

# ABO Wind AG

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

Erwartetes Ergebnis  
 für 2018

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 20,50

47,5%  
 High

## NETTOERGEBNIS-GUIDANCE FÜR 2018 ÜBER ERWARTUNG

ABO Wind hat bekannt gegeben, dass das erwartete Nettoergebnis für 2018 bei €12,5 Mio. liegen dürfte. Auch wenn dieses Ergebnis noch mit Unsicherheit behaftet ist, liegt es deutlich (11%) über unserer Prognose. Damit geht für ABO Wind ein weiteres sehr erfolgreiches Jahr zu Ende. Wie erwartet bleibt das Jahr 2018 etwas hinter den Ausnahmejahren 2016 und 2017 zurück. Das hohe Nettoergebnis belegt aber erneut das erfolgreiche Geschäftsmodell und die Margenstärke des Unternehmens. Für die nächsten Jahre strebt das Management ein durchschnittliches Gewinnwachstum von mindestens 10% an. Die Aktie bleibt mit einem 2019E EV/EBIT von 6 und einem 2019E KGV von 9 sehr attraktiv bewertet. Wir haben unsere Schätzung für 2018E angehoben. Für die Erhöhung der Schätzungen für die Folgejahre warten wir, bis wir mehr Visibilität haben. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen das Kursziel auf €20,50 (bisher: €20,00)

**Nettoergebnis von €12,5 Mio.** ABO Wind erwartet für 2018 ein Nettoergebnis von €12,5 Mio. Dieser ausgezeichnete Wert liegt 11% über unserer Schätzung von €11,3 Mio. und zeigt, dass das Unternehmen auch in einem schwierigeren Umfeld hochprofitabel bleibt.

**Frühzeitige Internationalisierung als klarer Wettbewerbsvorteil** Früher als viele andere Projektierer hat ABO Wind auf eine Internationalisierung ihrer Projektentwicklungsaktivitäten gesetzt. Der hohe Auslandsanteil am Umsatz gibt dem Geschäft angesichts eines schwächeren deutschen Marktes die notwendige Stabilität und stützt sich auf verschiedene Auslandsmärkte. Im ersten Halbjahr 2018 lag der Auslandsumsatz bei 53% und war wesentlich von Erfolgen im finnischen Markt geprägt. Im Jahr 2017 belief sich der Anteil des Auslandsumsatzes auf 56%. Wesentlichen Anteil daran hatten Finnland und Frankreich.

(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  | 18,48  | 19,01  | 21,50  |
| EBIT-Marge              | 17,6%  | 19,5%  | 17,0%  | 13,8%  | 12,3%  | 12,4%  |
| Jahresübers. (€ Mio.)   | 7,77   | 16,52  | 17,01  | 12,16  | 12,09  | 13,66  |
| EPS (verwässert) (€)    | 1,02   | 2,16   | 2,22   | 1,59   | 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  | 17,20  | -0,77  | 5,32   |
| Nettoverschuldungsgrad  | 41,4%  | 44,2%  | 7,8%   | -7,1%  | -14,5% | -14,0% |
| Liquide Mittel (€ Mio.) | 9,51   | 3,80   | 32,34  | 60,76  | 64,96  | 77,94  |

## 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.

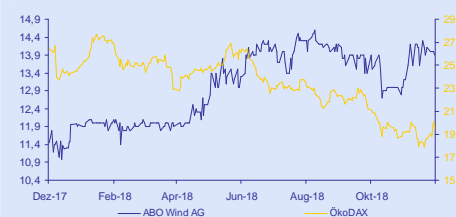
## HANDELSDATEN

Stand: 30. Nov 2018

|                                  |                 |
|----------------------------------|-----------------|
| Schlusskurs                      | € 13,90         |
| Aktien im Umlauf                 | 7,65 Mio.       |
| Marktkapitalisierung             | € 106,28 Mio.   |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse     | € 10,99 / 14,60 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 1.717           |

| Multiples    | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------------|------|-------|-------|
| KGV          | 6,2  | 8,7   | 8,8   |
| EV/Sales     | 0,8  | 0,8   | 0,7   |
| EV/EBIT      | 4,5  | 6,1   | 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% |



**Sehr gut gefüllte Projektpipeline** Die Windprojektpipeline umfasst gemäß Halbjahresbericht 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.

**Wandelanleihe bereits mehrheitlich gezeichnet** Die Zeichnungsfrist der Wandelanleihe läuft bis zum Ende des Jahres. Die Anleihe hat ein Volumen von €15 Mio. und bietet eine Verzinsung von 3%. Der Wandlungspreis liegt bei €15 pro Aktie. Bisher sind mehr als €8 Mio. gezeichnet worden. Die Anleihe hat eine Laufzeit bis Mai 2020. Eine Wandlung ist letztmals im Oktober 2019 möglich. Die Mittel aus der Anleihe wird ABO Wind zur Forcierung der internationalen Expansion verwenden. Im Falle der Wandlung würde ABO Wind die Eigenkapitalbasis stärken und gleichzeitig den Streubesitz erhöhen.

**Prognose für 2018E erhöht** Nach der Bekanntgabe des von ABO Wind für 2018 erwarteten Nettoergebnisses haben wir unsere Schätzung erhöht, bleiben aber leicht unter dem Wert von €12,5 Mio., um einen Puffer für noch bestehende Risiken, die das Projektierungsgeschäft immer mit sich bringt, zu bilden. ABO Wind strebt für die nächsten Jahre ein durchschnittliches Gewinnwachstum von mindestens 10% an. Angesichts der gut gefüllten Projektpipeline sowohl im Wind- als auch im Solarbereich halten wir Nettoergebnissteigerungen in dieser Größenordnung in den nächsten Jahren für gut erreichbar, zumal ABO Wind in 2018 in jeder Ausschreibungsrunde Zuschläge für Projekte erhalten hat und damit über ein bezuschlagtes Volumen von ca. 60 MW verfügt. Allerdings warten wir mit der Erhöhung der Schätzungen noch etwas ab, bis wir mehr Visibilität bei der Entwicklung wesentlicher Absatzmärkte von ABO Wind haben.

#### Abbildung 1: Veränderung der Schätzungen

| Alle Zahlen in €Mio.  | 2018E  |        |       | 2019E  |        |       | 2020E  |        |       |
|-----------------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|                       | Alt    | Neu    | Delta | Alt    | Neu    | Delta | Alt    | Neu    | Delta |
| Umsatz                | 134,01 | 134,01 | 0,0%  | 155,08 | 155,08 | 0,0%  | 173,25 | 173,25 | 0,0%  |
| EBIT                  | 17,27  | 18,48  | 7,0%  | 19,01  | 19,01  | 0,0%  | 21,50  | 21,50  | 0,0%  |
| Marge                 | 12,9%  | 13,8%  |       | 12,3%  | 12,3%  |       | 12,4%  | 12,4%  |       |
| Jahresübers.          | 11,29  | 12,16  | 7,7%  | 12,09  | 12,09  | 0,0%  | 13,66  | 13,66  | 0,0%  |
| Marge                 | 8,4%   | 9,1%   |       | 7,8%   | 7,8%   |       | 7,9%   | 7,9%   |       |
| EPS (verwässert) in € | 1,48   | 1,59   | 7,7%  | 1,55   | 1,55   | 0,0%  | 1,58   | 1,58   | 0,0%  |

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

**Kaufempfehlung bestätigt bei leicht höherem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €20,50 (bisher: €20,00). Die Aktie bleibt mit einem 2019E EV/EBIT von 6 und einem 2019E KGV von 9 attraktiv bewertet. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## 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>13.751</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)          | 15.222         | 15.536         | 17.648         | 17.691         | 18.685         | 19.621         | 20.607         | 21.467         |
| - Gesamte Investitionen (Capex und WC) | 1.981          | -16.303        | -12.331        | -9.228         | -9.035         | -9.166         | -9.239         | -9.251         |
| Capex                                  | -2.238         | -2.636         | -2.945         | -3.140         | -3.298         | -3.450         | -3.595         | -3.731         |
| Working Capital                        | 4.219          | -13.667        | -9.385         | -6.088         | -5.737         | -5.715         | -5.644         | -5.521         |
| = Freier Cashflow (FCF)                | 17.203         | -767           | 5.317          | 8.463          | 9.649          | 10.455         | 11.369         | 12.216         |
| <b>GW der FCFs</b>                     | <b>17.091</b>  | <b>-704</b>    | <b>4.513</b>   | <b>6.640</b>   | <b>7.000</b>   | <b>7.011</b>   | <b>7.046</b>   | <b>6.999</b>   |

| in Tsd EUR                                   |              |
|--|--------------|
| GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E) | 98.864       |
| GWs der FCFs in der Terminalperiode          | 82.975       |
| Unternehmenswert (EV)                        | 181.840      |
| + Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten      | -6.200       |
| + Investitionen / Anteile Dritter            | 42           |
| Shareholder Value                            | 175.682      |
| Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)     | 8.564        |
| <b>Fairer Wert je Aktie in €</b>             | <b>20,51</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%                                  | 34,97 | 36,58 | 38,63 | 41,33 | 45,03 | 50,43 | 59,07 |
| Normaler Steuersatz               | 30,0%        | 6,2%                                  | 28,01 | 28,83 | 29,82 | 31,04 | 32,60 | 34,65 | 37,47 |
| Fremdkapitalkosten (nach Steuern) | 3,9%         | 7,2%                                  | 23,20 | 23,64 | 24,14 | 24,75 | 25,49 | 26,40 | 27,56 |
| EK-Anteil                         | 50,0%        | 8,2%                                  | 19,70 | 19,93 | 20,20 | 20,51 | 20,88 | 21,32 | 21,85 |
| FK-Anteil                         | 50,0%        | 9,2%                                  | 17,04 | 17,17 | 17,31 | 17,47 | 17,66 | 17,87 | 18,13 |
|                                   |              | 10,2%                                 | 14,97 | 15,03 | 15,10 | 15,18 | 15,27 | 15,38 | 15,50 |
| <b>Kursziel in €</b>              | <b>20,50</b> | 11,2%                                 | 13,31 | 13,34 | 13,37 | 13,40 | 13,44 | 13,49 | 13,54 |

\* 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         | 87.241         | 104.524        | 118.678        |
| <b>Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)</b> | <b>37.068</b>  | <b>30.191</b>  | <b>46.094</b>  | <b>47.488</b>  | <b>46.769</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>31.051</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>18.480</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>16.889</b>  | <b>17.268</b>  | <b>19.511</b>  |
| Steuern                                   | 3.010          | 3.613          | 5.810          | 6.455          | 4.729          | 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>12.160</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>1,59</b>    | <b>1,55</b>    | <b>1,58</b>    |
| <b>Kennzahlen</b>                         |                |                |                |                |                |                |                |
| Bruttomarge auf Gesamtleistung            | 34,4%          | 29,9%          | 31,9%          | 26,9%          | 29,2%          | 27,7%          | 26,8%          |
| Bruttomarge auf Umsatz                    | 37,9%          | 37,6%          | 37,7%          | 32,4%          | 34,9%          | 32,6%          | 31,5%          |
| EBITDA-Marge                              | 20,7%          | 25,1%          | 28,1%          | 25,7%          | 23,2%          | 20,9%          | 20,6%          |
| EBIT-Marge                                | 10,5%          | 17,6%          | 19,5%          | 17,0%          | 13,8%          | 12,3%          | 12,4%          |
| Nettomarge                                | 5,4%           | 9,7%           | 13,5%          | 11,6%          | 9,1%           | 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%           | -26,0%         | 2,9%           | 13,1%          |
| Nettogewinn/ -verlust                     | n.a.           | 48,0%          | 112,5%         | 3,0%           | -28,5%         | -0,6%          | 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>186.124</b> | <b>205.641</b> | <b>229.364</b> |
| Liquide Mittel                                   | 9.498          | 9.505          | 3.797          | 32.335         | 60.764         | 64.957         | 77.937         |
| 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         | 45.413         | 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>197.377</b> | <b>217.828</b> | <b>242.500</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>41.177</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          | 8.366          | 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>89.379</b>  | <b>114.122</b> | <b>124.754</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         | 68.420         | 78.163         | 88.795         |
| <b>Passiva</b>                                   | <b>112.001</b> | <b>125.404</b> | <b>146.552</b> | <b>173.949</b> | <b>197.377</b> | <b>217.828</b> | <b>242.500</b> |
| <b>Kennzahlen</b>                                |                |                |                |                |                |                |                |
| Current ratio (x)                                | 2,63           | 3,79           | 3,75           | 3,84           | 4,52           | 3,32           | 4,00           |
| Quick ratio (x)                                  | 1,99           | 2,60           | 2,49           | 2,69           | 3,42           | 2,40           | 2,86           |
| Nettoverbindlichkeiten                           | 5.794          | 21.505         | 29.486         | 6.200          | -6.354         | -16.547        | -17.527        |
| Net Gearing                                      | 12,6%          | 41,4%          | 44,2%          | 7,8%           | -7,1%          | -14,5%         | -14,0%         |
| Buchwert je Aktie (in €)                         | 6,01           | 6,80           | 8,72           | 10,40          | 11,69          | 14,61          | 14,43          |
| Return on Equity (ROE)                           | 11,4%          | 14,9%          | 24,8%          | 21,4%          | 13,6%          | 10,6%          | 10,9%          |
| Return on Assets (ROA)                           | 6,6%           | 7,8%           | 12,5%          | 10,8%          | 7,1%           | 6,5%           | 6,6%           |
| Return on Investment (ROI)                       | 4,7%           | 6,2%           | 11,3%          | 9,8%           | 6,2%           | 5,5%           | 5,6%           |
| Return on average capital employed (ROCE)        | 18,4%          | 22,1%          | 27,1%          | 26,1%          | 21,4%          | 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>18.480</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>19.951</b> | <b>20.717</b> | <b>23.501</b> |
| Veränderungen Working Capital                | -20.327       | -9.045        | -27.327       | 2.817         | 4.219         | -13.667       | -9.385        |
| Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)     | 3.498         | -11.805       | -1.527        | 2.216         | -4.729        | -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>19.441</b> | <b>1.870</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>17.203</b> | <b>-767</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>28.429</b> | <b>4.193</b>  | <b>12.980</b> |
| Cash am Anfang der Periode                   | 16.307        | 9.498         | 9.505         | 3.797         | 32.335        | 60.764        | 64.957        |
| <b>Cash zum Ende der Periode</b>             | <b>9.498</b>  | <b>9.505</b>  | <b>2.030</b>  | <b>32.335</b> | <b>60.764</b> | <b>64.957</b> | <b>77.937</b> |
| <b>EBITDA je Aktie</b>                       | <b>2,64</b>   | <b>2,63</b>   | <b>4,50</b>   | <b>4,94</b>   | <b>4,06</b>   | <b>4,14</b>   | <b>4,13</b>   |
| <b>Jährliches Wachstum</b>                   |               |               |               |               |               |               |               |
| Operativer Cashflow                          | n.a.          | n.m.          | n.m.          | n.m.          | -38,2%        | -90,4%        | 341,9%        |
| Freier Cashflow                              | n.a.          | n.m.          | n.m.          | n.m.          | -42,6%        | 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%          | -17,7%        | 2,0%          | -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...7          | ↓                        | ↓                  | ↓                | ↓                  |
| 8              | 4. Juni 2018             | € 13,30            | BUY              | € 20,00            |
| 9              | 16. August 2018          | € 14,30            | BUY              | € 20,00            |
| 10             | 9. Oktober 2018          | € 13,90            | BUY              | € 20,00            |
| 11             | Today                    | € 13,90            | BUY              | € 20,50            |

**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.**