

# ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech  
 Börse Hamburg  
 Bloomberg: AB9 GR  
 ISIN: DE0005760029

H1-Zahlen

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 20,00

43,9%  
 High

## ABO WIND TROTZT SCHWIERIGEREM UMFELD

ABO Wind hat H1-Zahlen vorgelegt, die zwar wie erwartet deutlich unter den Vorjahreswerten lagen, bei der Profitabilität aber positiv überrascht haben. Der Umsatz ging um 24% J/J auf €56,4 Mio. zurück, und das EBIT sank um 36% auf €8,3 Mio. Damit lag das EBIT deutlich über unserer Schätzung und ist ein Beleg dafür, dass ABO Wind auch in einem herausfordernden Umfeld hochprofitabel bleibt (EBIT-Marge 14,7%). Nach einem H1-Nettogewinn von €5,5 Mio. sehen wir das Unternehmen auf sehr gutem Weg, unsere Jahresschätzung von €11,3 Mio. zu erreichen, zumal das zweite Halbjahr typischerweise das saisonal stärkere ist. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €20,00.

**H1-Zahlen überzeugen auf ganzer Linie** Der in H1 erzielte Umsatz von €56,4 Mio. entsprach unserer Schätzung (FBe: €57,0 Mio.). Insgesamt verkaufte ABO Wind Projekte mit einer Gesamtkapazität von 69 MW. Das EBITDA betrug €13,5 Mio. nach €18,6 Mio. in H1/17. Damit lag die EBITDA-Marge nur leicht unter dem Vorjahreswert (24,0% versus 25,1%). Abschreibungen in Höhe von €5,2 Mio. führten zu einem EBIT von €8,3 Mio. (H1/17: €13,0 Mio., FBe: €6,5 Mio.) Hauptgrund dafür, dass das operative Ergebnis deutlich über unserer Schätzung lag, war eine geringere Materialaufwandsquote (Materialkosten / Gesamtleistung). Diese lag mit 47% (H1/17: 55%) deutlich unter unserer Prognose von 54%. Damit hat das Unternehmen dem durch die Ausschreibungen in Deutschland und anderen Ländern entstandenen Wettbewerbsdruck wesentlich besser widerstanden als erwartet. Wir sehen darin einen Beleg für die starke Marktposition von ABO Wind. Sicherlich war die internationale Flexibilität des Unternehmens (50% des H1-Umsatzes stammt aus Finnland) dabei hilfreich. Das Nettoergebnis belief sich auf €5,5 Mio. (H1/17: €8,8 Mio., FBe: €4,2 Mio.). Damit lag die Nettomarge bei hohen 9,7% nach 11,9% in H1/17 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	80,22	122,29	146,79	134,01	155,08	173,25
Jährliches Wachstum	-18,0%	52,4%	20,0%	-8,7%	15,7%	11,7%
EBIT (€ Mio.)	14,15	23,89	24,96	17,27	19,01	21,50
EBIT-Marge	17,6%	19,5%	17,0%	12,9%	12,3%	12,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	7,77	16,52	17,01	11,29	12,09	13,66
EPS (verwässert) (€)	1,02	2,16	2,22	1,48	1,55	1,58
DPS (€)	0,25	0,50	0,40	0,30	0,30	0,35
FCF (€ Mio.)	-7,37	-5,81	29,98	15,82	-0,25	5,32
Nettoverschuldungsgrad	41,4%	44,2%	7,8%	-5,6%	-13,8%	-13,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,51	3,80	32,34	59,38	64,09	77,07

## RISIKEN

Wesentliche Risiken sind Projektentwicklungs-, Währungs-, Zinsänderungs- und regulatorische Risiken.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist ein Projektentwickler für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Grünstromanlagen mit einer Kapazität von ca. 1.900 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat fast 500 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

## HANDELSDATEN

Stand: 8. Okt 2018

Schlusskurs	€ 13,90
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 106,28 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 10,71 / 14,60
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.844

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	6,2	9,4	8,8
EV/Sales	0,8	0,8	0,7
EV/EBIT	4,5	6,5	5,9
Div.-Rendite	2,9%	2,2%	2,2%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2018

Liquide Mittel	€ 21,81 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 157,15 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,30 Mio.
Bilanzsumme	€ 172,99 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 15,51 Mio.
Eigenkapital	€ 84,83 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	30,9%
Familie Bockholt	31,1%
Mainova	10,4%
Free Float	27,6%

**Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen**

Alle Zahlen in €Mio.	H1-18A	H1-18E	Delta	H1-17A	Delta
Umsatz	56,42	57,00	-1,0%	73,90	-23,7%
EBIT	8,30	6,48	28,1%	13,00	-36,2%
Marge	14,7%	11,4%		17,6%	
Jahresübers.	5,46	4,21	29,8%	8,82	-38,1%
Marge	9,7%	7,4%		11,9%	
EPS (verwässert) in €	0,71	0,55	29,8%	1,16	-38,2%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Guidance bestätigt** Für 2018 erwartet das Unternehmen weiterhin ein Nettoergebnis, das im Jahresmittel der letzten vier Jahre liegen sollte. Dieser Durchschnitt beträgt €11,7 Mio. und liegt damit im Bereich unserer Schätzung für 2018E (€11,3 Mio.). Nachdem bereits im saisonal typischerweise schwächeren ersten Halbjahr ein Nettogewinn von €5,5 Mio. erzielt wurde, sehen wir ABO Wind auf gutem Wege, unsere Prognosen zu erreichen.

**Bilanz bleibt grundsolide** Der Nettogewinn erhöhte das Eigenkapital von €79,6 Mio. Ende 2017 auf €84,8 Mio. Bei leicht zurückgegangener Bilanzsumme (€173 Mio.) stieg die Eigenkapitalquote von 46% auf 49% (inklusive Mezzanine: von 54% auf 57%). Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten gingen von €38,5 Mio. auf €35,1 Mio. zurück. Im ersten Halbjahr platzierte ABO Wind Wandelanleihen im Gesamtwert von €6,3 Mio. Somit stieg die Finanzverschuldung insgesamt von €38,5 Mio. auf €41,4 Mio. Das Mezzanine Kapital blieb stabil bei €14,3 Mio. Die Barmittel sanken von €32,3 Mio. auf €21,8 Mio. Die Nettoverschuldung betrug €19,7 Mio. nach €6,2 Mio. Ende 2017. Das Net Gearing (Nettoverschuldung/Eigenkapital) bleibt mit lediglich 23% niedrig. ABO Wind bleibt bilanziell sehr gut gerüstet für die weitere internationale Expansion, zumal das Unternehmen über nicht genutzte Kredit- und Avallinien in Höhe von insgesamt €42,1 Mio. verfügt.

**Nettocashflow negativ** Zwar enthält der Halbjahresbericht keine Kapitalflussrechnung, aber aus der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz lassen sich Rückschlüsse auf die Kapitalflüsse ziehen. Das EBITDA belief sich auf €13,5 Mio., gleichzeitig lässt sich aus der Bilanz ableiten, dass Änderungen bei Forderungen und Verbindlichkeiten, die den operativen Cashflow beeinflussen, netto zu einem Finanzmittelabfluss führten. So stiegen die Vorräte um knapp €17 Mio. auf €66 Mio., dagegensanken die Rückstellungen um knapp €7 Mio. Beim Cashflow aus Investitionstätigkeit gehen wir von einem Mittelabfluss im niedrigen einstelligen Millionenbereich aus. So stieg der Wert der Sachanlagen und der immateriellen Vermögensgegenstände trotz Abschreibungen in Höhe von €0,7 Mio. um €0,2 Mio. Dies spricht für Investitionen von knapp €1 Mio. Die Investitionen in Finanzanlagen dürften bei ca. €2 Mio. gelegen haben. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit dürfte leicht positiv gewesen sein. Dem Mittelzufluss aus der Wandelanleihe von ca. €6 Mio., stand ein Mittelabfluss aus der Nettokredittilgung von ca. €3 Mio. gegenüber, und die gezahlten Zinsen dürften bei ca. €0,8 Mio. gelegen haben. Insgesamt ergibt sich ein Mittelabfluss von €10,5 Mio.

**Umsatzrückgang bei Errichtung und Planungsleistung** Der Umsatzsplit nach Segmenten zeigt, dass sowohl der Umsatz aus Errichtung (-19%) als auch aus Planungsleistung & Rechteverkauf (-47%) deutlich rückläufig waren (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die H1/17-Umsätze von dem Verkauf eines großen Portfolios (102 MW) profitiert haben dürften. Im Bereich Dienstleistungen stieg der Umsatz um fast 50%. Dies lag zum einen an der Erhöhung der Gesamtkapazität der Windparks, die ABO Wind in der Betriebsführung hat (über 1.200 MW versus 1.027 MW in H1/17). Zum anderen dürfte der Umsatz aus Portfolio- und

Projektrechtemanagement kräftig gestiegen sein. ABO Wind arbeitete als Dienstleister für Erwerber verkaufter Projekte mit einem Gesamtvolumen von 156 MW.

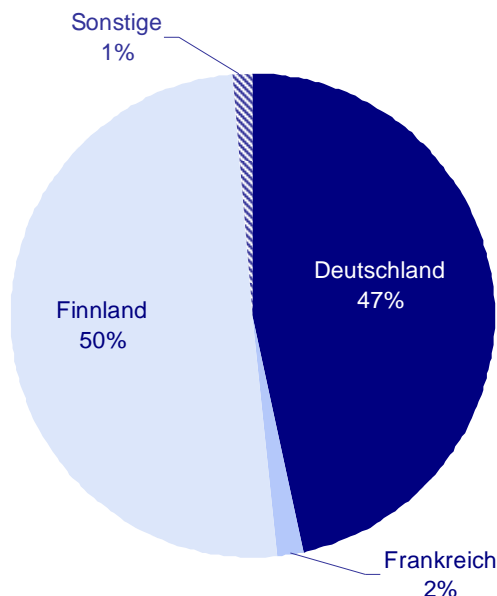
### Abbildung 2: Umsatzentwicklung nach Segmenten

Segmentumsatz in € Mio.	H1-17A	H1-18A	Delta
Errichtung	48,69	39,58	-18,7%
Planungsleistung & Rechteverkauf	21,63	11,48	-46,9%
Dienstleistungen	3,59	5,36	49,5%
<b>Umsatz insgesamt</b>	<b>73,90</b>	<b>56,42</b>	<b>-23,7%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Geographische Umsatzaufteilung von Finnland und Deutschland dominiert** Der Halbjahresumsatz wurde fast komplett in Finnland und Deutschland generiert (vgl. Abbildung 3). Nachdem Finnland bereits im Vorjahreszeitraum einen Anteil von 25% am Gesamtumsatz hatte, war das Land nunmehr der Hauptumsatzbringer und trug 50% zum Gesamtumsatz bei, dicht gefolgt von Deutschland mit 47% (H1/17: 40%). Betrug der Umsatzanteil Frankreichs im Vorjahreszeitraum noch 25%, war der Anteil in H1/18 mit 2% nur noch marginal (vgl. Abbildung 3). Die großen Verschiebungen im Jahresvergleich sind ein Beleg dafür, wie wichtig eine internationale Ausrichtung ist, um Schwankungen in nationalen Märkten auszugleichen.

### Abbildung 3: Geographische Umsatzaufteilung



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Projektaquisition auf Rekordniveau** Im ersten Halbjahr hat ABO Wind Wind- und Solar-Projekte mit einem Potenzial von 1,615 MW akquiriert, davon 564 MW in Europa. Dies ist eine sehr starke Ausdehnung der Akquisitionstätigkeit, nachdem im gesamten Jahr 2018 Windprojekte mit einer Gesamtleistung von 870 MW akquiriert wurden, und ist ein Hinweis darauf, dass das Unternehmen mittelfristig weiter wachsen sollte. Außerdem weist der bereits ca. 2/3 umfassende Anteil außerhalb Europas auf die beschleunigte Globalisierung der Geschäftsaktivitäten hin. Zum Vergleich: In 2017 betrug der Umsatzanteil außerhalb Europas keine 3%. ABO Wind setzt damit frühzeitig auf die großen Wachstumsmärkte in Amerika und Afrika.



**Sehr gut gefüllte Projektpipeline** Die Windprojektpipeline umfasst ca. 4.000 MW, davon 860 MW in Deutschland, 600 MW in Frankreich, 570 MW in Finnland, 460 MW in Spanien und 250 MW auf den britischen Inseln. Im Solarbereich wurden in H1 Projekte mit einer Kapazität von ca. 650 MW entwickelt, hauptsächlich in Argentinien, Frankreich und Spanien. Zum Ende des ersten Halbjahres befanden sich sieben Projekte mit einer Gesamtkapazität von 88 MW in der Errichtung, davon vier in Deutschland, zwei in Frankreich und ein Solarprojekt in Ungarn.

**Fertigstellung von 65 MW in H1** Insgesamt wurden in H1 acht Projekte (sechs Windparks und zwei PV-Anlagen) mit einer Gesamtkapazität von 65 MW erfolgreich abgeschlossen. 69 MW wurden an Investoren verkauft.

**Erfolgreich in deutschen Ausschreibungen** ABO Wind hat in 2018 in allen drei bisher vollendeten deutschen Onshore-Wind-Ausschreibungsrunden Zuschläge für Projekte bekommen. Insgesamt wurden 4 Projekte bezuschlagt, deren Gesamtkapazität wir auf über 40 MW schätzen.

**Schätzungen bestätigt** Nach den guten H1-Zahlen und der gegenwärtigen Errichtungsaktivität (am 30.6.2018 waren 88 MW im Bau) sehen wir ABO Wind auf sehr gutem Weg, unsere Prognosen für das laufende Jahr zu erfüllen. Ebenso bekräftigen wir unsere Wachstumsprognose für 2019E angesichts der sehr gut gefüllten Projektpipeline.

**Kaufempfehlung und Kursziel bestätigt** Mit einem 2019E EV/EBIT von 6 und einem KGV von 9 bleibt ABO Wind attraktiv bewertet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €20,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Kurspotenzial: 44%.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>134.010</b>	<b>155.080</b>	<b>173.252</b>	<b>184.687</b>	<b>196.104</b>	<b>207.406</b>	<b>218.493</b>	<b>229.259</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>12.883</b>	<b>13.834</b>	<b>15.651</b>	<b>15.403</b>	<b>16.091</b>	<b>16.758</b>	<b>17.502</b>	<b>18.144</b>
+ Abschreibungen	1.471	1.703	1.997	2.287	2.593	2.863	3.105	3.324
= Operativer Cashflow (netto)	14.354	15.536	17.648	17.691	18.685	19.621	20.607	21.467
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	1.468	-15.791	-12.331	-9.228	-9.133	-9.274	-9.359	-9.381
Capex	-2.238	-2.636	-2.945	-3.140	-3.298	-3.450	-3.595	-3.731
Working Capital	3.706	-13.155	-9.385	-6.088	-5.835	-5.824	-5.764	-5.651
= Freier Cashflow (FCF)	15.823	-255	5.317	8.463	9.552	10.346	11.249	12.086
<b>GW der FCFs</b>	<b>15.527</b>	<b>-231</b>	<b>4.458</b>	<b>6.559</b>	<b>6.844</b>	<b>6.853</b>	<b>6.886</b>	<b>6.839</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	96.013
GWs der FCFs in der Terminalperiode	81.038
Unternehmenswert (EV)	177.051
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-6.200
+ Investitionen / Anteile Dritter	42
Shareholder Value	170.893
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	8.553
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>19,98</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	12,5%								
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,5%	5,2%	34,46	36,00	37,95	40,52	44,05	49,19	57,42
Normaler Steuersatz	30,0%	6,2%	27,53	28,30	29,22	30,37	31,83	33,75	36,39
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%	7,2%	22,75	23,14	23,61	24,16	24,84	25,67	26,73
EK-Anteil	50,0%	8,2%	19,26	19,47	19,70	19,98	20,31	20,69	21,16
FK-Anteil	50,0%	9,2%	16,62	16,72	16,84	16,98	17,13	17,31	17,53
		10,2%	14,56	14,61	14,66	14,72	14,79	14,87	14,96
<b>Kursziel in €</b>	<b>20,00</b>	11,2%	12,91	12,93	12,94	12,97	12,99	13,01	13,04

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2025 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2032



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Umsatz</b>	<b>97.826</b>	<b>80.220</b>	<b>122.292</b>	<b>146.786</b>	<b>134.010</b>	<b>155.080</b>	<b>173.252</b>
Bestandsveränderungen	9.782	20.906	22.320	29.468	26.132	27.449	30.319
<b>Gesamtleistung</b>	<b>107.608</b>	<b>101.126</b>	<b>144.612</b>	<b>176.254</b>	<b>160.142</b>	<b>182.529</b>	<b>203.571</b>
Herstellungskosten	60.758	50.029	76.198	99.298	88.447	104.524	118.678
<b>Bruttogewinn (Umsatz - Herstellkost.)</b>	<b>37.068</b>	<b>30.191</b>	<b>46.094</b>	<b>47.488</b>	<b>45.563</b>	<b>50.556</b>	<b>54.574</b>
Personalkosten	20.472	23.463	27.095	32.039	33.420	36.070	37.800
Sonstige betriebliche Erträge	1.553	1.686	2.495	3.750	2.300	2.636	2.945
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7.720	9.209	9.392	10.926	10.730	12.200	14.300
<b>EBITDA</b>	<b>20.211</b>	<b>20.111</b>	<b>34.421</b>	<b>37.741</b>	<b>29.845</b>	<b>32.372</b>	<b>35.739</b>
Abschreibungen & Amortisation AV	1.146	1.438	1.575	1.449	1.471	1.703	1.997
Abschreibungen UV	8.795	4.521	8.957	11.328	11.100	11.655	12.238
<b>EBIT</b>	<b>10.270</b>	<b>14.152</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>17.274</b>	<b>19.014</b>	<b>21.504</b>
Nettofinanzergebnis	-2.009	-2.767	-1.535	-1.489	-1.591	-1.746	-1.993
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>8.261</b>	<b>11.386</b>	<b>22.354</b>	<b>23.475</b>	<b>15.683</b>	<b>17.268</b>	<b>19.511</b>
Steuern	3.010	3.613	5.810	6.455	4.391	5.180	5.853
Minderheitsbeteiligungen	0	0	-24	-9	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>5.251</b>	<b>7.773</b>	<b>16.519</b>	<b>17.011</b>	<b>11.292</b>	<b>12.087</b>	<b>13.658</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,69</b>	<b>1,02</b>	<b>2,16</b>	<b>2,22</b>	<b>1,48</b>	<b>1,55</b>	<b>1,58</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge auf Gesamtleistung	34,4%	29,9%	31,9%	26,9%	28,5%	27,7%	26,8%
Bruttomarge auf Umsatz	37,9%	37,6%	37,7%	32,4%	34,0%	32,6%	31,5%
EBITDA-Marge	20,7%	25,1%	28,1%	25,7%	22,3%	20,9%	20,6%
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	17,0%	12,9%	12,3%	12,4%
Nettomarge	5,4%	9,7%	13,5%	11,6%	8,4%	7,8%	7,9%
Steuersatz	36,4%	31,7%	26,0%	27,5%	28,0%	30,0%	30,0%
<b>Aufwand in % vom Umsatz</b>							
Personalkosten	20,9%	29,2%	22,2%	21,8%	24,9%	23,3%	21,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	11,5%	7,7%	7,4%	8,0%	7,9%	8,3%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,2%	1,8%	1,3%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
Abschreibungen UV	9,0%	5,6%	7,3%	7,7%	8,3%	7,5%	7,1%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	n.a.	-18,0%	52,4%	20,0%	-8,7%	15,7%	11,7%
Operatives Ergebnis	n.a.	37,8%	68,8%	4,5%	-30,8%	10,1%	13,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	48,0%	112,5%	3,0%	-33,6%	7,0%	13,0%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>103.068</b>	<b>115.738</b>	<b>136.074</b>	<b>163.462</b>	<b>185.371</b>	<b>204.773</b>	<b>228.496</b>
Liquide Mittel	9.498	9.505	3.797	32.335	59.383	64.089	77.069
Wertpapiere	12.570	14.656	7.270	12.500	12.500	12.500	12.500
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.499	10.317	17.278	24.387	22.029	25.493	28.480
Vorräte	25.384	36.443	45.883	48.822	46.041	57.273	65.029
Sonstige Forderungen	49.117	44.817	61.847	45.418	45.418	45.418	45.418
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>8.933</b>	<b>9.666</b>	<b>10.478</b>	<b>10.487</b>	<b>11.254</b>	<b>12.187</b>	<b>13.135</b>
Sachanlagen	3.846	4.201	4.782	4.627	5.342	6.172	7.043
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	383	326	273	293	345	448	526
Finanzanlagen	4.704	5.139	5.424	5.567	5.567	5.567	5.567
Sonstige	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>112.001</b>	<b>125.404</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>196.625</b>	<b>216.960</b>	<b>241.631</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>39.115</b>	<b>30.551</b>	<b>36.271</b>	<b>42.615</b>	<b>41.293</b>	<b>61.884</b>	<b>57.370</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.281	2.000	4.346	1.125	2.000	21.000	14.447
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.196	6.234	6.864	9.914	8.481	10.023	11.380
Rückstellungen (kurzfristig)	18.876	11.476	16.151	23.881	23.881	23.881	23.881
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.762	10.841	8.909	7.695	6.930	6.980	7.663
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>26.964</b>	<b>42.863</b>	<b>43.544</b>	<b>51.780</b>	<b>66.780</b>	<b>41.780</b>	<b>60.333</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.011	29.010	28.937	37.410	52.410	27.410	45.963
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	15.953	13.853	14.606	14.370	14.370	14.370	14.370
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>45.922</b>	<b>51.990</b>	<b>66.706</b>	<b>79.512</b>	<b>88.510</b>	<b>113.254</b>	<b>123.885</b>
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646	8.646	8.646
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542	27.542	27.542
Gewinnrücklagen	24.760	30.865	45.529	58.553	67.551	77.295	87.926
<b>Passiva</b>	<b>112.001</b>	<b>125.404</b>	<b>146.552</b>	<b>173.949</b>	<b>196.625</b>	<b>216.960</b>	<b>241.631</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	2,63	3,79	3,75	3,84	4,49	3,31	3,98
Quick ratio (x)	1,99	2,60	2,49	2,69	3,37	2,38	2,85
Nettoverbindlichkeiten	5.794	21.505	29.486	6.200	-4.973	-15.679	-16.659
Net Gearing	12,6%	41,4%	44,2%	7,8%	-5,6%	-13,8%	-13,4%
Buchwert je Aktie (in €)	6,01	6,80	8,72	10,40	11,58	14,50	14,33
Return on Equity (ROE)	11,4%	14,9%	24,8%	21,4%	12,8%	10,7%	11,0%
Return on Assets (ROA)	6,6%	7,8%	12,5%	10,8%	6,7%	6,5%	6,6%
Return on Investment (ROI)	4,7%	6,2%	11,3%	9,8%	5,7%	5,6%	5,7%
Return on average capital employed (ROCE)	18,4%	22,1%	27,1%	26,1%	20,0%	20,6%	20,6%
Forderungsumschlag in Tagen	24,2	46,9	51,6	60,6	60,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	152,5	265,9	219,8	179,5	190,0	200,0	200,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	19,2	45,5	32,9	36,4	35,0	35,0	35,0



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>10.270</b>	<b>14.152</b>	<b>23.889</b>	<b>24.964</b>	<b>17.274</b>	<b>19.014</b>	<b>21.504</b>
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.146	1.438	1.575	1.449	1.471	1.703	1.997
<b>EBITDA</b>	<b>11.416</b>	<b>15.590</b>	<b>25.464</b>	<b>26.413</b>	<b>18.745</b>	<b>20.717</b>	<b>23.501</b>
Veränderungen Working Capital	-20.327	-9.045	-27.327	2.817	3.706	-13.155	-9.385
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	3.498	-11.805	-1.527	2.216	-4.391	-5.180	-5.853
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-5.413</b>	<b>-5.260</b>	<b>-3.390</b>	<b>31.446</b>	<b>18.061</b>	<b>2.382</b>	<b>8.262</b>
Investitionen in Sachanlagen	-1.671	-1.949	-2.279	-1.257	-2.010	-2.326	-2.599
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-292	-164	-145	-213	-228	-310	-347
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-7.376</b>	<b>-7.373</b>	<b>-5.814</b>	<b>29.976</b>	<b>15.823</b>	<b>-255</b>	<b>5.317</b>
Akquisitionen und Verkäufe	141	265	340	169	0	0	0
Andere Investitionen	-558	-551	-377	4	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2.380</b>	<b>-2.399</b>	<b>-2.461</b>	<b>-1.297</b>	<b>-2.238</b>	<b>-2.636</b>	<b>-2.945</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.517	11.639	2.069	4.130	15.875	-6.000	12.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0	15.000	0
Gezahlte Dividenden	-1.529	-1.682	-1.911	-3.823	-3.058	-2.294	-2.344
Sonstige Finanzierung	0	-2.305	-1.766	-1.816	-1.591	-1.746	-1.993
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>988</b>	<b>7.652</b>	<b>-1.609</b>	<b>-1.508</b>	<b>11.226</b>	<b>4.960</b>	<b>7.663</b>
FOREX & sonstige Effekte	-4	15	-16	-103	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-6.809</b>	<b>7</b>	<b>-7.475</b>	<b>28.538</b>	<b>27.048</b>	<b>4.705</b>	<b>12.980</b>
Cash am Anfang der Periode	16.307	9.498	9.505	3.797	32.335	59.383	64.089
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>9.498</b>	<b>9.505</b>	<b>2.030</b>	<b>32.335</b>	<b>59.383</b>	<b>64.089</b>	<b>77.069</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>2,64</b>	<b>2,63</b>	<b>4,50</b>	<b>4,94</b>	<b>3,90</b>	<b>4,14</b>	<b>4,13</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Operativer Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	-42,6%	-86,8%	246,9%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	-47,2%	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	n.a.	674,5%	n.m.	n.m.	n.m.	-55,8%	54,5%
EBITDA je Aktie	n.a.	-0,5%	71,2%	9,6%	-20,9%	6,2%	-0,2%

\* In der Cashflowrechnung sind die Abschreibungen auf das Umlaufvermögen in "Veränderungen Working Capital" verbucht.



**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...6	↓	↓	↓	↓
7	25. April 2018	€ 12,10	BUY	€ 20,00
8	4. Juni 2018	€ 13,30	BUY	€ 20,00
9	16. August 2018	€ 14,30	BUY	€ 20,00
10	Today	€ 13,90	BUY	€ 20,00

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

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:**

**First Berlin Equity Research GmbH**

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com  
www.firstberlin.com

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

**Copyright© 2018 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

**INTERESSENKONFLIKTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

### STICHTAGE VON KURSEN

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

### ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

### ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

#### ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

#### 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.**