



# Kleinkraftwerk Birseck AG

Schweiz / Erneuerbare Energien  
Berner Börse  
Bloomberg: KKBN SW  
ISIN: CH0023777235

Beschleunigte  
Wachstumsstrategie

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

## BUY

**CHF13,30**

52,9%  
medium

## KKB VERKÜNDET NEUES ZIEL: 500 MW IN 2020

Im Dezember hat Kleinkraftwerk Birseck (KKB) Anteile an einem Portfolio norwegischer Wasserkraftwerke von Alpiq Ecopower Scandinavia erworben, das KKBs Kapazität um ca. 17 MW erhöhen könnte. Wir erwarten, dass KKB Ende 2015 157 MW (anteilig) an Wasser-, Wind- und Solarkraftanlagen betreiben wird, was sehr nahe bei unserer ursprünglichen Schätzung von 158 MW liegt. An ihrem 10-jährigen Geburtstag gab KKB ihre beschleunigte Wachstumsstrategie bekannt. KKB plant nunmehr, ihr Grünstromanlagen-Portfolio bis einschließlich 2020 auf 500 MW zu vergrößern (bisher: 300 MW). Außerdem wird das Unternehmen seinen Namen Anfang 2016 in Aventron ändern, was besser zu der internationalen Ausrichtung des Geschäfts passt als der gegenwärtige Name. Wir haben die jüngsten Akquisitionen und die beschleunigte Wachstumsstrategie in unseren Prognosen berücksichtigt. Unser neues Kursziel lautet CHF 13,30 (bisher: CHF 10,70). Weiterhin Kaufen.

**Norwegische Wasserkraftanlagen erworben** KKB hat Anteile an fünf norwegischen Wasserkraftwerken von Alpiq Ecopower Scandinavia gekauft. Das Portfolio enthält die 4,8 MW Sevre-Anlage, eine Minderheitsbeteiligung an der 5,2 MW-Stolsdalselva-Anlage und drei Projekte, die sich noch in der Entwicklung befinden und zusammen eine Kapazität von 11,5 MW haben. Der Kauf könnte die Kapazität norwegischer Wasserkraftanlagen von 5,4 MW auf ca. 23 MW steigern und ist ein wichtiger Meilenstein in Richtung auf KKBs Ziel einer norwegischen Wasserkraftkapazität von mindestens 40 MW bis 2020. Der CEO sieht 80 MW an norwegischer Wasserkraft als obere Grenze bis 2020. Wir gehen davon aus, dass ca. 60 MW das wahrscheinlichste Szenario für KKBs norwegische Wasserkraftkapazität in 2020 ist.

**Beschleunigte Wachstumsstrategie** An ihrem 10. Geburtstag präsentierte KKB ihre beschleunigte Wachstumsstrategie. Das Unternehmen zielt nunmehr auf eine Kapazität von 500 MW und eine Stromproduktion von 1.000 GWh bis einschließlich 2020 (bisher: 300 MW und 720 GWh). (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz (CHF Mio.)	11,10	14,75	24,12	41,91	57,94	70,46
Jährliches Wachstum	na	32,9%	63,6%	73,7%	38,3%	21,6%
EBIT (CHF Mio.)	3,89	3,86	6,81	12,85	17,90	21,98
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	28,2%	30,7%	30,9%	31,2%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,93	0,73	1,64	4,53	5,98	7,77
EPS (verwässert) (CHF)	0,16	0,06	0,09	0,20	0,20	0,24
DPS (CHF)	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,21
FCF (CHF Mio.)	-16,51	-25,69	-87,83	-156,60	-60,96	-52,64
Nettoverschuldungsgrad	148,1%	107,9%	158,1%	131,4%	129,2%	124,2%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	6,67	16,41	7,20	13,99	20,40	19,44

## RISIKEN

Die Hauptrisiken sind technologische Risiken, regulatorische Risiken, Finanzierungsrisiken, Akquisitionsrisiken und Währungsrisiken.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Kleinkraftwerk Birseck AG ist Besitzer und Betreiber von Kleinwasser-, Wind- und Solarkraftwerken. Das Portfolio (Ende 2014: 104 MW) ist geografisch über die Länder Schweiz, Frankreich, Italien, Deutschland und Norwegen diversifiziert. Das Unternehmen sitzt in der Schweiz nahe Basel und ist an der Berner Börse gelistet.

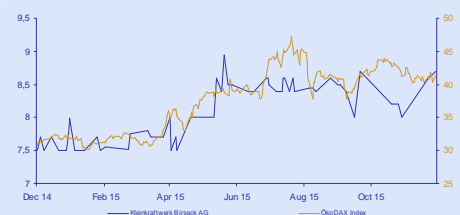
## HANDELSDATEN

Stand: 14. Dez 2015

Schlusskurs	CHF 8,70
Aktien im Umlauf	19,45 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 169,22 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 7,50 / 8,95
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	973

Multiples	2014	2015E	2016E
KGV	139,3	96,0	44,5
EV/Sales	18,7	11,4	6,6
EV/EBIT	71,4	40,5	21,5
Div.-Rendite	2,3%	2,3%	2,3%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2015

Liquide Mittel	CHF 22,95 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 37,13 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 4,09 Mio.
Bilanzsumme	CHF 210,19 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 29,31 Mio.
Eigenkapital	CHF 63,25 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM Trirhena AG	49,8%
Energie Wasser Bern	20,2%
Stadtwerk Winterthur	11,7%
Gebäudeversicherung Kanton Bern	3,6%
Free Float	14,7%

Das neue Kapazitätsziel übertrifft das bisherige um 67%. Das neue Stromproduktionsziel liegt 39% über dem alten. Unter der Annahme, dass das Grünstromanlagenportfolio zum Jahresende bei ca. 157 MW liegen wird, impliziert dies ein Kapazitätswachstum von 218% innerhalb der nächsten 5 Jahre und eine CAGR von mehr als 26%.

**Ausdehnung des regionalen Portfolios** In den letzten Jahren hat sich KKB auf die fünf Länder Frankreich, Deutschland, Italien, Norwegen und Schweiz konzentriert. In 2016 plant KKB, Spanien zu ihrem Länderportfolio hinzuzufügen. Dies wird die Anzahl der Länder, in denen KKB aktiv ist, auf sechs erhöhen und unterstreicht KKBs Position als gut diversifizierter europäischer Anbieter grünen Stroms.

#### Hauptaktionär überträgt seine Grünstromanlagen (148 MW) nach und nach an KKB

Der regionale Schweizer Energieversorger EBM, der einen 49,8%-Anteil an KKB hält und ihr größter Aktionär ist, hat entschieden, seine Grünstromanlagen nach und nach an KKB zu übertragen. EBMs Windparks mit einer Kapazität von 148 MW werden Schritt für Schritt über Sachkapitalerhöhungen dem Portfolio von KKB zugefügt werden. Wir unterstellen, dass bis 2020 ca. 2/3 oder 100 MW an KKB transferiert sein werden. Wir sehen die Einigung mit EBM als vorteilhaft für KKB an, da es eine gesicherte große Pipeline an Windparks für die kommenden Jahre hat.

**Neues Wachstumsszenario** In unserem vorherigen Wachstumsszenario prognostizierten wir einen Anstieg von 104 MW Ende 2014 auf 300 MW Ende 2020E. Die von KKB anvisierte Asset-Aufteilung (MW-Kapazität in Prozent) in 2020 war Hydro/Wind/Solar 33/40/27. Unsere Kapazitätsvorhersage für 2020E war daher 99 MW Wasserkraft, 119 MW Windkraft und 82 MW Solarkraft (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 1: Altes Kapazitätsszenario: 300 MW bis 2020**

Altes Szenario: 300 MW bis 2020	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	31	32	49	49	69	79	89	94	99
Wind	1	13	29	72	91	100	110	114	119
Solar	4	12	26	37	55	64	73	78	82
<b>Summe</b>	<b>36</b>	<b>57</b>	<b>104</b>	<b>158</b>	<b>215</b>	<b>243</b>	<b>272</b>	<b>286</b>	<b>300</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

In unserem neuen Wachstumsszenario gehen wir von einer Gesamtkapazität von 500 MW (anteilig) bis 2020 aus. Wir prognostizieren eine Technologieaufteilung Wasser/Wind/Solar von 29%/39%/32%. Daraus folgen 144 MW Wasserkraft, 193 MW Windkraft und 163 MW Solarkraft. Unter den Annahme einer Kapazität von 157 MW zum Jahresende 2015 wäre eine durchschnittliche jährliche Kapazitätserweiterung von 68,6 MW notwendig, um das 500 MW-Ziel Ende 2020 zu erreichen (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2: Neues Kapazitätsszenario: 500 MW bis 2020**

Neues Szenario: 500 MW bis 2020	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	31	32	49	55	73	91	109	127	144
Wind	1	13	29	64	140	153	166	179	193
Solar	4	12	26	38	58	84	110	136	163
<b>Summe</b>	<b>36</b>	<b>57</b>	<b>104</b>	<b>157</b>	<b>271</b>	<b>328</b>	<b>385</b>	<b>442</b>	<b>500</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Wir unterstellen einen großen Kapazitätssprung in 2016E, da wir davon ausgehen, dass KKB einen großen Teil (70 MW) der Windkraftanlagen von ihrem Hauptaktionär EBM in Q4 2016 übernimmt. Die übrigen Kapazitätswachstums haben wir weitgehend gleichmäßig über die Jahre verteilt (siehe Abbildung 3 auf der nächsten Seite).

**Abbildung 3: Prognose der zusätzlichen jährlichen Kapazität bis 2020**

Zusätzliche Kapazität J/J	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	1	17	6	18	18	18	18	17
Wind	12	16	35	76	13	13	13	14
Solar	8	14	12	20	26	26	26	27
<b>Summe</b>	<b>21</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>114</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>58</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Kleinkraftwerk Birseck AG

Basierend auf unserer aktualisierten MWh/MW-Ertragsprognose für die drei unterschiedlichen Technologien (siehe Abbildung 4) berechnen wir die Stromproduktion in GWh für jede Technologie (siehe Abbildung 5). Wegen der Dürre in H1/15 prognostizieren wir nur 2.850 MWh/MW für Wasserkraft in 2015. Von 2015E-2020E unterstellen wir einen graduellen Anstieg des spezifischen Ertrags aufgrund von technischem Fortschritt, einem verbesserten Assetmix und Anlagentoptimierung.

**Abbildung 4: Spezifischer Ertrag je Technologie in MWh/MW 2015E-2020E**

Durchschnittl. MWh/MW	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	2.850	3.000	3.000	3.050	3.100	3.100
Wind	2.200	2.250	2.250	2.250	2.300	2.300
Solar	1.000	1.050	1.050	1.100	1.100	1.100

Quelle: First Berlin Equity Research

In 2014 produzierte KKB 190,3 GWh Strom. In H1/15 produzierte es 129 GWh, was 46,3% unserer Jahresschätzung von 278,9 GWh entspricht und die unterdurchschnittliche Stromproduktion aus Wasserkraft in H1 widerspiegelt. Für 2016E prognostizieren wir eine Stromproduktion von 464.9 GWh (+66% J/J). Für neu hinzugefügte Kapazitäten gehen wir generell von einem im Vergleich zu den Folgejahren 50%igen Beitrag zur Stromproduktion im ersten Jahr aus, was eine Übernahme der neuen Kapazität zur Jahresmitte impliziert.

**Abbildung 5: Stromproduktion je Technologie 2015E-2020E**

Stromproduktion (GWh)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	151,6	197,9	246,0	305,0	365,8	420,1
Wind	94,6	212,4	329,6	358,9	396,8	427,8
Solar	32,7	54,6	74,6	106,7	135,3	164,5
<b>Summe</b>	<b>278,9</b>	<b>464,9</b>	<b>650,2</b>	<b>770,6</b>	<b>897,9</b>	<b>1012,3</b>

Quelle: First Berlin Equity Research

Die durchschnittlichen Strom-Verkaufspreise sind abhängig von der Höhe der Einspeisevergütungen, den Marktpreisen für Strom aus Grünstromanlagen, die keine Einspeisevergütung erhalten, und den CHF/EUR- und CHF/NOK-Wechselkursen. Die meisten Grünstromkraftwerke erhalten Einspeisevergütungen in Euro, norwegische Wasserkraftanlagen in norwegischer Krone, während KKB in Schweizer Franken berichtet. Wir unterstellen steigende durchschnittliche Verkaufspreise für Wasserkraft, da wir davon ausgehen, dass KKBs Exposure in Bezug auf (norwegische) Wasserkraftwerke, die zu Marktpreisen verkaufen, wachsen wird und steigende Exporte norwegischen Wasserkraftstroms in den nächsten Jahren zu steigenden Preisen führen sollten. Weiterhin unterstellen wir niedrigere durchschnittliche Verkaufspreise für Wind, da die Regierungen die Vergütungen für neu errichtete Windkraftanlagen weiter reduzieren dürften. Für die Solarstromereinspeisevergütungen prognostizieren wir höhere Rückgänge, was sich in sinkenden durchschnittlichen Verkaufspreisen für Solarstrom widerspiegelt (siehe Abbildung 6 auf der nächsten Seite).

**Abbildung 6: Durchschnittlicher Verkaufspreis je Technologie in CHF/MWh 2015E-2020E**

Ø Verkaufspreis (CHF/MWh)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	52,5	55,0	57,0	61,0	65,0	69,0
Wind	90,0	89,0	88,0	88,0	88,0	88,0
Solar	234,0	222,0	200,0	190,0	185,0	180,0

Quelle: First Berlin Equity Research

Unsere Umsatzschätzung ist eine Funktion aus Stromproduktion und durchschnittlichem Verkaufspreis (siehe Abbildung 7).

**Abbildung 7: Umsatz je Technologie 2015E-2020E**

Umsatz in tsd. CHF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Wasserkraft	7.960	10.882	14.022	18.605	23.777	28.983
Wind	8.514	18.904	29.007	31.581	34.914	37.646
Solar	7.646	12.121	14.910	20.273	25.031	29.601
<b>Summe</b>	<b>24.120</b>	<b>41.907</b>	<b>57.939</b>	<b>70.459</b>	<b>83.722</b>	<b>96.231</b>

Quelle: First Berlin Equity Research

**Zusätzliche Investitionen und FK- & EK-Finanzierung ins Modell integriert** Wir gehen davon aus, dass KKB von 2016E-2020E mehr als CHF 500 Mio. investieren wird, um ihr 500 MW-Ziel zu erreichen. Zusätzlich zu der bereits modellierten Kapitalerhöhung von CHF 80 Mio. in 2016E haben wir weitere Kapitalerhöhungen von jeweils CHF 30 Mio. in 2017E und 2018E und CHF 22 Mio. in 2019E eingearbeitet. Der übrige Teil der Investition wird über Fremdkapital finanziert.

**Stadtwerk Winterthur plant Beteiligung an nächster Kapitalerhöhung** Stadtwerk Winterthur hat eine 11,5%ige Beteiligung an KKB und plant, bei der nächsten Kapitalerhöhung, die für 2016 anvisiert ist, CHF 10 Mio. zu investieren.

**Kauf von zwei französischen Windparks** KKB hat zwei französische Windparks mit einer Gesamtkapazität von 12 MW gekauft. Der Windpark „Ger“ (8 MW) wurde 2010 in Betrieb genommen und der Bau des Windparks „Saint-Thégonnec“ (4 MW) wird im Frühjahr 2016 beginnen.

**Neuer Unternehmensname in 2016** Kleinkraftwerk Birseck wird ihren Unternehmensnamen zu Beginn des Jahres 2016 in Aventron ändern, was deutlich besser zum internationalen Geschäft passt als der gegenwärtige Name. Aventron ist eine Kombination aus „avenir“ (französisch: Zukunft) und „Elektron“.

**Schätzungen an neues Wachstumsszenario angepasst** Da die umfangreiche Kapazitätssteigerung des Windparkportfolios erst spät in 2016 erfolgen dürfte, behalten wir unsere Umsatzschätzung für 2016E bei. Unsere 2016E-EBIT-Schätzung haben wir gesenkt, da die Bruttomargen der KKB-Wasserkraftwerke, die Strom zu Marktpreisen verkaufen, gegenwärtig aufgrund niedriger Strompreise in Europa unter Druck sind. Darüber hinaus haben wir unseren Abschreibungsplan an den beschleunigten Kapazitätsausbau und den veränderten Assetmix angepasst (kurzfristig mehr Windkapazität, weniger Wasserkraft). Daraus resultieren sowohl absolut als auch relativ höhere Abschreibungen, was zu niedrigeren EBIT-Margen führt. Die Nettoergebnisschätzung in 2016E sinkt nur leicht aufgrund günstigerer Finanzierungsbedingungen (siehe Abbildung 8 auf der nächsten Seite). Für 2017E haben wir eine Erhöhung des Umsatzes von 14,3% und ein 9%iges EBIT-Wachstum unterstellt. Aufgrund höherer Finanzierungskosten und der höheren Aktienanzahl bleiben die EPS bei CHF 0,20.



**Kaufempfehlung bestätigt bei erhöhtem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das unsere angepassten Schätzungen und die (abdiskontierte) höhere Aktienanzahl enthält, ergibt ein neues Kursziel von CHF 13,30 (bisher: CHF 10,70). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Abbildung 8: Veränderung der Schätzungen**

Alle Zahlen in CHF Mio.	2015E			2016E			2017E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	24,12	24,12	0,0%	41,91	41,91	0,0%	50,68	57,94	14,3%
EBIT	6,81	6,81	0,0%	14,12	12,85	-9,0%	16,42	17,90	9,0%
Marge	28,2%	28,2%		33,7%	30,7%		32,4%	30,9%	
Jahresübers.	1,64	1,64	0,0%	4,76	4,53	-4,8%	5,73	5,98	4,4%
Marge	6,8%	6,8%		11,3%	10,8%		11,3%	10,3%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,09	0,09	0,0%	0,21	0,20	-4,8%	0,20	0,20	0,1%

Quelle: First Berlin Equity Research



## DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>24.120</b>	<b>41.907</b>	<b>57.939</b>	<b>70.459</b>	<b>83.722</b>	<b>96.231</b>	<b>97.193</b>	<b>98.165</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>5.935</b>	<b>10.740</b>	<b>15.168</b>	<b>18.473</b>	<b>21.602</b>	<b>24.596</b>	<b>25.174</b>	<b>25.458</b>
+ Abschreibungen	6.337	12.292	18.020	22.061	26.050	29.981	30.332	30.388
= Operativer Cashflow (netto)	12.272	23.032	33.188	40.534	47.652	54.576	55.506	55.846
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-96.200	-173.819	-85.357	-82.875	-80.809	-79.727	-30.169	-30.221
Capex	-95.000	-172.200	-84.840	-82.630	-80.940	-79.900	-30.332	-30.388
Working Capital	-1.200	-1.619	-517	-245	131	173	163	167
= Freier Cashflow (FCF)	-83.928	-150.786	-52.169	-42.341	-33.157	-25.151	25.337	25.624
<b>GW der FCFs</b>	<b>-83.823</b>	<b>-145.529</b>	<b>-48.660</b>	<b>-38.167</b>	<b>-28.885</b>	<b>-21.173</b>	<b>20.614</b>	<b>20.147</b>

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2015-2029)	-198.559
GWs der FCFs in der Terminalperiode	594.180
Unternehmenswert (EV)	395.621
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	66.160
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.458
Shareholder value	468.239

Fairer Wert je Aktie	13,30
----------------------	-------

WACC	3,5%
Eigenkapitalkosten	5,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,5%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,5%
EK-Anteil	31,5%
FK-Anteil	68,5%
Fairer Wert je Aktie	13,30

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,7%	16,89	18,92	21,39	24,44	28,32	33,42	40,42
	2,9%	14,69	16,36	18,34	20,56	23,72	27,51	32,49
	3,1%	12,83	14,21	15,83	17,77	20,12	23,03	26,73
	3,3%	11,23	12,39	13,74	15,32	17,21	19,50	22,35
	3,5%	9,84	10,83	11,96	13,27	14,82	16,67	18,91
	3,7%	8,63	9,47	10,43	11,54	12,82	14,34	16,14
	3,9%	7,56	8,29	9,11	10,05	11,13	12,39	13,86
	4,1%	6,61	7,24	7,96	8,76	9,68	10,73	11,96

\* Aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2022 dargestellt, das Modell deckt den Zeitraum bis 2029 ab.



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>Umsatz</b>	<b>11.098</b>	<b>14.746</b>	<b>24.120</b>	<b>41.907</b>	<b>57.939</b>
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.703	6.286	8.691
<b>Bruttogewinn</b>	<b>7.949</b>	<b>11.503</b>	<b>19.417</b>	<b>35.621</b>	<b>49.248</b>
Personalkosten	90	681	2.171	3.772	4.635
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	6.337	12.292	18.020
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.342	7.124	9.270
<b>EBIT</b>	<b>3.890</b>	<b>3.864</b>	<b>6.809</b>	<b>12.852</b>	<b>17.903</b>
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.898	-5.812	-8.787
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>1.993</b>	<b>1.967</b>	<b>2.910</b>	<b>7.040</b>	<b>9.115</b>
Steuern	-56	817	873	2.112	2.735
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-400	-400	-400
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>933</b>	<b>732</b>	<b>1.637</b>	<b>4.528</b>	<b>5.981</b>
<b>EPS (verwässert, in CHF)</b>	<b>0,16</b>	<b>0,06</b>	<b>0,09</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6.079</b>	<b>8.136</b>	<b>13.145</b>	<b>25.144</b>	<b>35.922</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	71,6%	78,0%	80,5%	85,0%	85,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	54,5%	60,0%	62,0%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	28,2%	30,7%	30,9%
Nettomarge	8,4%	5,0%	6,8%	10,8%	10,3%
Steuersatz	-2,8%	41,5%	30,0%	30,0%	30,0%

### Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	4,6%	9,0%	9,0%	8,0%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	26,3%	29,3%	31,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	18,0%	17,0%	16,0%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	63,6%	73,7%	38,3%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	76,2%	88,8%	39,3%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	123,7%	176,5%	32,1%



## BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>Vermögen</b>					
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>14.112</b>	<b>30.056</b>	<b>22.868</b>	<b>31.292</b>	<b>38.806</b>
Liquide Mittel	6.673	16.413	7.201	13.989	20.401
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	1.177	1.177	1.177
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	5.287	6.889	7.937
Vorräte	73	72	103	138	190
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	9.100	9.100	9.100
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>93.885</b>	<b>166.122</b>	<b>254.785</b>	<b>414.693</b>	<b>481.514</b>
Sachanlagen	65.646	134.825	223.488	383.396	450.217
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.001	3.117	3.117	3.117	3.117
Sonstige	27.238	28.180	28.180	28.180	28.180
<b>Aktiva</b>	<b>107.997</b>	<b>196.178</b>	<b>277.653</b>	<b>445.986</b>	<b>520.319</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>					
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>11.002</b>	<b>21.907</b>	<b>34.839</b>	<b>27.874</b>	<b>31.745</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	66	2.162	13.000	5.000	7.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.215	6.908	7.732	7.750	8.334
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	14.107	15.124	16.411
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>61.363</b>	<b>99.186</b>	<b>147.986</b>	<b>242.986</b>	<b>282.986</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	144.092	239.092	279.092
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.971	3.894	3.894	3.894	3.894
<b>Anteile Dritter</b>	<b>11.529</b>	<b>6.466</b>	<b>6.866</b>	<b>7.266</b>	<b>7.666</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>24.103</b>	<b>68.619</b>	<b>87.963</b>	<b>167.860</b>	<b>197.922</b>
Gezeichnetes Kapital	7.889	17.082	19.451	28.340	31.340
Kapitalrücklage	55.661	106.174	125.125	196.236	223.236
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	-56	-56	-56	-56
Gewinnrücklagen	-39.447	-54.581	-56.557	-56.660	-56.598
<b>Passiva</b>	<b>107.997</b>	<b>196.178</b>	<b>277.653</b>	<b>445.986</b>	<b>520.319</b>
<b>Kennzahlen</b>					
Current ratio (x)	1,28	1,37	0,66	1,12	1,22
Quick ratio (x)	1,28	1,37	0,65	1,12	1,22
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	149.891	230.103	265.691
Net gearing	148,1%	107,9%	158,1%	131,4%	129,2%
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	11,4	9,2	7,4
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,18	5,86	4,87	7,25	6,69
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	1,9%	2,7%	3,0%





## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>EBIT</b>	<b>3.890</b>	<b>3.864</b>	<b>6.809</b>	<b>12.852</b>	<b>17.903</b>
Abschreibungen	2.189	4.272	6.337	12.292	18.020
<b>EBITDA</b>	<b>6.079</b>	<b>8.136</b>	<b>13.145</b>	<b>25.144</b>	<b>35.922</b>
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.200	-1.619	-517
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-4.771	-7.924	-11.522
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>7.640</b>	<b>1.138</b>	<b>7.174</b>	<b>15.601</b>	<b>23.883</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-23.152	-25.965	-95.000	-172.200	-84.840
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.000	-861	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-15.512</b>	<b>-24.827</b>	<b>-87.826</b>	<b>-156.599</b>	<b>-60.957</b>
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	864	464	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.054	-7.579	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-28.342</b>	<b>-33.941</b>	<b>-95.000</b>	<b>-172.200</b>	<b>-84.840</b>
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	59.638	87.000	42.000
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	15.048	16.371	21.320	80.000	30.000
Sonstige Finanzierung	-797	-1.624	-2.344	-3.614	-4.631
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>22.424</b>	<b>42.684</b>	<b>78.614</b>	<b>163.386</b>	<b>67.369</b>
Währungseffekte & Sonstiges	78	-141	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>1.800</b>	<b>9.740</b>	<b>-9.212</b>	<b>6.787</b>	<b>6.412</b>
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	7.201	13.989
<b>Liquide Mittel zum Ende der Periode</b>	<b>6.673</b>	<b>16.413</b>	<b>7.201</b>	<b>13.989</b>	<b>20.401</b>
<b>EBITDA je Aktie (in CHF)</b>	<b>1,06</b>	<b>0,69</b>	<b>0,73</b>	<b>1,09</b>	<b>1,21</b>

### Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	530,4%	117,5%	53,1%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-34,2%	4,8%	49,3%	11,8%

**FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	20. Mai 2015	CHF8,00	Buy	CHF10,50
2...1	↓	↓	↓	↓
2	6. Juli 2015	CHF8,40	Buy	CHF10,50
3	24. August 2015	CHF8,45	Buy	CHF10,70
4	6. Oktober 2015	CHF8,00	Buy	CHF10,70
5	Today	CHF8,70	Buy	CHF13,30

Dr Karsten von Blumenthal

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

**FIRST BERLIN-GRUNDSÄTZE**

Im Bestreben, die Unabhängigkeit der Berichte von First Berlin zu gewährleisten, verpflichten sich sowohl die Analysten als auch das Unternehmen selbst, die Wertpapiere besprochener Unternehmen weder zu besitzen noch mit ihnen zu handeln. Darüber hinaus ist die Vergütung der Analysten weder direkt an bestimmte finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Die Vergütung der Analysten erfolgt anhand einer breiten Palette von Richtgrößen. First Berlin hat von einer dritten Partei, bei der das behandelte Unternehmen Kunde ist, eine Aufwandsentschädigung erhalten.

**ERKLÄRUNG DES/DER ANALYSTEN**

Ich, Dr Karsten von Blumenthal, erkläre hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen meine persönlichen und beruflichen Ansichten über das untersuchte Unternehmen darstellen. Zudem erkläre ich, dass meine Vergütung weder direkt an spezifische finanzielle Transaktionen (inklusive Börsenumsätze und Vermögensverwaltungsgebühren) gekoppelt ist noch in direkter oder indirekter Weise an spezifische Empfehlungen bzw. Ansichten, die Teil dieser Untersuchung sind. Auch besitze ich keine Anteile an dem besprochenen Unternehmen.

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung. Unsere Empfehlungen, die sich nach der von uns erwarteten Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) in dem jeweils angegebenen Jahr bestimmen, lauten wie folgt:

STRONG BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements  
BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 25 %  
ADD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 25 %  
REDUCE: erwartete negative Wertentwicklung zwischen 0 % und -15 %  
SELL: erwartete negative Wertentwicklung größer als -15 %

Unsere Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch acht 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 sowie sonstige unternehmensspezifische Risiken. Diese Risikofaktoren haben Eingang in unsere Bewertungsmodelle gefunden und sind daher in unseren Kurszielen enthalten. Unsere Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

Bis 16. Mai 2008 gliederte sich First Berlins System zur Anlageempfehlung in drei Kategorien. Es diente dazu, die von uns erwartete Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) für das jeweilige Jahr wiederzugeben. Unsere Anlageempfehlungen lauteten wie folgt: BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 15 %, HOLD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 15 %, SELL: erwartete negative Wertentwicklung.

**ZUSATZERKLÄRUNGEN**

First Berlins Researchberichte sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot unrechtmäßig wäre. Er stellt auch keine Aufforderung zum Handeln auf Grundlage der gegebenen Informationen dar. Das enthaltene Material dient der allgemeinen Information der Kunden von First Berlin. Es berücksichtigt nicht die besonderen Anlageziele, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Kunden. Bevor ein Kunde aufgrund der in diesem Bericht enthaltenen Ratschläge oder Empfehlungen tätig wird, sollte er prüfen, ob sie auf seine persönliche Situation zugeschnitten sind und gegebenenfalls fachkundigen Rat einholen. Das Material beruht auf Informationen, die wir als zuverlässig erachten, deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir aber nicht garantieren und die entsprechend aufzufassen sind. Die geäußerten Ansichten geben unsere zum Zeitpunkt des auf dem Bericht angegebenen Datums aktuellen Überzeugungen wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Copyright© 2015 First Berlin Equity Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Berichts darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch First Berlin kopiert, fotokopiert, vervielfältigt sowie weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und Kanada bestimmt. Bei Zitaten bitte First Berlin als Quelle angeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.