

ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion
 Börsen Düsseldorf und Hamburg
 Bloomberg: ABO GR
 ISIN: DE000A1EWA4

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 2,10

42,9%

Low

KRÄFTIGES UMSATZWACHSTUM UND ERGEBNISVERBESSERUNG

ABO Invest hat H1-Zahlen veröffentlicht, die unsere Erwartungen erfüllt haben. Der Umsatz stieg deutlich (+27%) auf €16,8 Mio. und das Ergebnis vor Steuern war leicht positiv und stieg gegenüber dem Vorjahreswert um €1,5 Mio. Das erste Halbjahr war wie erwartet windschwach und führte dazu, dass die Stromproduktion um knapp 9% hinter der Prognose zurückblieb. Da die Stromproduktion auch in Q3 unter den Erwartungen lag, senken wir unsere Prognose für das Gesamtjahr. Sollte das zweite Halbjahr ähnlich windschwach sein wie das erste, rechnet das Unternehmen mit einem Nettoverlust von ca. €1 Mio. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €2,10 (bisher: €2,20). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Umsatzsprung durch Kapazitätsausweitung Der in 2017 erworbene finnische Windpark Haapajärvi II (23 MW) hat ABO Invest einen kräftigen Umsatzsprung beschert. Im Vergleich zum Vorjahreswert stieg der Umsatz um 27% auf €16,8 Mio. (FBe: €16,8 Mio.). Dies führte zu einem kräftigen Anstieg des EBITDA J/J von €9,6 auf €12,9 Mio. (+34%). Die EBITDA-Marge verbesserte sich von 72,6% auf 76,9%. Bereinigt um den Entkonsolidierungsgewinn von ca. €0,5 Mio. aus dem Verkauf des Windparks Wennerstorf lag die EBITDA-Marge bei 74,0%. Der finnische Windpark Haapajärvi II hat die Sachanlagen deutlich erhöht (€203 Mio. versus €162 Mio. in H1/17) und führte zu höheren Abschreibungen (€9,6 Mio. versus €7,9 Mio. in H1/17). Das EBIT verdoppelte sich auf €3,4 Mio. und lag wegen des Entkonsolidierungsgewinns über unserer Schätzung von €2,9 Mio. Das Ergebnis vor Steuern war aufgrund nur leicht erhöhter Zinsaufwendungen (€3,2 Mio. versus €3,0 Mio. in H1/17) positiv und betrug €152 tsd. (H1/17: €1,4 Mio.). Ein Steueraufwand von €0,6 Mio. führte zu einem Nettoverlust von €0,5 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

Anhaltende Windschwäche dürfte zu Ergebnis unterhalb der bisherigen Erwartungen führen ABO Invest geht davon aus, dass das Jahresergebnis bei ca. €-1 Mio. liegen könnte, wenn das zweite Halbjahr ähnlich...

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	29,16	27,69	26,42	32,17	38,34	41,56
Jährliches Wachstum	58,5%	-5,1%	-4,6%	21,8%	19,2%	8,4%
EBIT (€ Mio.)	4,81	4,46	3,25	5,75	8,56	9,31
EBIT-Marge	16,5%	16,1%	12,3%	17,9%	22,3%	22,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,95	-3,08	-3,34	-1,42	1,34	1,46
EPS (verwässert) (€)	-0,10	-0,07	-0,07	-0,03	0,03	0,03
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
FCF (€ Mio.)	10,82	19,40	16,75	5,70	2,03	-2,52
Nettoverschuldungsgrad	435,7%	387,8%	422,1%	417,4%	353,3%	302,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	11,36	9,12	13,01	9,42	28,43	33,63

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. 150 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

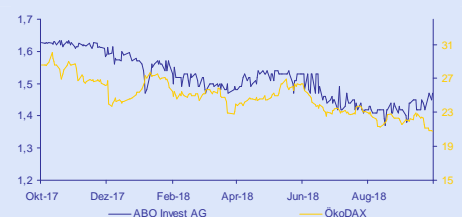
HANDELSDATEN

Stand: 5. Okt 2018

Schlusskurs	€ 1,47
Aktien im Umlauf	49,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 72,03 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,37 / 1,63
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	27.826

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	n.a.	n.a.	57,4
EV/Sales	9,1	7,5	6,3
EV/EBIT	74,3	42,0	28,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	1,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2017

Liquide Mittel	€ 19,22 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 23,37 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 8,35 Mio.
Bilanzsumme	€ 235,04 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 31,83 Mio.
Eigenkapital	€ 39,03 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

windschwach ist wie das erste. In Q3 lag die Stromproduktion jeden Monat unter den Prognosen. Die Sommermonate sind generell im Vergleich zu den Wintermonaten deutlich schwächer, und die Herbst- und Winterstürme könnten die Stromproduktion beflügeln. Trotzdem ist eine Unterschreitung des Soll-Ziels inzwischen wahrscheinlicher. Bei durchschnittlichen Windverhältnissen wäre ein Vorsteuerergebnis von €1,6 Mio. erreichbar gewesen.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	H1-18A	H1-18E	Delta	H1-17A	Delta
Umsatz	16,79	16,79	0,0%	13,23	26,9%
EBIT	3,36	2,90	16,1%	1,66	103,1%
Marge	20,0%	17,3%		12,5%	
Jahresübers.	-0,51	-0,64	-	-1,73	-
Marge	-3,1%	-3,8%		-13,1%	
EPS (verwässert) in €	-0,01	-0,01	-	-0,04	-

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanz bleibt solide Abschreibungsbedingt verringerte sich der Wert der technischen Anlagen und Maschinen (Windparks) von €212 Mio. Ende 2017 auf €202 Mio. Ende Juni 2018. Dagegen erhöhten sich die liquiden Mittel von €13 Mio. auf €19 Mio. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten gingen leicht von €180 Mio. auf €177 Mio. zurück. Die Nettofinanzverbindlichkeiten sanken von €167 Mio. auf €158 Mio. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die weitere Teilziehung der €10 Mio. Finanzierungstranche für den finnischen Windpark Haapajärvi II in Höhe von ca. €6 Mio. die Finanzverschuldung im zweiten Halbjahr entsprechend erhöhen sollte. Trotz der beträchtlichen Erweiterung der Portfoliokapazität dürfte die Finanzverschuldung bis zum Jahresende somit nur moderat steigen. Das Eigenkapital reduzierte sich um €1 Mio. auf €39 Mio. Aufgrund der Bilanzverkürzung (€235 Mio. versus €242 Mio. Ende 2017) blieb die Eigenkapitalquote stabil und betrug 16,6% (vgl. Abbildung 2). Üblicherweise werden Grünstromanlagen zu ca. 80% fremdfinanziert, insofern ist die relativ niedrige Eigenkapitalquote von ABO Invest als Betreiber von Grünstromanlagen durchaus branchentypisch und angesichts der Cashflowstärke und Stabilität des Geschäftsmodells nicht unangemessen.

Abbildung 2: Ausgewählte Bilanzzahlen

in € Mio.	H1/18	2017	Delta
Sachanlagen	203,1	212,4	-4%
Anlagevermögen insgesamt	211,7	222,0	-5%
Liquide Mittel	19,2	13,0	48%
Umlaufvermögen insgesamt	22,7	19,3	18%
Eigenkapital	39,0	40,0	-2%
Eigenkapitalquote	16,6%	16,5%	-
Finanzverbindlichkeiten ggü. Banken	176,8	179,7	-2%
Nettoverschuldung	157,6	166,7	-5%
Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)	404%	417%	-
Bilanzsumme	235,0	241,8	-3%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

H1-Cashflow stellt Cashflowstärke des Geschäftsmodells unter Beweis Im ersten Halbjahr betrug der operative Cashflow €12,3 Mio. – ein kräftiger Anstieg um 32% gegenüber dem Vorjahr. Da der Cashflow aus Investitionstätigkeit mangels größerer

Investitionen gering war (€-0,5 Mio.), dürfte der freie Cashflow mindestens €11,8 Mio. betragen haben (H1/17: ca. €4,5 Mio.). Genau diese Cashflowstärke macht das Geschäftsmodell attraktiv. Mit zunehmender Rückführung der Fremdfinanzierungen stehen die freien Cashflows zukünftig für neue Investitionen, aber auch für Dividendenausschüttungen zur Verfügung. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf €-5,5 Mio. Der Kapitaldienst machte dabei €9,5 Mio. aus. Der Differenzbetrag von €4 Mio. dürfte die Aufnahme zusätzlicher Kredite widerspiegeln. Der Nettocashflow betrug €6,3 Mio. (vgl. Abbildung 3). Die Windparkgesellschaften haben in H1 freie Liquidität in Höhe von ca. €1,6 Mio. an die Muttergesellschaft abgeführt.

Abbildung 3: Cashflowrechnung im Überblick

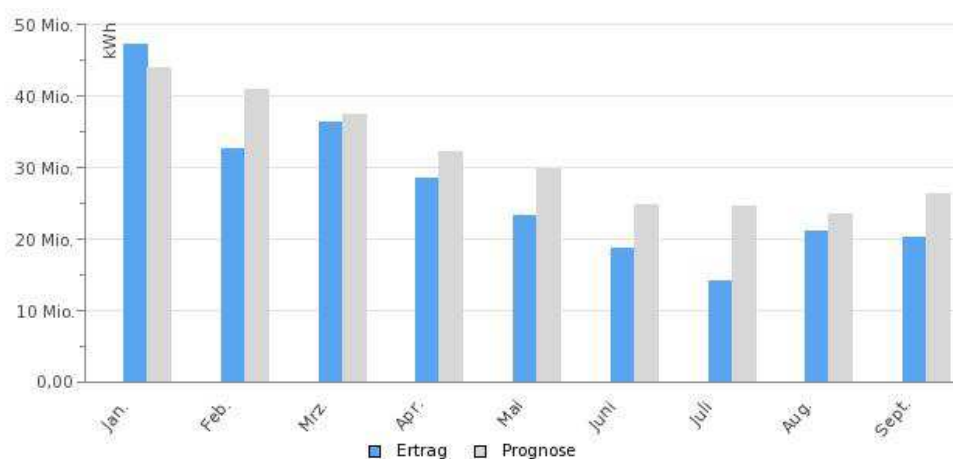
in € Mio.	H1/18	H1/17	Delta
Operativer Cashflow	12,3	9,3	32%
Cashflow Investitionstätigkeit	-0,5	-5,0	-89%
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-5,5	-3,2	71%
Netto-Cashflow	6,3	1,1	463%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Schwache Windbedingungen und Blitzeinschlag beeinträchtigen Stromproduktion

Im ersten Halbjahr blieb die Stromproduktion aufgrund schwacher Windverhältnisse mit ca. 190 Mio. kWh um knapp 9% hinter den im langfristigen Durchschnitt zu erwarteten Werten zurück. Die von ABO Invest auf ihrer Homepage zur Verfügung gestellte Übersicht über die Ist- und Sollstromproduktion (vgl. Abbildung 4) zeigt, dass abgesehen vom Januar die Stromproduktion in jedem Monat hinter der Prognose zurückblieb. Als weiteres Belastungsmoment kommt der Ausfall zweier Anlagen im finnischen Windpark durch Blitzeinschlag Ende Mai hinzu. Bis Ende Juni betrug der Ertragsausfall ca. 1,7 Mio. kWh. Nach Abschluss der Reparaturarbeiten gingen die Anlagen im September wieder ans Netz. Außerdem wurden bei den beiden älteren Anlagen des Windparks Fundamentsanierungen durchgeführt, die Anfang Oktober abgeschlossen sein sollten. Wir rechnen damit, dass der Ertragsausfall vom Hersteller oder von der Versicherung weitgehend kompensiert wird.

Abbildung 4: Tatsächliche und prognostizierte Stromproduktion



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Verkauf des Windparks Wennerstorf mit dem Ziel des Rückkaufs nach Repowering

Ende Mai wurde der Windpark Wennerstorf (5,2 MW) verkauft, um ein Repowering zu ermöglichen. Nach dem Abbau der vier Windanlagen vom Typ Bonus werden dort



gegenwärtig von Nordex zwei Windanlagen der neuesten Generation mit jeweils 4,5 MW errichtet. Dafür hat sich ABO Invest ein Vorkaufsrecht gesichert, über dessen Ausübung voraussichtlich im Herbst entschieden wird. Dies würde zu einer Nettoerweiterung des Portfolios um 3,8 MW führen. Die einzige Portfolioerweiterung im ersten Halbjahr bestand im Erwerb der ausstehenden 20% des deutschen Windparks Weilrod, der eine Gesamtkapazität von 16,8 MW hat.

Expansion in den Solarbereich 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. Gegenwärtig prüft der Vorstand den Kauf von Solarprojekten in Griechenland, die 2019 ans Netz gehen sollen.

Schätzungen für 2018E gesenkt Angesichts der weiterhin unterdurchschnittlichen Windverhältnisse und des vorübergehenden Ausfalls der Anlagen im finnischen Windpark haben wir unsere Schätzungen für das laufende Jahr gesenkt. Wir prognostizieren nunmehr eine Minderproduktion von 10% gegenüber der bei durchschnittlichen Windverhältnissen anvisierten Sollproduktion (bisher: 3%). Außerdem haben wir den Verkauf des Windparks Wennerstorf Ende Mai in unseren Schätzungen berücksichtigt. Unsere neue Umsatzschätzung für 2018E liegt nunmehr bei €32,2 Mio. Beim EBIT unterstellen wir jetzt €5,8 Mio. und beim Nettoergebnis €-1,4 Mio. (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2018E			2019E			2020E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	35,08	32,17	-8,3%	38,34	38,34	0,0%	41,56	41,56	0,0%
EBIT	6,98	5,75	-17,7%	8,58	8,56	-0,2%	9,31	9,31	0,0%
Marge	19,9%	17,9%		22,4%	22,3%		22,4%	22,4%	
Jahresübers.	-0,26	-1,42	-	1,29	1,34	3,6%	1,46	1,46	0,0%
Marge	-0,7%	-4,4%		3,4%	3,5%		3,5%	3,5%	
EPS (verwässert) in €	-0,01	-0,03	-	0,02	0,03	3,2%	0,03	0,03	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel Trotz deutlicher Umsatzerhöhung, der verbesserten Profitabilität und der nachgewiesenen Cashflowstärke des Geschäftsmodells ist der Aktienkurs in den letzten 12 Monaten um fast 10% zurückgegangen. Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die niedrigeren Schätzungen für 2018E berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €2,10 (bisher: €2,20). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	32.168	38.336	41.564	45.195	48.725	52.221	55.405	57.573
NOPLAT	4.719	7.531	8.262	9.664	10.336	11.256	11.487	11.312
+ Abschreibungen	18.906	20.392	22.235	23.609	25.627	27.381	29.565	31.383
= Operativer Cashflow (netto)	23.625	27.923	30.497	33.273	35.964	38.637	41.052	42.695
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-17.930	-25.892	-33.017	-32.109	-31.146	-30.222	-29.285	-28.561
Capex	-16.330	-25.183	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834	-28.257
Working Capital	-1.600	-709	-447	-517	-502	-497	-451	-304
= Freier Cashflow (FCF)	5.696	2.031	-2.519	1.164	4.817	8.415	11.767	14.135
GW der FCFs	5.641	1.933	-2.302	1.022	4.059	6.811	9.146	10.551

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	101.179
GWs der FCFs in der Terminalperiode	175.249
Unternehmenswert (EV)	276.428
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-121.420
+ Investitionen / Anteile Dritter	489
Shareholder Value	155.498
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	75.194
Fairer Wert je Aktie (in €)	2,07

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%
Kursziel (in €)	2,10

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	2,6%	2,75	3,15	3,69	4,43	5,52	7,29	10,63
	3,1%	2,21	2,51	2,89	3,39	4,09	5,11	6,76
	3,6%	1,77	2,00	2,28	2,64	3,11	3,76	4,72
	4,1%	1,42	1,59	1,81	2,07	2,40	2,85	3,46
	4,6%	1,12	1,26	1,42	1,62	1,87	2,18	2,60
	5,1%	0,88	0,98	1,11	1,26	1,45	1,68	1,98
	5,6%	0,66	0,75	0,85	0,97	1,12	1,29	1,51

* 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
Umsatz	18.399	29.158	27.685	26.420	32.168	38.336	41.564
Herstellungskosten	-394	-441	-418	-371	-400	-404	-408
Bruttogewinn	18.005	28.716	27.267	26.049	31.768	37.932	41.156
Personalkosten	-60	-60	-219	-208	-300	-315	-340
Sonstige betriebliche Erträge	4.347	698	594	480	1.551	383	416
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.156	-7.538	-7.001	-7.381	-8.364	-9.047	-9.684
EBITDA	14.137	21.816	20.641	18.939	24.655	28.953	31.547
Abschreibungen & Amortisation	-10.490	-17.011	-16.183	-15.686	-18.906	-20.392	-22.235
EBIT	3.647	4.805	4.458	3.254	5.749	8.561	9.312
Nettofinanzergebnis	-7.083	-8.151	-6.787	-5.915	-6.174	-6.199	-6.805
EBT	-3.435	-3.345	-2.329	-2.661	-425	2.362	2.507
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-641	-825	-819	-791	-1.030	-1.030	-1.050
Minderheitsbeteiligungen	214	218	68	113	30	5	5
Nettogewinn/ -verlust	-3.862	-3.952	-3.081	-3.339	-1.425	1.337	1.462
EPS (verwässert)	-0,13	-0,10	-0,07	-0,07	-0,03	0,03	0,03
Kennzahlen							
Bruttomarge	97,9%	98,5%	98,5%	98,6%	98,8%	98,9%	99,0%
EBITDA-Marge	76,8%	74,8%	74,6%	71,7%	76,6%	75,5%	75,9%
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	16,1%	12,3%	17,9%	22,3%	22,4%
Nettomarge	-21,0%	-13,6%	-11,1%	-12,6%	-4,4%	3,5%	3,5%
Steuersatz	-18,7%	-24,7%	-35,2%	-29,7%	-242,5%	43,6%	41,9%
Ausgaben in % vom Umsatz							
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%	58,8%	53,2%	53,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	44,3%	25,9%	25,3%	27,9%	26,0%	23,6%	23,3%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	n.a.	58,5%	-5,1%	-4,6%	21,8%	19,2%	8,4%
Operatives Ergebnis	n.a.	31,7%	-7,2%	-27,0%	76,7%	48,9%	8,8%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	9,4%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	25.906	21.386	13.045	19.774	16.384	36.122	41.784
Liquide Mittel	7.766	11.360	9.117	13.012	9.416	28.431	33.633
Kurzfristige Investitionen	1	9	1	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.011	5.283	2.482	4.735	4.847	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
Anlagevermögen, gesamt	179.984	211.252	180.770	221.996	209.520	214.310	224.645
Sachanlagen	168.886	200.861	170.323	212.391	200.661	206.139	217.105
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
Aktiva	205.890	232.638	193.815	241.770	225.904	250.432	266.429
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	21.482	20.563	15.522	33.623	12.782	17.839	15.944
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.078	13.848	11.391	17.547	8.000	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	1.761	2.805	2.897
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	151.116	174.803	142.828	168.166	172.988	185.875	195.302
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
Mezzanine Kapital	13.000	12.842	4.952	4.929	4.929	4.929	4.929
Anteile Dritter	507	289	-184	489	459	454	449
Eigenkapital	32.785	36.982	35.649	39.493	39.675	46.265	54.734
Gezeichnetes Kapital	37.500	43.250	44.500	49.000	50.109	54.244	59.337
Kapitalrücklage	7.601	10.001	10.601	13.271	13.770	15.930	18.979
Gewinnrücklagen	-12.316	-16.269	-19.452	-22.778	-24.202	-23.909	-23.582
Passiva	205.890	232.638	193.815	241.770	225.904	250.432	266.429
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,21	1,04	0,84	0,59	1,28	2,02	2,62
Quick ratio (x)	1,19	1,02	0,82	0,58	1,26	2,01	2,60
Nettoverbindlichkeiten	139.938	161.122	138.253	166.715	165.586	163.457	165.683
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	387,8%	422,1%	417,4%	353,3%	302,7%
Eigenkapitalquote	15,9%	15,9%	18,4%	16,3%	17,6%	18,5%	20,5%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	11,4	8,5	7,4	9,7	7,3	6,8	6,5
Buchwert je Aktie (in €)	1,07	0,93	0,81	0,84	0,80	0,89	0,96
Return on Equity (ROE)	-11,8%	-10,7%	-8,6%	-8,5%	-3,6%	2,9%	2,7%
Return on Investment (ROI)	-1,9%	-1,7%	-1,6%	-1,4%	-0,6%	0,5%	0,5%
Return on Assets (ROA)	1,6%	1,8%	1,9%	1,1%	2,1%	3,0%	3,1%
Return on Capital employed (ROCE)	n.a.	2,4%	2,3%	1,7%	2,7%	4,0%	4,2%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EBIT	3.647	4.805	4.458	3.254	5.749	8.561	9.312
Abschreibungen	10.490	17.011	16.183	15.686	18.906	20.392	22.235
EBITDA	14.137	21.816	20.641	18.939	24.655	28.953	31.547
Veränderungen Working Capital	-1.451	1.040	1.026	-871	-1.600	-709	-447
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	262	-499	-1.846	-913	-1.030	-1.030	-1.050
Operativer Cashflow	12.948	22.358	19.821	17.155	22.025	27.214	30.050
Investitionen in Sachanlagen	-40.321	-11.542	-416	-402	-16.330	-25.183	-32.569
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	-27.373	10.816	19.405	16.753	5.696	2.031	-2.519
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
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-53.324	-15.367	3.764	-4.540	-16.330	-25.183	-32.569
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	26.572	-12.084	-27.141	-15.940	-10.899	10.688	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	-1.044
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	42.047	-3.934	-25.291	-8.769	-9.291	16.984	7.721
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.671	3.057	-1.706	3.846	-3.596	19.015	5.202
Cash am Anfang der Periode	6.095	7.766	10.823	9.117	13.012	9.416	28.431
Cash zum Ende der Periode	7.766	10.823	9.117	12.963	9.416	28.431	33.633
EBITDA je Aktie	0,46	0,55	0,47	0,40	0,50	0,55	0,56
Operativer Cashflow je Aktie	0,42	0,56	0,45	0,36	0,44	0,52	0,53

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	72,7%	-11,3%	-13,4%	28,4%	23,6%	10,4%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	79,4%	-13,7%	-66,0%	-64,3%	n.m.
EBITDA je Aktie	n.a.	18,3%	-14,7%	-13,8%	23,8%	11,5%	0,1%

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...4	↓	↓	↓	↓
5	16. Januar 2018	€ 1,53	Buy	€ 2,40
6	2. Mai 2018	€ 1,54	Buy	€ 2,40
7	8. Juni 2018	€ 1,53	Buy	€ 2,20
8	Today	€ 1,47	Buy	€ 2,10

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 (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy 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.

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.