

# ABO Wind AG

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

Vorläufiger  
 Nettogewinn 2019

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 27,00

55,2%  
 High

## VORLÄUFIGER NETTOGEWINN ÜBER ERWARTUNG

ABO Wind hat bekannt gegeben, dass der vorläufige Jahresüberschuss im Jahr 2019 bei ca. €11,4 Mio. liegt und damit oberhalb der Guidance und unserer Schätzung von €10 Mio. Damit hat das Unternehmen zum vierten Mal hintereinander ein zweistelliges Nettoergebnis vorgelegt und erneut bewiesen, dass es trotz des sehr schwachen deutschen Marktes erfolgreich wirtschaftet. Einen wichtigen Beitrag dazu haben die internationalen Aktivitäten geleistet, deren Anteil auf 58% des Gesamtumsatzes wuchs. Wir halten nach dem besser als erwarteten Jahresgewinn 2019 vorläufig an unserer Nettoergebnisschätzung von €14 Mio. für 2020 fest. Zwar können sich pandemie- und rezessionsbedingte Projektverzögerungen ergeben, gegenwärtig sehen wir das Erreichen unserer Schätzung angesichts der gut gefüllten Projektpipeline und der bisher insgesamt guten Projektfortschritte als machbar an. Nach der Veröffentlichung des Jahresberichts 2019 am 9. Juni werden wir die Situation erneut beurteilen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €27,00.

**Rückgang des Jahresgewinns moderater als erwartet** Nach €12,7 Mio. im Jahr 2018 lag der vorläufige Jahresgewinn 2019 bei €11,4 Mio. und damit ca. 10% unterhalb des Vorjahreswertes. Das Nettoergebnis liegt über der Guidance („rund €10 Mio.“) und unserer Schätzung von €10,1 Mio. Wir gehen davon aus, dass das Auslandsgeschäft, dessen Anteil am Gesamtumsatz von 53% auf 58% wuchs, auch ergebnisseitig einen wichtigen Beitrag geleistet hat. Dadurch ist es ABO Wind gelungen, trotz der Schwäche des deutschen Onshore-Wind-Marktes, in dem die Neuinstallationen mit 1,078 MW ein Zwanzigjährestief erreichten, das immerhin viertbeste Ergebnis in der Unternehmensgeschichte zu erzielen.

**Erfolge bei den Ausschreibungen im Dezember 2019 und Februar 2020** Bei der Onshore-Wind-Ausschreibung im Dezember 2019 wurden das Projekt Wenzelstein (10 MW) und das bereits an Trianel verkaufte Projekt Görzig (13,5 MW), an dessen Entwicklung ABO Wind weiter arbeitet, bezuschlagt.

(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: 24. Apr 2020

Schlusskurs	€ 17,40
Aktien im Umlauf	8,47 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 147,39 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 13,80 / 21,60
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.858

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	11,4	14,5	10,4
EV/Sales	1,2	1,2	1,1
EV/EBIT	8,2	10,8	8,3
Div.-Rendite	2,4%	2,4%	2,4%

## 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%



Im Februar-Tender erhielt ABO Wind Zuschläge für die Projekte Spreeau (25 MW) und Einöllen (16 MW). Damit kann ABO Wind an der Errichtung von vier Projekten mit einer Gesamtleistung von ca. 65 MW arbeiten. Angesichts der hohen durchschnittlichen Zuschlagspreise in der Nähe des Höchstpreises von 6,20 €/kWh gehen wir davon aus, dass die Zuschläge für ABO Wind ebenfalls zu hohen Preisen erfolgten und die Projekte damit sehr auskömmliche Margen generieren.

**Projekterfolge in Ungarn, Tunesien, Frankreich und Spanien** Im April hat ABO Wind ihr zweites Solarprojekt in Ungarn ans Netz gebracht. Der Solarpark mit einer installierten Leistung von 6,5 MW hat Anspruch auf einen festen, inflationsindexierten Tarif von aktuell 33 HUF/kWh über einen Zeitraum von 20 Jahren ab Inbetriebnahme. Beim derzeitigen HUF/EUR-Wechselkurs von 0,0028 entspricht dies über 9 €/kWh. Der Park wurde an den dänischen Investor Obton A/S verkauft. ABO Wind arbeitet an weiteren ungarischen Solarparks mit mehr als 100 MW Leistung.

Anfang April meldete das Unternehmen die Inbetriebnahme des ersten Solarprojekts in Afrika. Dabei handelt es sich um 12 Dachanlagen mit einer Gesamtkapazität von 1,5 MW in Tunesien. ABO Wind eröffnete 2018 ein Büro in Tunis und erhielt 2019 im Ausschreibungsverfahren Tarife für einen 30 MW Windpark sowie für einen 10 MW Solarpark. Afrika ist ein riesiger und noch weitgehend unerschlossener Markt für Wind- und Solarkraft. ABO Wind arbeitet gegenwärtig an der Entwicklung von Wind- und Solarparks mit rund 2.000 MW Leistung in Südafrika, Tunesien und Tansania.

Im März gab ABO Wind bekannt, bei fünf französischen Windparks mit einer Gesamtleistung von 41 MW die Baureife erreicht zu haben. Die Inbetriebnahme für neun der 16 Anlagen ist noch für dieses Jahr geplant, der Rest für das nächste. Gegenwärtig entwickelt das Unternehmen Wind- und Solarparks mit einer Leistung von mehr als 1.000 MW in Frankreich.

Zu Beginn des Jahres 2020 veräußerte ABO Wind die Projektrechte an einem 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.

**Aktie durch Einbeziehung in den Handel der Börse München und XETRA attraktiver** Seit dem 26.3. wird die ABO Wind-Aktie im Mittelstandssegment m:access der Börse München gehandelt und seit April auch auf XETRA. Dies erleichtert die Handelbarkeit der Aktie, die in den letzten Jahren nur im Freiverkehr der Börse Hamburg notiert war, deutlich. Damit unterliegt ABO Wind nunmehr auch höheren Transparenzanforderungen wie der Ad-Hoc-Meldepflicht. Die erhöhte Transparenz steigert die Attraktivität der Aktie für institutionelle Investoren.

**Schätzungen bleiben unverändert** Trotz Pandemie und Rezession halten wir unsere Prognose für 2020E aufrecht. Zwar können sich im Jahresverlauf pandemie- und rezessionsbedingt Projekt- und damit Umsatz- und Ergebnisverschiebungen ergeben. Nach dem besser als erwarteten Nettoergebnis im Vorjahr und aufgrund der gut gefüllten Projektpipeline und den bisher insgesamt guten Projektfortschritten sehen wir unsere Prognose aber weiterhin als erreichbar an, auch wenn die Visibilität abgenommen hat. Nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts am 9. Juni werden wir unsere Prognosen im Lichte der aus dem Bericht gezogenen Erkenntnisse und der dann aktuellen Pandemie- und Wirtschaftslage überprüfen.

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €27,00. Wir sehen den Kursrückgang seit Februar als Kaufgelegenheit. Mit einem 2020 KGV von 10 und einem 2020 EV/EBIT von 8 bleibt die Aktie günstig bewertet. ABO Wind war selbst in der Finanzkrise profitabel und an der Dringlichkeit, global eine saubere und preisgünstige Stromversorgung aufzubauen, hat sich auch in Pandemiezeiten nichts geändert.



## BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>148.100</b>	<b>173.252</b>	<b>190.325</b>	<b>202.125</b>	<b>213.885</b>	<b>225.513</b>	<b>236.911</b>	<b>247.982</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>11.669</b>	<b>15.936</b>	<b>18.240</b>	<b>19.695</b>	<b>20.554</b>	<b>21.418</b>	<b>22.297</b>	<b>23.073</b>
+ 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	-9.824	-9.963	-10.046	-10.068
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	-6.227	-6.212	-6.148	-6.033
= Freier Cashflow (FCF)	19.299	2.385	9.124	12.949	13.549	14.534	15.585	16.576
<b>GW der FCFs</b>	<b>19.299</b>	<b>2.262</b>	<b>8.008</b>	<b>10.518</b>	<b>10.186</b>	<b>10.109</b>	<b>10.033</b>	<b>9.876</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	141.357
GWs der FCFs in der Terminalperiode	123.899
Unternehmenswert (EV)	265.257
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-36.324
+ Investitionen / Anteile Dritter	39
Shareholder Value	228.972
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.471
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>27,03</b>

WACC	8,1%
Eigenkapitalkosten	12,3%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,5%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%
EK-Anteil	50,0%
FK-Anteil	50,0%
<b>Kursziel in €</b>	<b>27,00</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	5,1%	47,70	50,40	53,87	58,47	64,87	74,41	90,09
	6,1%	37,52	38,93	40,64	42,78	45,52	49,15	54,22
	7,1%	30,54	31,32	32,23	33,33	34,67	36,34	38,48
	8,1%	25,47	25,92	26,43	<b>27,03</b>	27,74	28,58	29,61
	9,1%	21,64	21,90	22,20	22,54	22,92	23,37	23,91
	10,1%	18,66	18,81	18,98	19,17	19,39	19,64	19,92
	11,1%	16,27	16,36	16,46	16,56	16,68	16,82	16,97

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>122.292</b>	<b>146.786</b>	<b>150.264</b>	<b>148.100</b>	<b>173.252</b>	<b>190.325</b>
Bestandsveränderungen	22.320	29.468	-619	26.214	30.319	32.926
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	256	0	0	0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>144.612</b>	<b>176.254</b>	<b>149.901</b>	<b>174.314</b>	<b>203.571</b>	<b>223.251</b>
Herstellungskosten	76.198	99.298	70.684	96.709	118.418	130.658
<b>Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)</b>	<b>46.094</b>	<b>47.488</b>	<b>79.580</b>	<b>51.391</b>	<b>54.834</b>	<b>59.667</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>34.421</b>	<b>37.741</b>	<b>32.420</b>	<b>27.872</b>	<b>33.599</b>	<b>37.466</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>22.216</b>	<b>16.857</b>	<b>21.943</b>	<b>25.049</b>
Nettofinanzergebnis	-1.535	-1.489	-918	-1.598	-1.921	-2.352
<b>EBT</b>	<b>22.354</b>	<b>23.475</b>	<b>21.298</b>	<b>15.258</b>	<b>20.021</b>	<b>22.697</b>
Steuern	5.810	6.455	8.537	5.188	6.006	6.809
Minderheitsbeteiligungen	-24	-9	-17	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>16.519</b>	<b>17.011</b>	<b>12.745</b>	<b>10.071</b>	<b>14.015</b>	<b>15.888</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>2,16</b>	<b>2,22</b>	<b>1,67</b>	<b>1,31</b>	<b>1,66</b>	<b>1,88</b>
<b>Kennzahlen</b>						
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%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>						
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%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
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
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>136.074</b>	<b>163.462</b>	<b>184.057</b>	<b>201.927</b>	<b>227.317</b>	<b>238.703</b>
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
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>10.478</b>	<b>10.487</b>	<b>9.985</b>	<b>10.395</b>	<b>11.349</b>	<b>12.506</b>
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
<b>Aktiva</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>194.042</b>	<b>212.322</b>	<b>238.666</b>	<b>251.209</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>36.271</b>	<b>42.615</b>	<b>43.848</b>	<b>49.298</b>	<b>58.399</b>	<b>67.503</b>
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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>43.544</b>	<b>51.780</b>	<b>61.219</b>	<b>60.841</b>	<b>60.772</b>	<b>52.136</b>
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
<b>Anteile Dritter</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>66.706</b>	<b>79.512</b>	<b>88.937</b>	<b>102.144</b>	<b>119.456</b>	<b>131.532</b>
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
<b>Passiva</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>194.042</b>	<b>212.322</b>	<b>238.666</b>	<b>251.209</b>
<b>Kennzahlen</b>						
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
<b>EBIT</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>22.216</b>	<b>16.857</b>	<b>21.943</b>	<b>25.049</b>
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.575	1.449	1.438	1.811	1.991	2.269
<b>EBITDA</b>	<b>25.464</b>	<b>26.413</b>	<b>23.654</b>	<b>18.668</b>	<b>23.934</b>	<b>27.319</b>
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
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-3.390</b>	<b>31.446</b>	<b>-28.110</b>	<b>21.521</b>	<b>5.331</b>	<b>12.550</b>
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
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-5.814</b>	<b>29.976</b>	<b>-30.285</b>	<b>19.299</b>	<b>2.385</b>	<b>9.124</b>
Akquisitionen und Verkäufe	340	169	179	0	0	0
Andere Investitionen	-377	4	-1.246	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2.461</b>	<b>-1.297</b>	<b>-3.242</b>	<b>-2.222</b>	<b>-2.945</b>	<b>-3.426</b>
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
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1.609</b>	<b>-1.508</b>	<b>3.672</b>	<b>4.347</b>	<b>9.056</b>	<b>-4.343</b>
FOREX & sonstige Effekte	-16	-103	-138	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-7.475</b>	<b>28.538</b>	<b>-27.818</b>	<b>23.646</b>	<b>11.441</b>	<b>4.782</b>
Cash am Anfang der Periode	9.505	3.797	32.335	4.517	28.163	39.604
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>2.030</b>	<b>32.335</b>	<b>4.517</b>	<b>28.163</b>	<b>39.604</b>	<b>44.386</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>4,50</b>	<b>4,94</b>	<b>4,24</b>	<b>3,61</b>	<b>3,98</b>	<b>4,42</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
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...13	↓	↓	↓	↓
14	5. August 2019	€ 14,40	BUY	€ 22,00
15	9. Oktober 2019	€ 15,30	BUY	€ 22,50
16	3. Februar 2020	€ 18,20	BUY	€ 27,00
17	Today	€ 17,40	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 (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:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <sup>1</sup>	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%

<sup>1</sup> 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.**