

ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech

Börse Hamburg

Bloomberg: AB9 GR

ISIN: DE0005760029

Jahresbericht 2019

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

BUY

€ 30,00

44,2%

High

PROFITABLES WACHSTUM AUCH IN DER REZESSION

ABO Wind hat ihren Jahresbericht veröffentlicht. Der Nettogewinn lag bei €11,4 Mio. und entsprach dem vorläufig gemeldeten Wert. Damit hat das Unternehmen ihre Guidance und unsere Schätzung von €10 Mio. übertroffen. Aufgrund eines margenstärkeren Produktmixes war das EBIT trotz niedrigerem Umsatz höher als von uns erwartet. ABO Wind hat deutlich mehr Projektrechte verkauft und weniger schlüsselfertig errichtete Anlagen. Trotz Pandemie und Rezession hat sich ABO Winds Geschäft bis in den Juni hinein gut entwickelt, und wir sehen bisher keine Anzeichen, dass sich dies in den nächsten Monaten grundlegend ändert. Zwar können wir einzelne Projektverschiebungen nicht ausschließen, aber die vielen Projekterfolge im ersten Halbjahr und die gut gefüllte internationale Projektpipeline deuten eher auf Wachstum auch in der Krise hin. ABO Wind geht für das laufende Jahr davon aus, einen Nettogewinn mindestens in Höhe des Vorjahreswertes zu erreichen. Aufgrund der geringen Visibilität haben wir unsere Schätzungen für 2020 etwas konservativer gestaltet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €30 (bisher: €27). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Guidance für 2020: Nettoergebnis \geq €11,4 Mio. In den Jahren 2020-2022 wird der Verkauf von Projektrechten und Portfolien eine bedeutende Rolle spielen. Die durchschnittliche jährliche Größenordnung dürfte dabei bei mindestens 150 – 250 MW liegen. Bei abgeschlossenen Errichtungsleistungen erwartet ABO Wind im selben Zeitraum bis zu 160 MW jährlich. Trotz weitgehend planmäßiger Geschäftsentwicklung schließt das Unternehmen pandemiebedingte Projektverschiebungen im laufenden und auch im nächsten Jahr nicht aus. Bei der Gesamtleistung rechnet ABO Wind – unter „Corona-Vorbehalt“ – mit einem Wert mindestens auf Niveau der beiden vorherigen Jahre. Bei schneller Rückkehr der maßgeblichen Akteure im Wind- und Solarsektor zu einer weitgehend normalen Arbeitsweise ist auch eine deutliche Steigerung der Gesamtleistung möglich. Beim Nettoergebnis geht das Management davon aus, mindestens das Niveau des Vorjahres zu erreichen.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Umsatz (€ Mio.)	146,79	150,26	126,27	163,25	190,33	228,39
Jährliches Wachstum	20,0%	2,4%	-16,0%	29,3%	16,6%	20,0%
EBIT (€ Mio.)	24,96	22,22	19,64	21,30	26,60	30,93
EBIT-Marge	17,0%	14,8%	15,6%	13,0%	14,0%	13,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	17,01	12,74	11,40	13,17	16,48	19,42
EPS (verwässert) (€)	2,22	1,67	1,48	1,56	1,95	2,29
DPS (€)	0,40	0,42	0,42	0,42	0,45	0,46
FCF (€ Mio.)	29,98	-30,29	-24,42	0,95	6,77	0,34
Nettoverschuldungsgrad	7,8%	48,5%	63,0%	52,6%	47,5%	47,0%
Liquide Mittel (€ Mio.)	32,34	4,52	9,65	18,73	22,45	21,15

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist eine Projektentwicklerin für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Grünstromanlagen mit einer Kapazität von ca. 3.400 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat ca. 640 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

HANDELSDATEN

Stand: 19. Jun 2020

Schlusskurs	€ 20,80
Aktien im Umlauf	8,47 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 176,19 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 13,80 / 21,80
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.984

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	15,5	13,4	10,7
EV/Sales	1,9	1,5	1,3
EV/EBIT	12,3	11,3	9,1
Div.-Rendite	2,0%	2,0%	2,2%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2019

Liquide Mittel	€ 9,65 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 230,56 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 1,30 Mio.
Bilanzsumme	€ 242,56 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 68,01 Mio.
Eigenkapital	€ 103,58 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	28,0%
Familie Bockholt	28,0%
Mainova	10,0%
Free Float	34,0%

Solide Zahlen dank starkem Projektrechteverkauf ABO Wind erzielte einen Umsatz von €126 Mio. Zwar liegt der Umsatz damit 16% unter dem Vorjahreswert und 15% unter unserer Prognose, allerdings ist der Hauptgrund dafür ein deutlich veränderter Produktmix. ABO Wind hat weniger schlüsselfertige Anlagen verkauft und mehr Projektrechte. Letztere erzielen einen deutlich niedrigeren Umsatz pro MW, aber eine sehr viel höhere Umsatzmarge. Die Gesamtleistung lag mit €149 Mio. auf Vorjahresniveau dank kräftiger Bestandserhöhungen (un)fertiger Erzeugnisse in Höhe von €22,8 Mio., die teilweise im laufenden Jahr verumsatz werden sollten.

Der veränderte Produktmix führte zu einer absoluten und relativen Senkung der Materialkosten. Diese fielen von knapp €71 Mio. auf knapp €67 Mio. Die Materialkostenquote (Materialkosten / Gesamtleistung) ging von 47% auf 45% zurück.

Die Personalkosten stiegen um 11% auf €41,4 Mio. Neben dem Personalaufbau trug auch eine Sonderzahlung an die Mitarbeiter dazu bei. Die relativ hohen Personalkosten erklären sich dadurch, dass ABO Wind viele Themen, die bei anderen Projektierern ausgelagert werden, durch hauseigene Abteilungen abdeckt. Dazu gehören die Themen Netzanschluss, Standortbegutachtung und Artenschutz. Dadurch gelingen dem Unternehmen gute Einschätzungen, wie erfolgversprechend eine Projektentwicklung ist, und es kommuniziert auf fachlicher Augenhöhe mit externen Gutachtern oder Netzbetreibern.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen um 27% auf €13,5 Mio. In ihnen enthalten sind periodenfremde Aufwendungen in Höhe von €2,2 Mio., die im Wesentlichen aus Forderungsverlusten resultieren.

Das EBITDA belief sich auf €27,6 Mio. nach €32,4 Mio. im Vorjahr (-15% J/J). Während sich die Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände nur leicht auf €1,5 Mio. erhöhten, sanken die Abschreibungen auf das Umlaufvermögen deutlich von €8,8 Mio. auf €6,5 Mio. Damit lag das EBIT nur 12% unter dem Vorjahreswert bei €19,6 Mio. Geringere Steueraufwendungen (€6,7 Mio. versus €8,5 Mio. im Vorjahr) führten zu einem um knapp 11% J/J niedrigeren Jahresüberschuss von €11,4 Mio.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2019A	2019E	Delta	2018A	Delta
Umsatz	126,27	148,10	-14,7%	150,26	-16,0%
EBIT	19,64	16,86	16,5%	22,22	-11,6%
Marge	15,6%	11,4%		14,8%	
Jahresüberschuss	11,40	10,07	13,2%	12,75	-10,5%
Marge	9,0%	6,8%		8,5%	
EPS (verwässert) in €	1,48	1,30	13,2%	1,67	-11,4%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Bilanz spiegelt internationale Expansion und Investitionen in die Projektpipeline wider

Die Vorräte stiegen um 12% J/J auf €80 Mio., was wesentlich auf den Ausbau der Projektpipeline zurückzuführen ist. Die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen erhöhten sich um 49% auf €87 Mio. Diese Bilanzposition ist hauptsächlich ein Spiegel der Bau- und Projektentwicklungsaktivität. Ca. €60 Mio. entfallen auf deutsche und französische Projekte, die zum Bilanzstichtag entweder bereits in Betrieb genommen sind, sich im Bau befinden oder kurz vor Baubeginn stehen. Ein griechisches Projekt im Bau mit €6,7 Mio. und zwei zwischenzeitlich fertiggestellte ungarische Projekte mit zusammen €4,9 Mio. sind weitere in den Forderungen gegen verbundene Unternehmen enthaltene wesentliche Positionen.

Die Cashposition erhöhte sich von €4,5 Mio. auf €9,6 Mio. Der umfangreiche finanzielle Spielraum von ABO Wind zeigt sich in den nicht ausgenutzten Kredit- und Avallinien. Diese beliefen sich zum Jahresende 2019 auf €94,5 Mio. Im Berichtszeitraum hat das Unternehmen alle Covenants eingehalten.

Das Eigenkapital erhöhte sich durch den Nettogewinn und eine kleinere Kapitalerhöhung um 16% J/J von €89 Mio. auf €104 Mio. Aufgrund der Bilanzverlängerung um 25% auf €243 Mio. sank die Eigenkapitalquote von knapp 46% auf knapp 43% und bleibt damit auf hohem Niveau (vgl. Abbildung 2). Eine kleine Kapitalerhöhung im Januar 2020 erhöhte das Eigenkapital um weitere €6,8 Mio.

Zur Finanzierung des Ausbaus der Projektpipeline hat ABO Wind von den Banken zusätzliche Kredite aufgenommen. Insgesamt belief sich die Finanzverschuldung auf €89 Mio., was ein Anstieg von 87% gegenüber dem Vorjahr darstellt. Die Nettoverschuldung erhöhte sich um 84% auf €79 Mio. Trotz der deutlichen Erhöhung der Finanzverschuldung bleibt die Bilanz solide. Angesichts sehr niedriger Kreditzinsen und der hohen Eigenkapitalquote ist eine stärkere Kreditfinanzierung durchaus statthaft.

Abbildung 2: Bilanz – ausgewählte Positionen

in € Mio.	2019A	2018A	Delta
Anlagevermögen insgesamt	10,1	10,0	2%
Vorräte	80,2	71,5	12%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	20,7	20,2	2%
Forderungen, geg. verbundene Unternehmen	87,1	58,4	49%
Wertpapiere	17,7	18,7	-6%
Liquide Mittel	9,6	4,5	114%
Umlaufvermögen insgesamt	230,6	182,5	26%
Eigenkapital	103,6	89,0	16%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>42,7%</i>	<i>45,9%</i>	<i>-3.2 PP</i>
Mezzanine Kapital	14,4	14,4	0%
Rückstellungen	24,6	21,0	17%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	69,7	46,8	49%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	19,4	0,8	2194%
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	89,1	47,7	87%
Nettoverschuldung	79,4	43,2	84%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>76,7%</i>	<i>48,5%</i>	<i>+28.2 PP</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	10,4	11,0	-5%
Bilanzsumme	242,6	194,0	25%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Pipelineausbau und Bauaktivität im Mittelabfluss aus laufender Geschäftstätigkeit sichtbar

Der operative Cashflow belief sich auf €-21,8 Mio. und ist im Wesentlichen auf höhere Vorräte und Forderungen aus realisierten Projekten, für die der Zahlungseingang 2020 erfolgen wird, zurückzuführen. Leicht erhöhte Investitionen (€2,6 Mio.) führten zu einem freien Cashflow von €-24,4 Mio. Der Finanzierungscashflow von €29,2 Mio. spiegelt hauptsächlich die Nettomittelaufnahme aus Krediten und Anleihen wider. Der Nettocashflow belief sich auf €5,1 Mio.

Abbildung 3: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	2019A	2018A
Operativer Cashflow	-21,80	-28,11
CAPEX	-2,63	-2,18
Freier Cashflow	-24,42	-30,29
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2,25	-3,24
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	29,16	3,67
Nettocashflow	5,13	-27,82

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Überragender Umsatzbeitrag aus Planung & Rechteverkauf kann niedrigere Errichtungsumsätze nur teilweise kompensieren

Der Umsatz im Segment Planung & Rechteverkauf stieg um 151% auf €86,1 Mio. Gleichzeitig fiel der Umsatz im Segment Errichtung um 72% auf €29,6 Mio. Die Dienstleistungsumsätze stiegen leicht um 3% auf €10,7 Mio. Insgesamt ergab sich ein Umsatzrückgang von 16% auf €126,3 Mio. (vgl. Abbildung 4).

Der stark gestiegene Beitrag des Segments Planung & Rechteverkauf ist auf sehr umfangreiche Projektrechteverkäufe zurückzuführen. So verkaufte ABO Wind allein in Spanien Projektrechte für Wind- und Solarprojekte mit einer Leistung von 707 MW. Insgesamt wurden Projektrechte & Portfolien mit einer Gesamtleistung von 983 MW veräußert. Im Vorjahr wurden Projektrechte & Portfolien mit einer Gesamtleistung von 350 MW verkauft.

Der deutlich gesunkene Beitrag des Segments Errichtung ist das Ergebnis einer schwächeren Errichtungsaktivität. 2019 wurden Windparks und Solaranlagen mit einer Gesamtleistung von nur 46 MW errichtet. Im Vorjahr wurde noch die Errichtung von Windparks mit einer Gesamtleistung von 104 MW abgeschlossen.

Das Dienstleistungssegment erweist sich als stabile Säule des Geschäftsmodells. ABO Wind überwacht und betreut derzeit Wind- und Solarparks mit mehr als 1.700 MW Leistung in neun Ländern. Zum Jahresende 2019 waren 495 Windkraftanlagen mit einer Gesamtkapazität von insgesamt 1.236 MW in der Betriebsführung, verteilt auf die Länder Deutschland (879 MW), Frankreich (177 MW), Finnland (97 MW) und Irland (83 MW). Im Service werden rund 100 Windkraftanlagen betreut, von der reinen Wartung bis hin zum Vollwartungsvertrag. Im Geschäftsfeld Solar werden sechs Anlagen betreut, davon drei in Deutschland und jeweils eine in Griechenland, Ungarn und Iran.

Abbildung 4: Umsatz nach Segmenten

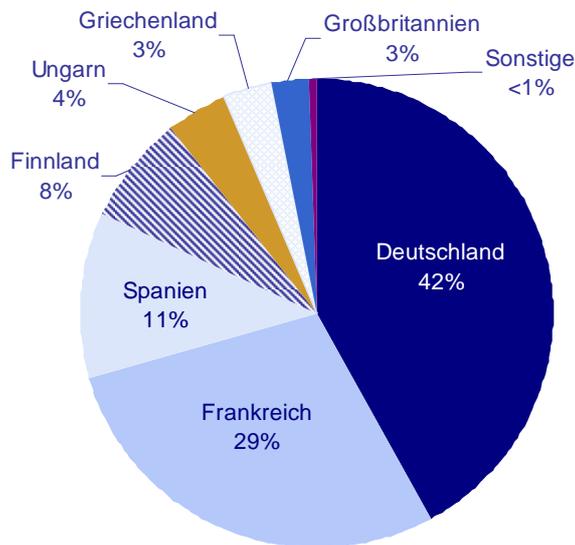
Segmentumsatz in € Mio.	2019A	2018A	Delta
Errichtung	29,6	105,7	-72%
Planung & Rechteverkauf	86,1	34,3	151%
Dienstleistungen	10,7	10,4	3%
Umsatz insgesamt	126,3	150,3	-16%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Ausland erwirtschaftet 58% des Umsatzes

Der regionale Umsatzmix zeigt die zunehmende Internationalisierung des Unternehmens (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite). Deutschland trug nur noch 42% zum Gesamtumsatz bei nach knapp 48% im Vorjahr. Die Anzahl der zum Umsatz beitragenden Ländermärkte hat sich im Jahresvergleich von sieben auf zehn erhöht, auch wenn die Beiträge von Tunesien, Irland und Argentinien sehr gering waren und in der Abbildung daher unter „Sonstige“ zusammengefasst sind.

Die Internationalisierung hat die Abhängigkeit von einzelnen Ländermärkten deutlich reduziert. Dies ist wichtig, weil das Projektierungsgeschäft volatil ist und die Projekterfolgswahrscheinlichkeit in einzelnen Ländern aufgrund veränderter Regulierung oder gesamtwirtschaftlicher Veränderungen Konjunkturen unterliegt. Durch die steigende Internationalisierung (wie auch durch den Einstieg in den Solarbereich) ist es ABO Wind in den letzten Jahren immer wieder gelungen, Schwankungen zu glätten und eine für das Projektierungsgeschäft durchaus untypische Kontinuität des Erfolgs zu gewährleisten.

Abbildung 5: Umsatzanteile nach Ländermärkten

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Sehr starkes Neugeschäft Im Jahr 2019 akquirierte ABO Wind in Europa neue Projekte mit einer geplanten Kapazität von über zwei Gigawatt. Außerhalb Europas gelang die Sicherung von Projekten mit über fünf Gigawatt. Das Neugeschäft 2019 verteilt sich zu 70% auf Wind- und zu 30% auf Solarprojekte.

Risikoadjustierte Projektpipeline bei ca. 10 GW An Windkraft- und Solarprojekten in Entwicklung umfasst die mit Realisierungswahrscheinlichkeiten gewichtete Projektpipeline per 31. Dezember 2019 rund 10 GW, davon in Deutschland, Frankreich, Spanien und Griechenland jeweils rund 1 GW, in den Ländern Argentinien, Finnland und Südafrika jeweils mindestens 1,5 GW und in den weiteren Ländern nochmals zusammen rund 1,5 GW. Abbildung 6 zeigt die nicht risikoadjustierte Projektpipeline nach Ländern aufgliedert.

Abbildung 6: Nicht risikoadjustierte Projektpipeline nach Ländern

Land	Phase I	Phase II	Phase III	Summe
Deutschland	1.060	30	50	1.140
Frankreich	1.200	50	50	1.300
Finnland	1.900	160		2.060
Irland	180	45		225
Spanien	800	600		1.400
Griechenland	700		38	738
Polen		40		40
Ungarn				0
Großbritannien	200	20		220
Argentinien	800	800		1.600
Kolumbien	400			400
Kanada	500			500
Südafrika	1.400	600		2.000
Tansania	300			300
Tunesien	80	50		130
Summe	9.520	2.395	138	12.053

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG



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. 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 €/ct/kWh gehen wir davon aus, dass die Zuschläge für ABO Wind ebenfalls zu hohen Preisen erfolgten und die Projekte damit sehr auskömmliche Margen generieren.

Verkaufserfolge in Frankreich und Nordirland Anfang Juni meldete ABO Wind die Veräußerung von drei im Bau befindlichen französischen Windparks mit einer Gesamtkapazität von knapp 22 MW und von Projektrechten an einem baureifen nordirischen Windpark mit einer Leistung von 20 MW. Ein weiterer Abschluss in Frankreich steht bevor. Insgesamt erreichen die fünf Projekte ein Investitionsvolumen von mehr als €100 Mio.

Wir werten es als sehr positives Zeichen, dass der Windparkbau trotz des durch Pandemie und Rezession schwierigen Umfelds reibungslos vorangeht. Die Lieferketten erweisen sich als stabil und der Baustellenfortschritt liegt trotz strenger Abstands- und Hygieneregeln im Plan. Daher sollte die Inbetriebnahme der Windparks wie geplant zwischen Herbst 2020 und Frühjahr 2021 erfolgen.

Verbesserte Regulierung macht Hoffnung auf zunehmende Neuinstallationen in Deutschland im nächsten Jahr Im Mai einigte sich die Regierungskoalition auf neue Abstandsregeln für Windkraftanlagen an Land. Statt der bisher erwogenen allgemeinen Abstandsregel von 1.000m zu Wohngebäuden soll nunmehr eine Länderöffnungsklausel im Baugesetzbuch eingeführt werden. Die bisher geltenden Abstandsregeln in den Ländern unterschreiten die pauschale 1.000m-Regel teilweise deutlich. Auch will die Bundesregierung die Planungs- und Genehmigungsprozesse beschleunigen. Deutlich schleppendere Genehmigungsverfahren hatten den Zubau von Windanlagen an Land in den letzten beiden Jahren massiv einbrechen lassen. Nach 5,3 GW im Jahr 2017 fielen die Neuinstallationen im Jahr 2018 auf 2,4 GW und letztes Jahr auf 1,1 GW.

Aktie durch Einbeziehung in den Handel der Börse München und XETRA attraktiver Seit dem 26.3.2020 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 AdHoc-Meldepflicht. Die erhöhte Transparenz steigert die Attraktivität der Aktie für institutionelle Investoren.

Schätzungen für 2020E etwas konservativer gestaltet Trotz Pandemie und Rezession trauen wir ABO Wind in 2020 zu, profitabel zu wachsen. Zwar können sich im Jahresverlauf pandemie- und rezessionsbedingt Projekt- und damit Umsatz- und Ergebnisverschiebungen ergeben. Aufgrund der bisher gemeldeten Projektverkäufe und den bisher insgesamt guten Projektfortschritten prognostizieren wir für 2020 einen im Jahresvergleich höheren Nettogewinn, haben aber unsere Schätzung etwas konservativer gestaltet, um der geringeren Visibilität Rechnung zu tragen. Angesichts der sehr gut gefüllten Projektpipeline haben wir unsere Schätzungen für die Folgejahre angehoben. Dabei gehen wir für 2021E davon aus, dass im Vergleich zur bisherigen Schätzung ein höherer Anteil von Projektrechtsverkäufen zu einer höheren Bruttomarge führt. Die Erhöhung der Umsatzprognose für 2022E beruht darauf, dass wir von einer umfangreicheren Fertigstellung von schlüsselfertigen Projekten ausgehen.



Abbildung 7: Änderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2020E			2021E			2022E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	173,25	163,25	-5,8%	190,33	190,33	0,0%	202,13	228,39	13,0%
EBIT	21,94	21,30	-2,9%	25,05	26,60	6,2%	25,05	26,60	6,2%
Marge	12,7%	13,0%		13,2%	14,0%		12,4%	11,6%	
Jahresüberschuss	14,02	13,17	-6,0%	15,89	16,48	3,7%	17,44	19,42	11,4%
Marge	8,1%	8,1%		8,3%	8,7%		8,6%	8,5%	
EPS (verwässert) in €	1,66	1,56	-6,0%	1,88	1,95	3,7%	2,06	2,29	11,4%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Weiterhin Kaufen bei erhöhtem Kursziel Die Aktie hat den pandemiebedingten Kurseinbruch komplett wieder aufgeholt und bewegt sich fast auf Rekordniveau. Angesichts der guten operativen Entwicklung sehen wir weiterhin ein Kurspotenzial von mehr als 25% und bestätigen daher unsere Kaufempfehlung. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €30 (bisher: €27).



BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR*	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	163.252	190.325	228.390	245.519	262.706	279.781	296.568	312.880
NOPLAT	15.655	19.538	22.604	24.759	26.371	27.953	29.613	31.253
+ Abschreibungen	1.679	1.841	2.015	2.332	2.669	2.991	3.299	3.593
= Operativer Cashflow (netto)	17.334	21.379	24.619	27.090	29.041	30.944	32.912	34.846
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-16.385	-14.612	-24.283	-9.205	-13.394	-13.500	-13.496	-13.378
Capex	-2.775	-3.140	-3.426	-3.683	-3.917	-4.146	-4.368	-4.579
Working Capital	-13.610	-11.472	-20.858	-5.522	-9.477	-9.354	-9.129	-8.798
= Freier Cashflow (FCF)	949	6.767	336	17.886	15.647	17.445	19.416	21.468
GW der FCFs	909	6.001	276	13.585	10.997	11.347	11.688	11.961

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2020E-2034E)	145.768
GWs der FCFs in der Terminalperiode	166.990
Unternehmenswert (EV)	312.758
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-58.361
+ Investitionen / Anteile Dritter	37
Shareholder Value	254.434
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.471
Fairer Wert je Aktie in €	30,04

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	12,3%	5,1%	57,85	61,91	67,12	74,03	83,65	97,97	121,53
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,5%	6,1%	43,87	46,04	48,69	52,00	56,23	61,86	69,69
Normaler Steuersatz	30,0%	7,1%	34,31	35,56	37,03	38,79	40,94	43,62	47,06
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%	8,1%	27,42	28,17	29,03	30,04	31,22	32,65	34,38
EK-Anteil	50,0%	9,1%	22,23	22,70	23,23	23,83	24,52	25,33	26,28
FK-Anteil	50,0%	10,1%	18,21	18,51	18,84	19,21	19,63	20,11	20,66
Kursziel in €	30,00	11,1%	15,02	15,21	15,42	15,66	15,92	16,21	16,54

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2027 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2034



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Umsatz	146.786	150.264	126.273	163.252	190.325	228.390
Bestandsveränderungen	29.468	-619	22.752	28.569	32.926	39.511
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	256	233	0	0	0
Gesamtleistung	176.254	149.901	149.258	191.821	223.251	267.901
Herstellungskosten	99.298	70.684	66.582	102.849	125.615	159.873
Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)	47.488	79.580	59.691	60.403	64.711	68.517
Personalkosten	32.039	36.305	41.361	43.400	45.310	48.045
Sonstige betriebliche Erträge	3.750	2.973	3.451	2.775	3.045	3.654
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10.926	13.465	17.143	17.000	18.144	21.469
EBITDA	37.741	32.420	27.623	31.348	37.228	42.169
Abschreibungen & Amortisation AV	1.449	1.438	1.542	1.679	1.841	2.015
Abschreibungen UV	11.328	8.766	6.437	8.368	8.787	9.226
EBIT	24.964	22.216	19.644	21.301	26.601	30.928
Nettofinanzergebnis	-1.489	-918	-1.570	-2.481	-3.060	-3.181
EBT	23.475	21.298	18.074	18.820	23.540	27.747
Steuern	6.455	8.537	6.668	5.646	7.062	8.324
Minderheitsbeteiligungen	-9	-17	-4	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	17.011	12.745	11.402	13.174	16.478	19.423
EPS (verwässert)	2,22	1,67	1,48	1,56	1,95	2,29
Kennzahlen						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	26,9%	53,1%	40,0%	31,5%	29,0%	25,6%
Bruttomarge auf Umsatz	32,4%	53,0%	47,3%	37,0%	34,0%	30,0%
EBITDA-Marge auf Umsatz	25,7%	21,6%	21,9%	19,2%	19,6%	18,5%
EBIT-Marge	17,0%	14,8%	15,6%	13,0%	14,0%	13,5%
EBT-Marge	16,0%	14,2%	14,3%	11,5%	12,4%	12,1%
Nettomarge	11,6%	8,5%	9,0%	8,1%	8,7%	8,5%
Steuersatz	27,5%	40,1%	36,9%	30,0%	30,0%	30,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalkosten	21,8%	24,2%	32,8%	26,6%	23,8%	21,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,4%	9,0%	13,6%	10,4%	9,5%	9,4%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,0%	1,0%	1,2%	1,0%	1,0%	0,9%
Abschreibungen UV	7,7%	5,8%	5,1%	5,1%	4,6%	4,0%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	20,0%	2,4%	-16,0%	29,3%	16,6%	20,0%
Operatives Ergebnis	4,5%	-11,0%	-11,6%	8,4%	24,9%	16,3%
Nettogewinn/ -verlust	3,0%	-25,1%	-10,5%	15,5%	25,1%	17,9%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	163.462	184.057	232.427	256.010	273.693	297.011
Liquide Mittel	32.335	4.517	9.648	18.730	22.447	21.153
Wertpapiere	12.500	18.747	17.665	17.665	17.665	17.665
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24.387	20.231	20.678	22.363	26.072	31.286
Vorräte	48.822	71.451	80.171	92.987	103.245	122.642
Sonstige Forderungen	45.418	69.111	104.265	104.265	104.265	104.265
Anlagevermögen, gesamt	10.487	9.985	10.132	11.229	12.528	13.939
Sachanlagen	4.627	4.553	5.208	5.976	7.016	8.213
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	293	894	1.298	1.627	1.886	2.100
Finanzanlagen	5.567	4.505	3.626	3.626	3.626	3.626
Sonstige	0	33	0	0	0	0
Aktiva	173.949	194.042	242.559	267.239	286.222	310.950
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	42.615	43.848	69.146	62.425	72.377	82.497
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.125	844	19.362	11.447	18.636	24.917
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9.914	10.983	10.380	11.271	13.766	17.520
Rückstellungen (kurzfristig)	23.881	21.014	24.572	24.572	24.572	24.572
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.695	11.007	14.832	15.135	15.403	15.488
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	51.780	61.219	69.837	84.768	81.132	80.215
Zinstragende Verbindlichkeiten	37.410	46.837	55.487	70.418	66.782	65.865
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.370	14.382	14.350	14.350	14.350	14.350
Anteile Dritter	42	39	37	37	37	37
Eigenkapital	79.512	88.937	103.539	120.009	132.675	148.201
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	8.071	8.471	8.471	8.471
Kapitalrücklage	13.542	13.542	19.495	25.935	25.935	25.935
Gewinnrücklagen	58.553	68.016	76.213	85.843	98.510	114.036
Passiva	173.949	194.042	242.559	267.239	286.222	310.950
Kennzahlen						
Current ratio (x)	3,84	4,20	3,36	4,10	3,78	3,60
Quick ratio (x)	2,69	2,57	2,20	2,61	2,35	2,11
Nettoverbindlichkeiten	6.200	43.164	65.201	63.135	62.972	69.629
Net Gearing	7,8%	48,5%	63,0%	52,6%	47,5%	47,0%
Buchwert je Aktie (in €)	10,40	11,63	13,42	14,22	15,66	17,50
Return on Equity (ROE)	21,4%	14,3%	11,0%	11,0%	12,4%	13,1%
Return on Assets (ROA)	10,8%	7,5%	5,5%	6,0%	6,9%	7,4%
Return on Investment (ROI)	9,8%	6,6%	4,7%	4,9%	5,8%	6,2%
Return on average capital employed (ROCE)	26,1%	20,6%	13,4%	12,3%	14,3%	15,2%
Forderungsumschlag in Tagen	60,6	49,1	59,8	50,0	50,0	50,0
Vorratsumschlag in Tagen	179,5	369,0	439,5	330,0	300,0	280,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	36,4	56,7	56,9	40,0	40,0	40,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT	24.964	22.216	19.644	21.301	26.601	30.928
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.449	1.438	1.542	1.679	1.841	2.015
EBITDA	26.413	23.654	21.186	22.980	28.441	32.943
Veränderungen Working Capital	2.817	-39.067	-37.895	-13.610	-11.472	-20.858
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	2.216	-12.697	-5.086	-5.646	-7.062	-8.324
Operativer Cashflow	31.446	-28.110	-21.795	3.724	9.907	3.762
Investitionen in Sachanlagen	-1.257	-1.393	-1.965	-2.122	-2.474	-2.741
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-213	-782	-661	-653	-666	-685
Freier Cashflow	29.976	-30.285	-24.421	949	6.767	336
Akquisitionen und Verkäufe	169	179	91	0	0	0
Andere Investitionen	4	-1.246	282	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.297	-3.242	-2.253	-2.775	-3.140	-3.426
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	4.130	9.120	34.323	7.016	3.553	5.364
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	6.840	0	0
Gezahlte Dividenden	-3.823	-3.058	-3.211	-3.241	-3.544	-3.812
Sonstige Finanzierung	-1.816	-2.389	-1.948	-2.481	-3.060	-3.181
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.508	3.672	29.164	8.134	-3.051	-1.630
FOREX & sonstige Effekte	-103	-138	15	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	28.538	-27.818	5.131	9.082	3.716	-1.294
Cash am Anfang der Periode	3.797	32.335	4.517	9.648	18.730	22.447
Cash zum Ende der Periode	32.335	4.517	9.648	18.730	22.447	21.153
EBITDA je Aktie	4,94	4,24	3,58	3,72	4,39	4,98
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	166,0%	-62,0%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	613,4%	-95,0%
Financial Cashflow	n.m.	n.m.	694,2%	-72,1%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	9,6%	-14,1%	-15,6%	3,8%	18,3%	13,3%

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

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH
 Mohrenstr. 34
 10117 Berlin
 Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 22. Juni 2020 um 09:34 Uhr abgeschlossen.

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

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

ANGABEN GEM. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist

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

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

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

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

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

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	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	3. Februar 2020	€ 18,20	BUY	€ 27,00
17	27. April 2020	€ 17,40	BUY	€ 27,00
18	Heute	€ 20,80	BUY	€ 30,00

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines 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.