

# ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion  
 Börsen: Düsseldorf, Hamburg, München  
 Bloomberg: ABO GR  
 ISIN: DE000A1EWXA4

Vorläufige Zahlen  
 2019

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## ADD

€ 2,20

6,8%

Low

## GESCHÄFTSMODELL BISHER NICHT VON PANDEMIE BETROFFEN

ABO Invest hat vorläufige Zahlen für das Jahr 2019 vorgelegt. Umsatz, EBITDA und Nettoergebnis lagen im Rahmen unserer Erwartungen und leicht über den Vorjahreswerten. Der Umsatz betrug ca. €33 Mio. und das EBITDA ca. €26 Mio. Damit dürfte die EBITDA-Marge mit knapp 79% erneut einen hohen Wert erreicht haben. Das Nettoergebnis verbesserte sich um knapp €850 Tsd. auf ca. €430 Tsd. Die sehr guten Windbedingungen im ersten Quartal des laufenden Jahres dürften zu einem überdurchschnittlich guten Halbjahresumsatz führen. Bisher lassen sich keine negativen Auswirkungen der Pandemie und der damit verbundenen Rezession auf ABO Invests Geschäft erkennen. Angesichts der Stabilität des Geschäftsmodells – Stromproduktion zu gesetzlich langfristig festgelegten Einspeisevergütungen – erwarten wir auch weiterhin keine wesentlichen negativen Effekte. Wir lassen unsere Prognosen bis zur Veröffentlichung des Jahresberichts am 25. Mai unverändert. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht höheres Kursziel von €2,20 (bisher: €2,10). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.

### Leichter Umsatz- und EBITDA-Anstieg und Nettoergebnisverbesserung

Der Umsatz erhöhte sich um 4,5% J/J auf €33,1 Mio. und lag gut 1% über unserer Prognose (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Das EBITDA lag im Rahmen unserer Erwartung bei ca. €26 Mio. Die EBITDA-Marge dürfte bei knapp 79% liegen und damit erneut einen hohen Wert erreichen. Im Jahr 2018 betrug die EBITDA-Marge aufgrund von Einmaleffekten 80,4%, bereinigt lag sie bei 74%. Auch im letzten Jahr wurde die EBITDA-Marge von Einmaleffekten positiv beeinflusst. So profitierte das Unternehmen von der Margenbeteiligung an dem in 2018 an ABO Wind verkauften Repowering-Projekt Wennerstorf. ABO Wind verkaufte das repowerte Projekt im Juni 2019, was bei ABO Invest auf Basis der Schlussabrechnung zu einer Einnahme von €1,1 Mio. führte, die in den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht wurde. Das Nettoergebnis verbesserte sich um €850 Tsd. auf ca. €430 Tsd. und lag damit etwas unter unserer Schätzung von €-116 Tsd. (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	27,69	26,42	31,67	33,08	37,22	40,85
Jährliches Wachstum	-5,1%	-4,6%	19,9%	4,5%	12,5%	9,7%
EBIT (€ Mio.)	4,46	3,25	6,47	7,05	8,89	10,02
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	21,3%	23,9%	24,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,08	-3,34	-1,28	-0,43	1,86	2,51
EPS (verwässert) (€)	-0,07	-0,07	-0,03	-0,01	0,04	0,04
DPS (€)	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	19,40	16,75	11,84	24,13	-6,14	-2,68
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	375,2%	304,6%	251,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,12	13,01	14,54	20,02	23,67	31,35

### RISIKEN

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

### UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Invest AG ist Eigentümerin und Betreiberin von Grünstromanlagen. Gegenwärtig hat das Unternehmen 13 Windparks in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 150 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

### HANDELSDATEN

Stand: 11. Mai 2020

Schlusskurs	€ 2,06
Aktien im Umlauf	49,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 100,94 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,60 / 2,10
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	35.430

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	n.a.	n.a.	56,8
EV/Sales	8,2	7,9	7,0
EV/EBIT	40,2	36,9	29,3
Div.-Rendite	0,5%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2019

Liquide Mittel	€ 16,45 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 20,76 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 7,66 Mio.
Bilanzsumme	€ 214,43 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 22,17 Mio.
Eigenkapital	€ 38,79 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

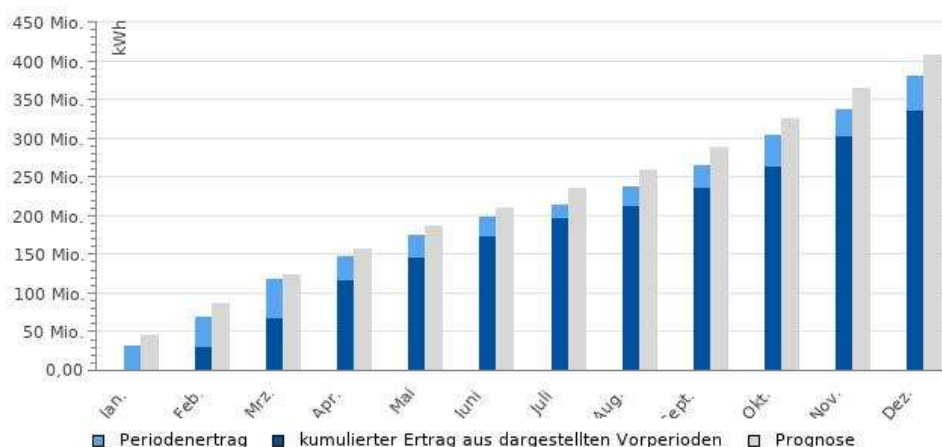
Enkraft Capital GmbH	10,0%
ABO Wind AG	2,4%
Free Float	87,6%

**Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen**

in € Mio.	2019A	2019E	Delta	2018A	Delta
Umsatz	33,08	32,65	1,3%	31,67	4,5%
EBITDA	25,97	25,89	0,3%	25,45	2,0%
Marge	78,5%	79,3%		80,4%	
Jahresübers.	-0,43	-0,12	-	-1,28	-
Marge	-1,3%	-0,4%		-4,0%	
EPS (verwässert) in €	-0,01	0,00	-	-0,03	-

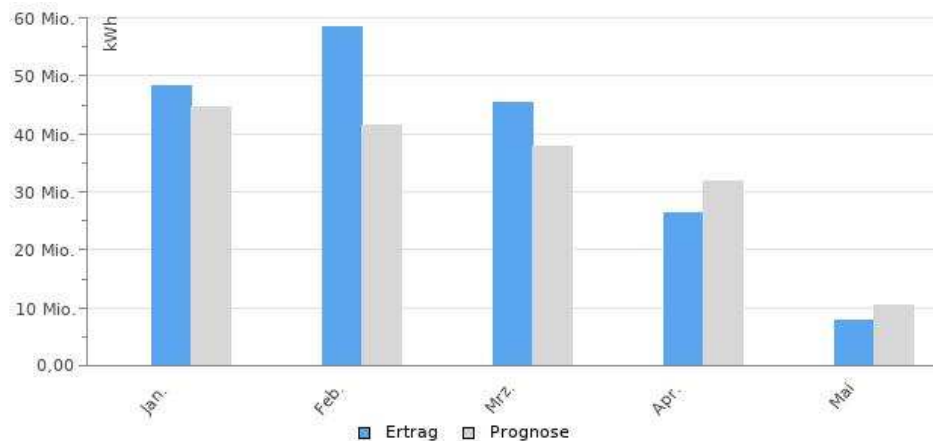
Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Umsatzguidance erreicht** Mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts im September 2019 hatte ABO Invest die Umsatzguidance konkretisiert und erwartete bei durchschnittlichen Windverhältnissen in Q4/19 einen Jahresumsatz von knapp €33 Mio. Dieser Wert wurde nun leicht übertroffen. Insgesamt liegen Umsatz und EBITDA im Rahmen der im Mai 2019 mit dem Jahresbericht 2018 veröffentlichten Guidance-Bandbreite. Abbildung 2 zeigt, dass die im Jahr 2019 produzierte Strommenge unterhalb der Prognose von 403 GWh lag, die die im langjährigen Durchschnitt zu erwartende Stromproduktion widerspiegelt. Im Falle eines schlechten Windjahres hatte das Unternehmen eine Stromproduktion von mindestens 364 GWh vorhergesagt.

**Abbildung 2: Kumulierte Stromproduktion versus Prognose im Jahr 2019**

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Sehr gute Windverhältnisse in Q1 sprechen für überdurchschnittlichen Halbjahresumsatz** Wie Abbildung 3 auf der nächsten Seite zeigt, lag die Stromproduktion in den ersten drei Monaten dieses Jahres deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Insbesondere der Februar war ein außergewöhnlich windreicher Monat, in dem der Stromertrag deutlich über dem langjährigen Durchschnitt von gut 40 GWh lag und sich sogar einem Wert von 60 GWh näherte. Zwar war der Stromertrag im April unterdurchschnittlich, und die Stromerträge für Mai und Juni sind noch nicht abschätzbar. Da aber das Winterquartal einen deutlich höheren Beitrag zum Halbjahresergebnis leistet als das Sommerquartal, gehen wir davon aus, dass die Stromproduktion und damit der Umsatz im ersten Halbjahr mit hoher Wahrscheinlichkeit über dem langjährigen Durchschnitt liegen werden.

**Abbildung 3: Stromproduktion Januar bis 12. Mai auf Monatsbasis**


Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

**Neue Vorständin und Wechsel im Aufsichtsrat** Neben Vorstand Dr. Jochen Ahn hat Frau Leue-Bahns, die im Dezember 2019 zum Mitglied des Vorstands bestellt wurde, ihre Arbeit aufgenommen. Nachdem die Aufsichtsräte Jörg Lukowsky und Dr. Thomas Wagner ihre Mandate niedergelegt haben, rücken Karin Bär und Christof Schneider in das Gremium nach. Eine Neuwahl des Aufsichtsrats steht auf der Tagesordnung der für den 2. Juli geplanten Hauptversammlung, die wegen der Corona-Pandemie ohne physische Präsenz der Aktionäre stattfinden wird.

**Schätzungen bleiben unverändert** Wir lassen unsere Schätzungen bis zur Veröffentlichung des Jahresberichts unverändert. Trotz des guten Starts in das Jahr 2020 sehen wir bisher keinen Anlass, unsere Prognose für 2020E zu erhöhen, da die überdurchschnittliche Stromproduktion in Q1 durchaus durch ein windschwaches Q4 kompensiert werden kann. Unsere Schätzung für 2020 unterstellt eine Portfolioerweiterung um 20 MW Windkraft. Sollte diese Erweiterung später als wie von uns unterstellt zur Jahresmitte oder gar nicht erfolgen, werden wir unsere Prognose entsprechend anpassen.

**Weiterhin Hinzufügen bei leicht erhöhtem Kursziel** Die Produktion von Windstrom zu gesetzlich langfristig festgelegten Einspeisevergütungen dürfte zu den wenigen Geschäftsmodellen gehören, die kaum von der Pandemie beeinträchtigt werden. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht erhöhtes Kursziel von €2,20 (bisher: €2,10). Wir bekräftigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	33.080	37.221	40.850	44.377	47.869	51.328	53.466	55.239
<b>NOPLAT</b>	<b>5.653</b>	<b>7.644</b>	<b>8.746</b>	<b>9.359</b>	<b>10.103</b>	<b>10.447</b>	<b>10.125</b>	<b>11.371</b>
+ Abschreibungen	18.916	19.020	20.682	22.883	24.829	27.151	29.131	29.264
= Operativer Cashflow (netto)	24.569	26.664	29.428	32.242	34.931	37.598	39.256	40.635
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-443	-32.806	-32.104	-31.141	-30.217	-29.320	-28.551	-27.861
Capex	0	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834	-28.257	-27.619
Working Capital	-443	-236	-512	-497	-492	-487	-295	-241
= Freier Cashflow (FCF)	24.126	-6.142	-2.676	1.101	4.714	8.278	10.704	12.774
<b>GW der FCFs</b>	<b>24.126</b>	<b>-5.986</b>	<b>-2.508</b>	<b>992</b>	<b>4.085</b>	<b>6.896</b>	<b>8.574</b>	<b>9.839</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	106.625
GWs der FCFs in der Terminalperiode	169.599
Unternehmenswert (EV)	276.224
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-119.149
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	157.074
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	70.539
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>2,23</b>

WACC	4,0%
Eigenkapitalkosten	6,8%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%
Normaler Steuersatz	17,4%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,3%
EK-Anteil	20,0%
FK-Anteil	80,0%
<b>Kursziel (in €)</b>	<b>2,20</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	3,25%	2,11	2,38	2,72	3,17	3,79	4,67	6,06
	3,50%	1,90	2,14	2,43	2,81	3,32	4,03	5,09
	3,75%	1,71	1,92	2,18	2,50	2,92	3,50	4,33
	4,00%	1,54	1,73	1,95	2,23	2,58	3,06	3,73
	4,25%	1,39	1,55	1,75	1,99	2,29	2,69	3,23
	4,50%	1,25	1,39	1,56	1,77	2,03	2,37	2,82
	4,75%	1,12	1,25	1,40	1,58	1,81	2,09	2,47

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2033



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Umsatz</b>	<b>27.685</b>	<b>26.420</b>	<b>31.670</b>	<b>33.080</b>	<b>37.221</b>	<b>40.850</b>
Herstellungskosten	-418	-371	-386	-310	-408	-412
<b>Bruttogewinn</b>	<b>27.267</b>	<b>26.049</b>	<b>31.284</b>	<b>32.770</b>	<b>36.813</b>	<b>40.438</b>
Personalkosten	-219	-208	-295	-300	-450	-467
Sonstige betriebliche Erträge	594	480	3.018	1.739	372	408
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7.001	-7.381	-8.553	-8.240	-8.821	-9.681
<b>EBITDA</b>	<b>20.641</b>	<b>18.939</b>	<b>25.454</b>	<b>25.969</b>	<b>27.914</b>	<b>30.698</b>
Abschreibungen & Amortisation	-16.183	-15.686	-18.980	-18.916	-19.020	-20.682
<b>EBIT</b>	<b>4.458</b>	<b>3.254</b>	<b>6.473</b>	<b>7.053</b>	<b>8.894</b>	<b>10.016</b>
Nettofinanzergebnis	-6.787	-5.915	-6.349	-6.083	-5.780	-6.234
<b>EBT</b>	<b>-2.329</b>	<b>-2.661</b>	<b>124</b>	<b>970</b>	<b>3.114</b>	<b>3.782</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-819	-791	-1.374	-1.400	-1.250	-1.270
Minderheitsbeteiligungen	68	113	-27	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-3.081</b>	<b>-3.339</b>	<b>-1.277</b>	<b>-430</b>	<b>1.864</b>	<b>2.512</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	98,5%	98,6%	98,8%	99,1%	98,9%	99,0%
EBITDA-Marge	74,6%	71,7%	80,4%	78,5%	75,0%	75,1%
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	21,3%	23,9%	24,5%
Nettomarge	-11,1%	-12,6%	-4,0%	-1,3%	5,0%	6,1%
Steuersatz	-35,2%	-29,7%	1104,5%	144,4%	40,1%	33,6%

### Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	1,2%	1,1%
Abschreibungen & Amortisation	58,5%	59,4%	59,9%	57,2%	51,1%	50,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,3%	27,9%	27,0%	24,9%	23,7%	23,7%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	-5,1%	-4,6%	19,9%	4,5%	12,5%	9,7%
Operatives Ergebnis	-7,2%	-27,0%	99,0%	9,0%	26,1%	12,6%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	34,8%



## BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>13.045</b>	<b>19.774</b>	<b>20.001</b>	<b>25.627</b>	<b>29.914</b>	<b>38.124</b>
Liquide Mittel	9.117	13.012	14.543	20.025	23.672	31.354
Kurzfristige Investitionen	1	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.482	4.735	4.658	4.803	5.405	5.932
Vorräte	293	180	119	119	156	158
Sonstige Forderungen	1.152	1.847	680	680	680	680
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>180.770</b>	<b>221.996</b>	<b>202.250</b>	<b>183.334</b>	<b>196.884</b>	<b>207.794</b>
Sachanlagen	170.323	212.391	193.993	175.758	189.908	201.370
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.137	9.333	8.005	7.325	6.724	6.173
Finanzanlagen	310	272	252	252	252	252
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>193.815</b>	<b>241.770</b>	<b>222.251</b>	<b>208.961</b>	<b>226.798</b>	<b>245.919</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>15.522</b>	<b>33.623</b>	<b>22.169</b>	<b>15.310</b>	<b>13.712</b>	<b>13.729</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.391	17.547	18.071	12.000	10.000	10.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.731	2.709	1.572	1.274	1.677	1.693
Rückstellungen (kurzfristig)	1.668	1.705	2.168	2.168	2.168	2.168
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	732	11.661	358	-132	-132	-132
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>142.828</b>	<b>168.166</b>	<b>161.821</b>	<b>155.821</b>	<b>165.248</b>	<b>173.943</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	135.980	162.179	155.967	149.967	159.394	168.089
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6.848	5.986	5.854	5.854	5.854	5.854
<b>Mezzanine Kapital</b>	<b>4.952</b>	<b>4.929</b>	<b>4.920</b>	<b>4.920</b>	<b>4.920</b>	<b>4.920</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>-184</b>	<b>489</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>35.649</b>	<b>39.493</b>	<b>38.261</b>	<b>37.831</b>	<b>47.837</b>	<b>58.247</b>
Gezeichnetes Kapital	44.500	49.000	49.000	49.000	53.847	58.324
Kapitalrücklage	10.601	13.271	13.271	13.271	16.567	19.987
Gewinnrücklagen	-19.452	-22.778	-24.010	-24.440	-22.576	-20.064
<b>Passiva</b>	<b>193.815</b>	<b>241.770</b>	<b>222.251</b>	<b>208.961</b>	<b>226.798</b>	<b>245.919</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,84	0,59	0,90	1,67	2,18	2,78
Quick ratio (x)	0,82	0,58	0,90	1,67	2,17	2,77
Nettoverbindlichkeiten	138.253	166.715	159.495	141.943	145.722	146.734
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	375,2%	304,6%	251,9%
Eigenkapitalquote	18,4%	16,3%	17,2%	18,1%	21,1%	23,7%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	7,4	9,7	7,0	6,4	6,2	6,0
Buchwert je Aktie (in €)	0,81	0,84	0,78	0,77	0,93	1,04
Return on Equity (ROE)	-8,6%	-8,5%	-3,3%	-1,1%	3,9%	4,3%
Return on Investment (ROI)	-1,6%	-1,4%	-0,6%	-0,2%	0,8%	1,0%
Return on Assets (ROA)	1,9%	1,1%	2,3%	2,7%	3,4%	3,6%
Return on Capital employed (ROCE)	2,3%	1,7%	3,1%	3,6%	4,6%	4,9%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>EBIT</b>	<b>4.458</b>	<b>3.254</b>	<b>6.473</b>	<b>7.053</b>	<b>8.894</b>	<b>10.016</b>
Abschreibungen	16.183	15.686	18.980	18.916	19.020	20.682
<b>EBITDA</b>	<b>20.641</b>	<b>18.939</b>	<b>25.454</b>	<b>25.969</b>	<b>27.914</b>	<b>30.698</b>
Veränderungen Working Capital	1.026	-871	-702	-438	-242	-512
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.846	-913	-2.664	-1.400	-1.250	-1.270
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>19.821</b>	<b>17.155</b>	<b>22.088</b>	<b>24.131</b>	<b>26.422</b>	<b>28.916</b>
Investitionen in Sachanlagen	-416	-402	-10.246	0	-32.569	-31.592
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>19.405</b>	<b>16.753</b>	<b>11.842</b>	<b>24.131</b>	<b>-6.147</b>	<b>-2.676</b>
Akquisitionen und Verkäufe	1.371	-4.312	1.061	0	0	0
Andere Investitionen	2.809	174	9	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>3.764</b>	<b>-4.540</b>	<b>-9.176</b>	<b>0</b>	<b>-32.569</b>	<b>-31.592</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-27.141	-15.940	-11.356	-18.154	1.647	2.460
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.850	7.171	0	0	8.142	7.898
Gezahlte Dividenden	0	0	0	-490	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-25.291</b>	<b>-8.769</b>	<b>-11.356</b>	<b>-18.644</b>	<b>9.789</b>	<b>10.358</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-1.706</b>	<b>3.846</b>	<b>1.556</b>	<b>5.487</b>	<b>3.642</b>	<b>7.682</b>
Cash am Anfang der Periode	10.823	9.117	13.012	14.543	20.030	23.672
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>9.117</b>	<b>12.963</b>	<b>14.567</b>	<b>20.030</b>	<b>23.672</b>	<b>31.354</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,47</b>	<b>0,40</b>	<b>0,52</b>	<b>0,53</b>	<b>0,54</b>	<b>0,55</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,45</b>	<b>0,36</b>	<b>0,45</b>	<b>0,49</b>	<b>0,51</b>	<b>0,52</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	-11,3%	-13,4%	28,8%	9,3%	9,5%	9,4%
Freier Cashflow	79,4%	-13,7%	-29,3%	103,8%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-14,7%	-13,8%	29,3%	2,0%	2,4%	0,8%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH  
Mohrenstr. 34  
10117 Berlin  
Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: [info@firstberlin.com](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

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

**Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 12. Mai 2020 um 10:21 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2020 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. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist

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

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



- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

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

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

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014**

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

<sup>1</sup> Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

**RISIKOBEWERTUNG**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...13	↓	↓	↓	↓
14	11. Dezember 2018	€ 1,61	Buy	€ 2,10
15	2. August 2019	€ 1,68	Buy	€ 2,10
16	1. Oktober 2019	€ 1,75	Add	€ 2,10
17	heute	€ 2,06	Add	€ 2,20

**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 Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

### 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 und/oder Kanada bestimmt.**