

ABO Invest AG

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

Jahresbericht
 2018

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 2,10

25,7%

Low

ERSTMALS POSITIVES VORSTEUERERGEBNIS

ABO Invest hat Umsatz und EBIT in 2018 deutlich gesteigert und zum ersten Mal ein positives Vorsteuerergebnis ausgewiesen. Dank der Erweiterung des Windstromportfolios um 23 MW Ende 2017 gelang eine Steigerung der Stromproduktion um 25% auf 368 GWh, obwohl die Winderträge 9% unter dem langfristigen Durchschnitt lagen. Der Verkauf des Windparks Wennerstorf brachte dem Unternehmen einen zusätzlichen Ertrag von knapp €2 Mio. Der operative Cashflow stieg auf €22 Mio. und belegt einmal mehr die Cashflowstärke des Geschäftsmodells. Für 2019 geht ABO Invest für das Bestandsportfolio im Falle eines durchschnittlichen Windjahres von einem Umsatz von €35,3 Mio., einem EBIT von €8,0 Mio. und einem EBT von 2,2 Mio. aus. Nachdem die Winderträge des Bestandsportfolios in den ersten fünf Monaten unterdurchschnittlich waren, senken wir unsere Umsatzprognose für das Gesamtjahr. Außerdem gehen wir für dieses Jahr nunmehr von einer kurzen Wachstumspause beim Ausbau des Portfolios aus, nachdem ABO Invest bisher noch keine Akquisition getätigt hat. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,10. Die ABO Invest-Aktie bleibt ein grundsolider Substanzwert mit Wachstumsperspektive, und wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Positives Vorsteuerergebnis durch Windparkverkauf ABO Invest steigerte den Umsatz um 20% auf €31,7 Mio. (FBe: €32,2 Mio.), da der Ende 2017 zugekaufte Windpark Haapajärvi II (23,1 MW) im Jahr 2018 erstmals zur Stromproduktion beitrug und einen Umsatz von knapp €5,2 Mio. beisteuerte. Insgesamt hat der Konzern den für ein durchschnittliches Windjahr prognostizierten Umsatz – ohne Berücksichtigung erstatteter Ertragsausfälle – um 12% verfehlt. Damit lag der Umsatz knapp unterhalb der prognostizierten Bandbreite von €32-37 Mio.

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich von €0,5 Mio. auf €3,0 Mio. Neben den Erträgen aus dem Verkauf des Windparks Wennerstorf (€2,0 Mio.) trugen Entschädigungen für Ertragsausfälle in Höhe von €0,8 Mio. zu diesem außergewöhnlich hohen Wert bei.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	27,69	26,42	31,67	33,88	37,22	40,85
Jährliches Wachstum	-5,1%	-4,6%	19,9%	7,0%	9,9%	9,7%
EBIT (€ Mio.)	4,46	3,25	6,47	6,77	8,99	10,12
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	20,0%	24,2%	24,8%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,08	-3,34	-1,28	-0,41	1,96	2,61
EPS (verwässert) (€)	-0,07	-0,07	-0,03	-0,01	0,04	0,05
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	19,40	16,75	11,84	23,99	-6,20	-2,56
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	373,7%	302,9%	250,0%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,12	13,01	14,54	20,52	24,10	31,91

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

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

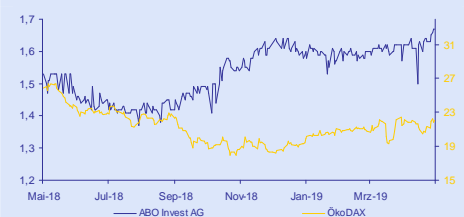
HANDELSDATEN

Stand: 24. Mai 2019

Schlusskurs	€ 1,67
Aktien im Umlauf	49,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 81,83 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,37 / 1,67
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	41.156

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	n.a.	n.a.	43,8
EV/Sales	7,6	7,1	6,5
EV/EBIT	37,3	35,7	26,9
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2018

Liquide Mittel	€ 14,54 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 20,00 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 8,35 Mio.
Bilanzsumme	€ 222,25 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 22,17 Mio.
Eigenkapital	€ 38,26 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

ABO Wind AG	3,5%
Free Float	96,5%



Das EBITDA stieg J/J von €18,9 Mio. auf €25,5 Mio. (+34%, FBe: €25,7 Mio.). Bereinigt um Einmaleffekte lag das EBITDA bei €23,4 Mio. (VJ: €19,0 Mo.). Die bereinigte EBITDA-Marge stieg von 72% auf 74%.

Die Abschreibungen erhöhten sich hauptsächlich durch die Erstkonsolidierung des Windparks Haapajärvi II von €15,7 Mio. auf €19,0 Mio. Das EBIT belief sich somit auf €6,5 Mio., was einer Verdoppelung gegenüber dem Vorjahr entspricht (vgl. Abbildung 1). Selbst bereinigt um Einmaleffekte stieg das EBIT deutlich um 33% auf €4,4 Mio.

Die Zinsaufwendungen stiegen von €5,9 Mio. auf €6,3 Mio. Während sich die Zinsaufwendungen aufgrund des planmäßigen Tilgungsfortschritts der Bestandsprojekte um €0,5 Mio. reduzierten, führte der Erwerb von Haapajärvi II zu einem erstmaligen Zinsaufwand von €0,9 Mio. aus der langfristigen Projektfinanzierung. Das Vorsteuerergebnis war mit €0,1 Mio. leicht positiv und damit substantiell besser als im Vorjahr (2017: €-2,7 Mio.). Ertragssteuern in Höhe von €0,2 Mio. und Kostensteuern von €1,1 Mio. führten zu einem Konzernergebnis nach Minderheiten von €-1,3 Mio. (2017: €-3,3 Mio.).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

in € Mio.	2018A	2018E	Delta	2017A	Delta
Umsatz	31,67	32,17	-1,5%	26,42	19,9%
EBIT	6,47	6,75	-4,1%	3,25	98,9%
Marge	20,4%	21,0%		12,3%	
Jahresübers.	-1,28	-0,81	-	-3,34	-
Marge	-4,0%	-2,5%		-12,6%	
EPS (verwässert) in €	-0,03	-0,02	-	-0,07	-

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Nettoverschuldung gesenkt, Eigenkapitalquote erhöht ABO Invest's Bilanz verbesserte sich bei wichtigen Kenngrößen. So sanken die Finanzverbindlichkeiten gegenüber Banken um 3% auf €174 Mio. Der weit überwiegende Teil davon (€156 Mio.) ist langfristiger Natur. Die liquiden Mittel erhöhten sich um €1,5 Mio. auf €14,5 Mio. Die Nettoverschuldung fiel 4% auf €160 Mio. Zwar sank das Eigenkapital, hauptsächlich aufgrund des Nettoverlustes, von €40,0 Mio. auf €38,3 Mio. Wegen der gesunkenen Bilanzsumme (-8%) stieg die Eigenkapitalquote aber von 16,5% auf 17,2%. Der Rückgang der Bilanzsumme resultiert wesentlich aus den abschreibungsbedingt niedrigeren Sachanlagen (Windparks), deren Wert sich Ende 2018 auf €194 Mio. belief (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Wesentliche Bilanzpositionen und -kennzahlen

in € Mio.	2017A	2018A	Delta
Sachanlagen	212,4	194,0	-9%
Anlagevermögen insgesamt	222,0	202,2	-9%
Liquide Mittel	13,0	14,5	12%
Umlaufvermögen insgesamt	19,3	19,5	1%
Eigenkapital	40,0	38,3	-4%
<i>Eigenkapitalquote</i>	16,5%	17,2%	-
Finanzverbindlichkeiten ggü. Banken	179,7	174,0	-3%
Nettoverschuldung	166,7	159,5	-4%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	417%	417%	-
Bilanzsumme	241,8	222,3	-8%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Deutlicher Anstieg des operativen Cashflows Der operative Cashflow erhöhte sich von €17,2 Mio. auf €22,1 Mio. Wesentlicher Cashflowtreiber war der erstmalige Beitrag des finnischen Windparks Haapajärvi II mit ca. €4,4 Mio. Investitionen von €10,2 Mio. führten zu einem freien Cashflow von €11,8 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit belief sich auf €-9,2 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit betrug €-11,4 Mio. Tilgungen (€17,7 Mio.) und gezahlte Zinsen (€6,3 Mio.) standen Zuflüsse aus der Aufnahme neuer Kredite in Höhe von €12,6 Mio. gegenüber. Der Nettocashflow belief sich auf €1,6 Mio. (vgl. Abb. 3).

Abbildung 3: Cashflowrechnung

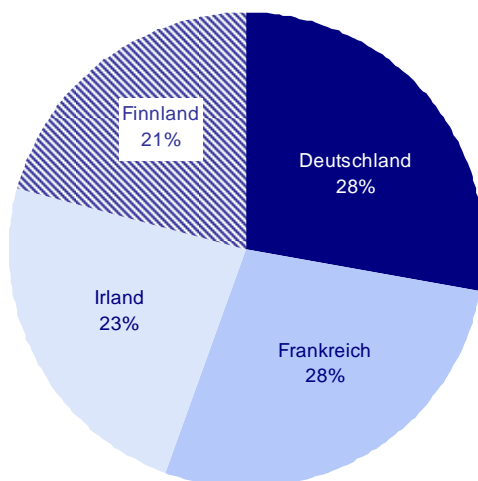
in € Mio.	2017A	2018A
Operativer Cashflow	17,16	22,09
CAPEX	-0,40	-10,25
Freier Cashflow	16,75	11,84
Cashflow Investitionstätigkeit	-4,54	-9,18
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-8,77	-11,36
Netto-Cashflow	3,85	1,56

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Regionale Umsatzverteilung belegt sehr gute Diversifizierung des Windparkportfolios

Der Konzernumsatz verteilte sich in 2018 auf die vier Länder Deutschland, Frankreich, Irland und Finnland. Die größten Anteile hatten Deutschland und Frankreich mit jeweils 28%, den niedrigsten Anteil steuerte Finnland mit 21% bei. Damit bewegten sich die Umsatzanteile der einzelnen Länder in einer ähnlichen Größenordnung (vgl. Abbildung 4). Dies belegt die sehr gute regionale Diversifizierung des Portfolios.

Abbildung 4: Regionale Umsatzverteilung in 2018



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG



Stromproduktion um 25% gesteigert Nachdem die Stromproduktion in den letzten beiden Jahren aufgrund schwacher Winternten rückläufig war, gelang ABO Invest in 2018 eine deutliche Steigerung der Stromproduktion von 295 GWh auf 368 GWh. Dieser Anstieg ist wesentlich auf die Ende 2017 getätigte Erweiterung des Portfolios um den finnischen Windpark Haapajärvi II (23,1 MW) zurückzuführen, der im Jahr 2018 knapp 69 GWh produzierte und damit einen Anteil von knapp 19% an der Gesamtstromproduktion erreichte. Insgesamt war 2018 erneut ein unterdurchschnittliches Windjahr. Die Stromerträge des Portfolios lagen 9% unter der Prognose. In Deutschland und Irland lagen die Erträge jeweils um 11% hinter dem langfristigen Durchschnitt, in Frankreich und Finnland jeweils um 7%.

Abbildung 5: Stromproduktion, Umsatz, EBIT- und Ergebnisbeiträge, disaggregiert

Windpark/ Biogasanlage	Produktion (MWh)	Umsatz (€ tsd.)	Umsatz in €/MWh	Beitrag zum Konzern-EBIT (€ tsd.)	Ergebnisbeitrag nach Steuern (€ tsd.)
Deutschland					
Broich	4.060	346	85	11	-87
Düngenheim	6.215	627	101	14	-170
Framersheim II	6.270	637	102	113	-20
Losheim	5.924	581	98	68	38
Repperndorf	9.781	989	101	105	-165
Samswegen ¹⁾	6.215	1.498	241	215	144
Weilrod	41.162	3.883	94	592	-365
Wennerstorf ²⁾	2.939	278	95	75	67
Frankreich					
Couffé	19.400	1.686	87	375	-71
Cuq	17.325	1.647	95	198	-491
Escamps	8.742	762	87	197	-15
St. Nicolas des Biefs	36.151	3.138	87	650	-123
Souilly La Gargasse	17.447	1.553	89	444	-15
Irland					
Glenough	97.189	7.455	77	1.559	-702
Finnland					
Haapajärvi	88.976	6.591	84	1.320	-187
Summe	367.796	31.670			

1) Umsatz der Biogasanlage inkl. Wärmeerlöse

2) Verkauf (96,8%) zum 31.5.2018

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Weilrod vollständig erworben Zum 31.3.2018 hat ABO Invest die noch ausstehenden 20% des Windparks Weilrod übernommen und besitzt damit nunmehr 100% der Anteile. Der Kaufpreis für die Kommanditanteile und Gesellschafterdarlehen betrug €1,2 Mio. Da der Windpark auch schon in der Vergangenheit mehrheitlich im Besitz von ABO Invest war, war er bereits voll konsolidiert. Somit ergibt sich aus dem Kauf keine Umsatz- und EBIT-Steigerung.

Verkauf von Wennerstorf bringt außerordentlichen Ertrag ABO Invest hat ihren 96,8%-Anteil am Windpark Wennerstorf zum 31.5.2018 an die ABO Wind verkauft. Der Projektentwickler hat den Windpark, der bisher 5,2 MW Kapazität hatte, mit zwei 4,5 MW-Nordex-Pilotanlagen repowert. Der Verkauf brachte der ABO Invest AG einen außerordentlichen Ertrag von insgesamt €1,8 Mio., davon €0,3 Mio. Veräußerungsgewinn und €1,5 Mio. Beteiligung am Planungsertrag von ABO Wind. Mit dem Verkauf hat ABO Invest eine außerordentliche Geschäftsoportunität genutzt.

Portfoliokapazität beträgt 151 MW Nach dem Verkauf des Windparks Wennerstorf und dem Zukauf der restlichen Anteile von Weilrod beläuft sich die Kapazität des Portfolios auf 150,7 MW nach 152,4 MW im Vorjahr. Mit einem kapazitätsgewichteten Alter von gut sechs Jahren ist das Portfolio noch recht jung, wenn man eine durchschnittliche Lebenszeit von mindestens 20 Jahren pro Anlage unterstellt. Dies erklärt auch die noch relativ niedrigen Ergebnisbeiträge der Windparks, da diese in den ersten Betriebsjahren aufgrund der Abschreibungen und der anfänglich hohen Zinsaufwendungen üblicherweise keine bilanziellen Gewinne erwirtschaften. Hinzu kommt eine konservative Abschreibungspolitik von ABO Invest. Die Windparks werden über 16 Jahre linear abgeschrieben. Die relativ kurze Abschreibungsdauer (die erwartete Lebenszeit eines Windparks liegt bei mindestens 20 Jahren) erhöht die Abschreibungen p.a.

Abbildung 6: Portfolioinformationen und Umsatzprognose für 2019E

Windpark/ Biogasanlage	Inbetrieb- nahme	Ende der Förderung	Beteiligungs- quote	Kapazität in MW	Prognose MWh p.a.	MWh/MW	Vergütung pro MWh (€)	Prognose Umsatz 2019 (€ tsd.)
Deutschland								
Broich	2007	2027	100,0%	2,4	4.519	1.883	85,4	386
Düngenheim	2009	2029	100,0%	4,0	7.595	1.899	100,9	766
Framersheim II	2013	2033	100,0%	3,4	7.034	2.069	101,8	716
Losheim	2004	2024	100,0%	4,5	6.073	1.350	97,9	594
Repperndorf	2009	2029	100,0%	6,0	10.923	1.821	101,1	1.104
Samswegen	2009	2029	100,0%	0,8	6.230	7.788	239,3	1.491
Weilrod	2014	2034	100,0%	16,8	49.530	2.948	89,0	4.406
Frankreich								
Couffé	2014	2029	100,0%	10,0	20.759	2.076	88,2	1.831
Cuq	2009	2024	100,0%	12,0	18.843	1.570	96,5	1.819
Escamps	2013	2028	100,0%	4,1	9.710	2.368	88,4	858
St. Nicolas des Biefs	2015	2030	100,0%	14,0	38.132	2.724	92,7	3.534
Souilly La Gargasse	2012	2027	100,0%	8,0	17.711	2.214	90,3	1.600
Irland ¹⁾								
Glenough	2011	2026	100,0%	32,5	103.315	3.179	75,8	7.835
Glenough 14	2013	2028	100,0%	2,5	5.913	2.365	75,8	448
Finnland								
Haapajärvi	2015	2027	100,0%	6,6	22.277	3.375	81,6	1.817
Haapajärvi II	2017	2029	100,0%	23,1	74.620	3.230	81,6	6.086
Summe				150,7	403.184			35.292

1) Berücksichtigt zusätzliche Stromhandelskosten in Höhe von ca. €0,3 Mio.

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Sehr schlanke Struktur ABO Invest weist weiterhin eine sehr schlanke Struktur auf. Die beiden Vorstände führen die Geschäfte und werden durch zwei Mitarbeiter bei der Geschäftsführung und dem Teilnehmungsmanagement unterstützt. Über Verträge mit ABO Wind werden weitere Dienstleistungen wie z.B. die Unternehmenskommunikation extern erbracht. Die kaufmännische und technische Betriebsführung der Grünstromanlagen wird ebenfalls über die ABO Wind abgewickelt. Dies erklärt die sehr geringen Personalkosten, die sich in 2018 auf lediglich €0,3 Mio. beliefen.

Transparenz in der Stromproduktion ABO Invest stellt auf ihrer Homepage (www.buergerwindaktie.de/portfolio) die Stromproduktion sowohl aggregiert auf Portfolioebene als auch auf Einzelparkebene dar. Jeder Interessierte, insbesondere jeder Aktionär, kann die Stromproduktion auf Jahres-, Monats- und sogar auf Tagesbasis verfolgen und mit den Prognosen vergleichen. Damit besteht zu jedem Zeitpunkt Transparenz über das Verhältnis von Ist- zur Soll-Stromproduktion. Da die jährliche mittlere Umsatz-Guidance des Unternehmens auf der Sollstromproduktion, also der Produktion bei durchschnittlichen Windverhältnissen fußt, ist der Zielerreichungsgrad jederzeit gut abschätzbar.

Geplanter Einstieg in das Solarsegment diversifiziert Risiken Mit dem geplanten Einstieg in die Solarstromproduktion baut sich ABO Invest neben der Windkraft ein zweites technologisches Standbein auf und diversifiziert damit ihr technologisches Risiko. Insgesamt schwanken die Solarstromerträge mit ca. bis zu +/- 5% p.a. deutlich geringer als Windstromerträge (bis zu +/- 20% p.a.). Der Zukauf von Solarstromanlagen bringt somit ein stabilisierendes Element ins Portfolio. Hinzu kommt, dass sich Sonneneinstrahlung und Windaufkommen häufig gegenläufig verhalten, was zu einer Glättung der Stromproduktion des Portfolios führen sollte.

ABO Invest profitiert von Kooperation mit Projektentwickler ABO Wind Das Wachstum von ABO Invest in 2018 beruht wesentlich auf dem Zukauf des Haapajärvi II-Windparks in Finnland, den ABO Wind realisiert hat. Das Fachwissen und die internationale Erfahrung des erfahrenen Projektierers hat wesentlich zum Aufbau des internationalen Grünstromportfolios von ABO Invest beigetragen und erleichtert auch den geplanten Einstieg in die Solarstromproduktion. ABO Wind bietet ABO Invest regelmäßig Windparks und zukünftig auch Solarparks zu marktüblichen Konditionen an. Dank der langjährigen vertrauensvollen Zusammenarbeit sind die Such- und Due Diligence-Kosten für ABO Invest relativ gering.

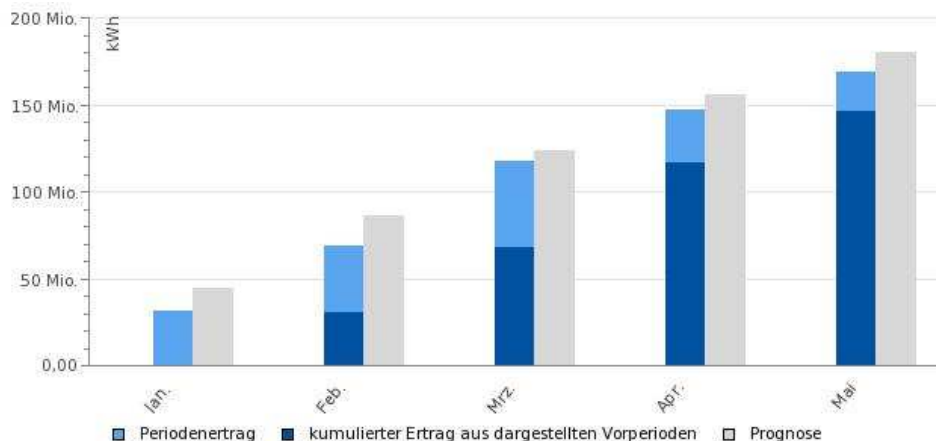
Unternehmensprognose für das Bestandsportfolio: bei durchschnittlichen Windverhältnissen positives Vorsteuerergebnis (EBT) von €2,2 Mio. Für 2019 geht ABO Invest im Falle eines durchschnittlichen Windjahres von einer Stromproduktion von 403 GWh aus (vgl. dazu auch Abbildung 6 auf Seite 5). Daraus ergäbe sich ein Umsatz von €35,3 Mio., ein EBIT von €8,0 Mio. und ein EBT von €2,2Mio. Unter der Annahme, dass die Kostensteuern im laufenden Jahr ähnlich hoch sind wie in 2018 (€1,1 Mio.), würde ABO Invest bei durchschnittlichen Windverhältnissen zum ersten Mal ein positives Nettoergebnis in Höhe von ca. €1,1 Mio. erzielen. In Abbildung 7 sind die prognostizierten Kennzahlen nicht nur für ein durchschnittliches Windjahr, sondern auch für ein schwaches (unterer Rand) und ein starkes (oberer Rand) abgebildet.

Abbildung 7: Prognose von ABO Invest für das Bestandsportfolio für 2019 in Abhängigkeit von den Windverhältnissen

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	durchschnittliches Windjahr	oberer Rand
Stromproduktion (GWh)	364	403	423
Umsatz	31,7	35,3	37,0
EBITDA	23,1	26,7	28,0
EBITDA-Marge (in %)	73%	75%	75%
EBIT	4,5	8,0	9,3
EBT	-1,3	2,2	3,5

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Schätzungen für 2019E angepasst Wir hatten bisher für 2019 einen zusätzlichen Umsatz von €1,3 Mio. durch die Ausweitung der Portfoliokapazität unterstellt. Nachdem ABO Invest bisher noch keinen Akquisitionserfolg vermelden konnte, unterstellen wir für das laufende Jahr keine umsatzrelevante Portfolioerweiterung mehr. Der Windertrag des Bestandsportfolios hat in den ersten fünf Monaten dieses Jahres ca. 4% unterhalb des langfristigen Durchschnitts gelegen (vgl. Abbildung 8 auf der nächsten Seite). In unserer Umsatzschätzung für das Gesamtjahr unterstellen wir nunmehr ebenfalls eine 4%ige Zielunterschreitung. Daraus ergibt sich eine Umsatzprognose von €33,9 Mio. und eine EBT-Schätzung von €0,8 Mio.

Abbildung 8: Kumulierte Produktion und Prognose in kWh am 27. Mai 2019

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Für die Jahre ab 2020E halten wir bis auf weiteres an unserem bisherigen Wachstumsmodell fest. Die unterstellte Wachstumspause in 2019E führt zu Änderungen der Schätzungen für die Folgejahre. So sinken die Umsatzprognosen, niedrigere Abschreibungen führen im Modell aber zu kaum veränderten operativen Ergebnissen. Niedrigere Zinsaufwendungen steigern die Nettoergebnisprognosen (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2019E			2020E			2021E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	36,96	33,88	-8,3%	40,19	37,22	-7,4%	43,82	40,85	-6,8%
EBIT	8,08	6,77	-16,2%	8,80	8,99	2,2%	10,18	10,12	-0,6%
Marge	21,9%	20,0%		21,9%	24,2%		23,2%	24,8%	
Jahresübers.	0,82	-0,41	-	0,92	1,96	113,5%	1,58	2,61	65,2%
Marge	2,2%	-1,2%		2,3%	5,3%		3,6%	6,4%	
EPS (verwässert) in €	0,02	-0,01	-	0,02	0,04	118,7%	0,03	0,05	68,9%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein auf den überarbeiteten Schätzungen beruhendes aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,10. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*									
Alle Angaben in tsd. EUR	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
Nettoumsatz	33.880	37.221	40.850	44.377	47.869	51.328	53.466	55.239	
NOPLAT	5.540	7.743	8.847	9.452	10.199	10.546	10.222	11.466	
+ Abschreibungen	18.714	19.041	20.701	22.901	24.845	27.167	29.145	29.277	
= Operativer Cashflow (netto)	24.254	26.784	29.548	32.353	35.045	37.712	39.367	40.743	
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-261	-32.988	-32.104	-31.141	-30.217	-29.320	-28.551	-27.861	
Capex	0	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834	-28.257	-27.619	
Working Capital	-261	-418	-512	-497	-492	-487	-295	-241	
= Freier Cashflow (FCF)	23.993	-6.203	-2.556	1.212	4.828	8.392	10.816	12.882	
GW der FCFs	23.433	-5.822	-2.306	1.050	4.023	6.720	8.324	9.529	

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	103.407
GWs der FCFs in der Terminalperiode	161.329
Unternehmenswert (EV)	264.736
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-120.685
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	144.052
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	69.720
Fairer Wert je Aktie (in €)	2,07

WACC	4,0%
Eigenkapitalkosten	7,0%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%
Normaler Steuersatz	17,3%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,3%
EK-Anteil	20,0%
FK-Anteil	80,0%
Kursziel (in €)	2,10

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	3,30%	1,98	2,24	2,57	3,00	3,58	4,42	5,72
	3,55%	1,77	2,00	2,28	2,65	3,13	3,80	4,80
	3,80%	1,59	1,78	2,03	2,34	2,74	3,28	4,07
	4,05%	1,42	1,59	1,80	2,07	2,41	2,86	3,48
	4,30%	1,26	1,41	1,60	1,83	2,12	2,49	3,00
	4,55%	1,12	1,25	1,42	1,62	1,86	2,18	2,60
	4,80%	0,99	1,11	1,25	1,43	1,64	1,91	2,26

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Umsatz	27.685	26.420	31.670	33.880	37.221	40.850
Herstellungskosten	-418	-371	-386	-390	-408	-412
Bruttogewinn	27.267	26.049	31.284	33.490	36.813	40.438
Personalkosten	-219	-208	-295	-315	-330	-347
Sonstige betriebliche Erträge	594	480	3.018	339	372	408
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7.001	-7.381	-8.553	-8.030	-8.821	-9.681
EBITDA	20.641	18.939	25.454	25.484	28.034	30.818
Abschreibungen & Amortisation	-16.183	-15.686	-18.980	-18.714	-19.041	-20.701
EBIT	4.458	3.254	6.473	6.770	8.993	10.117
Nettofinanzergebnis	-6.787	-5.915	-6.349	-5.947	-5.780	-6.234
EBT	-2.329	-2.661	124	823	3.213	3.883
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-819	-791	-1.374	-1.230	-1.250	-1.270
Minderheitsbeteiligungen	68	113	-27	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-3.081	-3.339	-1.277	-407	1.963	2.613
EPS (verwässert)	-0,07	-0,07	-0,03	-0,01	0,04	0,05
Kennzahlen						
Bruttomarge	98,5%	98,6%	98,8%	98,8%	98,9%	99,0%
EBITDA-Marge	74,6%	71,7%	80,4%	75,2%	75,3%	75,4%
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	20,0%	24,2%	24,8%
Nettomarge	-11,1%	-12,6%	-4,0%	-1,2%	5,3%	6,4%
Steuersatz	-35,2%	-29,7%	1104,5%	149,4%	38,9%	32,7%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Personalkosten	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Abschreibungen & Amortisation	58,5%	59,4%	59,9%	55,2%	51,2%	50,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,3%	27,9%	27,0%	23,7%	23,7%	23,7%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	-5,1%	-4,6%	19,9%	7,0%	9,9%	9,7%
Operatives Ergebnis	-7,2%	-27,0%	99,0%	4,6%	32,8%	12,5%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	33,1%



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	13.045	19.774	20.001	26.268	30.346	38.676
Liquide Mittel	9.117	13.012	14.543	20.518	24.104	31.906
Kurzfristige Investitionen	1	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.482	4.735	4.658	4.920	5.405	5.932
Vorräte	293	180	119	150	156	158
Sonstige Forderungen	1.152	1.847	680	680	680	680
Anlagevermögen, gesamt	180.770	221.996	202.250	183.536	197.065	207.956
Sachanlagen	170.323	212.391	193.993	175.952	190.081	201.525
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.137	9.333	8.005	7.333	6.732	6.180
Finanzanlagen	310	272	252	252	252	252
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Aktiva	193.815	241.770	222.251	209.804	227.410	246.632
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	15.522	33.623	22.169	16.128	14.202	14.219
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.391	17.547	18.071	12.000	10.000	10.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.731	2.709	1.572	1.603	1.677	1.693
Rückstellungen (kurzfristig)	1.668	1.705	2.168	2.168	2.168	2.168
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	732	11.661	358	358	358	358
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	142.828	168.166	161.821	155.821	165.248	173.943
Zinstragende Verbindlichkeiten	135.980	162.179	155.967	149.967	159.394	168.089
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6.848	5.986	5.854	5.854	5.854	5.854
Mezzanine Kapital	4.952	4.929	4.920	4.920	4.920	4.920
Anteile Dritter	-184	489	0	0	0	0
Eigenkapital	35.649	39.493	38.261	37.854	47.960	58.471
Gezeichnetes Kapital	44.500	49.000	49.000	49.000	53.847	58.324
Kapitalrücklage	10.601	13.271	13.271	13.271	16.567	19.987
Gewinnrücklagen	-19.452	-22.778	-24.010	-24.417	-22.454	-19.841
Passiva	193.815	241.770	222.251	209.804	227.410	246.632
Kennzahlen						
Current ratio (x)	0,84	0,59	0,90	1,63	2,14	2,72
Quick ratio (x)	0,82	0,58	0,90	1,62	2,13	2,71
Nettoverbindlichkeiten	138.253	166.715	159.495	141.449	145.291	146.183
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	373,7%	302,9%	250,0%
Eigenkapitalquote	18,4%	16,3%	17,2%	18,0%	21,1%	23,7%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	7,4	9,7	7,0	6,5	6,2	5,9
Buchwert je Aktie (in €)	0,81	0,84	0,78	0,77	0,93	1,04
Return on Equity (ROE)	-8,6%	-8,5%	-3,3%	-1,1%	4,1%	4,5%
Return on Investment (ROI)	-1,6%	-1,4%	-0,6%	-0,2%	0,9%	1,1%
Return on Assets (ROA)	1,9%	1,1%	2,3%	2,6%	3,4%	3,6%
Return on Capital employed (ROCE)	2,3%	1,7%	3,1%	3,5%	4,7%	4,9%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT	4.458	3.254	6.473	6.770	8.993	10.117
Abschreibungen	16.183	15.686	18.980	18.714	19.041	20.701
EBITDA	20.641	18.939	25.454	25.484	28.034	30.818
Veränderungen Working Capital	1.026	-871	-702	-261	-418	-512
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.846	-913	-2.664	-1.230	-1.250	-1.270
Operativer Cashflow	19.821	17.155	22.088	23.993	26.366	29.036
Investitionen in Sachanlagen	-416	-402	-10.246	0	-32.569	-31.592
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	19.405	16.753	11.842	23.993	-6.203	-2.556
Akquisitionen und Verkäufe	1.371	-4.312	1.061	0	0	0
Andere Investitionen	2.809	174	9	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	3.764	-4.540	-9.176	0	-32.569	-31.592
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-27.141	-15.940	-11.356	-18.018	1.647	2.460
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.850	7.171	0	0	8.142	7.898
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-25.291	-8.769	-11.356	-18.018	9.789	10.358
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-1.706	3.846	1.556	5.975	3.586	7.802
Cash am Anfang der Periode	10.823	9.117	13.012	14.543	20.518	24.104
Cash zum Ende der Periode	9.117	12.963	14.567	20.518	24.104	31.906
EBITDA je Aktie	0,47	0,40	0,52	0,52	0,55	0,55
Operativer Cashflow je Aktie	0,45	0,36	0,45	0,49	0,51	0,52
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	-11,3%	-13,4%	28,8%	8,6%	9,9%	10,1%
Freier Cashflow	79,4%	-13,7%	-29,3%	102,6%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-14,7%	-13,8%	29,3%	0,1%	4,8%	0,8%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...6	↓	↓	↓	↓
7	8. Juni 2018	€ 1,53	Buy	€ 2,20
8	8. Oktober 2018	€ 1,47	Buy	€ 2,10
9	11. Dezember 2018	€ 1,61	Buy	€ 2,10
10	Today	€ 1,67	Buy	€ 2,10

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© 2019 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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 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.

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 und/oder Kanada bestimmt.