

ABO Wind AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 30,50

30,3%
 High

WACHSTUM TROTZ PANDEMIE UND REZSSION

ABO Wind hat H1-Zahlen veröffentlicht, die sowohl die Vorjahreszahlen als auch unsere Schätzungen übertroffen haben. Der Umsatz wurde um 5% auf €59,3 Mio. gesteigert, und das EBIT erhöhte sich um 3% auf €9,0 Mio. Beim Nettogewinn gelang sogar eine Steigerung um 20%. Wir halten die Zahlen angesichts von pandemiebedingten Projektverzögerungen und der scharfen globalen Rezession für ausgezeichnet. Einmal mehr zählt sich die breite Aufstellung des Konzerns mit starker Heimatbasis und Umsatzbeiträgen aus sieben weiteren europäischen Ländern aus. Das Management hat die Guidance für 2020 bestätigt und geht weiterhin davon aus, den Vorjahresnettogewinn von €11,4 Mio. zu übertreffen. Nach den überzeugenden Halbjahreszahlen halten wir an unseren Prognosen fest. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen das Kursziel leicht auf €30,50 (bisher: €30,00)

H1-Nettogewinn steigt um 20% Dank deutlich gesteigerter Umsätze aus der Errichtung von Wind- und Solaranlagen erzielte ABO Wind ein Umsatzplus von 5% J/J. Die Gesamtleistung stieg aufgrund von Bestandserhöhungen (€11,6 Mio. versus €2,6 Mio. in H1/19) kräftig um knapp 20% auf €70,9 Mio. Die Bestandserhöhungen könnten ein Spiegel der Projektverschiebungen sein und deuten gleichzeitig einen Umsatzimpuls für H2 an. Der höhere Umsatzanteil des vergleichsweise margenschwachen Segments Errichtung erklärt die leicht unterproportionale Steigerung des EBIT um 3% auf €9,0 Mio. (FB: €8,4 Mio.). ABO Wind konnte die EBIT-Marge trotzdem über 15% halten. Das Nettoergebnis wurde aufgrund niedrigerer Steuern deutlich um 20% J/J auf €6,3 Mio. (FB: €5,3 Mio.) gesteigert. Die Erhöhung des Gewinns pro Aktie fiel mit +10% J/J niedriger aus, da die Aktienanzahl seit Ende H1/19 durch Wandlung der Anleihe im letzten Jahr und der kleinen Kapitalerhöhung im Februar um insgesamt ca. 825 tsd. auf 8.471 tsd. Ende H1/20 anstieg.

(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	1,55	1,90	2,24
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%	47,6%	43,1%	43,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	32,34	4,52	9,65	22,81	26,50	25,11

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: 18. Aug 2020

Schlusskurs	€ 23,40
Aktien im Umlauf	8,67 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 202,90 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 13,80 / 23,40
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.904

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	17,8	15,4	12,3
EV/Sales	2,1	1,6	1,4
EV/EBIT	13,4	12,4	9,9
Div.-Rendite	1,8%	1,8%	1,9%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2020

Liquide Mittel	€ 16,40 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 246,36 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 1,18 Mio.
Bilanzsumme	€ 256,43 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 65,69 Mio.
Eigenkapital	€ 116,62 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

Guidance bestätigt und präzisiert Das Management hat die im Frühjahr veröffentlichte Guidance (Nettogewinn von mehr als €11,4 Mio.) bestätigt und präzisiert. ABO Wind erwartet einen Nettogewinn von ungefähr €12 Mio. Wir halten dies für eine konservative Schätzung und sehen nach dem H1-Nettogewinn von €6,3 Mio., der bereits im üblicherweise schwächeren ersten Halbjahr mehr als die Hälfte des geplanten Nettogewinns für das Gesamtjahr ausmacht, durchaus noch Potenzial dafür, dass unsere Nettoergebnisschätzung von €13,1 Mio. erreicht wird. Allerdings dürfte die Visibilität durch die Pandemie und die damit verbundenen Restriktionen niedrig bleiben.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	H1-20A	H1-20E	Delta	H1-19A	Delta
Umsatz	59,30	58,00	2,2%	56,61	4,8%
EBIT	8,98	8,38	7,1%	8,71	3,1%
Marge	15,1%	14,4%		15,4%	
Jahresüberschuss	6,26	5,26	19,0%	5,23	19,7%
Marge	10,6%	9,1%		9,2%	
EPS (verwässert) in €	0,74	0,63	17,5%	0,67	10,0%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Bilanz durch Kapitalerhöhung gestärkt Das Eigenkapital erhöhte sich um 13% J/J von €104 Mio. Ende 2019 auf €117 Mio. Dies ist neben dem Nettogewinn von €6,3 Mio. wesentlich auf die kleine Kapitalerhöhung im Januar zurückzuführen, mit der ABO Wind 400.000 Aktien zu €17,10 pro Aktie erfolgreich platzierte und damit €6,8 Mio. einwarb. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 42,7% auf 45,4% und liegt damit weiterhin auf hohem Niveau. Die Finanzverbindlichkeiten (Anleihe und Bankverbindlichkeiten) blieben im ersten Halbjahr stabil bei knapp €75 Mio. Der finanzielle Spielraum des Unternehmens zeigt sich in der Höhe der nicht ausgenutzten Kredit- und Avallinien in Höhe von €65 Mio.

Die Positionen auf der Aktivseite blieben zumeist recht stabil. Lediglich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stiegen deutlich von knapp €21 Mio. auf €39 Mio. Hier gehen wir lediglich von einer stichtagsbedingten Erhöhung aus, die sich im Jahresverlauf wieder auf das übliche Niveau reduziert. Die Cashposition stieg von knapp €10 Mio. auf gut €16 Mio. Der Bericht enthält keine Kapitalflussrechnung.

Hoher Umsatz aus Errichtung-, niedriger Umsatz aus Planung & Rechteverkauf Das Projektgeschäft ist inhärent volatil. ABO Wind steigerte den Umsatz aus Errichtung von niedrigem Niveau aus um 125% auf €30,8 Mio. (vgl. Abbildung 2). Im ersten Halbjahr rechnete das Unternehmen die Errichtung von vier Windparks mit insgesamt 21 MW und fünf Solarprojekten mit zusammen 5 MW ab.

Abbildung 2: Umsatzentwicklung nach Segmenten

Segmentumsatz in € Mio.	H1-20A	H1-19A	Delta
Errichtung	30,77	13,69	124,8%
Planung & Rechteverkauf	23,47	38,46	-39,0%
Dienstleistungen	5,07	4,47	13,5%
Umsatz insgesamt	59,30	56,61	4,8%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

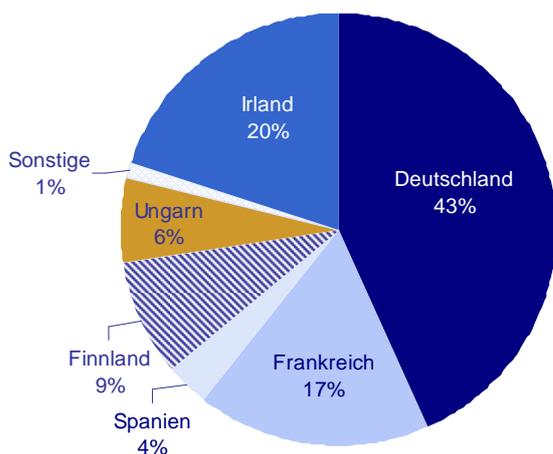
Im Segment Planung & Rechteverkauf ging der Umsatz dagegen um 39% auf €23,5 Mio. zurück. Im ersten Halbjahr wurde die Projektentwicklung für vier Windparkprojekte mit einer Gesamtkapazität von 34 MW abgeschlossen und Projektrechte für einen nordirischen Windpark mit 22 MW verkauft. Im Vorjahreszeitraum wurden noch Projektrechte für 317 MW veräußert. Insgesamt konnte das Segment Errichtung die geringeren Umsätze im Segment Planung & Rechteverkauf mehr als kompensieren.

Das Segment Dienstleistungen wuchs kräftig um mehr als 13% auf €5,1 Mio. Dieser Umsatz wurde fast ausschließlich mit der Betriebsführung und Service-Aufträgen erwirtschaftet (€5,0 Mio.); die restlichen €0,1 Mio. wurden mit Portfolio- und Projektrechtemanagement, Geschäftsführungstätigkeiten und sonstigen Dienstleistungen erzielt. Im Windbereich hatte ABO Wind insgesamt 1.418 MW in der Betriebsführung nach 1.230 MW in H1/19 (+15% J/J).

Regionale Umsatzverteilung belegt die Bedeutung der breiten internationalen Aufstellung

ABO Wind entwickelt Wind- und Solarparks in 16 Ländern auf vier Kontinenten. Im ersten Halbjahr trugen acht europäische Märkte inklusive Deutschland zum Umsatz bei. Der Umsatz im Heimatmarkt wuchs kräftig von €14,3 Mio. auf €25,7 Mio. und konnte das insgesamt schwächere Auslandsgeschäft mehr als kompensieren. Trotz des insgesamt geringeren Auslandsgeschäfts lag der Anteil des Auslandsumsatzes mit 57% deutlich über der 50%-Marke. Ein im Jahresvergleich signifikant schwächerer französischer Umsatzbeitrag (€10,1 Mio. versus €26,0 Mio. in H1/19) wurde weitgehend durch den irischen Beitrag (€11,9 Mio.) kompensiert. Insgesamt schwanken die Länderbeiträge sehr stark, in der Summe ergeben sich aber recht stabile Umsätze.

Abbildung 3: Geografische Umsatzverteilung in Prozent in H1/20



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Erfolge bei Ausschreibungen in Deutschland In der ersten Onshore-Wind-Ausschreibungsrunde des Jahres 2020 erhielt ABO Wind Zuschläge für Windparks in Einöllen (Rheinland-Pfalz, 15,9 MW) und Spreeau (Brandenburg, 25,2 MW). Der durchschnittliche Zuschlagswert der Ausschreibung lag bei 6,18 Cent/kWh. In der Juni-Ausschreibung war das Unternehmen mit den Projekten Gielert (9 MW) und Erweiterung Spreeau (8,4) MW erfolgreich. Der durchschnittliche Zuschlagswert der Juni-Ausschreibung lag bei 6,14 Cent/kWh. Wir gehen davon aus, dass ABO Wind die Zuschläge mit ähnlich hohen Vergütungen erhalten hat und daher die Projekte nach Fertigstellung zu sehr auskömmlichen Margen verkaufen wird. Insgesamt hat ABO Wind in diesem Jahr damit bisher Zuschläge für 58,5 MW erhalten.

Projektpipeline bei 12 GW Zum 30. Juni 2020 arbeitete ABO Wind an der Entwicklung von Windkraft- und Solarprojekten mit einer Leistung von rund 12 GW. Davon befinden sich Projekte mit jeweils ca. 1 GW in Deutschland und Frankreich, mit jeweils 1,5 GW in Spanien und Argentinien und jeweils 2 GW in Finnland und Südafrika. An weiteren insgesamt 3 GW arbeitet das Unternehmen in Griechenland, der Republik Irland, dem Vereinigten Königreich,



Ungarn, Polen, Kanada, Kolumbien, Tunesien und Tansania. Damit verfügt ABO Wind über eine große und international sehr gut diversifizierte Projektpipeline. Das Neugeschäft bleibt weiterhin dynamisch. Im ersten Halbjahr 2020 wurden gruppenweit und technologieübergreifend neue Projekte mit rund 1.300 MW gesichert, davon 830 MW in Europa.

Positiver Newsflow setzt sich in H2 fort Die jüngsten Meldungen des Unternehmens zeigen, dass sich das Geschäft national und international weiter gut entwickelt. Im Juli verkaufte ABO Wind den im Bau befindlichen Windpark Wadern-Wenzelstein (9,9 MW) an die Energieallianz Bayern.

Die kleine Kapitalerhöhung im August belegt das Vertrauen der institutionellen Investoren. ABO Wind platzierte 200.000 Aktien zu €20,40 pro Aktie und stärkte damit das Eigenkapital um €4,1 Mio. Den größten Teil der neuen Aktien zeichneten zwei vom belgischen Investment Manager Capricorn Partners gesteuerte Aktienfonds. Die Aktienzahl steigt damit auf 8.670.893. Die eingeworbenen Mittel dienen der Finanzierung des internationalen Wachstums.

Zuletzt sicherte sich das Unternehmen Einspeisevergütungen in Irland und Griechenland. In Irland erhielt ABO Wind bei Tarifauktionen langfristige Einspeisevergütungen für zwei baureife irische Windparks (16,8 und 10,8 MW). Geplante Inbetriebnahmen sind Ende 2021 bzw. das Jahr 2023. Auch bei der Tarifauktion in Griechenland war ABO Wind erfolgreich und sicherte sich Tarife für fünf geplante Solarparks mit jeweils 10 MWp Leistung. Die Inbetriebnahme der 50 MW ist für die erste Jahreshälfte 2022 geplant. ABO Wind hat in der griechischen Ausschreibung mehr als ein Drittel der Zuschläge erhalten und belegt damit ihre Wettbewerbsstärke im griechischen Markt.

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.

Weiterhin Kaufen bei erhöhtem Kursziel Nach den guten Halbjahresergebnissen und der Bestätigung und Präzisierung der Guidance gehen wir davon aus, dass weder die Pandemie noch die Rezession ABO Winds gute Geschäftsentwicklung in H2 relevant trüben werden. Die Lieferketten erweisen sich als stabil und der Baustellenfortschritt verläuft trotz strenger Abstands- und Hygieneregeln weitgehend planmäßig. Wir sehen weiterhin ein Kurspotenzial von mehr als 25% und bestätigen daher unsere Kaufempfehlung. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €30,50 (bisher: €30,00).



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	922	6.090	280	13.793	11.168	11.526	11.875	12.155

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2020E-2034E)	148.167
GWs der FCFs in der Terminalperiode	170.680
Unternehmenswert (EV)	318.847
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten (p.f.)	-54.281
+ Investitionen / Anteile Dritter	37
Shareholder Value	264.603
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.671
Fairer Wert je Aktie in €	30,52

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
5,0%	57,99	62,06	67,29	74,25	83,96	98,46	122,48	
6,0%	44,15	46,33	48,99	52,31	56,57	62,24	70,16	
7,0%	34,70	35,95	37,43	39,20	41,36	44,06	47,52	
8,0%	27,89	28,64	29,51	30,52	31,71	33,14	34,89	
9,0%	22,76	23,23	23,76	24,37	25,06	25,88	26,84	
10,0%	18,79	19,09	19,42	19,80	20,22	20,70	21,26	
11,0%	15,64	15,83	16,04	16,28	16,54	16,84	17,17	

* 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	1,55	1,90	2,24
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 auf Umsatz	17,0%	14,8%	15,6%	13,0%	14,0%	13,5%
EBT-Marge auf Umsatz	16,0%	14,2%	14,3%	11,5%	12,4%	12,1%
Nettomarge auf Umsatz	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	260.090	277.745	300.973
Liquide Mittel	32.335	4.517	9.648	22.810	26.499	25.115
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	271.319	290.274	314.912
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	42.615	43.848	69.146	62.453	72.467	82.589
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	15.163	15.493	15.580
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	124.061	136.637	152.071
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	8.071	8.671	8.671	8.671
Kapitalrücklage	13.542	13.542	19.495	29.815	29.815	29.815
Gewinnrücklagen	58.553	68.016	76.213	85.815	98.392	113.826
Passiva	173.949	194.042	242.559	271.319	290.274	314.912
Kennzahlen						
Current ratio (x)	3,84	4,20	3,36	4,16	3,83	3,64
Quick ratio (x)	2,69	2,57	2,20	2,68	2,41	2,16
Nettoverbindlichkeiten	6.200	43.164	65.201	59.055	58.920	65.667
Net Gearing	7,8%	48,5%	63,0%	47,6%	43,1%	43,2%
Buchwert je Aktie (in €)	10,40	11,63	13,42	14,59	15,76	17,54
Return on Equity (ROE)	21,4%	14,3%	11,0%	10,6%	12,1%	12,8%
Return on Assets (ROA)	10,8%	7,5%	5,5%	5,9%	6,8%	7,3%
Return on Investment (ROI)	9,8%	6,6%	4,7%	4,9%	5,7%	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	10.920	0	0
Gezahlte Dividenden	-3.823	-3.058	-3.211	-3.241	-3.572	-3.902
Sonstige Finanzierung	-1.816	-2.389	-1.948	-2.481	-3.060	-3.181
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.508	3.672	29.164	12.214	-3.079	-1.720
FOREX & sonstige Effekte	-103	-138	15	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	28.538	-27.818	5.131	13.162	3.688	-1.384
Cash am Anfang der Periode	3.797	32.335	4.517	9.648	22.810	26.499
Cash zum Ende der Periode	32.335	4.517	9.648	22.810	26.499	25.115
EBITDA je Aktie	4,94	4,24	3,58	3,69	4,29	4,86

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%	-58,1%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	9,6%	-14,1%	-15,6%	3,0%	16,5%	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 19. August 2020 um 12:42 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	22. Juni 2020	€ 20,80	BUY	€ 30,00
19	Heute	€ 23,40	BUY	€ 30,50

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 INFORMATIONSQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme 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.