



# ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion

Börse Düsseldorf

Bloomberg: ABO GR

ISIN: DE000A1EWXA4

H1-Zahlen

**BEWERTUNG**
**KURSZIEL**

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

**BUY**
**€ 2,40**

47,7%

Low

## SCHWACHE WINDBEDINGUNGEN BELASTEN ERGEBNIS

Die Halbjahreszahlen von ABO Invest lagen angesichts der schwachen Windverhältnisse deutlich unter den Vorjahreswerten, entsprachen aber unseren Erwartungen. Da die Windernte auch im dritten Quartal hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist, senken wir unsere Prognose für das Gesamtjahr und gehen nunmehr von einem Jahresumsatz von €28,9 Mio. und einem Nettoergebnis von €-1,2 Mio. aus. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Schwache Windverhältnisse belasten Umsatz und Ertrag** Weil die Windernte in H1 deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt lag, sank der Umsatz um 16% bzw. €2,5 Mio. J/J auf €13,2 Mio. Da die operativen Kosten weitgehend konstant blieben, ging das EBIT um einen ähnlichen Betrag von €4,0 Mio. auf €1,6 Mio. zurück. ABO Invest hat den Zinsaufwand J/J von €3,7 Mio. auf €3,0 Mio. gesenkt und erzielte ein Nettoergebnis von €-1,9 Mio. nach €-0,1 Mio. in H1/16. Der Gewinn pro Aktie fiel J/J von €0,00 auf €-0,04 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

**Bilanz durch Kapitalerhöhung und Schuldenabbau gestärkt** Das Eigenkapital stieg um fast €3 Mio. auf €38,4 Mio. Die Kapitalerhöhung im Februar von brutto €4,7 Mio. hat den H1-Nettoverlust damit mehr als kompensiert. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 18,3% zum Jahresende 2016 auf 20,1% zum Ende des ersten Halbjahres. Die Finanzverschuldung ging von €147,4 Mio. Ende 2016 auf €142,5 Mio. zurück. Da sich die Barmittel um €1,1 Mio. auf €10,2 Mio. erhöht haben, sank die Netoverschuldung im ersten Halbjahr auf €130,3 Mio. (Ende 2016: €138,3 Mio.). Das Net Gearing fiel von 388% Ende 2016 auf 374%. Der mit Abstand größte Posten auf der Aktivseite bleiben die Sachanlagen, die im Wesentlichen den Buchwert der Windparks wiedergeben. Abschreibungsbedingt sank der Wert von €170,3 Mio. Ende 2016 auf €162,8 Mio. Bei einer Bilanzsumme von €191,3 Mio. betrug die Sachanlagenquote damit 85%. (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	18,40	29,16	27,69	28,93	37,87	40,70
Jährliches Wachstum	16,7%	58,5%	-5,1%	4,5%	30,9%	7,5%
EBIT (€ Mio.)	3,65	4,81	4,46	5,69	8,64	9,06
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	16,1%	19,7%	22,8%	22,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,86	-3,95	-3,08	-1,20	0,89	1,05
EPS (verwässert) (€)	-0,13	-0,10	-0,07	-0,03	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	-40,03	0,59	5,24
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	387,8%	459,0%	383,9%	330,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	7,77	11,36	9,12	8,55	18,91	32,07

### 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: 3. Okt 2017

Schlusskurs	€ 1,63
Aktien im Umlauf	47,50 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 77,19 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,45 / 1,63
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	33.920

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	n.a.	n.a.	90,0
EV/Sales	7,6	7,2	5,5
EV/EBIT	47,0	36,8	24,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2017

Liquide Mittel	€ 10,23 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 17,81 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 9,74 Mio.
Bilanzsumme	€ 191,34 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 15,52 Mio.
Eigenkapital	€ 38,36 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

ABO Wind AG	<7,0%
Free Float	>93,0%

**Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen**

Alle Zahlen in €Mio.	H1-17A	H1-17E	Delta	H1-16	Delta
Umsatz	13,23	13,25	-0,2%	15,69	-15,7%
EBIT	1,68	1,54	9,1%	4,08	-58,9%
Marge	12,7%	11,6%		26,0%	
Jahresübers.	-1,89	-1,97	-	-0,12	-
Marge	-14,3%	-14,8%		-0,8%	
EPS (verwässert) in €	-0,04	-0,04	-	0,00	-

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Deutlich positiver freier Cashflow** Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit belief sich auf €9,3 Mio. Abzüglich der Investitionen in Höhe von €5,0 Mio. ergibt sich ein freier Cashflow von €4,3 Mio. ABO Invest hat den überwiegenden Teil davon zur Reduzierung von Finanzverbindlichkeiten genutzt. Der Mittelabfluss aus Finanztätigkeit betrug €3,2 Mio. Damit ergab sich ein Nettocashflow von €+1,1 Mio.

**Europaweit schwaches Windhalbjahr** Die vergüteten Erträge des Stromportfolios blieben in H1 14% hinter den Erwartungen zurück. Insbesondere die deutschen Windparks produzierten mit -21% unterdurchschnittlich. Auch in Frankreich lagen die Erträge mit -17% deutlich unter den Erwartungen. In Finnland und Irland lagen die Abweichungen mit -9% bzw. -5% im einstelligen Prozentbereich. Anhand der auf der Homepage von ABO Invest veröffentlichten kumulierten Stromproduktionsdaten lässt sich ablesen, dass die Stromproduktion im ersten Halbjahr nur bei ca. 145 Mio. kWh statt bei den prognostizierten ca. 170 Mio. kWh lag. Neben den schwachen Windbedingungen kam es bei zwei Windparks zu unerwarteten Produktionsausfällen. Beim finnischen Windpark Haapajärvi stand eine Turbine aufgrund eines Rotorschadens längere Zeit still. Dies führte zu einem Minderertrag von ca. 900.000 kWh. Der Hersteller hat den Schaden inzwischen im Rahmen der Gewährleistung repariert. Der irische Windpark Glenough musste aufgrund von Netzbauarbeiten eine dreiwöchige Netzabschaltung hinnehmen. Für die entgangenen knapp 4,9 Mio. kWh zahlte der Netzbetreiber eine Kompensation in Höhe des Marktpreises (rund 4,1 €/kWh). Insgesamt blieb die technische Verfügbarkeit der Anlagen mit durchschnittlich 98% im ersten Halbjahr auf hohem Niveau.

**Kauf von Haapajärvi II kurz vor Vollzug** Der Kauf des finnischen Windparks Haapajärvi II sollte noch im Oktober vollzogen werden, wenn die Projektfinanzierung abgeschlossen ist. Der Windpark hat eine Kapazität von 23,1 MW und ein Investitionsvolumen von ca. €58 Mio. Er wird nach Glenough der zweitgrößte Windpark in ABO Invest's Portfolio sein und die regionale Diversifikation weiter verbessern. ABO Invest muss über die bereits geleistete Reservierungszahlung von €5 Mio. praktisch kein weiteres Eigenkapital bereitstellen, da der benachbarte Windpark Haapajärvi I (6,6 MW), der ausschließlich aus Eigenmitteln finanziert wurde, als Sicherheit in die Projektfinanzierung eingebracht werden konnte. Der Eigenkapitalanteil für beide Projekte liegt damit insgesamt bei etwas mehr als 20%. Da die ersten Anlagen bereits in Betrieb sind, halten wir an unserer Annahme fest, dass der Windpark im November und Dezember bei durchschnittlichen Windverhältnissen ca. 14 Mio. kWh ins Netz einspeist. Dies würde in 2017E zu einem Umsatzbeitrag von ca. €1,2 Mio. führen.

**Weitere Windparkkäufe geplant** Mit Haapajärvi II erweitert ABO Invest ihr Portfolio auf 152 MW. Wir gehen weiterhin davon aus, dass das Unternehmen sein Portfolio bis Ende 2025 auf ca. 300 MW ausbauen und die Kapazität damit verdoppeln wird. Die Grundlagen für den nächsten Wachstumsschritt hat ABO Invest bereits auf der letzten Hauptversammlung gelegt, die eine Barkapitalerhöhung um bis zu 4,5 Mio. Aktien mit einem Mindestbezugspreis von €1,62 pro Aktie beschlossen hat. Bei erfolgreicher Durchführung



der Kapitalerhöhung stehen fast €7,3 Mio. an Eigenkapital bereit, um weitere Windparks zu akquirieren. Unter der Annahme, dass das Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis der Investition bei ca. 20/80 liegt, hätte ABO Invest damit ca. €36,5 Mio. an Finanzierungsmitteln zur Verfügung. Unterstellt man einen Kaufpreis von ca. €2 Mio./MW, könnte das Unternehmen einen Windpark mit einer Kapazität von bis zu ca. 18 MW erwerben. ABO Invest plant, kurzfristig in einer ersten Tranche 1,5 Mio. Aktien zu einem Ausgabepreis von €1,64 pro Aktie auszugeben und der ABO Wind AG zur Zeichnung anzubieten. Letztere hat bereits ihr Interesse signalisiert. Die Kapitalmaßnahme brächte ABO Invest einen Mittelzufluss von knapp €2,5 Mio. Eine konkrete Kaufentscheidung hat ABO Invest bisher noch nicht bekannt gegeben. Wir haben in unserem Modell für 2018 einen Kapazitätzuwachs von 15 MW unterstellt. Das Zeitfenster für die Kapitalerhöhung schließt sich Ende Januar 2018.

**Prognose für 2017 angepasst** Da nach den unterdurchschnittlichen Stromerträgen des ersten Halbjahres auch das dritte Quartal hinter der Prognose zurückgeblieben ist, senken wir unsere Prognose für das Gesamtjahr und gehen nunmehr von einem Umsatz von €28,9 Mio. aus (bisher: €30,4 Mio.). Statt eines annähernd ausgeglichenen Nettoergebnisses unterstellen wir jetzt einen Nettoverlust von €1,2 Mio. (vgl. Abbildung 2).

#### Abbildung 2: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2017E			2018E			2019E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	30,38	28,93	-4,8%	37,87	37,87	0,0%	40,70	40,70	0,0%
EBIT	6,80	5,69	-16,3%	8,64	8,64	0,0%	9,06	9,06	0,0%
Marge	22,4%	19,7%		22,8%	22,8%		22,3%	22,3%	
Jahresübers.	-0,09	-1,20	-	0,89	0,89	0,0%	1,05	1,05	0,0%
Marge	-0,3%	-4,2%		2,4%	2,4%		2,6%	2,6%	
EPS (verwässert) in €	0,00	-0,03	-	0,02	0,02	0,0%	0,02	0,02	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Kaufempfehlung bei unverändertem Kursziel bekräftigt** Ein aktualisiertes DCF-Modell führt weiterhin zu einem Kursziel von €2,40. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

Unser Bewertungsmodell beruht auf der Annahme, dass ABO Invest ihr Grünstromportfolio bis Ende 2025E auf ca. 300 MW erweitert und dazu regelmäßig Kapitalerhöhungen durchführt, die die Aktienanzahl sukzessive von gegenwärtig 47,5 Mio. auf über 75 Mio. steigen lässt. Die verwässerte Aktienanzahl errechnet sich aus der gegenwärtigen Aktienanzahl und den auf den Gegenwartswert abdiskontierten zusätzlichen Aktien und beläuft sich auf 70,9 Mio. Der Barwert der aus den Kapitalerhöhungen zufließenden Eigenmittel ist in die Berechnung der Nettoverschuldung eingeflossen.

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	28.935	37.874	40.704	43.935	47.570	51.103	54.601	57.789
NOPLAT	4.859	7.812	8.232	8.885	10.508	11.313	12.364	12.716
+ Abschreibungen	16.308	20.362	22.298	24.139	25.311	27.225	28.869	30.973
= Operativer Cashflow (netto)	21.166	28.175	30.530	33.024	35.819	38.538	41.232	43.689
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-61.193	-27.589	-25.290	-32.914	-31.991	-31.032	-30.108	-29.182
Capex	-58.610	-26.790	-25.183	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834
Working Capital	-2.583	-799	-108	-344	-399	-387	-383	-348
= Freier Cashflow (FCF)	-40.027	586	5.240	110	3.828	7.506	11.124	14.507
GW der FCFs	-39.633	557	4.786	97	3.224	6.073	8.644	10.825

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2031E)	55.735
GWs der FCFs in der Terminalperiode	198.505
Unternehmenswert (EV)	254.240
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-85.214
+ Investitionen / Anteile Dritter	-184
Shareholder Value	168.842
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	70.866
Fairer Wert je Aktie (in €)	2,40

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
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							

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>18.399</b>	<b>29.158</b>	<b>27.685</b>	<b>28.935</b>	<b>37.874</b>	<b>40.704</b>
Herstellungskosten	-394	-441	-418	-434	-492	-529
<b>Bruttogewinn</b>	<b>18.793</b>	<b>29.599</b>	<b>28.103</b>	<b>29.369</b>	<b>38.367</b>	<b>41.233</b>
Personalkosten	-60	-60	-219	-240	-310	-336
Sonstige betriebliche Erträge	4.347	698	594	694	909	977
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.156	-7.538	-7.001	-6.959	-8.976	-9.455
<b>EBITDA</b>	<b>14.137</b>	<b>21.816</b>	<b>20.641</b>	<b>21.996</b>	<b>29.005</b>	<b>31.360</b>
Abschreibungen & Amortisation	-10.490	-17.011	-16.183	-16.308	-20.362	-22.298
<b>EBIT</b>	<b>3.647</b>	<b>4.805</b>	<b>4.458</b>	<b>5.689</b>	<b>8.642</b>	<b>9.062</b>
Nettofinanzergebnis	-7.083	-8.151	-6.787	-6.162	-7.018	-7.261
<b>EBT</b>	<b>-3.435</b>	<b>-3.345</b>	<b>-2.329</b>	<b>-473</b>	<b>1.624</b>	<b>1.801</b>
Steuern	-641	-825	-819	-830	-830	-830
Minderheitsbeteiligungen	214	218	68	100	100	75
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-3.862</b>	<b>-3.952</b>	<b>-3.081</b>	<b>-1.203</b>	<b>894</b>	<b>1.046</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	97,9%	98,5%	98,5%	98,5%	98,7%	98,7%
EBITDA-Marge	76,8%	74,8%	74,6%	76,0%	76,6%	77,0%
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	16,1%	19,7%	22,8%	22,3%
Nettomarge	-21,0%	-13,6%	-11,1%	-4,2%	2,4%	2,6%
Steuersatz	-18,7%	-24,7%	-35,2%	-175,5%	51,1%	46,1%

### Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,3%	0,2%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Abschreibungen & Amortisation	57,0%	58,3%	58,5%	56,4%	53,8%	54,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	44,3%	25,9%	25,3%	24,1%	23,7%	23,2%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	58,5%	-5,1%	4,5%	30,9%	7,5%
Operatives Ergebnis	n.a.	31,7%	-7,2%	27,6%	51,9%	4,9%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	17,0%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>25.906</b>	<b>21.386</b>	<b>13.045</b>	<b>14.755</b>	<b>26.103</b>	<b>39.493</b>
Liquide Mittel	7.766	11.360	9.117	8.548	18.906	32.068
Kurzfristige Investitionen	1	9	1	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.011	5.283	2.482	4.756	5.707	5.910
Vorräte	246	363	293	297	337	362
Sonstige Forderungen	13.883	4.372	1.152	1.152	1.152	1.152
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>179.984</b>	<b>211.252</b>	<b>180.770</b>	<b>223.072</b>	<b>229.500</b>	<b>232.384</b>
Sachanlagen	168.886	200.861	170.323	213.315	220.394	223.912
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.744	10.059	10.137	9.447	8.795	8.162
Finanzanlagen	354	332	310	310	310	310
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>205.890</b>	<b>232.638</b>	<b>193.815</b>	<b>237.827</b>	<b>255.603</b>	<b>271.878</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>21.482</b>	<b>20.563</b>	<b>15.522</b>	<b>11.827</b>	<b>12.019</b>	<b>13.205</b>
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	1.427	1.619	1.740
Rückstellungen (kurzfristig)	2.052	2.546	1.668	1.668	1.668	1.668
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.134	2.676	732	732	732	1.797
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>151.116</b>	<b>174.803</b>	<b>142.828</b>	<b>187.128</b>	<b>197.221</b>	<b>206.108</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	136.628	158.644	135.980	180.280	190.373	199.260
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.488	16.159	6.848	6.848	6.848	6.848
<b>Mezzanine Kapital</b>	<b>13.000</b>	<b>12.842</b>	<b>4.952</b>	<b>4.952</b>	<b>4.952</b>	<b>4.952</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>507</b>	<b>289</b>	<b>-184</b>	<b>-284</b>	<b>-384</b>	<b>-459</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>32.785</b>	<b>36.982</b>	<b>35.649</b>	<b>39.156</b>	<b>46.748</b>	<b>53.024</b>
Gezeichnetes Kapital	37.500	43.250	44.500	47.500	51.510	55.028
Kapitalrücklage	7.601	10.001	10.601	12.311	14.998	17.776
Gewinnrücklagen	-12.316	-16.269	-19.452	-20.655	-19.761	-19.780
<b>Passiva</b>	<b>205.890</b>	<b>232.638</b>	<b>193.815</b>	<b>237.827</b>	<b>255.603</b>	<b>271.878</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,21	1,04	0,84	1,25	2,17	2,99
Quick ratio (x)	1,19	1,02	0,82	1,22	2,14	2,96
Nettoverbindlichkeiten	139.938	161.122	138.253	179.731	179.466	175.191
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	387,8%	459,0%	383,9%	330,4%
Eigenkapitalquote	15,9%	15,9%	18,4%	16,5%	18,3%	19,5%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	11,4	8,5	7,4	8,8	7,0	6,8
Buchwert je Aktie (in €)	1,07	0,93	0,81	0,83	0,94	1,00
Return on Equity (ROE)	-11,8%	-10,7%	-8,6%	-3,1%	1,9%	2,0%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>EBIT</b>	<b>3.647</b>	<b>4.805</b>	<b>4.458</b>	<b>5.689</b>	<b>8.642</b>	<b>9.062</b>
Abschreibungen	10.490	17.011	16.183	16.308	20.362	22.298
<b>EBITDA</b>	<b>14.137</b>	<b>21.816</b>	<b>20.641</b>	<b>21.996</b>	<b>29.005</b>	<b>31.360</b>
Veränderungen Working Capital	-1.451	1.040	1.026	-2.583	-799	-108
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	262	-499	-1.846	-830	-830	-830
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>12.948</b>	<b>22.358</b>	<b>19.821</b>	<b>18.583</b>	<b>27.376</b>	<b>30.422</b>
Investitionen in Sachanlagen	-40.321	-11.542	-416	-58.610	-26.790	-25.183
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-27.373</b>	<b>10.816</b>	<b>19.405</b>	<b>-40.027</b>	<b>586</b>	<b>5.240</b>
Akquisitionen und Verkäufe	-7.464	-329	1.371	0	0	0
Andere Investitionen	-5.539	-3.496	2.809	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-53.324</b>	<b>-15.367</b>	<b>3.764</b>	<b>-58.610</b>	<b>-26.790</b>	<b>-25.183</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	26.572	-12.084	-27.141	34.748	3.074	1.626
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.475	8.150	1.850	4.710	6.698	6.296
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>42.047</b>	<b>-3.934</b>	<b>-25.291</b>	<b>39.458</b>	<b>9.772</b>	<b>7.922</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>1.671</b>	<b>3.057</b>	<b>-1.706</b>	<b>-569</b>	<b>10.358</b>	<b>13.162</b>
Cash am Anfang der Periode	6.095	7.766	10.823	9.117	8.548	18.906
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>7.766</b>	<b>10.823</b>	<b>9.117</b>	<b>8.548</b>	<b>18.906</b>	<b>32.068</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,46</b>	<b>0,55</b>	<b>0,47</b>	<b>0,47</b>	<b>0,59</b>	<b>0,59</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,42</b>	<b>0,56</b>	<b>0,45</b>	<b>0,40</b>	<b>0,55</b>	<b>0,57</b>

### Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	72,7%	-11,3%	-6,2%	47,3%	11,1%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	79,4%	n.m.	n.m.	794,4%
EBITDA je Aktie	n.a.	18,3%	-14,7%	0,4%	25,2%	0,5%

**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...0	↓	↓	↓	↓
1	10. Februar 2017	€ 1,56	Buy	€ 2,40
2	2. Juni 2017	€ 1,61	Buy	€ 2,40
3	1. August 2017	€ 1,62	Buy	€ 2,40
4	Today	€ 1,63	Buy	€ 2,40

**Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:**

**First Berlin Equity Research GmbH**

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com  
www.firstberlin.com

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

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

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

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

**INTERESSENKONFLIKTE**

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

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

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

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

#### **ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

##### **ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**BUY:** erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

**ADD:** erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

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

**SELL:** erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

##### **RISIKOBEWERTUNG**

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

#### **ANLAGEHORIZONT**

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

#### **AKTUALISIERUNG**

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

#### **ÄNDERUNGSVORBEHALT**

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

#### **Die gesetzlich erforderlichen Angaben über**

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

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

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

### **HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)**

#### **ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN**

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

#### **ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN**

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

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

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

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

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter

tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

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

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

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

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

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

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

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

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

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

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

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