

ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion
 Börse Düsseldorf
 Bloomberg: ABO GR
 ISIN: DE000A1EWXA4

Erwerb eines
 finnischen Windparks

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 2,40

48,1%

Low

ABO INVEST AUF WACHSTUMSKURS

ABO Invest hat den finnischen Windpark Haapajärvi II (23 MW) erworben und ihr Windparkportfolio damit auf 152 MW erweitert. Der noch im Bau befindliche Windpark dürfte ab November Strom ins Netz einspeisen und einen durchschnittlichen jährlichen Umsatz von ca. €6 Mio. erwirtschaften. Wir haben die Umsatz- und Ergebnisbeiträge des Windparks in unsere Schätzungen integriert. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Großer Zukauf in Finnland Mit einer Kapazität von 23,1 MW ist Haapajärvi II der zweitgrößte Windpark in ABO Invests Portfolio nach dem irischen Windpark Glenough mit 32,5 MW. Haapajärvi II erhält 12 Jahre lang eine Einspeisevergütung von 8,35 €Ct/kWh. Bei einer geschätzten jährlichen Stromproduktion von durchschnittlich knapp 75 Mio. kWh generiert der Windpark einen jährlichen Umsatz von ca. €6 Mio. Dies entspricht ca. 22% des Jahresumsatzes von 2016. Für 2018E erwarten wir, dass ABO Invests Bestandsportfolio, dessen Kapazität sich durch Haapajärvi II auf (antellig) 152,4 MW erhöht, eine Stromproduktion von ca. 400 Mio. kWh erreicht.

Eigenkapitalrendite von gut 5% ABO Invest erwartet für Haapajärvi II eine Eigenkapitalrendite von über 5%. Die Investition hat ein Gesamtvolumen von knapp €60 Mio. Der Eigenkapitalanteil wird über die im Februar durchgeführte Kapitalerhöhung von brutto €4,7 Mio. und aus dem Mittelrückfluss laufender Projekte finanziert.

Synergieeffekt mit Haapajärvi I Haapajärvi II liegt in unmittelbarer Nachbarschaft zum in 2015 erworbenen Windpark Haapajärvi I (6,6 MW), der letztes Jahr mit zwei Vestas V126-3.3-Anlagen 19,3 Mio. kWh Strom produzierte. Auch Haapajärvi II wird diesen Anlagentyp nutzen. Der gemeinsame Betrieb der dann insgesamt neun Anlagen ermöglicht Synergien beim technischen und kaufmännischen Management. Auch auf der Finanzierungsseite erwarten wir Synergien.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz (€ Mio.) | 18,40 | 29,16 | 27,69 | 30,38 | 37,87 | 40,70 |
| Jährliches Wachstum | 16,7% | 58,5% | -5,1% | 9,7% | 24,7% | 7,5% |
| EBIT (€ Mio.) | 3,65 | 4,81 | 4,46 | 6,80 | 8,64 | 9,06 |
| EBIT-Marge | 19,8% | 16,5% | 16,1% | 22,4% | 22,8% | 22,3% |
| Jahresübers. (€ Mio.) | -3,86 | -3,95 | -3,08 | -0,09 | 0,89 | 1,05 |
| EPS (verwässert) (€) | -0,13 | -0,10 | -0,07 | 0,00 | 0,02 | 0,02 |
| DPS (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,02 |
| FCF (€ Mio.) | -27,37 | 10,82 | 19,40 | -39,10 | 0,77 | 5,24 |
| Nettoverschuldungsgrad | 426,8% | 435,7% | 387,8% | 444,1% | 372,7% | 321,6% |
| Liquide Mittel (€ Mio.) | 7,77 | 11,36 | 9,12 | 9,48 | 20,02 | 33,18 |

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windjahre, technische Probleme bei Wind- oder Biogasanlagen, Verschlechterung der Förderbedingungen für erneuerbare Energien, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Invest AG ist Eigentümer und Betreiber von Windparks. Gegenwärtig hat das Unternehmen 14 Windparks in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 130 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 31. Jul 2017

| | |
|----------------------------------|---------------|
| Schlusskurs | € 1,62 |
| Aktien im Umlauf | 47,50 Mio. |
| Marktkapitalisierung | € 76,95 Mio. |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse | € 1,45 / 1,62 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 33.725 |

| Multiples | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|------|-------|-------|
| KGV | n.a. | n.a. | 89,7 |
| EV/Sales | 7,7 | 7,0 | 5,7 |
| EV/EBIT | 48,0 | 31,5 | 24,8 |
| Div.-Rendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2016

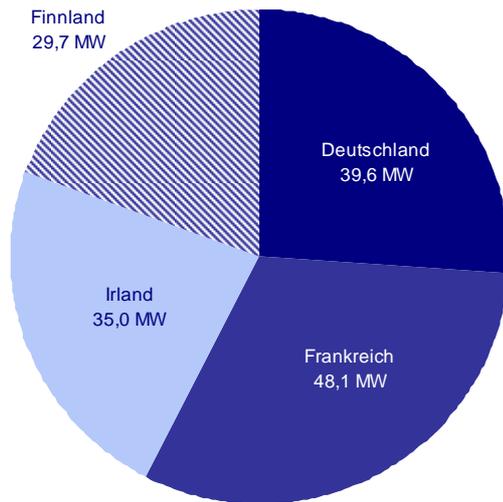
| | |
|--------------------------------|---------------|
| Liquide Mittel | € 9,12 Mio. |
| Kurzfristige Vermögenswerte | € 13,04 Mio. |
| Immaterielle Vermögenswerte | € 10,14 Mio. |
| Bilanzsumme | € 193,81 Mio. |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | € 15,52 Mio. |
| Eigenkapital | € 35,56 Mio. |

AKTIONÄRSSTRUKTUR

| | |
|-------------|-------|
| ABO Wind AG | 8,0% |
| Free Float | 92,0% |

Portfolio regional sehr gut diversifiziert Mit dem Betriebsbeginn von Haapajärvi II wird ABO Invest die geographische Diversifizierung ihres Portfolios noch einmal deutlich verbessern. In den vier Ländern Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland wird das Unternehmen dann relevante Stromerzeugungskapazitäten haben (vgl. Abbildung 1), deren voraussichtliche Stromproduktion jeweils eine ähnliche Größenordnung haben wird.

Abbildung 1: ABO Invests Portfolio – Kapazität nach Ländern in MW



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Hauptversammlung stellt Weichen für weiteres Wachstum Auf der Hauptversammlung befürworteten die Aktionäre die Wachstumsstrategie des Vorstands. So wurde eine Barkapitalerhöhung um 4,5 Mio. Aktien zu einem Bezugspreis von mindestens €1,62 beschlossen. Das Zeitfenster dafür reicht bis Ende Januar 2018. Damit ist die finanzielle Grundlage für weiteres Wachstum gelegt. Wann ABO Invest weitere Zukäufe tätigt, hängt von den Marktopportunitäten ab. Wegen des anhaltenden Niedrigzinsumfelds hat sich die Nachfrage nach Windparks erhöht und zu einem Preisanstieg geführt. Damit sind frühere Renditeerwartungen von über 7% nicht mehr durchsetzbar. ABO Invest wird auch bei einem niedrigeren Eigenkapitalrenditeniveau von 5-6% am Wachstumskurs festhalten und weiterhin in die Erweiterung des Portfolios investieren.

Haapajärvi II in Schätzungen integriert Bisher waren wir in unserem Prognosemodell davon ausgegangen, dass ABO Invest ihr Portfolio in 2017 um 15 MW erweitert (siehe unsere Studie vom 10. Februar). In unserem Modell hatten wir eine Inbetriebnahme des Windparks zur Jahresmitte, eine spezifische Leistung von 2.400 MWh/MW, eine Einspeisevergütung von 80,00 €/MWh für 15 Jahre und Investitionskosten von €1,9 Mio./MW unterstellt. Haapajärvi II hat mit 23,1 MW eine deutlich größere Kapazität, und mit ca. 3.230 MWh/MW ist die spezifische Leistung signifikant höher. Die Einspeisevergütung liegt mit 83,50 €/MWh etwas über unserer Schätzung, wird allerdings nur für 12 Jahre gezahlt. Wir gehen davon aus, dass Haapajärvi II ab Anfang November Strom ins Netz einspeist. Für die beiden windstarken Wintermonate unterstellen wir eine Stromeinspeisung von 14 Mio. kWh. Dies entspräche einem Umsatzbeitrag von ca. €1,2 Mio. in 2017E. In unserem ursprünglichen Prognosemodell hatten wir den Umsatzbeitrag der Portfolioerweiterung für 2017E auf €1,4 Mio. geschätzt. In unserem letzten Update (siehe unsere Studie vom 2. Juni) haben wir den Umsatz des Bestandsportfolios für 2017E mit €29,2 Mio. prognostiziert. Mit dem Beitrag von Haapajärvi II beträgt unsere 2017E-Umsatzschätzung damit €30,4 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Für 2018E



prognostizieren wir, dass Haapajärvi II einen Umsatzbeitrag von €6,2 Mio. leistet. Für die Jahre ab 2018E behalten wir unser Prognosemodell zum Ausbaupfad des Portfolios bei und unterstellen weiterhin den Zukauf von jeweils 15 MW in 2018E und 2019E.

Abbildung 2: Anpassung der Schätzungen

| Alle Zahlen in €Mio. | 2017E | | | 2018E | | | 2019E | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Alt | Neu | Delta | Alt | Neu | Delta | Alt | Neu | Delta |
| Umsatz | 30,65 | 30,38 | -0,9% | 34,52 | 37,87 | 9,7% | 37,35 | 40,70 | 9,0% |
| EBIT | 6,78 | 6,80 | 0,3% | 8,01 | 8,64 | 7,9% | 8,34 | 9,06 | 8,7% |
| Marge | 22,1% | 22,4% | | 23,2% | 22,8% | | 22,3% | 22,3% | |
| Jahresübers. | -0,16 | -0,09 | - | 0,84 | 0,89 | 6,5% | 0,96 | 1,05 | 9,0% |
| Marge | -0,5% | -0,3% | | 2,4% | 2,4% | | 2,6% | 2,6% | |
| EPS (verwässert) in € | 0,00 | 0,00 | - | 0,02 | 0,02 | 9,6% | 0,02 | 0,02 | 12,5% |

Quelle: First Berlin Equity Research

Kaufempfehlung und Kursziel bestätigt Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

| DCF Bewertungsmodell* | | | | | | | | |
|--|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Alle Angaben in Tsd EUR | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
| Nettoumsatz | 30.378 | 37.874 | 40.704 | 43.935 | 47.570 | 51.103 | 54.601 | 57.789 |
| NOPLAT | 5.967 | 7.812 | 8.232 | 8.885 | 10.508 | 11.313 | 12.364 | 12.716 |
| + Abschreibungen | 16.308 | 20.362 | 22.298 | 24.139 | 25.311 | 27.225 | 28.869 | 30.973 |
| = Operativer Cashflow (netto) | 22.275 | 28.175 | 30.530 | 33.024 | 35.819 | 38.538 | 41.232 | 43.689 |
| - Gesamte Investitionen (Capex und WC) | -61.374 | -27.408 | -25.290 | -32.914 | -31.991 | -31.032 | -30.108 | -29.182 |
| Capex | -58.610 | -26.790 | -25.183 | -32.569 | -31.592 | -30.645 | -29.725 | -28.834 |
| Working Capital | -2.764 | -618 | -108 | -344 | -399 | -387 | -383 | -348 |
| = Freier Cashflow (FCF) | -39.099 | 767 | 5.240 | 110 | 3.828 | 7.506 | 11.124 | 14.507 |
| GW der FCFs | -38.449 | 724 | 4.753 | 96 | 3.202 | 6.031 | 8.585 | 10.751 |

| in Tsd EUR | |
|--|-------------|
| GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2031E) | 56.436 |
| GWs der FCFs in der Terminalperiode | 197.144 |
| Unternehmenswert (EV) | 253.581 |
| + Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma) | -85.545 |
| + Investitionen / Anteile Dritter | -184 |
| Shareholder Value | 167.851 |
| Verwässerte Aktienzahl (tsd) | 70.706 |
| Fairer Wert je Aktie (in €) | 2,40 |

| WACC | 4,1% |
|------------------------------------|-------------|
| Eigenkapitalkosten | 7,0% |
| Fremdkapitalkosten (vor Steuern) | 4,0% |
| Normaler Steuersatz | 15,0% |
| Fremdkapitalkosten (nach Steuern) | 3,4% |
| EK-Anteil | 20,0% |
| FK-Anteil | 80,0% |
| Fairer Wert je Aktie (in €) | 2,40 |

| | | Umsatzwachstum in der Terminalperiode | | | | | | |
|------|------|---------------------------------------|-------|-------|------|------|------|-------|
| | | -1,5% | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% | 1,5% |
| WACC | 2,6% | 3,17 | 3,64 | 4,26 | 5,11 | 6,37 | 8,40 | 12,25 |
| | 3,1% | 2,55 | 2,89 | 3,33 | 3,91 | 4,71 | 5,89 | 7,79 |
| | 3,6% | 2,05 | 2,31 | 2,63 | 3,04 | 3,58 | 4,33 | 5,44 |
| | 4,1% | 1,64 | 1,84 | 2,08 | 2,38 | 2,77 | 3,28 | 3,98 |
| | 4,6% | 1,30 | 1,46 | 1,64 | 1,87 | 2,15 | 2,52 | 2,99 |
| | 5,1% | 1,01 | 1,14 | 1,29 | 1,46 | 1,67 | 1,94 | 2,28 |
| | 5,6% | 0,77 | 0,87 | 0,99 | 1,12 | 1,29 | 1,49 | 1,74 |

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | 18.399 | 29.158 | 27.685 | 30.378 | 37.874 | 40.704 |
| Herstellungskosten | -394 | -441 | -418 | -456 | -492 | -529 |
| Bruttogewinn | 18.793 | 29.599 | 28.103 | 30.833 | 38.367 | 41.233 |
| Personalkosten | -60 | -60 | -219 | -240 | -310 | -336 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 4.347 | 698 | 594 | 729 | 909 | 977 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -8.156 | -7.538 | -7.001 | -7.306 | -8.976 | -9.455 |
| EBITDA | 14.137 | 21.816 | 20.641 | 23.105 | 29.005 | 31.360 |
| Abschreibungen & Amortisation | -10.490 | -17.011 | -16.183 | -16.308 | -20.362 | -22.298 |
| EBIT | 3.647 | 4.805 | 4.458 | 6.797 | 8.642 | 9.062 |
| Nettofinanzergebnis | -7.083 | -8.151 | -6.787 | -6.161 | -7.018 | -7.261 |
| EBT | -3.435 | -3.345 | -2.329 | 636 | 1.624 | 1.801 |
| Steuern | -641 | -825 | -819 | -830 | -830 | -830 |
| Minderheitsbeteiligungen | 214 | 218 | 68 | 100 | 100 | 75 |
| Nettogewinn/ -verlust | -3.862 | -3.952 | -3.081 | -94 | 894 | 1.046 |
| EPS (verwässert) | -0,13 | -0,10 | -0,07 | 0,00 | 0,02 | 0,02 |

Kennzahlen

| | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Bruttomarge | 97,9% | 98,5% | 98,5% | 98,5% | 98,7% | 98,7% |
| EBITDA-Marge | 76,8% | 74,8% | 74,6% | 76,1% | 76,6% | 77,0% |
| EBIT-Marge | 19,8% | 16,5% | 16,1% | 22,4% | 22,8% | 22,3% |
| Nettomarge | -21,0% | -13,6% | -11,1% | -0,3% | 2,4% | 2,6% |
| Steuersatz | -18,7% | -24,7% | -35,2% | 130,4% | 51,1% | 46,1% |

Ausgaben in % vom Umsatz

| | | | | | | |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Personalkosten | 0,3% | 0,2% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Abschreibungen & Amortisation | 57,0% | 58,3% | 58,5% | 53,7% | 53,8% | 54,8% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 44,3% | 25,9% | 25,3% | 24,1% | 23,7% | 23,2% |

Jährliches Wachstum

| | | | | | | |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gesamtumsatz | n.a. | 58,5% | -5,1% | 9,7% | 24,7% | 7,5% |
| Operatives Ergebnis | n.a. | 31,7% | -7,2% | 52,5% | 27,1% | 4,9% |
| Nettogewinn/ -verlust | n.a. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | 17,0% |



BILANZ

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Vermögen | | | | | | |
| Umlaufvermögen, gesamt | 25.906 | 21.386 | 13.045 | 15.935 | 27.213 | 40.603 |
| Liquide Mittel | 7.766 | 11.360 | 9.117 | 9.477 | 20.015 | 33.177 |
| Kurzfristige Investitionen | 1 | 9 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 4.011 | 5.283 | 2.482 | 4.994 | 5.707 | 5.910 |
| Vorräte | 246 | 363 | 293 | 312 | 337 | 362 |
| Sonstige Forderungen | 13.883 | 4.372 | 1.152 | 1.152 | 1.152 | 1.152 |
| Anlagevermögen, gesamt | 179.984 | 211.252 | 180.770 | 223.072 | 229.500 | 232.384 |
| Sachanlagen | 168.886 | 200.861 | 170.323 | 213.315 | 220.394 | 223.912 |
| Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte | 10.744 | 10.059 | 10.137 | 9.447 | 8.795 | 8.162 |
| Finanzanlagen | 354 | 332 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| Sonstige Vermögenswerte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Aktiva | 205.890 | 232.638 | 193.815 | 239.007 | 256.712 | 272.987 |
| Eigenkapital und Verbindlichkeiten | | | | | | |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 21.482 | 20.563 | 15.522 | 11.898 | 12.019 | 13.205 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig) | 11.078 | 13.848 | 11.391 | 8.000 | 8.000 | 8.000 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 5.218 | 1.494 | 1.731 | 1.498 | 1.619 | 1.740 |
| Rückstellungen (kurzfristig) | 2.052 | 2.546 | 1.668 | 1.668 | 1.668 | 1.668 |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | 3.134 | 2.676 | 732 | 732 | 732 | 1.797 |
| Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 151.116 | 174.803 | 142.828 | 187.128 | 197.221 | 206.108 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 136.628 | 158.644 | 135.980 | 180.280 | 190.373 | 199.260 |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten | 14.488 | 16.159 | 6.848 | 6.848 | 6.848 | 6.848 |
| Mezzanine Kapital | 13.000 | 12.842 | 4.952 | 4.952 | 4.952 | 4.952 |
| Anteile Dritter | 507 | 289 | -184 | -284 | -384 | -459 |
| Eigenkapital | 32.785 | 36.982 | 35.649 | 40.265 | 47.857 | 54.133 |
| Gezeichnetes Kapital | 37.500 | 43.250 | 44.500 | 47.500 | 51.510 | 55.028 |
| Kapitalrücklage | 7.601 | 10.001 | 10.601 | 12.311 | 14.998 | 17.776 |
| Gewinnrücklagen | -12.316 | -16.269 | -19.452 | -19.545 | -18.651 | -18.670 |
| Passiva | 205.890 | 232.638 | 193.815 | 239.007 | 256.712 | 272.987 |
| Kennzahlen | | | | | | |
| Current ratio (x) | 1,21 | 1,04 | 0,84 | 1,34 | 2,26 | 3,07 |
| Quick ratio (x) | 1,19 | 1,02 | 0,82 | 1,31 | 2,24 | 3,05 |
| Nettoverbindlichkeiten | 139.938 | 161.122 | 138.253 | 178.803 | 178.357 | 174.082 |
| Nettoverschuldungsgrad | 426,8% | 435,7% | 387,8% | 444,1% | 372,7% | 321,6% |
| Eigenkapitalquote | 15,9% | 15,9% | 18,4% | 16,8% | 18,6% | 19,8% |
| Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA | 11,4 | 8,5 | 7,4 | 8,4 | 7,0 | 6,8 |
| Buchwert je Aktie (in €) | 1,07 | 0,93 | 0,81 | 0,86 | 0,97 | 1,02 |
| Return on Equity (ROE) | -11,8% | -10,7% | -8,6% | -0,2% | 1,9% | 1,9% |



CASHFLOWRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 3.647 | 4.805 | 4.458 | 6.797 | 8.642 | 9.062 |
| Abschreibungen | 10.490 | 17.011 | 16.183 | 16.308 | 20.362 | 22.298 |
| EBITDA | 14.137 | 21.816 | 20.641 | 23.105 | 29.005 | 31.360 |
| Veränderungen Working Capital | -1.451 | 1.040 | 1.026 | -2.764 | -618 | -108 |
| Sonstiges (Rückstellungen, etc.) | 262 | -499 | -1.846 | -830 | -830 | -830 |
| Operativer Cashflow | 12.948 | 22.358 | 19.821 | 19.511 | 27.557 | 30.422 |
| Investitionen in Sachanlagen | -40.321 | -11.542 | -416 | -58.610 | -26.790 | -25.183 |
| Investitionen in immaterielle Vermögenswerte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Freier Cashflow | -27.373 | 10.816 | 19.405 | -39.099 | 767 | 5.240 |
| Akquisitionen und Verkäufe | -7.464 | -329 | 1.371 | 0 | 0 | 0 |
| Andere Investitionen | -5.539 | -3.496 | 2.809 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -53.324 | -15.367 | 3.764 | -58.610 | -26.790 | -25.183 |
| Cashflow aus FK-Finanzierung, netto | 26.572 | -12.084 | -27.141 | 34.749 | 3.074 | 1.626 |
| Cashflow aus EK-Finanzierung, netto | 15.475 | 8.150 | 1.850 | 4.710 | 6.698 | 6.296 |
| Gezahlte Dividenden | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige Finanzierung | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | 42.047 | -3.934 | -25.291 | 39.459 | 9.772 | 7.922 |
| FOREX & sonstige Effekte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Veränderung der liquiden Mittel | 1.671 | 3.057 | -1.706 | 360 | 10.539 | 13.162 |
| Cash am Anfang der Periode | 6.095 | 7.766 | 10.823 | 9.117 | 9.477 | 20.015 |
| Cash zum Ende der Periode | 7.766 | 10.823 | 9.117 | 9.477 | 20.015 | 33.177 |
| EBITDA je Aktie | 0,46 | 0,55 | 0,47 | 0,49 | 0,59 | 0,59 |
| Operativer Cashflow je Aktie | 0,42 | 0,56 | 0,45 | 0,42 | 0,56 | 0,57 |

Jährliches Wachstum

| | | | | | | |
|---------------------|------|-------|--------|-------|-------|--------|
| Operativer Cashflow | n.a. | 72,7% | -11,3% | -1,6% | 41,2% | 10,4% |
| Freier Cashflow | n.a. | n.a. | 79,4% | n.m. | n.m. | 583,5% |
| EBITDA je Aktie | n.a. | 18,3% | -14,7% | 5,4% | 19,2% | 0,5% |

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

| Bericht Nr.: | Tag der Veröffentlichung | Schlusskurs Vortag | Anlageempfehlung | Kursziel/Bewertung |
|----------------|--------------------------|--------------------|------------------|--------------------|
| Initial Report | 30. November 2012 | € 1,18 | Buy | € 1,50 |
| | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ |
| 1 | 10. Februar 2017 | € 1,56 | Buy | € 2,40 |
| 2 | 2. Juni 2017 | € 1,61 | Buy | € 2,40 |
| 3 | Today | € 1,62 | Buy | € 2,40 |

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© 2017 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.

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der

Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

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

SELL: erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

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