

# ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion

Börse Düsseldorf

Bloomberg: ABO GR

ISIN: DE000A1EWA4

Zahlen für 2017

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

## BUY

€ 2,20

43,8%

Low

## SOLIDE BILANZ TROTZ SCHWACHEM WINDJAHR

ABO Invest hat das Jahr 2017 wie erwartet mit rückläufigen Umsätzen und Ergebnissen abgeschlossen. Trotz des schwachen Windjahres generierte das Unternehmen einen hohen operativen Cashflow von €17,2 Mio. Auch der Nettocashflow war mit €3,8 Mio. positiv trotz hoher Nettotilgung (€10,7 Mio.) und Zinszahlungen von €5,3 Mio. Für 2018 geht ABO Invest unter der Voraussetzung durchschnittlicher Windbedingungen von einem Umsatz von ca. €36 Mio., einem EBITDA von ca. €27 Mio. und einem EBT von knapp €1,6 Mio. aus. Nachdem die Stromproduktion in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres ca. 7% hinter den Prognosen zurückblieb, unterstellen wir in unserer Jahresprognose leicht unterdurchschnittliche Umsätze. Angesichts hoher Preise für Windparks gehen wir für 2018 davon aus, dass ABO Invest nach dem großen Expansionsschritt im letzten Jahr (finnischer Windpark mit 23,1 MW) das Expansionstempo etwas bremst. Neben dem bereits vollzogenen Erwerb der verbliebenen Anteile des deutschen Windparks Weilrod unterstellen wir nur noch den Zukauf von 3,6 MW im Windbereich (bisher: insgesamt 15 MW). Wir haben unsere Schätzungen entsprechend angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht niedrigeres Kursziel von €2,20 (bisher: €2,40). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Schwaches Windjahr belastete Zahlen** Der Umsatz sank um knapp 5% J/J auf €26,4 Mio. Die Stromproduktion des Grünstromportfolios blieb um 11% hinter der Prognose (= langfristige Durchschnittswerte) zurück. Außerdem führten netzausbaubedingte Abschaltungen beim irischen Windpark zu Ertragsausfällen. Zwar erhielt ABO Invest für den größten Teil der entgangenen ca. 13 GWh Strom vom Netzbetreiber eine Kompensation. Deren Höhe entspricht aber nur den durchschnittlichen Marktpreisen und nicht dem höheren Einspeisetarif. Gegenüber dem Vorjahr sank die Stromproduktion des gesamten Portfolios um 3,7% von 315,4 GWh auf 303,7 GWh. Der niedrigere Umsatz führte zu Ergebnisrückgängen. So sank das EBITDA von €20,6 Mio. auf €18,9 Mio. Die EBITDA-Marge fiel von 74,6% auf 71,7%. (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	29,16	27,69	26,42	35,08	38,34	41,56
Jährliches Wachstum	58,5%	-5,1%	-4,6%	32,8%	9,3%	8,4%
EBIT (€ Mio.)	4,81	4,46	3,25	6,98	8,58	9,31
EBIT-Marge	16,5%	16,1%	12,3%	19,9%	22,4%	22,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,95	-3,08	-3,34	-0,26	1,29	1,46
EPS (verwässert) (€)	-0,10	-0,07	-0,07	-0,01	0,02	0,03
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
FCF (€ Mio.)	10,82	19,40	16,75	16,82	2,47	-2,52
Nettoverschuldungsgrad	435,7%	387,8%	422,1%	378,4%	320,8%	276,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	11,36	9,12	13,01	24,47	39,85	45,06

### 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 15 Windparks in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 156 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

### HANDELSDATEN

Stand: 7. Jun 2018

Schlusskurs	€ 1,53
Aktien im Umlauf	49,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 74,97 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,47 / 1,63
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	28.087

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	n.a.	n.a.	61,6
EV/Sales	9,1	6,9	6,3
EV/EBIT	74,3	34,6	28,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	1,3%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2017

Liquide Mittel	€ 13,01 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 19,77 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 9,33 Mio.
Bilanzsumme	€ 241,77 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 31,83 Mio.
Eigenkapital	€ 39,98 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

ABO Wind AG	9,0%
Free Float	91,0%

Das EBIT lag bei €3,3 Mio. nach €4,5 Mio. in 2016. Ein deutlich verringerter Zinsaufwand (€5,9 Mio. versus €6,8 Mio. in 2016) führte dazu, dass das Nettoergebnis nur geringfügig unter dem Vorjahreswert lag (€-3,3 Mio. nach €-3,1 Mio. in 2016, vgl. Abbildung 1).

#### Abbildung 1: Berichtete Ergebnisse versus Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2017A	2017E	Delta	2016	Delta
Umsatz	26,42	26,38	0,1%	27,68	-4,6%
EBIT	3,25	3,29	-1,1%	4,46	-27,0%
Marge	12,3%	12,5%		16,1%	
Jahresübers.	-3,34	-3,17	-	-3,08	-
Marge	-12,6%	-12,0%		-11,1%	
EPS (verwässert) in €	-0,07	-0,07	-	-0,07	-

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Bilanz spiegelt vergrößertes Portfolio wider** Durch den Erwerb des finnischen Windparks stiegen die Sachanlagen von €170 Mio. auf €212 Mio. Gleichzeitig stiegen die Verbindlichkeiten gegenüber Banken von €147 Mio. auf €180 Mio. Durch die gestiegenen liquiden Mittel (€13 Mio. versus €9 Mio. im Vorjahr) erhöhte sich die Nettoverschuldung nur von €138 Mio. auf €167 Mio. Das Eigenkapital stieg von €35,5 Mio. auf €40,0 Mio. Die Belastung durch den Nettoverlust wurde durch die Erhöhung des Eigenkapitals, mit der ABO Invest €7,2 Mio. eingeworben hat, mehr als kompensiert. Da die Bilanzsumme stärker stieg als das Eigenkapital, fiel die Eigenkapitalquote von 18,3% auf 16,5% (vgl. Abbildung 2).

#### Abbildung 2: Entwicklung der Bilanz

in € Mio.	2016A	2017A	Delta	2018E
Immaterielle Vermögenswerte	10,14	9,33	-8%	8,59
Sachanlagen	170,32	212,39	25%	200,24
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>180,77</b>	<b>222,00</b>	<b>23%</b>	<b>209,09</b>
Liquide Mittel	9,12	13,01	43%	24,56
Vorräte	0,29	0,18	-39%	0,27
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	2,48	4,73	91%	5,27
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>13,04</b>	<b>19,77</b>	<b>52%</b>	<b>31,95</b>
Eigenkapital	35,46	39,98	13%	40,92
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>18,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>-10%</i>	<i>17,0%</i>
Mezzanine Kapital	4,95	4,93	0%	4,93
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	1,73	2,71	56%	1,32
Finanzverbindlichkeiten ggü. Banken, langfristig	135,98	162,18	19%	167,00
Finanzverbindlichkeiten ggü. Banken, kurzfristig	11,39	17,55	54%	12,00
Nettoverschuldung	138,25	166,71	21%	154,44
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>389,8%</i>	<i>417,0%</i>	<i>7%</i>	<i>377,5%</i>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>193,81</b>	<b>241,77</b>	<b>25%</b>	<b>241,05</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Hoher operativer Cashflow trotz schwachem Windjahr** Der operative Cashflow belief sich auf €17,2 Mio. nach €19,8 Mio. im Vorjahr. Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit betrug €4,5 Mio. Dies ist angesichts des Projektvolumens von Haapajärvi II in Höhe von €57,3 Mio. niedrig, da mit dem Einbringen des ausschließlich mit Eigenmitteln finanzierten Windparks Haapajärvi I als Sicherheit zusätzliche Finanzierungstranchen gewonnen werden konnten. Der Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit lag bei €8,8 Mio. Die Mittelzuflüsse aus Eigenkapital- (+€7,2 Mio.) und Fremdkapitalzuführungen (+€1,0 Mio.) wurden durch Tilgungen (-€11,7 Mio.) und Zinszahlungen (-€5,3 Mio.) mehr als kompensiert. Insgesamt ergab sich ein Netto-Mittelzufluss von €3,8 Mio. (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).

### Abbildung 3: Entwicklung der Kapitalflüsse

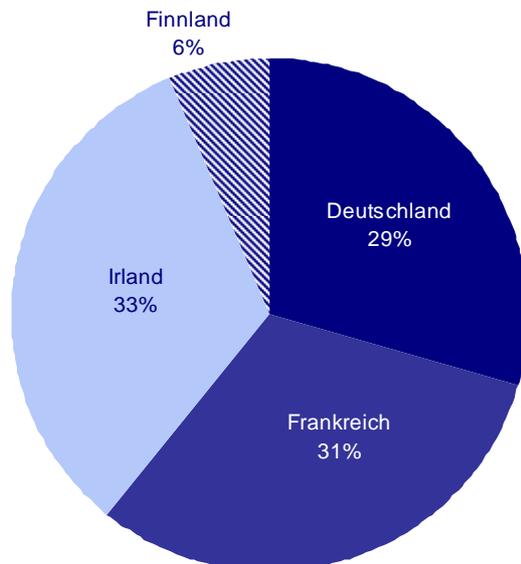
in € Mio.	2016A	2017E
Operativer Cashflow	19,82	17,16
CAPEX	-0,42	-0,40
Freier Cashflow	19,40	16,75
Cashflow Investitionstätigkeit	3,76	-4,54
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-25,29	-8,77
Netto-Cashflow	-1,71	3,85

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Erweiterung des Portfolios um großen finnischen Windpark Haapajärvi II abgeschlossen** Mit dem Anteilserwerb zum Jahresende 2017 hat ABO Invest eine bedeutende Investition getätigt (€57,3 Mio.) und ihr Portfolio um 23,1 MW erweitert. Da das Unternehmen bereits seit Sommer 2015 den benachbarten Windpark Haapajärvi I (6,6 MW) betreibt, wurde dieser als Garantiegeber zur Verbesserung der Kreditwürdigkeit des neuen Windparks eingesetzt. So konnte Haapajärvi II mit mehr als 90% Fremdkapital und damit sehr günstig finanziert werden.

**Regional gut diversifizierte Stromproduktion** Die Stromproduktion verteilte sich in 2017 auf die vier Länder Irland (30%), Frankreich (knapp 29%), Deutschland (knapp 27%), und Finnland (knapp 6%), vgl. Abbildung 4. Die regionale Diversifizierung hat zur Glättung der Stromproduktion beigetragen. So schwankte der Prognoseerreichungsgrad auf Windparkebene von +2% bis -17%, insgesamt lag die Prognoseverfehlung bei 11%. Mit dem Zukauf von Haapajärvi II in Finnland wird die regionale Diversifizierung noch einmal deutlich verbessert. Auf Basis der prognostizierten Erträge sollten die vier Länder jeweils rund ein Viertel der Stromproduktion beisteuern.

### Abbildung 4: Regionale Verteilung der Stromproduktion in 2017



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Technische Verfügbarkeit blieb auf hohem Niveau** Die technische Verfügbarkeit lag 2017 wie im Vorjahr auf Portfolioebene bei hohen 98% und belegt damit die sehr gute technische Betriebsführung und Instandhaltung.

**Stromproduktion im Jahresvergleich leicht rückläufig** In 2017 belief sich die produzierte Strommenge des Portfolios auf 303,7 GWh, was einem Rückgang um knapp 4% gegenüber dem Vorjahreswert von 315,4 GWh entspricht. Die anteilige Stromproduktion (in 2017 besaß ABO Wind 80% am Windpark Weilrod und seit Juni 2017 96,8% am Windpark Wennerstorf) belief sich auf 295,0 GWh nach 302,9 GWh in 2016. Abbildung 5 zeigt die Stromproduktion, den Umsatz, den EBIT- und Ergebnisbeitrag auf Windparkebene für das Jahr 2017.

**Abbildung 5: Stromproduktion, Umsatz, EBIT- und Ergebnisbeiträge, disaggregiert**

Windpark/ Biogasanlage	Produktion (MWh)	Umsatz (€ tsd.)	Umsatz in €/MWh	Beitrag zum Konzern-EBIT € tsd.)	Ergebnisbeitrag nach Steuern (€ tsd.)
<b>Deutschland</b>					
Broich	4.323	368	85	31	-71
Düngenheim	7.257	732	101	141	-54
Framersheim II	7.405	749	101	229	83
Losheim	5.264	516	98	29	-9
Repperndorf	11.170	1.129	101	238	-47
Samswegen <sup>1)</sup>	5.105	1.308	256	-305	-392
Weilrod	42.752	3.754	88	603	-568
Wennerstorf	5.849	536	92	50	28
<b>Frankreich</b>					
Couffé	17.675	1.521	86	271	-183
Cuq	17.690	1.665	94	225	-464
Escamps	8.287	715	86	129	-87
St. Nicolas des Biefs	35.048	3.011	86	474	-308
Souilly La Gargasse	16.791	1.479	88	389	-88
<b>Irland</b>					
Glenough	99.822	7.404	74	1.647	-808
<b>Finnland</b>					
Haapajärvi	19.286	1.534	84	432	122
<b>Summe</b>	<b>303.724</b>	<b>26.420</b>			
<b>Summe anteilig</b>	<b>294.987</b>	<b>25.653</b>			

1) Umsatz der Biogasanlage inkl. Wärmeerlöse

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Sehr schlanke Struktur** ABO Invest weist weiterhin eine sehr schlanke Struktur auf. Die beiden Vorstände führen die Geschäfte und werden durch zwei Mitarbeiter bei der Geschäftsführung und dem Beteiligungsmanagement unterstützt. Über Verträge mit ABO Wind werden weitere Dienstleistungen wie z.B. die Unternehmenskommunikation extern erbracht. Die kaufmännische und technische Betriebsführung der Grünstromanlagen wird ebenfalls über die ABO Wind abgewickelt. Dies erklärt die sehr geringen Personalkosten, die sich in 2017 auf lediglich €0,2 Mio. beliefen.

**Transparenz in der Stromproduktion** ABO Invest stellt auf ihrer Homepage die Stromproduktion sowohl aggregiert auf Portfolioebene als auch auf Einzelparkebene dar. Jeder Interessierte, insbesondere jeder Aktionär, kann die Stromproduktion auf Jahres-, Monats- und sogar auf Tagesbasis verfolgen und mit den Prognosen vergleichen und weiß damit zu jedem Zeitpunkt über das Verhältnis von Ist- zur Soll-Stromproduktion Bescheid. Da die jährliche Umsatz-Guidance des Unternehmens auf der Sollstromproduktion, also der Produktion bei durchschnittlichen Windverhältnissen fußt, ist der Zielerreichungsgrad jederzeit gut abschätzbar.



**Expansion in die Solarstromproduktion** Vorstand und Aufsichtsrat der ABO Invest haben beschlossen, zukünftig auch in Solarstromanlagen zu investieren. Bisher hatte das Unternehmen – abgesehen von einer Biogasanlage – nur in Windparks investiert. Mit der Erweiterung um die Photovoltaik ergeben sich für ABO Invest neue Wachstumschancen. Insbesondere vor dem Hintergrund der derzeit sehr hohen Preise für Windparks, die Wachstum in diesem Bereich zu den vom Unternehmen angestrebten Renditen (Eigenkapitalrendite: >5%) schwierig machen, erscheint die Verbreiterung der Investitionsziele strategisch sinnvoll.

**Prognose des Umsatzes** Für das Bestandsportfolio inklusive des kompletten Windparks Weilrod (seit dem 1. April 2018 von 80% auf 100% aufgestockt) prognostizieren wir unter der Annahme durchschnittlicher Windverhältnisse einen Konzern-Umsatz von €36,1 Mio. Dabei haben wir die Anpassungen der Ertragsprognosen für verschiedene Windparks berücksichtigt (vgl. Abbildung 6).

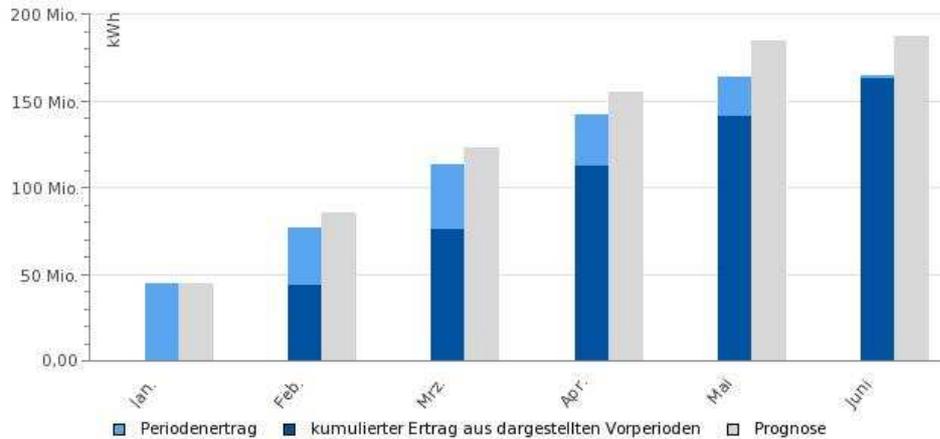
**Abbildung 6: Portfolioinformationen und Umsatzprognose für 2018E**

Windpark/ Biogasanlage	Inbetrieb- nahme	Ende der Förderung	Beteiligungs- quote	Kapazität in MW	Prognose MWh p.a.	MWh/MW	Vergütung pro MWh (€)	Prognose Umsatz 2018 (€ tsd.)
<b>Deutschland</b>								
Broich	2007	2027	100,0%	2,4	4.519	1.883	85,4	386
Düngenheim	2009	2029	100,0%	4,0	7.595	1.899	100,9	766
Framersheim II	2013	2033	100,0%	3,4	7.786	2.290	101,8	793
Losheim	2004	2024	100,0%	4,5	6.073	1.350	97,9	594
Repperndorf	2009	2029	100,0%	6,0	10.923	1.821	101,1	1.104
Samswegen	2009	2029	100,0%	0,8	6.230	7.788	239,3	1.491
Weilrod	2014	2034	100,0%	16,8	49.520	2.948	87,8	4.348
Wennerstorf	2003	2023	96,8%	5,2	6.768	1.302	91,6	620
<b>Frankreich</b>								
Couffé	2014	2029	100,0%	10,0	20.759	2.076	86,6	1.797
Cuq	2009	2024	100,0%	12,0	18.843	1.570	94,7	1.785
Escamps	2013	2028	100,0%	4,1	9.710	2.368	86,7	842
St. Nicolas des Biefs	2015	2030	100,0%	14,0	39.922	2.852	86,4	3.451
Souilly La Gargasse	2012	2027	100,0%	8,0	17.711	2.214	88,6	1.570
<b>Irland</b>								
Glenough	2011	2026	100,0%	32,5	103.315	3.179	78,6	8.121
Glenough 14	2013	2028	100,0%	2,5	5.913	2.365	78,6	465
<b>Finnland</b>								
Haapajärvi	2015	2027	100,0%	6,6	22.277	3.375	83,5	1.860
Haapajärvi II	2017	2029	100,0%	23,1	73.184	3.230	83,5	6.111
<b>Summe</b>				<b>155,9</b>	<b>411.048</b>			<b>36.104</b>
Summe anteilig				155,7	408.355			

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Anfang Juni 2018 lag der kumulierte Ertrag des Portfolios ca. 12 Mio. kWh bzw. ca. 7% hinter der Prognose zurück (vgl. Abbildung 7 auf der nächsten Seite). Auch wenn dieser Rückstand im Jahresverlauf noch aufgeholt werden kann, nehmen wir vorsichtshalber einen Abschlag auf den prognostizierten Jahresertrag des Bestandsportfolios von 3% vor. Damit ergibt sich für den Bestand eine Umsatzzschätzung von €35,02 Mio. Für die Portfolioerweiterung um 3,6 MW modellieren wir eine Inbetriebnahme Anfang Dezember. Damit fließen dieses Jahr aus der Portfolioerweiterung lediglich 63k in unsere Umsatzzschätzung. Insgesamt prognostizieren wir damit einen Konzernumsatz von €35,08 Mio.

Abbildung 7: Kumulierte Produktion und Prognose in kWh Anfang Juni 2018



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Guidance für 2018** Für das laufende Geschäftsjahr geht das Unternehmen für das Bestandsportfolio unter der Annahme von durchschnittlichen Windverhältnissen und einer technischen Verfügbarkeit von 97% von einer anteiligen Stromproduktion von 408 GWh, einem daraus resultierenden Umsatz von ca. €36 Mio. und einem EBITDA von ca. €27 Mio. aus. Dies entspräche einer EBITDA-Marge von 75%. Das EBT sollte unter den angegebenen Rahmenbedingungen bei knapp €1,6 Mio. liegen.

**Schätzungen überarbeitet** Wir haben unsere Schätzungen für 2018E aus zwei Gründen gesenkt. Zum einen gehen wir für das Bestandsportfolio für das Gesamtjahr von leicht unterdurchschnittlichen Erträgen (-3%) aus, nachdem die Erträge in den ersten fünf Monaten um ca. 7% hinter den Prognosen zurückgeblieben sind. Zum anderen sind wir für das laufende Jahr angesichts hoher Preise für Windparks vorsichtiger bezüglich des Expansionstempos des Unternehmens. Hatten wir bisher für das Gesamtjahr einen Zuwachs von 15 MW unterstellt, gehen wir nunmehr nach dem Erwerb der verbleibenden 20% des Windparks Weilrod (= 3,4 MW) zum 1. April davon aus, dass ABO Invest im Jahresverlauf nur noch 3,6 MW im Windbereich zukauf. Die Senkung des Ausbautempos in diesem Jahr führt zur Senkung unserer Umsatz- und EBIT-Schätzungen auch in den Folgejahren (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2018E			2019E			2020E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	37,87	35,08	-7,4%	40,70	38,34	-5,8%	43,93	41,56	-5,4%
EBIT	8,64	6,98	-19,2%	9,06	8,58	-5,3%	9,75	9,31	-4,5%
Marge	22,8%	19,9%		22,3%	22,4%		22,2%	22,4%	
Jahresübers.	0,89	-0,26	-	1,05	1,29	23,4%	1,08	1,46	35,1%
Marge	2,4%	-0,7%		2,6%	3,4%		2,5%	3,5%	
EPS (verwässert) in €	0,02	-0,01	-	0,02	0,02	27,3%	0,02	0,03	38,2%

Quelle: First Berlin Equity Research

In 2017 hat ABO Invest ihre Zinsaufwendungen deutlich von €6,8 Mio. auf €5,9 Mio. reduziert. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seine durchschnittlichen Fremdkapitalkosten ungefähr auf dem gegenwärtigen Niveau hält, und haben unsere Schätzungen des Zinsaufwands entsprechend gesenkt. Hinzu kommt, dass die geringeren



Investitionen in 2018E eine entsprechend geringere Verschuldung nach sich ziehen. Insgesamt gehen wir für 2019E und 2020E von leicht höheren Nettoergebnissen aus als bisher.

Für 2018 rechnen wir nunmehr mit einem Umsatzwachstum von gut 32% auf €35,1 Mio. Beim EBITDA gehen wir von einem Wachstum von gut 34% auf €26,3 Mio. aus, und das EBIT sollte sich von €3,3 Mio. auf €7,0 Mio. mehr als verdoppeln. Beim EBT erwarten wir den Turnaround von €-2,7 Mio. im Vorjahr auf €0,7 Mio. Das Nettoergebnis sollte mit €-0,3 Mio. annähernd Break-even erreichen.

**Zwei unterdurchschnittliche Windjahre stehen nicht im Widerspruch zum prognostizierten langfristigen Durchschnitt** Die Kursentwicklung der letzten Monate zeigt, dass zwei unterdurchschnittliche Windjahre die Anleger offensichtlich verunsichert haben. Rein statistisch steht diese Entwicklung aber nicht im Widerspruch zur Langfristprognose. Nach wie vor ist das Erreichen der langfristigen Durchschnitts sehr gut möglich. Insofern sehen wir die niedrigen Aktienkurse als Einstiegschance.

**ABO Invest bleibt ein sehr solider und cashflowstarker Substanzwert** Das Grünstromportfolio hat inzwischen eine Kapazität von 156 MW erreicht und sein Buchwert belief sich Ende 2017 auf €212 Mio. Da das Portfolio noch recht jung ist (kapazitätsgewichtetes Durchschnittsalter unter 6 Jahren), sind die Tilgungs- und Zinszahlungen noch relativ hoch. Mit zunehmender Tilgung sinkt die Zinsbelastung auf Parkebene und die ausschüttbaren Cashflows erhöhen sich. Die letzten beiden Jahre belegen bereits die Cashflowstärke des Geschäftsmodells. Die Umsatzgenerierung ist durch langfristig fixierte Einspeisevergütungen gut abgesichert und begrenzt damit das Ertragsrisiko.

**Kaufempfehlung bestätigt bei leicht gesenktem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €2,20 (bisher: €2,40). Die verwässerte Aktienanzahl ist in unserem Modell von 71,8 Mio. auf 73,2 Mio. gestiegen, da wir nach dem Kursrückgang der letzten Monate für zukünftige Kapitalerhöhungen mit niedrigeren Emissionskursen planen. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	35.084	38.336	41.564	45.195	48.725	52.221	55.405	57.573
<b>NOPLAT</b>	<b>5.954</b>	<b>7.553</b>	<b>8.263</b>	<b>9.707</b>	<b>10.376</b>	<b>11.293</b>	<b>11.522</b>	<b>11.345</b>
+ Abschreibungen	19.331	20.370	22.234	23.566	25.587	27.344	29.530	31.350
= Operativer Cashflow (netto)	25.285	27.923	30.497	33.273	35.964	38.637	41.052	42.695
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-8.469	-25.452	-33.017	-32.109	-31.146	-30.222	-29.285	-28.561
Capex	-6.430	-25.183	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834	-28.257
Working Capital	-2.040	-270	-447	-517	-502	-497	-451	-304
= Freier Cashflow (FCF)	16.816	2.471	-2.519	1.164	4.817	8.415	11.767	14.135
<b>GW der FCFs</b>	<b>16.436</b>	<b>2.320</b>	<b>-2.271</b>	<b>1.008</b>	<b>4.006</b>	<b>6.721</b>	<b>9.025</b>	<b>10.412</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	111.113
GWs der FCFs in der Terminalperiode	173.078
Unternehmenswert (EV)	284.192
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-122.016
+ Investitionen / Anteile Dritter	489
Shareholder Value	162.664
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	73.181
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>2,22</b>

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%
<b>Kursziel (in €)</b>	<b>2,20</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	2,6%	2,94	3,35	3,90	4,65	5,76	7,56	10,97
	3,1%	2,38	2,68	3,07	3,58	4,29	5,33	7,01
	3,6%	1,93	2,16	2,44	2,81	3,29	3,95	4,92
	4,1%	1,57	1,74	1,96	2,22	2,56	3,01	3,63
	4,6%	1,26	1,40	1,56	1,77	2,01	2,33	2,75
	5,1%	1,00	1,11	1,24	1,40	1,59	1,82	2,12
	5,6%	0,78	0,87	0,98	1,10	1,24	1,42	1,64

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2025 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2032



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Umsatz</b>	<b>18.399</b>	<b>29.158</b>	<b>27.685</b>	<b>26.420</b>	<b>35.084</b>	<b>38.336</b>	<b>41.564</b>
Herstellungskosten	-394	-441	-418	-371	-400	-404	-408
<b>Bruttogewinn</b>	<b>18.005</b>	<b>28.716</b>	<b>27.267</b>	<b>26.049</b>	<b>34.684</b>	<b>37.932</b>	<b>41.156</b>
Personalkosten	-60	-60	-219	-208	-300	-315	-340
Sonstige betriebliche Erträge	4.347	698	594	480	351	383	416
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.156	-7.538	-7.001	-7.381	-8.420	-9.047	-9.684
<b>EBITDA</b>	<b>14.137</b>	<b>21.816</b>	<b>20.641</b>	<b>18.939</b>	<b>26.315</b>	<b>28.953</b>	<b>31.547</b>
Abschreibungen & Amortisation	-10.490	-17.011	-16.183	-15.686	-19.331	-20.370	-22.234
<b>EBIT</b>	<b>3.647</b>	<b>4.805</b>	<b>4.458</b>	<b>3.254</b>	<b>6.984</b>	<b>8.583</b>	<b>9.313</b>
Nettofinanzergebnis	-7.083	-8.151	-6.787	-5.915	-6.242	-6.267	-6.805
<b>EBT</b>	<b>-3.435</b>	<b>-3.345</b>	<b>-2.329</b>	<b>-2.661</b>	<b>742</b>	<b>2.316</b>	<b>2.509</b>
Steuern	-641	-825	-819	-791	-1.030	-1.030	-1.050
Minderheitsbeteiligungen	214	218	68	113	30	5	5
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-3.862</b>	<b>-3.952</b>	<b>-3.081</b>	<b>-3.339</b>	<b>-258</b>	<b>1.291</b>	<b>1.464</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge	97,9%	98,5%	98,5%	98,6%	98,9%	98,9%	99,0%
EBITDA-Marge	76,8%	74,8%	74,6%	71,7%	75,0%	75,5%	75,9%
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	16,1%	12,3%	19,9%	22,4%	22,4%
Nettomarge	-21,0%	-13,6%	-11,1%	-12,6%	-0,7%	3,4%	3,5%
Steuersatz	-18,7%	-24,7%	-35,2%	-29,7%	138,9%	44,5%	41,9%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>							
Personalkosten	0,3%	0,2%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%
Abschreibungen & Amortisation	57,0%	58,3%	58,5%	59,4%	55,1%	53,1%	53,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	44,3%	25,9%	25,3%	27,9%	24,0%	23,6%	23,3%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	n.a.	58,5%	-5,1%	-4,6%	32,8%	9,3%	8,4%
Operatives Ergebnis	n.a.	31,7%	-7,2%	-27,0%	114,6%	22,9%	8,5%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	13,4%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>25.906</b>	<b>21.386</b>	<b>13.045</b>	<b>19.774</b>	<b>31.875</b>	<b>47.545</b>	<b>53.211</b>
Liquide Mittel	7.766	11.360	9.117	13.012	24.467	39.854	45.060
Kurzfristige Investitionen	1	9	1	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.011	5.283	2.482	4.735	5.287	5.567	6.035
Vorräte	246	363	293	180	274	277	268
Sonstige Forderungen	13.883	4.372	1.152	1.847	1.847	1.847	1.847
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>179.984</b>	<b>211.252</b>	<b>180.770</b>	<b>221.996</b>	<b>209.095</b>	<b>213.907</b>	<b>224.243</b>
Sachanlagen	168.886	200.861	170.323	212.391	200.236	205.736	216.703
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.744	10.059	10.137	9.333	8.586	7.900	7.268
Finanzanlagen	354	332	310	272	272	272	272
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>205.890</b>	<b>232.638</b>	<b>193.815</b>	<b>241.770</b>	<b>240.970</b>	<b>261.452</b>	<b>277.454</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>21.482</b>	<b>20.563</b>	<b>15.522</b>	<b>33.623</b>	<b>26.682</b>	<b>27.734</b>	<b>25.834</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.078	13.848	11.391	17.547	12.000	12.000	10.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.218	1.494	1.731	2.709	1.315	1.328	1.341
Rückstellungen (kurzfristig)	2.052	2.546	1.668	1.705	1.705	1.705	1.705
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.134	2.676	732	11.661	11.661	12.701	12.787
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>151.116</b>	<b>174.803</b>	<b>142.828</b>	<b>168.166</b>	<b>172.988</b>	<b>185.875</b>	<b>195.302</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	136.628	158.644	135.980	162.179	167.002	179.889	189.316
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.488	16.159	6.848	5.986	5.986	5.986	5.986
<b>Mezzanine Kapital</b>	<b>13.000</b>	<b>12.842</b>	<b>4.952</b>	<b>4.929</b>	<b>4.929</b>	<b>4.929</b>	<b>4.929</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>507</b>	<b>289</b>	<b>-184</b>	<b>489</b>	<b>459</b>	<b>454</b>	<b>449</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>32.785</b>	<b>36.982</b>	<b>35.649</b>	<b>39.493</b>	<b>40.842</b>	<b>47.389</b>	<b>55.869</b>
Gezeichnetes Kapital	37.500	43.250	44.500	49.000	50.037	53.905	58.670
Kapitalrücklage	7.601	10.001	10.601	13.271	13.841	16.269	19.646
Gewinnrücklagen	-12.316	-16.269	-19.452	-22.778	-23.036	-22.785	-22.447
<b>Passiva</b>	<b>205.890</b>	<b>232.638</b>	<b>193.815</b>	<b>241.770</b>	<b>240.970</b>	<b>261.452</b>	<b>277.454</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	1,21	1,04	0,84	0,59	1,19	1,71	2,06
Quick ratio (x)	1,19	1,02	0,82	0,58	1,18	1,70	2,05
Nettoverbindlichkeiten	139.938	161.122	138.253	166.715	154.534	152.034	154.255
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	387,8%	422,1%	378,4%	320,8%	276,1%
Eigenkapitalquote	15,9%	15,9%	18,4%	16,3%	16,9%	18,1%	20,1%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	11,4	8,5	7,4	9,7	7,0	6,8	6,5
Buchwert je Aktie (in €)	1,07	0,93	0,81	0,84	0,82	0,91	0,99
Return on Equity (ROE)	-11,8%	-10,7%	-8,6%	-8,5%	-0,6%	2,7%	2,6%
Return on Investment (ROI)	-1,9%	-1,7%	-1,6%	-1,4%	-0,1%	0,5%	0,5%
Return on Assets (ROA)	1,6%	1,8%	1,9%	1,1%	2,5%	2,9%	3,0%
Return on Capital employed (ROCE)	n.a.	2,4%	2,3%	1,7%	3,4%	4,2%	4,4%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>3.647</b>	<b>4.805</b>	<b>4.458</b>	<b>3.254</b>	<b>6.984</b>	<b>8.583</b>	<b>9.313</b>
Abschreibungen	10.490	17.011	16.183	15.686	19.331	20.370	22.234
<b>EBITDA</b>	<b>14.137</b>	<b>21.816</b>	<b>20.641</b>	<b>18.939</b>	<b>26.315</b>	<b>28.953</b>	<b>31.547</b>
Veränderungen Working Capital	-1.451	1.040	1.026	-871	-2.040	-270	-447
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	262	-499	-1.846	-913	-1.030	-1.030	-1.050
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>12.948</b>	<b>22.358</b>	<b>19.821</b>	<b>17.155</b>	<b>23.245</b>	<b>27.653</b>	<b>30.050</b>
Investitionen in Sachanlagen	-40.321	-11.542	-416	-402	-6.430	-25.183	-32.569
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-27.373</b>	<b>10.816</b>	<b>19.405</b>	<b>16.753</b>	<b>16.816</b>	<b>2.471</b>	<b>-2.519</b>
Akquisitionen und Verkäufe	-7.464	-329	1.371	-4.312	0	0	0
Andere Investitionen	-5.539	-3.496	2.809	174	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-53.324</b>	<b>-15.367</b>	<b>3.764</b>	<b>-4.540</b>	<b>-6.430</b>	<b>-25.183</b>	<b>-32.569</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	26.572	-12.084	-27.141	-15.940	-6.967	6.620	623
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.475	8.150	1.850	7.171	1.607	6.296	8.142
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0	-1.039
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>42.047</b>	<b>-3.934</b>	<b>-25.291</b>	<b>-8.769</b>	<b>-5.360</b>	<b>12.916</b>	<b>7.726</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>1.671</b>	<b>3.057</b>	<b>-1.706</b>	<b>3.846</b>	<b>11.456</b>	<b>15.387</b>	<b>5.206</b>
Cash am Anfang der Periode	6.095	7.766	10.823	9.117	13.012	24.467	39.854
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>7.766</b>	<b>10.823</b>	<b>9.117</b>	<b>12.963</b>	<b>24.467</b>	<b>39.854</b>	<b>45.060</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,46</b>	<b>0,55</b>	<b>0,47</b>	<b>0,40</b>	<b>0,53</b>	<b>0,56</b>	<b>0,56</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,42</b>	<b>0,56</b>	<b>0,45</b>	<b>0,36</b>	<b>0,47</b>	<b>0,53</b>	<b>0,53</b>

### Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	72,7%	-11,3%	-13,4%	35,5%	19,0%	8,7%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	79,4%	-13,7%	0,4%	-85,3%	n.m.
EBITDA je Aktie	n.a.	18,3%	-14,7%	-13,8%	32,2%	4,8%	0,6%

**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...3	↓	↓	↓	↓
4	3. November 2017	€ 1,62	Buy	€ 2,40
5	16. Januar 2018	€ 1,53	Buy	€ 2,40
6	2. Mai 2018	€ 1,54	Buy	€ 2,40
7	Today	€ 1,53	Buy	€ 2,20

**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© 2018 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

**INTERESSENKONFLIKTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

### STICHTAGE VON KURSEN

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

### ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

### ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

#### ANLAGEEMPFEHLUNG

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

**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 irgendwelcher 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.**