modell angesichts der weiterhin expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und moderater Prognosen für das weltweite Wachstum niedrige Kredit- und Anleihezinsen auch im langfristigen Bereich. Angesichts der immer deutlicher zu Tage tretenden Folgen des Klimawandels und sich insgesamt intensivierender Anstrengungen zur Begrenzung desselben sowohl in der politischen als auch in der zivilgesellschaftlichen und ökonomischen Sphäre sehen wir weltweit große Wachstumspotenziale für ABO Wind, insbesondere seit Wind- und Solarstrom in den meisten Regionen die preisgünstigsten Alternativen bei der Stromerzeugung sind. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR								
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	148.100	173.252	190.325	202.125	213.885	225.513	236.911	247.982
NOPLAT	11.669	15.936	18.240	19.695	20.554	21.418	22.297	23.073
+ Abschreibungen	1.811	1.991	2.269	2.600	2.820	3.079	3.334	3.571
= Operativer Cashflow (netto)	13.480	17.928	20.509	22.295	23.373	24.497	25.631	26.644
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	5.819	-15.542	-11.385	-9.346	-9.574	-9.687	-9.743	-9.740
Capex	-2.222	-2.945	-3.426	-3.436	-3.597	-3.752	-3.898	-4.035
Working Capital	8.041	-12.597	-7.959	-5.910	-5.977	-5.935	-5.845	-5.705
= Freier Cashflow (FCF)	19.299	2.385	9.124	12.949	13.799	14.810	15.888	16.904
GW der FCFs	19.299	2.222	7.866	10.332	10.190	10.120	10.048	9.893

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	141.162
GWs der FCFs in der Terminalperiode	124.187
Unternehmenswert (EV)	265.349
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-36.324
+ Investitionen / Anteile Dritter	39
Shareholder Value	229.064
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.471
Fairer Wert je Aktie in €	27,04

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
5,1%	Eigenkapitalkosten	47,58	50,43	54,09	58,94	65,70	75,76	92,30
6,1%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	37,37	38,88	40,72	43,02	45,96	49,87	55,31
7,1%	Normaler Steuersatz	30,36	31,22	32,22	33,43	34,90	36,74	39,09
8,1%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	25,28	25,78	26,36	27,04	27,84	28,80	29,97
9,1%	EK-Anteil	21,44	21,74	22,09	22,49	22,94	23,47	24,10
10,1%	FK-Anteil	18,44	18,63	18,84	19,08	19,35	19,65	20,01
11,1%	Kursziel in €	16,05	16,17	16,30	16,44	16,60	16,78	16,98

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2033



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Umsatz	122.292	146.786	150.264	148.100	173.252	190.325
Bestandsveränderungen	22.320	29.468	-619	26.214	30.319	32.926
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	256	0	0	0
Gesamtleistung	144.612	176.254	149.901	174.314	203.571	223.251
Herstellungskosten	76.198	99.298	70.684	96.709	118.418	130.658
Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)	46.094	47.488	79.580	51.391	54.834	59.667
Personalkosten	27.095	32.039	36.305	38.050	40.000	43.028
Sonstige betriebliche Erträge	2.495	3.750	2.973	2.518	2.945	3.045
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9.392	10.926	13.465	14.200	14.500	15.144
EBITDA	34.421	37.741	32.420	27.872	33.599	37.466
Abschreibungen & Amortisation AV	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
Abschreibungen UV	8.957	11.328	8.766	9.204	9.665	10.148
EBIT	23.889	24.964	22.216	16.857	21.943	25.049
Nettofinanzergebnis	-1.535	-1.489	-918	-1.598	-1.921	-2.352
EBT	22.354	23.475	21.298	15.258	20.021	22.697
Steuern	5.810	6.455	8.537	5.188	6.006	6.809
Minderheitsbeteiligungen	-24	-9	-17	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	16.519	17.011	12.745	10.071	14.015	15.888
EPS (verwässert)	2,16	2,22	1,67	1,31	1,66	1,88
Kennzahlen						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	31,9%	26,9%	53,1%	29,5%	26,9%	26,7%
Bruttomarge auf Umsatz	37,7%	32,4%	53,0%	34,7%	31,7%	31,4%
EBITDA-Marge auf Umsatz	28,1%	25,7%	21,6%	18,8%	19,4%	19,7%
EBIT-Marge	19,5%	17,0%	14,8%	11,4%	12,7%	13,2%
EBT-Marge	18,3%	16,0%	14,2%	10,3%	11,6%	11,9%
Nettomarge	13,5%	11,6%	8,5%	6,8%	8,1%	8,3%
Steuersatz	26,0%	27,5%	40,1%	34,0%	30,0%	30,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalkosten	22,2%	21,8%	24,2%	25,7%	23,1%	22,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7%	7,4%	9,0%	9,6%	8,4%	8,0%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,3%	1,0%	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%
Abschreibungen UV	7,3%	7,7%	5,8%	6,2%	5,6%	5,3%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	52,4%	20,0%	2,4%	-1,4%	17,0%	9,9%
Operatives Ergebnis	68,8%	4,5%	-11,0%	-24,1%	30,2%	14,2%
Nettogewinn/ -verlust	112,5%	3,0%	-25,1%	-21,0%	39,2%	13,4%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	136.074	163.462	184.057	201.927	227.317	238.703
Liquide Mittel	3.797	32.335	4.517	28.163	39.604	44.386
Wertpapiere	7.270	12.500	18.747	18.747	18.747	18.747
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17.278	24.387	20.231	22.316	28.480	31.286
Vorräte	45.883	48.822	71.451	63.590	71.375	75.173
Sonstige Forderungen	61.847	45.418	69.111	69.111	69.111	69.111
Anlagevermögen, gesamt	10.478	10.487	9.985	10.395	11.349	12.506
Sachanlagen	4.782	4.627	4.553	4.759	5.679	6.944
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	273	293	894	1.098	1.132	1.024
Finanzanlagen	5.424	5.567	4.505	4.505	4.505	4.505
Sonstige	0	0	33	33	33	33
Aktiva	146.552	173.949	194.042	212.322	238.666	251.209
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	36.271	42.615	43.848	49.298	58.399	67.503
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.346	1.125	844	4.000	11.447	21.636
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.864	9.914	10.983	13.248	14.599	13.245
Rückstellungen (kurzfristig)	16.151	23.881	21.014	21.014	21.014	21.014
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	8.909	7.695	11.007	11.036	11.339	11.607
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	43.544	51.780	61.219	60.841	60.772	52.136
Zinstragende Verbindlichkeiten	28.937	37.410	46.837	46.459	46.390	37.754
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.606	14.370	14.382	14.382	14.382	14.382
Anteile Dritter	32	42	39	39	39	39
Eigenkapital	66.706	79.512	88.937	102.144	119.456	131.532
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	8.071	8.471	8.471
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	19.495	25.935	25.935
Gewinnrücklagen	45.529	58.553	68.016	74.845	85.317	97.393
Passiva	146.552	173.949	194.042	212.322	238.666	251.209
Kennzahlen						
Current ratio (x)	3,75	3,84	4,20	4,10	3,89	3,54
Quick ratio (x)	2,49	2,69	2,57	2,81	2,67	2,42
Nettoverbindlichkeiten	29.486	6.200	43.164	22.296	18.233	15.005
Net Gearing	44,2%	7,8%	48,5%	21,8%	15,3%	11,4%
Buchwert je Aktie (in €)	8,72	10,40	11,63	13,24	14,16	15,53
Return on Equity (ROE)	24,8%	21,4%	14,3%	9,9%	11,7%	12,1%
Return on Assets (ROA)	12,5%	10,8%	7,5%	5,6%	6,8%	7,4%
Return on Investment (ROI)	11,3%	9,8%	6,6%	4,7%	5,9%	6,3%
Return on average capital employed (ROCE)	27,1%	26,1%	20,6%	13,6%	17,3%	18,2%
Forderungsumschlag in Tagen	51,6	60,6	49,1	55,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	219,8	179,5	369,0	240,0	220,0	210,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	32,9	36,4	56,7	50,0	45,0	37,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT	23.889	24.964	22.216	16.857	21.943	25.049
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
EBITDA	25.464	26.413	23.654	18.668	23.934	27.319
Veränderungen Working Capital	-27.327	2.817	-39.067	8.041	-12.597	-7.959
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-1.527	2.216	-12.697	-5.188	-6.006	-6.809
Operativer Cashflow	-3.390	31.446	-28.110	21.521	5.331	12.550
Investitionen in Sachanlagen	-2.279	-1.257	-1.393	-1.481	-2.252	-2.855
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-145	-213	-782	-741	-693	-571
Freier Cashflow	-5.814	29.976	-30.285	19.299	2.385	9.124
Akquisitionen und Verkäufe	340	169	179	0	0	0
Andere Investitionen	-377	4	-1.246	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.461	-1.297	-3.242	-2.222	-2.945	-3.426
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.069	4.130	9.120	2.778	7.378	1.553
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	6.378	6.840	0
Gezahlte Dividenden	-1.911	-3.823	-3.058	-3.211	-3.241	-3.544
Sonstige Finanzierung	-1.766	-1.816	-2.389	-1.598	-1.921	-2.352
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.609	-1.508	3.672	4.347	9.056	-4.343
FOREX & sonstige Effekte	-16	-103	-138	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-7.475	28.538	-27.818	23.646	11.441	4.782
Cash am Anfang der Periode	9.505	3.797	32.335	4.517	28.163	39.604
Cash zum Ende der Periode	2.030	32.335	4.517	28.163	39.604	44.386
EBITDA je Aktie	4,50	4,94	4,24	3,61	3,98	4,42
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-75,2%	135,4%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-87,6%	282,5%
Financial Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	18,4%	108,3%	n.m.
EBITDA je Aktie	71,2%	9,6%	-14,1%	-14,8%	10,2%	11,1%

* 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...12	↓	↓	↓	↓
13	13. Juni 2019	€ 14,10	BUY	€ 22,00
14	5. August 2019	€ 14,40	BUY	€ 22,00
15	9. Oktober 2019	€ 15,30	BUY	€ 22,50
16	Today	€ 18,20	BUY	€ 27,00

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

Copyright© 2020 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy ¹	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

¹ Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.