



ABO Invest AG

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

Jahreszahlen 2016

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

BUY

€ 2,40

49,5%

Low

SCHWACHES WINDJAHR BEEINTRÄCHTIGT JAHRESERGEBNIS

ABO Invest hat am 22. Mai ihren Jahresbericht für 2016 veröffentlicht. Das schwache Windjahr hat Umsatz und Ergebnis wie erwartet beeinträchtigt. Trotz des um 5% J/J rückläufigen Umsatzes hat das Unternehmen das Vorsteuerergebnis dank deutlich geringerer Zinsaufwendungen um €1,0 Mio. auf €-2,3 Mio. verbessert. Für 2017 prognostiziert ABO Invest für das Bestandsportfolio ein Vorsteuerergebnis von €1,5 Mio. – durchschnittliche Windverhältnisse vorausgesetzt. Wir haben unsere Schätzungen leicht angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schwaches Windjahr beeinträchtigt Umsatz und Ertrag ABO Invest erzielte einen Umsatz von €27,7 Mio. (FBe: €28,0 Mio., 2015: €29,2 Mio., -5% J/J). Der Umsatzrückgang ist auf eine windbedingt um 5% niedrigere Stromproduktion (anteilig 303 GWh versus 318 GWh in 2015) zurückzuführen. Das EBITDA belief sich auf €20,6 Mio. (FBe: €20,6 Mio., 2015: €21,8 Mio.). Die EBITDA-Marge ging leicht von 74,8% auf 74,6% zurück. Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA belief sich auf €20,3 Mio. nach €21,7 Mio. in 2015. Die bereinigte EBITDA-Marge betrug damit 73,4% (2015: 74,3%). Das EBIT lag bei €4,5 Mio. (FBe: €4,3 Mio., 2015: €4,8 Mio., -7% J/J). Das Vorsteuerergebnis verbesserte sich dank geringerer Zinsaufwendungen von €-3,3 Mio. auf €-2,3 Mio. (FBe: €-2,4 Mio.). Höher als erwartete Steuern führten zu einem Nettoverlust von €-3,1 Mio. (FBe: €-2,4 Mio., 2015: €-4,0 Mio., vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

Guidance: positives Vorsteuerergebnis Im Falle eines durchschnittlichen Windjahres geht ABO Invest für das Bestandsportfolio von einer Stromproduktion von ca. 330 GWh, einem Umsatz von ca. €30 Mio., einem EBITDA von rund €22 Mio. und einem Vorsteuerergebnis in Höhe von knapp €1,5 Mio. aus. Eine höhere Stromproduktion und damit ein höherer Konzernumsatz könnten sich durch den Erwerb neuer Windparks im 2. Halbjahr 2017 ergeben, sofern ein Netzanschluss noch im letzten Quartal 2017 gelingt. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	18,40	29,16	27,69	30,65	34,52	37,35
Jährliches Wachstum	16,7%	58,5%	-5,1%	10,7%	12,6%	8,2%
EBIT (€ Mio.)	3,65	4,81	4,46	6,78	8,01	8,34
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	16,1%	22,1%	23,2%	22,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,86	-3,95	-3,08	-0,16	0,84	0,96
EPS (verwässert) (€)	-0,13	-0,10	-0,07	0,00	0,02	0,02
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
FCF (€ Mio.)	-27,37	10,82	19,40	-8,81	-1,40	2,61
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	387,8%	342,9%	293,7%	257,5%
Liquide Mittel (€ Mio.)	7,77	11,36	9,12	10,20	19,15	30,32

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

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

HANDELSDATEN

Stand: 1. Jun 2017

Schlusskurs	€ 1,61
Aktien im Umlauf	47,50 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 76,24 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,45 / 1,61
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	36.232

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	n.a.	n.a.	97,4
EV/Sales	7,7	7,0	6,2
EV/EBIT	47,9	31,4	26,6
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2016

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

AKTIONÄRSSTRUKTUR

ABO Wind AG	10,0%
Free Float	90,0%

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2016A	2016E	Delta	2015	Delta
Umsatz	27,68	27,99	-1,1%	29,16	-5,1%
EBIT	4,46	4,31	3,5%	4,81	-7,3%
Marge	16,1%	15,4%		16,5%	
Jahresübers.	-3,08	-2,40	-	-3,95	-
Marge	-11,1%	-8,6%		-13,5%	
EPS (verwässert)	-0,07	-0,05	-	-0,10	-

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanz deutlich gestärkt ABO Invest hat ihre Finanzverbindlichkeiten deutlich von €172 Mio. auf €147 Mio. zurückgeführt. Wesentliche Treiber waren der Tilgungsfortschritt bei den Projektfinanzierungen (€11,0 Mio.) und Schuldenreduktion aufgrund des Verkaufs des französischen Windparks Clamecy (FBe: €12,8 Mio.). Bei einem verringerten Kassenbestand von €9,1 Mio. (2015: €11,4 Mio.) ergibt dies eine Nettoverschuldung von €138 Mio. nach €161 Mio. in 2015. Der Nettoverschuldungsgrad (Nettoverschuldung / Eigenkapital) sank von 436% auf 388%. Auch das hochverzinsliche Mezzanine Kapital hat ABO Invest nach dem erfolgreichen Rückkauf einer Genussscheintranche deutlich von €12,8 Mio. auf €5,0 Mio. zurückgeführt. Das Eigenkapital (nach Minderheiten) sank auf €35,5 Mio. nach €37,3 Mio. in 2015. Aufgrund der deutlich verkürzten Bilanz (€194 Mio. nach €233 Mio. in 2015) stieg die Eigenkapitalquote von 15,9% auf 18,4% (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Bilanz – ausgewählte Positionen

in € Mio.	2015A	2016A	Delta
Immaterielle Vermögenswerte	10,06	10,14	1%
Sachanlagen	200,86	170,32	-15%
Anlagevermögen insgesamt	211,25	180,77	-14%
Liquide Mittel	11,36	9,12	-20%
Vorräte	0,36	0,29	-19%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	5,28	2,48	-53%
Umlaufvermögen insgesamt	21,39	13,04	-39%
Eigenkapital (vor Minderheiten)	36,98	35,65	-4%
Eigenkapitalquote	15,9%	18,4%	-
Mezzanine Kapital	12,84	4,95	-61%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	1,49	1,73	16%
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	158,64	135,98	-14%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	13,85	11,39	-18%
Nettoverschuldung	161,13	138,25	-14%
Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)	435,7%	387,8%	-
Bilanzsumme	232,64	193,81	-17%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Auf der Aktivseite gab es drei wesentliche Veränderungen. Die Position „Technische Anlagen und Maschinen“ – hier sind die Windparks enthalten – sank von €200 Mio. auf €170 Mio. Neben den üblichen Abschreibungen (€15,4 Mio.) reduzierte der Verkauf von Clamecy die Sachwerte um (€16,7 Mio.). Die Forderungen aus Lieferungen & Leistungen sanken von €5,3 Mio. auf €2,5 Mio. und sind im Wesentlichen ein Spiegel der relativ schwachen Stromproduktion im Dezember 2016. Die „Sonstigen Vermögensgegenstände“ gingen von €3,7 Mio. auf €0,7 Mio. zurück. Im Vorjahr enthielt diese Position noch Reservierungszahlungen in Höhe von €3,5 Mio.

Hoher positiver freier Cashflow Der operative Cashflow belief sich auf €19,8 Mio. Aufgrund der Nichterweiterung des Portfolios in 2016 lagen die Investitionen in Sachanlagen bei lediglich €0,4 Mio. Somit ergab sich ein hoher freier Cashflow von €19,4 Mio. (vgl. Abbildung 3). Der Cashflow aus Investitionstätigkeit war durch den Verkauf von Clamecy und die weitgehende Rückerstattung der Reservierungszahlung aus dem Vorjahr mit €3,8 Mio. positiv. ABO Invest hat den freien Cashflow genutzt, um die Finanzverbindlichkeiten zurückzuführen. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit betrug €-25,3 Mio., davon entfielen €22,8 Mio. auf Tilgung. Der Nettocashflow lag bei €-1,7 Mio.

Abbildung 3: Kapitalflussrechnung – ausgewählte Positionen

in € Mio.	2015A	2016A
Operativer Cashflow	22,36	19,82
CAPEX	-11,54	-0,42
Freier Cashflow	10,82	19,40
Cashflow Investitionstätigkeit	-15,37	3,76
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-3,93	-25,29
Netto-Cashflow	3,06	-1,71

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Stromproduktion blieb 10% unter ursprünglichen Erwartungen ABO Invest hatte für 2016 eine anteilige Stromproduktion von 338 GWh prognostiziert. Aufgrund der europaweit schwachen Windverhältnisse blieb die tatsächliche anteilige Produktion mit 303 GWh 10% hinter der Prognose zurück. Dafür war insbesondere die Stromproduktion in den deutschen Windparks, die um 15% unter der Prognose lag, verantwortlich. Während das ABO Invest-Portfolio im 1. Halbjahr mit rund -3% (H1/15: -0,2%) hinter den Erwartungen zurückblieb, verfehlte es im 2. Halbjahr die Prognose um rund -19% (H2/15: +1,5%).

Abbildung 4: Stromproduktion, Umsatz und Ergebnisbeitrag in 2016, disaggregiert

Windpark/ Biogasanlage	Produktion (MWh)	Umsatz (€ tsd.)	Umsatz in €/MWh	Ergebnisbeitrag nach Steuern (€ tsd.)
Deutschland				
Broich	4.032	342	85	-102
Düngenheim	6.775	676	100	-134
Framersheim II	6.150	615	100	-65
Losheim	5.218	442	85	5
Repperndorf	9.747	973	100	-208
Samswegen ¹⁾	5.742	1.445	252	-287
Weilrod	40.514	3.557	88	-543
Wennerstorf ²⁾	2.342	240	102	-37
Frankreich				
Clamecy ³⁾	12.370	1.066	86	132
Couffé	18.691	1.601	86	-156
Cuq	18.972	1.777	94	-518
Escamps	8.282	711	86	-110
St. Nicolas des Biefs	36.672	3.136	86	-259
Souilly La Gargasse	16.360	1.434	88	-123
Irland				
Glenough	104.278	8.125	78	-181
Finnland				
Haapajärvi	19.274	1.544	80	172
Summe	315.419	27.684	88	-2.414

1) Umsatz inkl. Wärmeerlöse

2) seit Juni 2016

3) Verkauf 1.6.2016

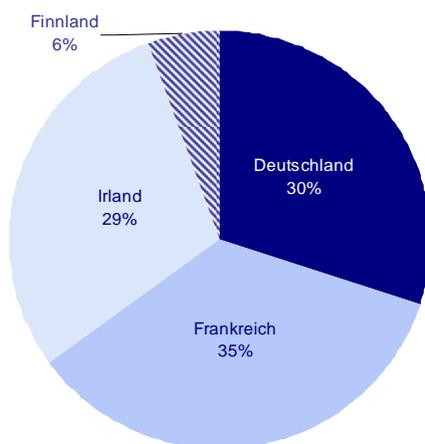
Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Die für die Umsatzermittlung relevante gesamte Stromproduktion betrug 315 GWh und generierte einen Umsatz in Höhe von 27,7 Mio. (siehe Abbildung 4 auf der vorherigen Seite), was unserer Schätzung (FBe: €27,9 Mio.) entsprach.

Zinsaufwand deutlich gesenkt In Nachverhandlungen mit der Umweltbank war es ABO Invest bereits 2015 gelungen, eine Verbesserung der Finanzierungsstruktur zu vereinbaren. Das Unternehmen löste in 2016 die Genussscheintranche II mit einem Volumen von €7,8 Mio. und einem Zins von 6,7% p.a., die eigentlich eine Laufzeit bis Ende 2023 hatte, vorzeitig ab. Der vorzeitige Rückkauf spart nunmehr jährlich rund €0,5 Mio. an Zinsen. Außerdem hat ABO Invest bis Ende 2016 für €249 tsd. Genussscheine der Tranche I, die mit 6,45% verzinst werden, zurückgekauft. Bereits seit Ende 2015 gelten zudem günstigere Zinsen für die Finanzierung des Windparks Glenough in Irland. Insgesamt hat ABO Invest ihren Zinsaufwand in 2016 auf Konzernebene um ca. €1,3 Mio. auf €6,8 Mio. gesenkt.

Regional gut diversifiziertes Portfolio Die regionale Umsatzverteilung zeigt, dass die Länder Frankreich, Deutschland und Irland in ähnlichen Größenordnungen zum Gesamtumsatz beitragen. Der finnische Windpark trug zum ersten Mal ganzjährig zum Umsatz bei und erhöhte seinen Anteil so auf 6% (siehe Abbildung 5). Insgesamt hat sich die regionale Risikodiversifikation damit noch einmal verbessert.

Abbildung 5: Regionale Umsatzverteilung in 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Keine Portfolioerweiterung in 2016 Im Jahr 2016 blieb die Kapazität des Portfolios nahezu konstant bei ca. 130 MW. ABO Invest erwarb 97% der Anteile am bereits 2003 errichteten Windpark Wennerstorf (4 Anlagen des Typs AN Bonus à 1,3 MW) bei Hamburg. Gleichzeitig trennte sich das Unternehmen vom französischen Windpark Clamecy (anteilige Leistung: 8,0 Megawatt), der deutlich unter den Erwartungen geblieben war, und erhielt einen Verkaufserlös von €2,4 Mio. Der stockende Ausbau des Portfolios ist wesentlich der angespannten Marktlage geschuldet. Die weiter andauernde Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank führt zu sehr geringen Anleiherenditen und macht Windparks auch für viele institutionelle Anleger als Anlagealternative attraktiv. Dies führt zu steigenden Preisen für Windparks und zu entsprechend geringeren internen Renditen. Diese Entwicklung erschwert es ABO Invest, Windparks zu akquirieren, die den eigenen Mindestrenditeanspruch erfüllen.

Anpassung der Windtragsschätzungen Nach der Inbetriebnahme des Windparks Glenough wurden in der Region Tipperary in Irland zahlreiche weitere Windkraftanlagen hinzugebaut, die die Leistung des Windparks zunehmend durch Abschattungen



beeinträchtigen. Im Einklang mit der neuen Prognose des Unternehmens senken wir unsere Schätzung der Stromproduktion des Windparks für 2017E (und die Folgejahre) von 113,4 GWh auf 108,7 GWh.

Da der Hersteller des finnischen Windparks Haapajärvi nach einem Jahr Betriebslaufzeit für die beiden Anlagen nunmehr eine technische Verfügbarkeit von 95% (bisher: 93%) garantiert, erhöhen wir die Prognose der Stromproduktion für das Jahr 2017E (und die Folgejahre) auf 22,1 GWh (bisher: 21,7 GWh).

Erfolgreiche Kapitalerhöhung im Februar – weitere Kapitalerhöhung für Windparkkauf geplant ABO Invest hat im Februar 3 Mio. Aktien zu einem Bezugspreis von €1,57 pro Aktie ausgegeben und dadurch zusätzliche liquide Mittel in Höhe von brutto €4,7 Mio. eingeworben. Die Mittel dienen als Reservierungszahlung für den im 2. Halbjahr geplanten Kauf des finnischen Windparks Haapajärvi II. An dem finnischen Standort betreibt ABO Invest bereits zwei Windkraftanlagen. Weitere sieben Anlagen sind dort aktuell im Bau und sollen bis Herbst ans Netz gehen. Haapajärvi II hat eine Leistung von 23,1 MW und würde das Portfolio sehr gut ergänzen, da die Erweiterung der Windkraftnutzung an diesem Standort erhebliche Synergieeffekte brächte. So kann ABO Invest mit einer gemeinsamen Projektfinanzierung für beide Bauabschnitte eine Eigenkapitalrendite deutlich über dem aktuellen Marktniveau erreichen.

Laut Tagesordnung für die Hauptversammlung am 29. Juni schlagen Vorstand und Aufsichtsrat eine Barkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts durch Ausgabe von 4,5 Mio. Aktien zu einem Preis von mindestens €1,62 pro Aktie (und höchstens €0,01 unter dem zum Zeitpunkt der Zeichnung aktuellen Börsenkurs) vor. Als Zeichnungsfrist ist der Zeitraum von Anfang August 2017 bis Ende Januar 2018 vorgesehen. Wenn die Kapitalerhöhung und der Parkkauf erfolgreich umgesetzt sind, werden wir beides in unserem Modell berücksichtigen.

Schätzungen leicht angepasst Wir haben unsere Schätzungen leicht angepasst. Aufgrund der geänderten Ertragsprognosen für Haapajärvi und Glenough ergibt die Gesamtertragsprognose unter der Annahme durchschnittlicher Windverhältnisse einen Umsatz für das Bestandsportfolio von €30,1 Mio. (siehe Abbildung 6).

Abbildung 6: Umsatzschätzung Bestandsportfolio für 2017

Windpark/ Biogasanlage	Beteiligungs- quote	Kapazität in MW	Prognose MWh p.a.	MWh/MW	Vergütung pro MWh (€)	Ertragsprognose 2017 (€ tsd.)
Deutschland						
Broich	100,0%	2,4	4.520	1.883	85,4	386
Düngenheim	100,0%	4,0	7.595	1.899	100,9	766
Framersheim II	100,0%	3,4	7.786	2.290	101,8	793
Losheim	100,0%	4,5	6.073	1.350	97,9	594
Repperndorf	100,0%	6,0	10.923	1.821	101,1	1.104
Samswegen	100,0%	0,8	6.230	7.788	239,3	1.491
Weilrod	80,0%	16,8	49.520	2.948	87,8	4.348
Wennerstorf	96,8%	5,2	6.768	1.302	91,6	620
Frankreich						
Couffé	100,0%	10,0	20.760	2.076	85,9	1.783
Cuq	100,0%	12,0	18.813	1.568	94,0	1.767
Escamps	100,0%	4,1	9.710	2.368	86,1	836
St. Nicolas des Biefs	100,0%	14,0	42.070	3.005	85,8	3.608
Souilly La Gargasse	100,0%	8,0	18.901	2.363	87,9	1.662
Irland						
Glenough	100,0%	32,5	102.800	3.163	78,3	8.048
Glenough 14	100,0%	2,5	5.900	2.360	78,3	462
Finnland						
Haapajärvi	100,0%	6,6	22.070	3.344	83,5	1.843
Summe		132,8	340.439			30.112
Summe anteilig		129,3	330.318			

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG



Aufgrund der im bisherigen Jahresverlauf unterdurchschnittlichen Windverhältnisse nehmen wir für unsere Umsatzschätzung für das laufende Jahr einen Abschlag von 3% vor und prognostizieren für das Bestandsportfolio einen Umsatz von €29,2 Mio. Bezüglich des Zubaus halten wir vorläufig an den Annahmen aus unserer Studie vom 10.2.2017 fest (+15 MW ab Jahresmitte) und unterstellen für 2017 einen Umsatz aus den neu ins Portfolio aufgenommenen Kapazitäten von €1,4 Mio., aber auch höhere Abschreibungen und laufende betriebliche Kosten. Sobald der Kauf von Haapajärvi II vollzogen ist, werden wir unsere Schätzungen anpassen. Insgesamt ergibt sich für 2017E ein geschätzter Umsatz von €30,6 Mio. (€29,2 Mio. aus dem Bestandsportfolio + €1,4 Mio. aus neuen Windkraftkapazitäten). Dies entspricht einem zweistelligen Wachstum gegenüber dem windschwachen Vorjahr (+10,7%), aber einer Absenkung von knapp 4% im Vergleich zu unserer bisherigen Schätzung (vgl. Abbildung 7). Beim Nettoergebnis ergibt sich ein Wert nahe des Break-even und damit eine signifikante Verbesserung gegenüber dem Vorjahreswert von €-3,1 Mio.

Abbildung 7: Anpassung unserer Prognosen

Alle Zahlen in €Mio.	2017E			2018E			2019E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	31,88	30,65	-3,9%	34,85	34,52	-0,9%	37,68	37,35	-0,9%
EBIT	6,79	6,78	-0,1%	7,51	8,01	6,7%	8,18	8,34	1,9%
Marge	21,3%	22,1%		21,5%	23,2%		21,7%	22,3%	
Jahresübers.	0,54	-0,16	-	0,90	0,84	-6,2%	1,15	0,96	-16,7%
Marge	1,7%	-0,5%		2,6%	2,4%		3,0%	2,6%	
EPS (verwässert) in €	0,01	0,00	-	0,02	0,02	-6,2%	0,02	0,02	-16,7%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Bei einem Kurspotenzial von ca. 50% bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	30.649	34.524	37.353	40.585	44.219	47.753	51.251	54.439
NOPLAT	5.954	7.180	7.509	8.293	9.686	10.383	11.331	12.099
+ Abschreibungen	16.529	18.401	20.412	22.148	23.549	25.570	27.315	29.003
= Operativer Cashflow (netto)	22.484	25.582	27.921	30.441	33.235	35.953	38.647	41.102
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-31.298	-26.982	-25.309	-32.885	-31.989	-31.030	-30.106	-29.180
Capex	-28.500	-26.790	-25.183	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834
Working Capital	-2.798	-192	-126	-315	-397	-385	-381	-346
= Freier Cashflow (FCF)	-8.814	-1.401	2.612	-2.444	1.246	4.924	8.541	11.922
GW der FCFs	-8.610	-1.314	2.354	-2.115	1.036	3.930	6.547	8.777

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2031E)	66.133
GWs der FCFs in der Terminalperiode	187.150
Unternehmenswert (EV)	253.282
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-83.613
+ Investitionen / Anteile Dritter	-184
Shareholder Value	169.485
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	71.985
Fairer Wert je Aktie (in €)	2,40

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

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	2,6%	3,09	3,53	4,11	4,90	6,08	7,98	11,57
	3,1%	2,51	2,83	3,24	3,78	4,53	5,63	7,41
	3,6%	2,05	2,29	2,59	2,97	3,48	4,18	5,21
	4,1%	1,67	1,85	2,08	2,36	2,72	3,19	3,85
	4,6%	1,35	1,50	1,67	1,89	2,15	2,49	2,93
	5,1%	1,09	1,20	1,34	1,50	1,70	1,95	2,27
	5,6%	0,86	0,96	1,07	1,19	1,35	1,53	1,77

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Umsatz	18.399	29.158	27.685	30.649	34.524	37.353
Herstellungskosten	-394	-441	-418	-460	-449	-486
Bruttogewinn	18.793	29.599	28.103	31.109	34.973	37.839
Personalkosten	-60	-60	-219	-240	-310	-336
Sonstige betriebliche Erträge	4.347	698	594	736	829	896
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.156	-7.538	-7.001	-7.371	-8.182	-8.677
EBITDA	14.137	21.816	20.641	23.314	26.412	28.751
Abschreibungen & Amortisation	-10.490	-17.011	-16.183	-16.529	-18.401	-20.412
EBIT	3.647	4.805	4.458	6.784	8.010	8.339
Nettofinanzergebnis	-7.083	-8.151	-6.787	-6.211	-6.439	-6.627
EBT	-3.435	-3.345	-2.329	573	1.572	1.712
Steuern	-641	-825	-819	-830	-830	-830
Minderheitsbeteiligungen	214	218	68	100	100	75
Nettogewinn/ -verlust	-3.862	-3.952	-3.081	-157	842	957
EPS (verwässert)	-0,13	-0,10	-0,07	0,00	0,02	0,02

Kennzahlen

Bruttomarge	97,9%	98,5%	98,5%	98,5%	98,7%	98,7%
EBITDA-Marge	76,8%	74,8%	74,6%	76,1%	76,5%	77,0%
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	16,1%	22,1%	23,2%	22,3%
Nettomarge	-21,0%	-13,6%	-11,1%	-0,5%	2,4%	2,6%
Steuersatz	-18,7%	-24,7%	-35,2%	144,8%	52,8%	48,5%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,3%	0,2%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%
Abschreibungen & Amortisation	57,0%	58,3%	58,5%	53,9%	53,3%	54,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	44,3%	25,9%	25,3%	24,1%	23,7%	23,2%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	58,5%	-5,1%	10,7%	12,6%	8,2%
Operatives Ergebnis	n.a.	31,7%	-7,2%	52,2%	18,1%	4,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	13,7%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	25.906	21.386	13.045	16.707	25.814	37.228
Liquide Mittel	7.766	11.360	9.117	10.201	19.152	30.319
Kurzfristige Investitionen	1	9	1	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.011	5.283	2.482	5.038	5.202	5.424
Vorräte	246	363	293	315	307	333
Sonstige Forderungen	13.883	4.372	1.152	1.152	1.152	1.152
Anlagevermögen, gesamt	179.984	211.252	180.770	192.740	201.129	205.900
Sachanlagen	168.886	200.861	170.323	182.983	192.024	197.428
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.744	10.059	10.137	9.447	8.795	8.162
Finanzanlagen	354	332	310	310	310	310
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Aktiva	205.890	232.638	193.815	209.447	226.943	243.128
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	21.482	20.563	15.522	11.911	11.875	13.092
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.078	13.848	11.391	8.000	8.000	8.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.218	1.494	1.731	1.511	1.476	1.596
Rückstellungen (kurzfristig)	2.052	2.546	1.668	1.668	1.668	1.668
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.134	2.676	732	732	732	1.828
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	151.116	174.803	142.828	155.203	165.296	174.183
Zinstragende Verbindlichkeiten	136.628	158.644	135.980	148.355	158.448	167.335
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.488	16.159	6.848	6.848	6.848	6.848
Mezzanine Kapital	13.000	12.842	4.952	4.952	4.952	4.952
Anteile Dritter	507	289	-184	-284	-384	-459
Eigenkapital	32.785	36.982	35.649	42.617	50.156	56.312
Gezeichnetes Kapital	37.500	43.250	44.500	49.038	53.049	56.566
Kapitalrücklage	7.601	10.001	10.601	13.188	15.875	18.653
Gewinnrücklagen	-12.316	-16.269	-19.452	-19.609	-18.767	-18.906
Passiva	205.890	232.638	193.815	209.447	226.943	243.128
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,21	1,04	0,84	1,40	2,17	2,84
Quick ratio (x)	1,19	1,02	0,82	1,38	2,15	2,82
Nettoverbindlichkeiten	139.938	161.122	138.253	146.153	147.296	145.015
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	387,8%	342,9%	293,7%	257,5%
Eigenkapitalquote	15,9%	15,9%	18,4%	20,3%	22,1%	23,2%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	11,4	8,5	7,4	6,9	6,5	6,3
Buchwert je Aktie (in €)	1,07	0,93	0,81	0,91	0,98	1,03
Return on Equity (ROE)	-11,8%	-10,7%	-8,6%	-0,4%	1,7%	1,7%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
EBIT	3.647	4.805	4.458	6.784	8.010	8.339
Abschreibungen	10.490	17.011	16.183	16.529	18.401	20.412
EBITDA	14.137	21.816	20.641	23.314	26.412	28.751
Veränderungen Working Capital	-1.451	1.040	1.026	-2.798	-192	-126
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	262	-499	-1.846	-830	-830	-830
Operativer Cashflow	12.948	22.358	19.821	19.686	25.389	27.795
Investitionen in Sachanlagen	-40.321	-11.542	-416	-28.500	-26.790	-25.183
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	-27.373	10.816	19.405	-8.814	-1.401	2.612
Akquisitionen und Verkäufe	-7.464	-329	1.371	0	0	0
Andere Investitionen	-5.539	-3.496	2.809	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-53.324	-15.367	3.764	-28.500	-26.790	-25.183
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	26.572	-12.084	-27.141	2.773	3.654	2.260
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.475	8.150	1.850	7.125	6.698	6.296
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	42.047	-3.934	-25.291	9.898	10.351	8.555
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.671	3.057	-1.706	1.084	8.950	11.168
Cash am Anfang der Periode	6.095	7.766	10.823	9.117	10.201	19.152
Cash zum Ende der Periode	7.766	10.823	9.117	10.201	19.152	30.319
EBITDA je Aktie	0,46	0,55	0,47	0,50	0,52	0,52
Operativer Cashflow je Aktie	0,42	0,56	0,45	0,42	0,50	0,51

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	72,7%	-11,3%	-0,7%	29,0%	9,5%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	79,4%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	n.a.	18,3%	-14,7%	6,9%	3,8%	1,4%

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...0	↓	↓	↓	↓
1	10. Februar 2017	€ 1,56	Buy	€ 2,40
2	Today	€ 1,61	Buy	€ 2,40

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 85 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey

Copyright© 2017 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

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

SELL: erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt,

unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.