

ABO Wind AG

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 54,00

58,8%
 High

VORBEREITUNGEN FÜR STÄRKERES WACHSTUM

Die ABO Wind AG hat über eine Kapitalerhöhung mehr als €16 Mio. eingeworben. Die Bilanzstärkung schafft die Grundlage dafür, auch große Windparks und Solaranlagen selbst zu errichten. Im Oktober hatte das Unternehmen bereits angekündigt, für denselben Zweck ab dem ersten Quartal 2021 eine Anleihe im Volumen von €30 Mio. mit der Option der Erhöhung auf €50 Mio. zu begeben. Damit plant ABO Wind, ihre Wachstumsstrategie deutlich zu forcieren. Angesichts einer Projektpipeline von mehr als 12.000 MW sehen wir dafür umfangreiche Möglichkeiten. Nach dem RWE/Nordex Projektpipeline deal (2,7 GW europäische Projekte überwiegend im Windbereich für ca. €400 Mio.) erfahren Projektpipelines gegenwärtig eine deutliche Aufwertung. Angesichts des Ziels der EU, bis 2050 Klimaneutralität zu erreichen und bis 2030 die Treibhausgasemissionen gegenüber 1990 um 55% zu reduzieren, sehen wir weiterhin großes Wachstumspotenzial für Wind und Solar. Wir gehen davon aus, dass die zunehmende Elektromobilität und die breite Etablierung von grünem Wasserstoff als Energiequelle die Stromnachfrage deutlich steigern wird. Gleichzeitig steigt Deutschland aus der Atom- (bis Ende 2022) und Kohlestromproduktion (bis 2038) aus. Goldene Zeiten für Entwickler von Grünstromprojekten wie ABO Wind, die gegenwärtig am „sweet spot“ der Wertschöpfungskette sitzen. Sie verfügen über zwei knappe Güter: 1) eine Vielzahl von in Entwicklung befindlichen Projekten und 2) die sehr gesuchte Projektentwicklungs kompetenz von der Flächenauswahl bis zur schlüsselfertigen Errichtung. Diese Kompetenz beinhaltet heute ein komplexes Zusammenspiel sehr verschiedener Fähigkeiten, um die oft mehrjährigen und hindernisreichen Genehmigungsverfahren erfolgreich zum Abschluss zu bringen. Wir erhöhen unsere mittelfristigen Schätzungen deutlich. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €54,00 (bisher: €30,50). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Umsatz (€ Mio.)	146,79	150,26	126,27	163,25	190,33	228,39
Jährliches Wachstum	20,0%	2,4%	-16,0%	29,3%	16,6%	20,0%
EBIT (€ Mio.)	24,96	22,22	19,64	21,30	26,60	30,93
EBIT-Marge	17,0%	14,8%	15,6%	13,0%	14,0%	13,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	17,01	12,74	11,40	13,17	16,48	19,42
EPS (verwässert) (€)	2,22	1,67	1,48	1,55	1,79	2,11
DPS (€)	0,40	0,42	0,42	0,42	0,45	0,46
FCF (€ Mio.)	29,98	-30,29	-24,42	0,95	6,77	0,34
Nettoverschuldungsgrad	7,8%	48,5%	63,0%	30,5%	28,0%	29,6%
Liquide Mittel (€ Mio.)	32,34	4,52	9,65	39,04	42,72	41,09

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist eine Projektentwicklerin für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Grünstromanlagen mit einer Kapazität von ca. 3.500 MW entwickelt. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat ca. 700 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

HANDELSDATEN

Stand: 25. Nov 2020

Schlusskurs	€ 34,00
Aktien im Umlauf	9,22 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 313,51 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 13,80 / 34,40
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.809

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	27,5	23,8	19,0
EV/Sales	2,8	2,2	1,9
EV/EBIT	18,0	16,6	13,3
Div.-Rendite	1,2%	1,2%	1,3%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENS DATEN

Stand: 30. Jun 2020

Liquide Mittel	€ 16,40 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 246,36 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 1,18 Mio.
Bilanzsumme	€ 256,43 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 65,69 Mio.
Eigenkapital	€ 116,62 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	26,0%
Familie Bockholt	26,0%
Mainova	10,0%
Free Float	38,0%



Kapitalerhöhung, um auch große Wind- und Solarparks selbst zu bauen ABO Wind hat 550.000 Aktien bei ausgewählten institutionellen Investoren platziert. Bei einem Preis pro Aktie von €29,50 führte dies zu einem Bruttoemissionserlös von €16,2 Mio. Die Maßnahme dürfte das Eigenkapital zum Jahresende auf ca. €140 Mio. erhöhen. Zum Halbjahr lag die Eigenkapitalquote bei 45%, und das Unternehmen möchte diese weiterhin über 40% halten. Künftig will ABO Wind auch große Wind- und Solarparks mit zum Teil mehr als 100 MW Leistung als Generalunternehmer selbst schlüsselfertig errichten, um auch die Errichtungsmarge selbst einzustreichen und durch die Bestellung größerer MW-Mengen im Wind- und Solarbereich die Materialkostenquote zu senken. Die Errichtung solcher Großprojekte erfordert aber eine starke Bilanz. So dürften die Kosten für die Errichtung eines 100 MW-Windparks bei über €100 Mio. liegen und damit hohe Anforderungen an das Working Capital stellen.

Platzierung einer Anleihe ab Q1/21 angekündigt Im Oktober gab ABO Wind bekannt, dass sie ab dem 1. Quartal 2021 eine Unternehmensanleihe im Volumen von bis zu €30 Mio. mit der Option der Aufstockung auf bis zu €50 Mio. platzieren möchte. Die nachrangige Anleihe soll voraussichtlich eine Laufzeit von neun Jahren haben und mit jährlich 3,5% verzinst werden. Die Emission soll im Wege eines öffentlichen Angebots in Deutschland und Luxemburg auf Basis eines Wertpapierprospekts erfolgen. Die Emissionserlöse sollen vornehmlich zur Finanzierung der Entwicklung und Errichtung neuer internationaler Wind- und Solarparks dienen.

ABO Wind bei Innovationsausschreibung erfolgreich In der Ausschreibung im September 2020 erhielt ABO Wind Zuschläge für alle sechs eingereichten Projekte, die eine Gesamtleistung von 20 MW haben. Neben drei Freiflächen-Solarparks wurden auch drei Kombinationsprojekte aus Photovoltaik und Batteriespeichern bezuschlagt, die 2021 und 2022 ans Netz gehen sollen. Das Thema Stromspeicherung ist ein wachsendes Geschäftsfeld für ABO Wind. Neben den deutschen Projekten plant ABO Wind auf der irischen Insel weitere größere Batteriespeicherprojekte. Mit der Batteriespeichertechnologie erschließt sich ABO Wind einen wichtigen Zukunftsmarkt. Je größer der Anteil des volatilen Wind- und Solarstroms an der gesamten Stromproduktion, desto wichtiger werden Instrumente, die Stromangebot und -nachfrage in Einklang bringen. Batteriespeicher sind eine Möglichkeit dazu.

RWE/Nordex-Pipeline-Deal deutet auf höheren Wert der Projektpipeline von ABO Wind hin Im November hat RWE den Akquisitionsprozess der europäischen Onshore-Wind- und Solarentwicklungsplattform von Nordex erfolgreich abgeschlossen. Dies umfasst eine Entwicklungspipeline von 2,7 GW in Frankreich (1,9 GW), Spanien, Schweden und Polen. 15% der Pipeline-Projekte (ca. 400 MW) stehen kurz vor endgültigen Investitionsentscheidungen (FID) oder in späten Entwicklungsstadien; ca. 230 MW haben Differenzverträge (CfDs) oder andere Einspeisetarife abgeschlossen. Die beiden Unternehmen haben den Verkauf Ende Juli vereinbart. Der Kaufpreis lag bei rund 400 Mio. Euro. Obwohl wir nicht der Ansicht sind, dass die Deal-Parameter direkt für die Bewertung der Projektpipelines von ABO Wind gelten, stellen wir fest, dass die Nachfrage nach Projektpipelines derzeit hoch ist, was die Preise in die Höhe treibt. Angesichts der kontinuierlich wachsenden Projektpipeline von ABO Wind haben wir unser DCF-Modell angepasst, um den höheren Wert widerzuspiegeln.

Hervorragende mittelfristige Aussichten für Wind- und Solarkraft Der von der EU-Kommission im Jahr 2019 vorgelegte European Green Deal zielt auf eine klimaneutrale EU bis 2050 ab. Das Zwischenziel ist eine CO₂-Reduzierung von 55% bis 2030 gegenüber 1990 (zuvor: mehr als 40%). Sowohl die Ziele 2030 als auch 2050 sind nur mit erheblichen zusätzlichen Wind- und Solarkapazitäten erreichbar. In einer aktuellen Studie (Auf dem Weg zu einem klimaneutralen Deutschland, Oktober 2020) propagiert der Think Tank Agora Energiewende einen raschen Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland bis 2030,



um das Green Deal-Ziel zu erreichen. Die Studie schlägt vor, dass Onshore-Wind auf 80 GW (Ende 2019: 54 GW) und PV auf 150 GW (Ende 2019: 49 GW) wachsen sollte.

Darüber hinaus wird Deutschland die Kernenergie (9 GW) bis 2022 und die Kohlekraft (45 GW) bis spätestens 2038 auslaufen lassen. Zwischenziele sind eine Reduzierung auf 30 GW Kohle bis 2022 und auf 17 GW bis 2030. Der Verlust fossiler Grundlaststromkapazität wird den Druck erhöhen, mehr grüne Kraftwerke zu installieren, verstärkt auf Speicher zu setzen, und wahrscheinlich die Strompreise in die Höhe treiben, was den Wert von Ökostromanlagen beflügeln sollte.

Die internationalen Hochlaufstrategien für die Produktion von grünem Wasserstoff werden sehr viel Ökostrom erfordern. Laut der Studie „Path to Hydrogen Competitiveness“ des Hydrogen Councils haben 18 Regierungen, deren Volkswirtschaften 70% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts ausmachen, detaillierte Strategien für die Entwicklung von Energielösungen auf Wasserstoffbasis entwickelt. Die Internationale Energieagentur (IEA) hält eine Grünstromproduktion von jährlich rd. 3.600 TWh für erforderlich, um allein die derzeitige fossile Wasserstoffproduktion durch treibhausgasfreie Wasserelektrolyse zu ersetzen. Dies ist mehr als die jährliche Gesamtstromproduktion der EU. Im Juli 2020 legte die EU-Kommission ihren Plan „Eine Wasserstoffstrategie für ein klimaneutrales Europa“ vor, der die Installation von 6 GW grünen Wasserstoffelektrolyseuren bis 2024 und 40 GW bis 2030 vorsieht. Im Juni verabschiedete die Bundesregierung ihre nationale Wasserstoffstrategie. Sie prognostiziert einen inländischen Wasserstoffbedarf von 90-110 TWh bis 2030 (derzeit: ca. 55 TWh).

Mittelfristige Schätzungen erhöht Mit der gestärkten Kapitalbasis dürfte ABO Wind mehr Projekte, die gegenwärtig noch in der Entwicklung sind, gleichzeitig umsetzen und auch selbst errichten. Da die Projektentwicklung Zeit dauert, gehen wir nicht von einem kurzfristigen Effekt aus, sehr wohl aber von deutlich höheren Umsätzen und Ergebnisbeiträgen ab 2023E. Unsere langfristige Bruttomargenannahme haben wir von 30% auf 28% gesenkt, um den zukünftig tendenziell höheren Anteil an schlüsselfertig errichteten Projekten zu berücksichtigen. Der Bau von Grünstromanlagen generiert hohe Umsätze, die Bruttomarge ist aber deutlich geringer als bei Projektrechtsverkäufen.

Kaufempfehlung bestätigt bei deutlich höherem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die höheren mittelfristigen Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €54,00 (bisher: €30,50). ABO Wind hat inzwischen eine Unternehmensgröße erreicht (Marktkapitalisierung über €300 Mio., Mitarbeiterzahl ca. 700) und eine so gut diversifizierte Projektpipeline, dass wir unsere Eigenkapitalkostenschätzung von 12,2% auf 10,1% gesenkt haben. Die Fremdkapitalkostenschätzung haben wir von 5,5% auf 4,0% gestutzt. Die nach wie vor sehr expansive Geldpolitik, die bei -0,6% liegenden Zinsen für 10jährige deutsche Staatsanleihen sowie der für die €30 Mio.-Anleihe anvisierte Zinssatz von 3,5% rechtfertigen diese Senkung. Unsere Schätzung für die langfristige EK/FK-Struktur von 50/50 haben wir beibehalten, auch wenn dies konservativer ist als das jüngst vom Unternehmen kommunizierte Ziel einer Eigenkapitalquote von mindestens 40%. Insgesamt ergibt sich aus den Modellanpassungen ein WACC von 6,5% (bisher: 8,0%). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR*	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	163.252	190.325	228.390	262.649	298.942	336.717	375.287	413.839
NOPLAT	15.655	19.538	22.604	26.809	30.397	33.993	37.637	41.152
+ Abschreibungen	1.679	1.841	2.015	2.332	2.728	3.162	3.630	4.125
= Operativer Cashflow (netto)	17.334	21.379	24.619	29.141	33.125	37.156	41.267	45.277
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-16.385	-14.612	-24.283	-19.364	-25.780	-27.256	-28.342	-28.950
Capex	-2.775	-3.140	-3.426	-3.940	-4.457	-4.990	-5.527	-6.057
Working Capital	-13.610	-11.472	-20.858	-15.424	-21.323	-22.266	-22.815	-22.893
= Freier Cashflow (FCF)	949	6.767	336	9.777	7.345	9.900	12.925	16.327
GW der FCFs	943	6.319	295	8.057	5.685	7.198	8.828	10.475

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2020E-2034E)	152.521
GWs der FCFs in der Terminalperiode	383.335
Unternehmenswert (EV)	535.856
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-38.081
+ Investitionen / Anteile Dritter	37
Shareholder Value	497.812
Ausstehende Aktien (verwässert, in tsd.)	9.221
Fairer Wert je Aktie in €	53,99

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	10,1%	5,0%	72,71	77,35	83,34	91,36	102,65	119,73	148,59
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%	5,5%	62,66	65,89	69,95	75,19	82,20	92,07	107,00
Normaler Steuersatz	30,0%	6,0%	54,55	56,85	59,67	63,20	67,76	73,86	82,45
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,8%	6,5%	47,90	49,56	51,55	53,99	57,04	60,99	66,27
EK-Anteil	50,0%	7,0%	42,36	43,56	44,99	46,70	48,80	51,43	54,82
FK-Anteil	50,0%	7,5%	37,68	38,56	39,59	40,81	42,27	44,06	46,31
Kursziel in €	54,00	8,0%	33,70	34,34	35,09	35,96	36,99	38,22	39,74

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2027 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2034



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Umsatz	146.786	150.264	126.273	163.252	190.325	228.390
Bestandsveränderungen	29.468	-619	22.752	28.569	32.926	39.511
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	256	233	0	0	0
Gesamtleistung	176.254	149.901	149.258	191.821	223.251	267.901
Herstellungskosten	99.298	70.684	66.582	102.849	125.615	159.873
Bruttogewinn (Umsatz - Herstkost.)	47.488	79.580	59.691	60.403	64.711	68.517
Personalkosten	32.039	36.305	41.361	43.400	45.310	48.045
Sonstige betriebliche Erträge	3.750	2.973	3.451	2.775	3.045	3.654
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10.926	13.465	17.143	17.000	18.144	21.469
EBITDA	37.741	32.420	27.623	31.348	37.228	42.169
Abschreibungen & Amortisation AV	1.449	1.438	1.542	1.679	1.841	2.015
Abschreibungen UV	11.328	8.766	6.437	8.368	8.787	9.226
EBIT	24.964	22.216	19.644	21.301	26.601	30.928
Nettofinanzergebnis	-1.489	-918	-1.570	-2.481	-3.060	-3.181
EBT	23.475	21.298	18.074	18.820	23.540	27.747
Steuern	6.455	8.537	6.668	5.646	7.062	8.324
Minderheitsbeteiligungen	-9	-17	-4	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	17.011	12.745	11.402	13.174	16.478	19.423
EPS (verwässert)	2,22	1,67	1,48	1,55	1,79	2,11
Kennzahlen						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	26,9%	53,1%	40,0%	31,5%	29,0%	25,6%
Bruttomarge auf Umsatz	32,4%	53,0%	47,3%	37,0%	34,0%	30,0%
EBITDA-Marge auf Umsatz	25,7%	21,6%	21,9%	19,2%	19,6%	18,5%
EBIT-Marge auf Umsatz	17,0%	14,8%	15,6%	13,0%	14,0%	13,5%
EBT-Marge auf Umsatz	16,0%	14,2%	14,3%	11,5%	12,4%	12,1%
Nettomarge auf Umsatz	11,6%	8,5%	9,0%	8,1%	8,7%	8,5%
Steuersatz	27,5%	40,1%	36,9%	30,0%	30,0%	30,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalkosten	21,8%	24,2%	32,8%	26,6%	23,8%	21,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,4%	9,0%	13,6%	10,4%	9,5%	9,4%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,0%	1,0%	1,2%	1,0%	1,0%	0,9%
Abschreibungen UV	7,7%	5,8%	5,1%	5,1%	4,6%	4,0%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	20,0%	2,4%	-16,0%	29,3%	16,6%	20,0%
Operatives Ergebnis	4,5%	-11,0%	-11,6%	8,4%	24,9%	16,3%
Nettogewinn/ -verlust	3,0%	-25,1%	-10,5%	15,5%	25,1%	17,9%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	163.462	184.057	232.427	276.315	293.970	316.951
Liquide Mittel	32.335	4.517	9.648	39.035	42.724	41.092
Wertpapiere	12.500	18.747	17.665	17.665	17.665	17.665
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24.387	20.231	20.678	22.363	26.072	31.286
Vorräte	48.822	71.451	80.171	92.987	103.245	122.642
Sonstige Forderungen	45.418	69.111	104.265	104.265	104.265	104.265
Anlagevermögen, gesamt	10.487	9.985	10.132	11.229	12.528	13.939
Sachanlagen	4.627	4.553	5.208	5.976	7.016	8.213
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	293	894	1.298	1.627	1.886	2.100
Finanzanlagen	5.567	4.505	3.626	3.626	3.626	3.626
Sonstige	0	33	0	0	0	0
Aktiva	173.949	194.042	242.559	287.544	306.499	330.890
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	42.615	43.848	69.146	62.453	72.715	82.842
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.125	844	19.362	11.447	18.636	24.917
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9.914	10.983	10.380	11.271	13.766	17.520
Rückstellungen (kurzfristig)	23.881	21.014	24.572	24.572	24.572	24.572
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.695	11.007	14.832	15.163	15.740	15.833
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	51.780	61.219	69.837	84.768	81.132	80.215
Zinstragende Verbindlichkeiten	37.410	46.837	55.487	70.418	66.782	65.865
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.370	14.382	14.350	14.350	14.350	14.350
Anteile Dritter	42	39	37	37	37	37
Eigenkapital	79.512	88.937	103.539	140.286	152.614	167.796
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	8.071	9.221	9.221	9.221
Kapitalrücklage	13.542	13.542	19.495	45.490	45.490	45.490
Gewinnrücklagen	58.553	68.016	76.213	85.815	98.144	113.325
Passiva	173.949	194.042	242.559	287.544	306.499	330.890
Kennzahlen						
Current ratio (x)	3,84	4,20	3,36	4,42	4,04	3,83
Quick ratio (x)	2,69	2,57	2,20	2,94	2,62	2,35
Nettoverbindlichkeiten	6.200	43.164	65.201	42.830	42.695	49.690
Net Gearing	7,8%	48,5%	63,0%	30,5%	28,0%	29,6%
Buchwert je Aktie (in €)	10,40	11,63	13,42	16,50	16,55	18,20
Return on Equity (ROE)	21,4%	14,3%	11,0%	9,4%	10,8%	11,6%
Return on Assets (ROA)	10,8%	7,5%	5,5%	5,5%	6,5%	6,9%
Return on Investment (ROI)	9,8%	6,6%	4,7%	4,6%	5,4%	5,9%
Return on average capital employed (ROCE)	26,1%	20,6%	13,4%	12,3%	14,3%	15,2%
Forderungsumschlag in Tagen	60,6	49,1	59,8	50,0	50,0	50,0
Vorratsumschlag in Tagen	179,5	369,0	439,5	330,0	300,0	280,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	36,4	56,7	56,9	40,0	40,0	40,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT	24.964	22.216	19.644	21.301	26.601	30.928
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.449	1.438	1.542	1.679	1.841	2.015
EBITDA	26.413	23.654	21.186	22.980	28.441	32.943
Veränderungen Working Capital	2.817	-39.067	-37.895	-13.610	-11.472	-20.858
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	2.216	-12.697	-5.086	-5.646	-7.062	-8.324
Operativer Cashflow	31.446	-28.110	-21.795	3.724	9.907	3.762
Investitionen in Sachanlagen	-1.257	-1.393	-1.965	-2.122	-2.474	-2.741
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-213	-782	-661	-653	-666	-685
Freier Cashflow	29.976	-30.285	-24.421	949	6.767	336
Akquisitionen und Verkäufe	169	179	91	0	0	0
Andere Investitionen	4	-1.246	282	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.297	-3.242	-2.253	-2.775	-3.140	-3.426
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	4.130	9.120	34.323	7.016	3.553	5.364
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	27.145	0	0
Gezahlte Dividenden	-3.823	-3.058	-3.211	-3.241	-3.572	-4.149
Sonstige Finanzierung	-1.816	-2.389	-1.948	-2.481	-3.060	-3.181
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.508	3.672	29.164	28.439	-3.079	-1.967
FOREX & sonstige Effekte	-103	-138	15	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	28.538	-27.818	5.131	29.387	3.688	-1.631
Cash am Anfang der Periode	3.797	32.335	4.517	9.648	39.035	42.724
Cash zum Ende der Periode	32.335	4.517	9.648	39.035	42.724	41.092
EBITDA je Aktie	4,94	4,24	3,58	3,69	4,04	4,57
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	166,0%	-62,0%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	613,4%	-95,0%
Financial Cashflow	n.m.	n.m.	694,2%	-2,5%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	9,6%	-14,1%	-15,6%	3,0%	9,5%	13,3%

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

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

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 26. November 2020 um 14:53 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 ¹	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%

¹ 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	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...12	↓	↓	↓	↓
13	13. Juni 2019	€ 14,10	BUY	€ 22,00
14	5. August 2019	€ 14,40	BUY	€ 22,00
15	9. Oktober 2019	€ 15,30	BUY	€ 22,50
16	3. Februar 2020	€ 18,20	BUY	€ 27,00
17	27. April 2020	€ 17,40	BUY	€ 27,00
18	22. Juni 2020	€ 20,80	BUY	€ 30,00
19	19. August 2020	€ 23,40	BUY	€ 30,50
20	Heute	€ 34,00	BUY	€ 54,00

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 INFORMATIONSQUELLEN

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.