ALNO AG 10. April 2014

Möbelindustrie Aktienkurs 1,02 €

Rating: BUY Kursziel 1,66 €

+++ Update +++

10. April 2014	
ALNO AG	
WKN	778840
ISIN	DE0007788408
Marktkapitalisierung (Mio. €)	71,50
Freefloat-Marktkap. (Mio. €)	40,00
Aktienanzahl (in Mio.)	70,095
12 Monats Hoch / Tief (€)	1,60 / 0,86
Ø Umsatz/Tag (3 Monate)	162 T€

Aktionärsstruktur (in %)	
Whirlpool Germany GmbH	19,99
NORDIC Kitchen Holding AG	10,58
Max Müller & Familie	5,56
SE Swiss Entrepreneur AG	4,87
LBBW Asset Management	3,00
Freefloat	55,99

Analyst

Markus Schwarz

Markus.Schwarz@theacongroup.com

Tel.: +49 (0) 89 244 118-200

Key Facts

- Rückläufiger Umsatz im Geschäftsjahr 2013 als Folge der außerordentlichen Preiserhöhungen des Vorjahres
- Geschäftsjahr 2013 stand im Zeichen der Restrukturierung
- Liquiditätssicherung durch Begebung einer 45 Mio. Euro Anleihe und einer neuen Factoringfinanzierung
- Deutlicher Umsatz- und operativer Ertragssprung trotz einmaliger Integrationskosten im Rahmen der Übernahme für das GJ 2014 zu erwarten

Kennzahlen	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz (in T€)	446.258	395.056	561.938	574.210	603.647	621.756	634.192
Umsatzwachstum (in%)	-1,4%	-11,5%	42,2%	2,2%	5,1%	3,0%	2,0%
EBITDA (in T€)	13.959	5.502	20.116	38.611	43.309	47.522	48.409
EBITDA-Marge (in %)	3,1%	1,4%	3,6%	6,7%	7,2%	7,6%	7,6%
EBIT (in T€)	877	1.175	2.616	24.111	28.409	31.722	32.309
EBIT-Marge (in %)	0,2%	0,3%	0,5%	4,2%	4,7%	5,1%	5,1%
Ergebnis nach Steuern (in T€)	-1.420	-10.718	-10.735	12.478	17.644	22.686	24.947
Nettorendite (in %)	-0,3%	-2,7%	-1,9%	2,2%	2,9%	3,6%	3,9%
Ergebnis je Aktie (in €)	-0,08	-0,15	-0,15	0,18	0,25	0,32	0,36
Operativer Cashflow (in T€)	42.987	-51.410	-16.943	32.077	32.011	38.718	40.190

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen), ALNO AG (Geschäftsbericht)

Please refer to the disclaimer at the end of the document as required by §34b WpHG, especially possible conflicts of interests.

Operative Geschäftsentwicklung Geschäftsjahr 2013

Rückläufiger Umsatz als Folge der außerordentlichen Preiserhöhungen des Vorjahres sowie der Restrukturierung

Das Management veröffentlichte am 8. April 2014 den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2013. Bedingt durch die Folgen der außerordentlichen Preiserhöhungen in 2012 sowie der Restrukturierung musste das Unternehmen einen deutlichen Umsatzrückgang hinnehmen. Der Umsatz belief sich auf 395,1 Mio. Euro, was einem Rückgang in Höhe von 11,5% im Vergleich zum Geschäftsjahr 2012 (446,3 Mio. Euro) entspricht. Während das EBITDA mit 5,5 Mio. Euro ebenfalls unter dem Vorjahreswert (14,0 Mio. Euro) lag, konnte infolge geringerer Abschreibungen sowie erhöhter Zuschreibungen das EBIT auf 1,2 Mio. Euro gesteigert werden (2012: 0,9 Mio. Euro). Das Konzernergebnis belief sich auf -10,7 Mio. Euro nach -1,4 Mio. Euro im Vorjahr, welches allerdings durch einen Einmaleffekt aus einem Forderungsverzicht in Höhe von 8,9 Mio. Euro begünstigt war.

Während im Geschäftsjahr 2013 die vermeldeten Umsätze mit 395,1 Mio. Euro rund 5 Mio. Euro unter unseren Schätzungen lagen (ACON-Schätzung: 400,3 Mio. Euro), lag das EBIT mit 1,2 Mio. Euro nahezu auf Höhe unserer Schätzung von 1,3 Mio. Euro. Aufgrund etwas geringerer Abschreibungen respektive höherer Zuschreibungen als von uns erwartet fiel das EBITDA mit 5,5 Mio. Euro folglich geringer aus (ACON-Schätzung: 8,8 Mio. Euro).

Geschäftsjahr 2013 stand im Zeichen der Restrukturierung

Das Geschäftsjahr 2013 stand im Zeichen der Restrukturierung des Unternehmens. Oberstes Ziel lag dabei in der Verbesserung der Produktionsauslastung, der Erschließung neuer margenstarker Absatzmärkte sowie der Liquiditätssicherung.

Eine Maßnahme war in diesem Zusammenhang die Verlagerung der Produktion von Bauteilen von Bad Salzuflen in die ALNO- bzw. WELLMANN-Werke in Pfullendorf und Enger. Zudem wurden bei WELLMANN im April 2013 75 Mitarbeiter abgebaut, um zusätzlich Personalkosten einzusparen. Gleichzeitig wurde jedoch signifikant in neue Produktionsanlagen und Maschinen an allen vier Standorten investiert, um auf der Produktionsseite zukünftig nicht nur an Flexibilität zu gewinnen sondern zeitgleich auch Materialkosten zu senken.

Steigerung der Exportquote

Um sich vom hart umkämpften und margenschwachen Küchenmarkt Deutschland weiter zu befreien, wurde in 2013 die Internationalisierung der ALNO AG maßgeblich vorangetrieben. So wurde in China ein zweites Joint Venture gegründet, um auch die Marke WELLMANN in eigenen Studios auf dem wichtigen chinesischen Markt zu positionieren. Auch in Großbritannien, den USA und der Schweiz wurden Anstrengungen unternommen, um die Exportquote deutlich zu erhöhen. Gestützt von diesen Aktivitäten konnte der Auslandsumsatz in 2013 um 7,5 Mio. Euro gesteigert werden.

Liquiditätssicherung durch Begebung einer 45 Mio. Euro Anleihe und Factoringfinanzierung

Einen wichtigen finanziellen Meilenstein in der Restrukturierung stellte im abgelaufenen Geschäftsjahr zudem die erfolgreiche Begebung einer 5 Jahre laufenden Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 45 Mio. Euro und einem Coupon von 8,5% dar. Zudem konnte eine neue Factoringfinanzierung in Höhe von 8 Mio. Euro abgeschlossen werden, wodurch sich die Finanzierungsstruktur zusätzlich verbesserte.

Ausblick 2014

Im laufenden Geschäftsjahr 2014 erwartet der Vorstand Umsätze zwischen 580 und 600 Mio. Euro nebst einem EBITDA in einer Bandbreite von 20 - 25 Mio. Euro. Zusätzliches Absatzpotential verspricht sich das Unternehmen im Zuge der Übernahme der AFG Küchen AG in der Schweiz durch die Erweiterung des Produktprogramms im Premium- und Einstiegssegment bei der Marke Piatti sowie die Internationalisierung der Marke Forster Schweizer Stahlküchen. Ab 2015 erwartet das Management aus der AFG Akquisition Synergieeffekte in Höhe von 15 - 20 Mio. Euro (full year effect). Zudem dürfte sich ein positiver Eigenkapitaleffekt im mittleren zweistelligen Millionenbereich aus der Übernahme ergeben („lucky buy“), so dass laut Unternehmensangaben das Eigenkapital per Ende 2014 zweistellig positiv sein dürfte.

Geschäftsjahr 2014 noch von Integrationskosten geprägt

Wir kalkulieren für das Geschäftsjahr 2014 mit Umsätzen in Höhe von rund 562 Mio. Euro nebst einem EBITDA von rund 20 Mio. Euro. Aufgrund der Tatsache, dass die 2013er Guidance in Bezug auf die vermeldeten Umsätze doch relativ deutlich verfehlt wurde, liegen wir für 2014 umsatzseitig unterhalb der Unternehmensprognose. Der Umsatzanstieg ist dabei im Wesentlichen auf die Akquisition der AFG Küchen AG zurückzuführen, die rückwirkend zum 1. Januar 2014 zur ALNO-Gruppe gehört. Unsere EBITDA-Schätzung liegt mit rund 20 Mio. Euro am unteren Ende der Unternehmensprognose. Darin haben wir negative Einmaleffekte von rund 8 Mio. Euro im Zuge der Integration der AFG Küchen AG in den ALNO-Konzern berücksichtigt. Um diese Schätzung zu erreichen, halten wir auf Basis einer quartalsweisen Betrachtung im 1. Quartal 2014 ein EBITDA von mindestens 4 Mio. Euro für notwendig. Aufgrund höherer Abschreibungen und Zinsbelastungen dürfte sich unter dem Strich der Jahresfehlbetrag in 2014 im Vergleich zu 2013 noch einmal leicht ausweiten. Das volle Ausmaß an Synergie- und Skaleneffekten wird sich erstmalig im Geschäftsjahr 2015 zeigen.

Basierend auf unseren Schätzungen stufen wir den EBITDA-Zinsdeckungsgrad von 1,6 für das Jahr 2014 als solide ein. Allerdings wird sich die Bilanz bereinigt um den positiven Eigenkapitaleffekt (siehe oben) aufgrund eines geschätzten Anstiegs der Netto-Finanzverschuldung um rund 60 Mio. Euro (vornehmlich Kreditlinien und Wandelanleihe zur Finanzierung des Kaufpreises sowie des Working Capitals für die AFG Küchen AG) und des zu erwartenden

Jahresfehlbetrags noch einmal verschlechtern und somit in 2014 noch nicht den operativen Turn-Around der Gesellschaft widerspiegeln.

Fazit

Leichte Senkung des Kursziels aufgrund höherer Finanzverschuldung im Zuge der Übernahme der Schweizer AFG Küchen AG

Das Discounted Cashflow-Modell liefert einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 1,66 Euro. Die Reduzierung (vorher: 1,81 Euro) ist in erster Linie der höheren Finanzverschuldung des Unternehmens geschuldet. Unter Berücksichtigung des aktuellen Kurses (1,02 Euro, Xetra Schlusskurs vom 09.04.2014) lautet das Votum unverändert „BUY“. Bezüglich der Bewertung ist darauf hinzuweisen, dass wir aufgrund der Guidance-Verfehlung jeweils Risikoabschläge hinsichtlich der operativen Unternehmensplanung seitens des Managements sowie der verlautbarten Synergieeffekte vorgenommen haben, so dass in dieser Hinsicht bei entsprechender Lieferung weiteres Upside-Potenzial besteht.

Financials

Gewinn- und Verlustrechnung (in T€)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatzerlöse	**452.810**	**446.258**	**395.056**	**561.938**	**574.210**	**603.647**	**621.756**	**634.192**
Bestandsveränd. + aktiv. Eigenleistungen	882	396	2.603	1.423	1.586	1.329	1.512	1.479
Gesamtleistung	**453.692**	**446.654**	**397.659**	**563.361**	**575.796**	**604.976**	**623.268**	**635.671**
Materialaufwand (inkl. Fremdleistungen)	-286.398	-257.948	-222.031	-291.479	-297.606	-314.185	-323.935	-330.414
Personalaufwand	-98.529	-97.204	-95.263	-149.760	-147.310	-152.264	-154.817	-157.914
Abschreibungen	-15.902	-15.850	-12.173	-17.500	-14.500	-14.900	-15.800	-16.100
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-94.169	-84.376	-82.153	-105.827	-97.037	-99.811	-101.968	-104.007
Sonstige betriebliche Erträge	6.270	9.798	9.452	3.821	4.768	4.593	4.974	5.074
Zuschreibungen auf Sachanlagen	0	2.768	7.846	0	0	0	0	0
Restrukturierungsergebnis	24.338	-2.965	-2.162	0	0	0	0	0
EBITDA	**5.204**	**13.959**	**5.502**	**20.116**	**38.611**	**43.309**	**47.522**	**48.409**
EBIT	**-10.698**	**877**	**1.175**	**2.616**	**24.111**	**28.409**	**31.722**	**32.309**
Zinserträge	72	9.004	205	84	100	138	124	138
Zinsaufwendungen	-11.239	-10.822	-7.898	-12.712	-11.733	-10.903	-9.160	-7.500
At-Equity Ergebnis	-3.351	-276	-723	-723	-723	-723	-723	-723
Finanzergebnis	**-14.518**	**-2.094**	**-8.416**	**-13.351**	**-11.633**	**-10.765**	**-9.036**	**-7.362**
EBT	**-25.216**	**-1.217**	**-7.241**	**-10.735**	**12.478**	**17.644**	**22.686**	**24.947**
Steuern	-345	-203	-3.477	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**-25.561**	**-1.420**	**-10.718**	**-10.735**	**12.478**	**17.644**	**22.686**	**24.947**

Bilanz (in T€)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögenswerte	**86.455**	**89.213**	**99.830**	**177.007**	**181.510**	**185.500**	**188.576**	**191.567**
Immaterielles Vermögen	5.989	8.685	9.731	51.906	52.506	52.806	52.906	53.106
Sachanlagen	73.490	75.668	84.492	115.492	119.423	123.148	126.141	128.920
Finanzanlagen	3.168	2.595	1.550	5.550	5.550	5.550	5.550	5.550
At-Equity bilanzierte Anteile	871	0	848	2.048	2.048	2.048	2.048	2.048
Sonstige langfristige Forderungen und	2.937	1.857	3.014	1.814	1.814	1.814	1.814	1.814
Latente Steueransprüche	0	408	195	197	169	134	117	129
Kurzfristige Vermögenswerte	**73.215**	**79.039**	**81.639**	**100.218**	**100.465**	**107.465**	**109.233**	**112.404**
Vorräte	25.915	24.452	24.028	33.196	33.894	34.909	35.993	36.713
Forderungen aus L+L	40.056	44.773	42.655	54.633	52.636	55.334	56.994	58.134
Sonstige Forderungen + sonstige Vermögenswerte	5.001	4.412	11.690	11.200	11.500	11.700	11.900	12.100
Zahlungsmittel & Zahlungsmitteläquivalente	2.243	5.402	3.266	1.189	2.435	5.521	4.346	5.457
Gesamt Aktiva	**159.670**	**168.252**	**181.469**	**277.225**	**281.975**	**292.965**	**297.809**	**303.971**
Eigenkapital	**-73.344**	**-7.462**	**-18.381**	**10.884**	**23.362**	**41.006**	**63.692**	**88.638**
Gezeichnetes Kapital	67.847	70.095	70.095	70.095	70.095	70.095	70.095	70.095
Kapitalrücklage	45.916	3.258	3.258	3.258	3.258	3.258	3.258	3.258
Sonstige	0	462	462	40.462	40.462	40.462	40.462	40.462
Gewinnrücklagen	-187.107	-81.507	-92.337	-103.072	-90.594	-72.950	-50.264	-25.318
Minderheitenanteil	0	230	141	141	141	141	141	141
Rückstellungen	**26.818**	**28.087**	**24.741**	**27.986**	**29.417**	**30.873**	**32.434**	**32.587**
langfristig	21.191	22.582	22.012	23.113	24.268	25.482	26.756	26.756
kurzfristig	5.627	5.505	2.729	4.873	5.149	5.391	5.678	5.831
Fremdkapital	**206.196**	**147.627**	**175.109**	**238.355**	**229.196**	**221.086**	**201.684**	**182.746**
Langfristige Schulden	**11.648**	**4.992**	**68.697**	**123.634**	**111.834**	**101.834**	**80.834**	**60.834**
Finanzschulden	10.482	4.027	45.217	98.754	96.954	86.954	75.954	55.954
Gesellschafterdarlehen	0	0	20.000	20.000	10.000	10.000	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	816	764	717	717	717	717	717	717
Latente Steuern	350	201	2.763	4.163	4.163	4.163	4.163	4.163
Kurzfristige Schulden	**194.548**	**142.635**	**106.412**	**114.721**	**117.362**	**119.252**	**120.850**	**121.912**
Finanzschulden	99.082	14.919	17.204	34.408	34.408	34.408	34.408	34.408
Verbindlichkeiten aus L+L	86.824	118.190	70.828	46.961	49.601	51.491	53.089	54.151
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	365	365	10.445	418	418	418	418	418
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	8.277	9.161	7.935	32.935	32.935	32.935	32.935	32.935
Gesamt Passiva	**159.670**	**168.252**	**181.469**	**277.225**	**281.975**	**292.965**	**297.809**	**303.971**

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen), ALNO AG (Geschäftsberichte)

Cashflow-Rechnung (in T€)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	**-1.420**	**-10.718**	**-10.735**	**12.478**	**17.644**	**22.686**	**24.947**
Abschreibungen / Zuschreibungen	13.082	4.327	17.500	14.500	14.900	15.800	16.100
Veränderung Rückstellungen	1.269	-3.346	3.245	1.432	1.455	1.561	153
Veränderung Forderungen	-3.456	-6.104	-10.290	1.725	-2.863	-1.843	-1.352
Veränderung Vorräte	1.463	424	-9.168	-698	-1.015	-1.083	-720
Veränderung Verbindlichkeiten	32.049	-35.993	-7.495	2.640	1.890	1.598	1.062
Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (1)	**42.987**	**-51.410**	**-16.943**	**32.077**	**32.011**	**38.718**	**40.190**
Einzahlungen / Auszahlungen aus Anlageabgängen / Anlagezugängen	-17.085	-15.045	-51.875	-19.031	-18.925	-18.893	-19.079
Einzahlungen / Auszahlungen in Wertpapiere bzw. finanzielle Vermögenswerte	573	1.045	-4.000	0	0	0	0
Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit (2)	**-16.512**	**-14.000**	**-55.875**	**-19.031**	**-18.925**	**-18.893**	**-19.079**
Einzahlungen / Auszahlungen Eigenkapital	67.302	0	0	0	0	0	0
Erhöhung / Reduzierung Fremdkapital	-90.618	63.475	70.741	-11.800	-10.000	-21.000	-20.000
Bereinigungen	0	-201	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (3)	**-23.316**	**63.274**	**70.741**	**-11.800**	**-10.000**	**-21.000**	**-20.000**
Finanzmittelbestand zu Beginn des GJ	2.243	5.402	3.266	1.189	2.435	5.521	4.346
Summe aus 1), 2 und 3)	3.159	-2.136	-2.077	1.246	3.086	-1.175	1.111
Finanzmittelbestand zum Ende des GJ	5.402	3.266	1.189	2.435	5.521	4.346	5.457

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen), ALNO AG (Geschäftsberichte)

Bewertung

DCF-Modell (in T€)	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
EBIT	**2.616**	**24.111**	**28.409**	**31.722**	**32.309**
Steuern	0	0	0	0	0
Abschreibungen	17.500	14.500	14.900	15.800	16.100
Veränderungen Rückstellungen	3.245	1.432	1.455	1.561	153
Investitionen Working Capital	-19.524	3.640	-2.023	-1.345	-998
Investitionen Anlagevermögen	-54.675	-19.031	-18.925	-18.893	-19.079
Free Cash Flow	**-50.838**	**24.651**	**23.816**	**28.845**	**28.485**
Present Value	-50.838	22.668	20.138	22.428	20.366
Terminal Value	233.464				
Wert des operativen Geschäfts	268.225				
Zahlungsmittel & Zahlungsmitteläquivalente	1.189				
Finanzschulden	-153.162				
Wert des Eigenkapitals	116.252				
Anzahl Aktien (in Tausend)	70.095				
Wert je Aktie (in EUR)	**1,66**				

Modell-Annahmen	
WACC	8,7%
Terminal Cost of Capital	8,2%
FCF Terminal growth	0,5%

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen)

Disclaimer

Pflichtangaben gemäß §34b WpHG und FinAnV

Ersteller der Finanzanalyse (§2 Absatz 1 FinAnV)

Verfasser der Studie ist Markus Schwarz (Finanzanalyst).

Verantwortliches Unternehmen (§2 Absatz 1 FinAnV)

Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die The ACON Group SE.

Datum der Erstveröffentlichung (§4 Absatz 4 Nr. 1 FinAnV)
10.04.2014

Kursdaten (§4 Absatz 4 Nr. 2 FinAnV)
Alle Kursangaben beziehen sich, soweit nicht anders angegeben, auf die Kurse der Frankfurter Wertpapierbörse am 09.04.2014.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen (§4 Absatz 4 Nr. 3 FinAnV)

Ob und wann weitere Finanzanalysen zu den in dem Research aufgeführten Unternehmen veröffentlich werden, steht zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht fest.

Vorausgegangene Finanzanalysen (§4 Absatz 4 Nr. 4 FinAnV)

In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die ACON Group SE folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht, die eine abweichende Empfehlung für eine Anlageentscheidung enthalten:

Datum	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
24.01.2014	1,13	BUY
21.03.2014	0,97	BUY

Interessenkonfliktmanagement §3 FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen hinzuweisen, weil sie die Unvoreingenommenheit der Ersteller der Finanzanalyse, der The ACON Group SE oder der mit ihr verbundenen Unternehmen oder der sonstigen für diese Unternehmen tätigen und an der Erstellung der Studie mitwirkenden Personen und Unternehmen (nachfolgend insgesamt die „Interessenkonflikt-Personen“ genannt) gefährden könnten.

Die von der The ACON Group SE im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen organisatorischen und regulativen Maßnahmen in Bezug auf ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind oder deren bestimmungsgemäße Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, basieren u. a. auf

1. der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche,
2. der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren,
3. der Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche,
4. der Unabhängigkeit der Vergütung dieser Mitarbeiter von der Vergütung, den erwirtschafteten Unternehmenserlösen oder Prämien anderer Mitarbeiter,
5. die Verhinderung einer unsachgemäßen Einflussnahme anderer Personen auf die Tätigkeit dieser Mitarbeiter,

6. die Verhinderung oder Kontrolle einer Beteiligung eines dieser Mitarbeiter an anderen Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen in engem zeitlichen Zusammenhang mit der Erstellung einer Finanzanalyse, sofern die Beteiligung ein ordnungsgemäßes Interessenkonfliktmanagement beeinträchtigen könnte,
7. einer gesonderten Überwachung dieser Mitarbeiter im Hinblick auf ihre Unabhängigkeit und Unvoreingenommenheit,
8. der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der The ACON Group SE oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens,
9. der Gewährleistung, dass Mitarbeiter, die den Inhalt und wahrscheinlichen Zeitplan von Finanzanalysen kennen, die weder veröffentlicht noch für Kunden zugänglich sind, für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter, einschließlich der The ACON Group SE oder eines mit ihr verbundenen Unternehmen, keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten, bevor die Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit für eine Reaktion hatten, es sei denn, die Mitarbeiter handeln in ihrer Eigenschaft als Market Maker nach Treu und Glauben und im üblichen Rahmen oder in Ausführung eines nicht selbst initiierten Kundenauftrags,
10. dem Verbot der Annahme von Zuwendungen durch die The ACON Group SE und ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind, von Personen, die ein wesentliches Interesse am Inhalt der Finanzanalyse haben,
11. dem Verbot, einem Emittenten für ihn günstige Empfehlungen zu versprechen,
12. dem Verbot, Entwürfe für Finanzanalysen, die bereits eine Empfehlung oder einen Zielpreis enthalten, vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung Dritten, die nicht an der Erstellung der Analyse beteiligt sind,zugänglich zu machen, soweit dies nicht der Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Anforderungen durch die The ACON Group SE dient.

Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

Mögliche Interessenkonflikte können insbesondere aus den folgenden Umständen und Beziehungen resultieren (§5 FinAnV):

1) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens 3 Prozent des Grundkapitals des Emittenten.

2) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person handeln regelmäßig in Aktien, anderen Wertpapieren oder Derivaten des Emittenten.

3) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person halten an den Aktien des Emittenten eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens drei Prozent des Grundkapitals.

4) Der The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine anderen Interessenkonflikt-Person gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere des Emittenten übernommen hat.

5) Innerhalb der letzten zwölf Monate hat die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person für den Emittenten – ggf. gegen Vergütung – Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.

6) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person sind Marketmaker für Wertpapiere des Emittenten.

7) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person treten für den Emittenten als Makler (Corporate Broker) auf.

8) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person haben sonstige finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, z.B. halten sie unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate an dem Emittenten.

9) Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der The ACON Group SE oder eine entsprechende Personen eines mit ihr verbundenen Unternehmens oder einer anderen Interessenkonflikt-Person ist Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat des Emittenten.

10) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person erwartet bzw. strebt in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dem Emittenten für Dienstleistungen im Investment Banking an.

11) Diese Finanzanalyse ist im Auftrag des Emittenten oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von der The ACON Group SE oder einer anderen Interessenkonflikt-Person erstellt worden.

12) Im Rahmen der Börseneinführung oder eines öffentlichen Angebots von Finanzinstrumenten des Emittenten fungierte die Acon Actienbank AG, als verbundenes Unternehmen der The ACON Group SE, oder eine andere Interessenkonflikt-Person als Lead-Manager, Co-Lead-Manager, Co-Manager, Selling Agent oder Listing-Partner.

Nach Maßgabe der oben aufgeführten nicht abschließenden möglichen Interessenkonflikte legt die The ACON Group SE hiermit die nachstehenden Interessenkonflikte in Bezug auf den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente offen:

Interessenkonflikte	ggf. Erläuterung
(2), (5), (7), (8), (10), (11), (12)	

Wesentliche Informationsquellen

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen sowie veröffentlichten Unterlagen des Emittenten wie Geschäftsberichte, Börsenprospekte, Quartals- und Halbjahresberichte und Pressemitteilungen, ferner vom Emittenten erteilte Auskünfte sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen, in- und ausländische Informationsdienste, Wirtschaftspresse, Ratingagenturen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Bewertungsgrundlage und -methoden

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der The ACON Group SE werden im Rahmen der Unternehmensbewertung gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse, Scoring-Modelle) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. In der DCF-Methode wird der Ertragswert des Unternehmens berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Unternehmens, darstellt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei

gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Anlagehorizont

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, beziehen sich die Anlageurteile der The ACON Group SE auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil:

„BUY“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 20%
„HOLD“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 20%
„SELL“ eine erwartete Wertminderung von über 20%

Haftungserklärung

Diese Studie enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die die Verfasser als zuverlässig erachten. Die Verfasser haben die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernehmen für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Weder die The ACON Group SE noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der Verfasser oder der The ACON Group SE für Schäden gleich welcher Art, seien es indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung derjenigen Verfasser, die diese Studie erstellt haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der The ACON Group SE oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der The ACON Group SE veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Finanzanalysen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen The ACON Group SE sie willentlich zur Verfügung gestellt hat.

Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Mit der Erstellung der Produktinformationen ist die The ACON Group SE insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs sowie eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten,

an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der in dieser Studie behandelten Finanzinstrumente für sie bestehen.

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der The ACON Group SE unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Der Kurschart dieser Finanzanalyse wurde mittels www.tradesignal-online.com erstellt und ist auch als solcher gekennzeichnet.

Abschließende Angaben (§4 Absatz 2 Satz 2 FinAnV)

Dem Emittenten wurde vor der Weitergabe bzw. der Veröffentlichung der Finanzanalyse diese zugänglich gemacht und anschließend geändert.

Die The ACON Group SE stellt sich vor

Neben den Holdingaktivitäten bietet The ACON Group SE eigenständig Finanz- & Unternehmensberatungsdienstleistungen an, die nicht im Sinne des § 1 Abs. 3d KWG reguliert sind.

Dienstleistungen

Das Dienstleistungsspektrum der The ACON Group SE umfasst dabei hauptsächlich Kapitalmarktberatung, Corporate Services sowie Business Development Services. Im Einzelnen gehören dazu:

- Beratung bei der Definition einer Kapitalmarktstrategie
- Entwicklung einer Equity Story
- Partnerselektion & -koordination (Banken, Investoren, WP, etc.)
- IPO-Beratung
- Gesellschaftsgründungen
- Verschmelzungen & Umwandlungen
- Sachkapitalerhöhungen
- Bestellung von Executives
- Organisation von Gesellschaftsversammlungen
- Buchführung
- Marktanalysen
- Analyse der bestehenden Wettbewerbs- und Vertriebsstruktur
- Verfügbarkeit als Manager auf Zeit & als Vertreter der Kunden
- Organbesetzung
- Aufbau von Partnerschaften

Impressum

The ACON Group SE
Heimeranstraße 37
80339 München
Deutschland

HRB München, Nr. 209546
Aktiengesellschaft mit Sitz in München

Internet:	www.theacongroup.com
E-Mail:	info@theacongroup.com
Telefon:	+49 (0)89 244118 - 200
Telefax:	+49 (0)89 244118 - 310

Vorstand: Dr. Michael Hasenstab, Dr. Jürgen Rotter