

aventron AG

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

Key news item

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CHF13,30

49,4%
 medium

HIER ÜBERSCHRIFT EINFÜGEN

aventron (früher: Kleinkraftwerk Birseck) hat am 2. Mai die Zahlen für 2015 veröffentlicht, die leicht über unseren Schätzungen lagen und deutlich höher waren als die Vorjahreszahlen. Dank des großen Anstiegs der Ökostromkapazität von 104 auf 160 MW erhöhte sich der Umsatz um 62% auf CHF 23,8 Mio. und das EBIT um 82% auf CHF 7,0 Mio. Die wesentlichen Wachstumstreiber waren neue Windparks in Deutschland und Frankreich sowie zusätzliche Solaranlagen in Italien. Das Management schlägt eine 5%ige Dividendenerhöhung auf CHF 0,21 vor. aventron hält an seinem Wachstumsplan fest, bis 2020 500 MW zu erreichen. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €13,30.

Starkes Wachstum aufgrund erhöhter Kapazität Akquisitionen von Windparks in Deutschland und Frankreich und Photovoltaik (PV)-Anlagen in Italien waren die wichtigsten Wachstumstreiber. Das Ökostrom-Portfolio erhöhte sich um 56 MW auf 160 MW. Der Umsatz stieg um 62% auf CHF 23,8 Mio. (FBE: CHF 24,1 Mio.) und das EBIT um 82% auf CHF 7,0 Mio. (FBE: CHF 6,8 Mio.). Die EBIT-Marge stieg um 3 PP auf 29%. Der Nettogewinn verdreifachte sich nahezu von CHF 0,7 Mio. auf CHF 1,9 Mio. (FBE: CHF 1,6 Mio.). Aufgrund der gestiegenen durchschnittlichen Anzahl der Aktien stiegen die EPS nur auf CHF 0,11 von CHF 0,06 (+ 78% J/J).

Dividendenerhöhung vorgeschlagen Das Management hat vorgeschlagen, die Dividende um 5% J/J auf CHF 0,21 zu erhöhen. Die Dividendenrendite liegt bei 2,4%.

Mittelfristiges Expansionsziel bekräftigt aventron hält an ihrem Ziel fest, bis zum Jahr 2020 eine technologisch und geographisch gut diversifizierte Ökostrom-Kapazität von 500 MW auszubauen, die mehr als 1.000 GWh produzieren soll. Das Unternehmen will ein führender Betreiber von dezentralen Kraftwerken für Ökostrom in Europa werden. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz (CHF Mio.)	11,10	14,75	23,85	41,91	57,94	70,46
Jährliches Wachstum	na	32,9%	61,7%	75,7%	38,3%	21,6%
EBIT (CHF Mio.)	3,89	3,86	7,01	12,85	17,90	21,98
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	30,7%	30,9%	31,2%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,93	0,73	1,94	4,20	5,95	7,69
EPS (verwässert) (CHF)	0,16	0,06	0,11	0,18	0,20	0,24
DPS (CHF)	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21	0,22
FCF (CHF Mio.)	-16,51	-25,69	-27,56	-155,50	-60,11	-52,78
Nettoverschuldungsgrad	148,1%	107,9%	251,5%	173,4%	164,1%	154,1%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	6,67	16,41	19,29	25,02	32,05	30,66

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

aventron AG ist Besitzer und Betreiber von Kleinwasser-, Wind- und Solarkraftwerken. Das Portfolio (Ende 2015: 160 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: 20. Mai 2016

Schlusskurs	CHF 8,90
Aktien im Umlauf	19,45 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 173,11 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 7,80 / 8,95
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.100

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	82,6	49,1	44,3
EV/Sales	11,7	6,7	4,8
EV/EBIT	39,9	21,8	15,6
Div.-Rendite	2,4%	2,4%	2,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2015

Liquide Mittel	CHF 19,29 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	CHF 39,07 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	CHF 3,60 Mio.
Bilanzsumme	CHF307,62 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	CHF 32,07 Mio.
Eigenkapital	CHF 75,55 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM Trirhena AG	47,0%
Energie Wasser Bern	17,8%
Stadtwerk Winterthur	11,7%
Other investors	8,5%
Free Float	15,0%



Im Laufe des Jahres 2015 erhöhte aventron die Zielsetzung für 2020 von 300 auf 500 MW, da ihr strategischer Aktionär EBM den Plan bekannt gab, nach und nach alle seine Ökostrom-Aktivitäten einschließlich der separat gehaltenen Windkraftanlagen über Sachkapitaleinbringungen zu übertragen. Das größere Portfolio wird Skaleneffekte generieren und die finanzielle Stabilität und Rentabilität von aventron unterstützen.

Gewinn- und Verlustrechnung gekennzeichnet durch überdurchschnittliches

Gewinnwachstum Der Umsatz erhöhte sich um 62% auf CHF 23,8 Mio. (FBE: CHF 24,1 Mio.). Dies liegt leicht unter unseren Schätzungen. Allerdings belief sich das sonstige betriebliche Ergebnis auf €0,9 Mio. und ist eng mit dem Umsatz verbunden, da es vor allem aus Versicherungsleistungen für entgangene Einnahmen besteht. Der Betriebsaufwand (COGS, Personalkosten, sonstige betriebliche Aufwendungen) stieg um 37% auf CHF 9,8 Mio. von CHF 7,2 Mio. Skaleneffekte und ein striktes Kostenmanagement führten zu diesem relativ geringen Anstieg. Das EBITDA belief sich damit auf CHF 14,7 Mio. im Vergleich zu CHF 8,0 Mio. im Jahr 2014. Die größere Vermögensbasis erhöhte die Abschreibungen auf CHF 7,7 Mio. im Vergleich zu CHF 4,1 Mio. im Jahr 2014. Der EBIT erhöhte sich auf CHF 7,0 Mio. versus CHF 3,9 Mio. im Jahr 2014. Aufgrund der Fremdfinanzierung der (zusätzlichen) Kraftwerke erhöhte sich der Zinsaufwand deutlich und führte zu einem Finanzergebnis von CHF -3,5 Mio. (2014: CHF -2.3 Mio.). Das Nettoergebnis belief sich auf CHF 1,9 Mio. (2014: CHF 0,7 Mio.). Wegen der erhöhten durchschnittlichen Anzahl der Aktien (18,0 Mio. gegenüber 11,6 Mio. im Jahr 2014) stiegen die EPS nur auf CHF 0.11 von CHF 0.06.

Bilanz spiegelt Ökostrom-Vermögenswachstum Die Bilanzsumme stieg um 57% auf CHF 308 Mio. Die Aktivseite ist geprägt von Sachanlagen, die aus den Ökostrom-Vermögenswerten bestehen und auf CHF 232 Mio. anstiegen (Ende 2014: CHF 135 Mio.). Die Aufteilung des Buchwerts der Ökostromanlagen ist PV CHF 98 Mio., Wind CHF 94 Mio. und Wasser CHF 41 Mio. Die anderen wesentlichen Vermögenswerte sind finanzielle Vermögenswerte von CHF 33 Mio. (2014: CHF 28 Mio.) und liquide Mitteln von CHF 19 Mio. (2014: CHF 16 Mio.).

Das Eigenkapital wurde durch die Umstellung der CHF/EUR-Wechselkurspolitik der Schweizer Notenbank von einem Fix- zu einem flexiblen Wechselkurs belastet. In der Folge wertete der Schweizer Franken von 1,20 auf 1,09 auf. Der niedrigere Euro-Wert der Tochtergesellschaften in der Eurozone führte zu einer Bewertungsdifferenz von CHF 6,0 Mio., welche das Eigenkapital verringerte. Darüber hinaus senkte der erworbene Goodwill von CHF 12,5 Mio. das Eigenkapital. Trotz dieser Effekte erhöhte sich das Eigenkapital leicht auf CHF 75,6 Mio. von CHF 75,1 Mio. in 2014. Der Eigenkapitalanteil fiel auf 25% von 38% im Vorjahr. Am 5. August 2015 realisierte aventron seine fünfte Kapitalerhöhung, die sich auf CHF 21,3 Mio. belief. Die Erhöhung bestand aus Sacheinlagen, einer Umwandlung von Finanzverbindlichkeiten in Eigenkapital und zusätzlichen liquiden Mitteln in Höhe von CHF 6,4 Mio.

Die Fremdfinanzierung der Ökostromanlagen erhöhte die langfristigen Finanzverbindlichkeiten auf CHF 194 Mio. von CHF 95 Mio. im Jahr 2014. Die kurzfristigen Finanzschulden erhöhten sich von CHF 2 Mio. auf CHF 15 Mio. Die Finanzschulden entsprechen somit CHF 208 Mio., und die Nettoverschuldung belief sich auf CHF 189 Mio. (31.12.2014: CHF 81 Mio.).

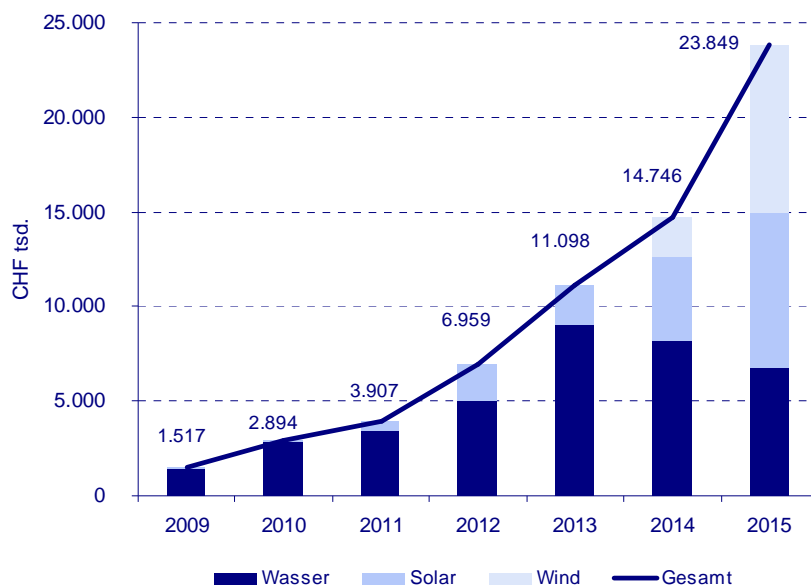
Erhöhter operativer Cashflow Ein höheres Nettoergebnis (CHF 1,9 Mio.) und höhere Abschreibungen (CHF 7,9 Mio.) waren die Haupttreiber für den gestiegenen operativen Cashflow von CHF 9,9 Mio. (2014: CHF 5,7 Mio.). Im Wesentlichen bedingt durch hohe CAPEX in Sachanlagen von CHF 36,8 Mio. und den Erwerb von konsolidierten Beteiligungen von CHF 13,7 Mio. betrug der Mittelabfluss durch Finanzierung CHF 56,2 Mio. (2014: CHF 38 Mio.). Dieser Abfluss wurde durch zusätzliche lang- und kurzfristige Verbindlichkeiten (CHF 37,4 Mio. und CHF 8,8 Mio.) sowie Mitteln aus der Kapitalerhöhung



in Höhe von CHF 5,9 Mio. (netto) finanziert. Der finanzielle Cashflow belief sich auf CHF 49,9 Mio. (2014: CHF 42,7 Mio.).

Starkes Wachstum bei Wind- und PV-Umsätzen Zum ersten Mal leistete Windkraft einen wesentlichen Beitrag zum Umsatz (36%). Der Solar-Umsatzanteil lag bei 34% und Wasserkraft trug 30% bei. Im Jahr 2014 sah das Bild noch ganz anders aus. Der 2014er Umsatzanteil von Wasserkraft betrug 56%, der von Wind 14% und der von Solar 30% (siehe Abbildung 1). Mittelfristig plant aventron eine Umsatzaufteilung von ca. 40/40/20 für Wasser/Wind/Solar.

Abbildung 1: Gesamt- und Segmentumsätze 2009 - 2015



Source: First Berlin Equity Research, aventron AG

Das Wind-Segment trug den größten Anteil zu Umsatz und EBIT bei. Der Wind-Umsatz erhöhte sich dank der zusätzlichen Windparks um mehr als das Vierfache auf CHF 8,9 Mio. (2014: CHF 2,1 Mio.). Der EBIT stieg um mehr als das Fünffache auf CHF 3,6 Mio. (2014: CHF 0,7 Mio.). Die EBIT-Marge erhöhte sich auf 41% von 34% im Jahr 2014. Der Solarbereich war ebenfalls stark mit einem Umsatz von CHF 8,2 Mio. (2014: CHF 4,4 Mio., + 88% J/J) und einem EBIT von CHF 2,8 Mio. gegenüber CHF 1,1 Mio. im Vorjahr (+155% J/J). Die EBIT-Marge erhöhte sich auf 34% von 25% im Jahr 2014. Die Einnahmen aus Wasserkraft litten unter Trockenheit und Schäden an einem Kraftwerk, was einen Rückgang auf CHF 6,8 Mio. verursachte (2014: CHF 8,2 Mio., -18% J/J). Der Segment-EBIT sank um 30% auf CHF 2,2 Mio. von CHF 3,2 Mio. im Jahr 2014. Das Corporate-Segment, das die Holdingkosten enthält, hatte einen EBIT von CHF -1,6 Mio. (2014: CHF -1,2 Mio.).

Abbildung 2: Kapazität, Produktion, Umsatz und spezifischer Umsatz pro Segment im Jahr 2015

	Kapazität in MW	Produktion in GWh	Umsatz in CHF Mio.	Spezifischer Umsatz in CHF/MWh
Wasser	55	133,5	6,8	50,94
Wind	68	93,0	8,9	95,70
Solar	37	24,1	8,2	340,25
Summe	160	250,6	23,8	94,97

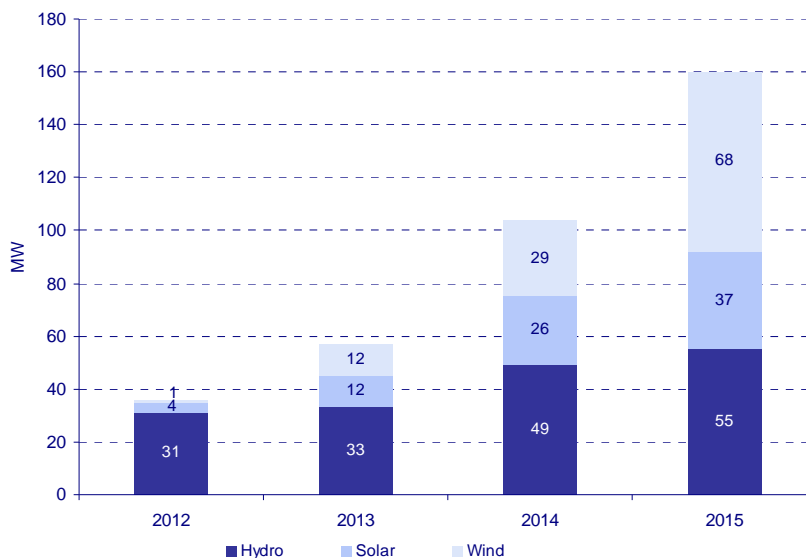
Source: First Berlin Equity Research, aventron AG

Schwieriges Umfeld verhindert noch bessere Ergebnisse Niedrigere Großhandelspreise für Strom wirkten sich hemmend auf die Einnahmen aus. Der Effekt war jedoch begrenzt, da 80-90% des Umsatzes auf festen Einspeisevergütungen basieren. Die Abwertung des Euro im Jahr 2015 belastete die Marge etwas, da die Kosten der Unternehmenszentrale in Schweizer Franken gerechnet werden. Dies konnte jedoch zum Teil durch Projektfinanzierungen in Euro kompensiert werden.

Diversifikation hat bereits ihre positive Wirkung gezeigt Die sehr trockene und sonnige zweite Hälfte des Jahres 2015 führte zu einer geringeren Wasserkraft-Stromproduktion. Dies konnte jedoch durch zusätzliche Einnahmen aus dem Solar- und Wind-Segment kompensiert werden. Vor allem die neue Solaranlage von aventron in Südfrankreich erzielte einen deutlich höheren Umsatz als erwartet.

Kapazitätserweiterung vor allem bei Wind und Solar Die wichtigsten Kapazitätserweiterungen kamen aus dem Wind- (von 29 auf 68 MW, davon 12 MW im Bau) und Solar-Bereich (von 26 auf 37 MW). Aber auch die Wasserkraftkapazität erhöhte sich um mehr als 10% auf 55 MW (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3: Kapazität von Wasser-, Wind- und Solarkraft in MW 2012-2015



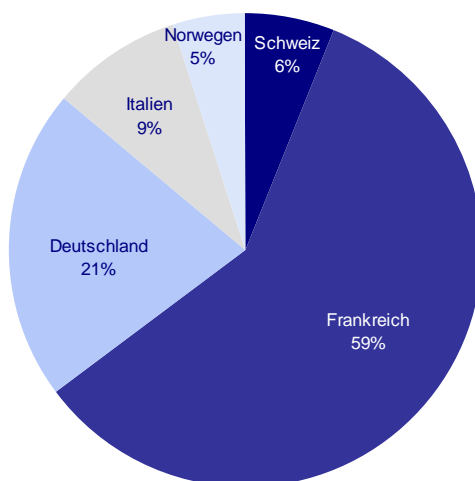
Source: First Berlin Equity Research, aventron AG

Regionale Kapazitätserweiterungen in Frankreich, Deutschland, Italien, Norwegen und der Schweiz

aventron fügte die deutschen Windparks Wölkisch (12 MW) und Frehne (6 MW) hinzu. In Frankreich übernahm aventron den Ger-Windpark (8 MW) in der Normandie und nahm vor kurzem den Tassillé-Windpark (8 MW) in Betrieb mit Plänen zu einem 4 MW-Folgeprojekt mit demselben Entwickler. In Norwegen kaufte aventron Anteile an fünf Wasserkraftwerken von Alpiq Ecopower Scandinavia (siehe unseren Kommentar vom 18. Dezember 2015). In Italien erhöhte sich die Solarkapazität von 4,2 MW auf 14,2 MW. In der Schweiz begann das Unternehmen den Betrieb von sechs neuen PV-Anlagen mit einer Leistung von 3,2 MW.

Frankreich dominiert nach wie vor die regionale Kapazitätsaufteilung. Im Jahr 2015 betrug die französische Kapazität 58,5% an der Gesamtkapazität, gefolgt von Deutschland (21,3%) und Italien (8,9%, Abbildung 4). Das für 2020 geplante Portfolio zielt auf 30% der Kapazität in Frankreich, 12% in Deutschland und 14% in Italien ab. Das künftige Wachstum dürfte aus Norwegen (2020-Ziel: 16% der Gesamtkapazität gegenüber 5,1% im Jahr 2015) und Spanien kommen (Ziel für 2020: 20% der Gesamtkapazität gegenüber 0% im Jahr 2015). aventron plant, in diesem Jahr in den spanischen Markt einzusteigen.

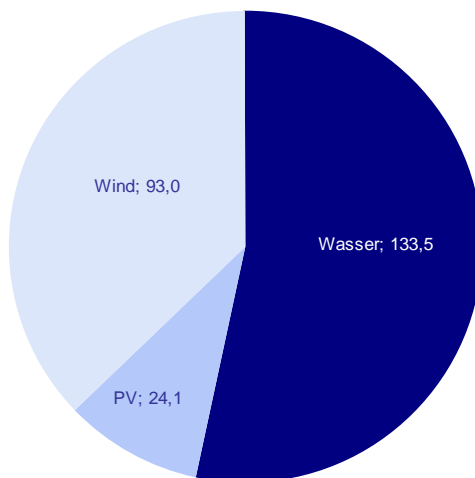
Abbildung 4: Regionale Kapazitätsaufteilung 2015 in Prozent



Source: First Berlin Equity Research, aventron AG

Stromproduktion deutlich erhöht Im Jahr 2015 produzierte aventron 250,6 GWh Ökostrom, was einer Steigerung von 32% im Vergleich zum 2014er Wert von 190,3 GWh entspricht. Wasserkraft trug den größten Anteil dazu bei (133,5 GWh), gefolgt von Wind (93,0 GWh) und Solar (24,1 GWh, siehe Abbildung 5 auf der nächsten Seite). Wegen der lang anhaltenden Trockenheit in Mitteleuropa lag die Wasserkraftproduktion 13% unter dem Wert des Vorjahres (154 GWh). Die Windstromproduktion lag 3% über dem Plan. Die neuen Windparks (z.B. Wölkisch, Frehne und Ger) erhöhten die Produktion des Segments deutlich auf 93,0 GWh (2014: 17,8 GWh, + 422% J/J). Der Solarenergie-Beitrag war etwas höher als geplant und erreichte 24,1 GWh (2014: 18,3 GWh, + 32%).

Abbildung 5: Stromproduktion pro Segment in GWh im Jahr 2015



Source: First Berlin Equity Research, aventron AG

Von 2 auf 160 MW in 10 Jahren Im Dezember 2015 feierte aventron ihren 10. Jahrestag. Im Jahr 2005 startete das Unternehmen mit zwei kleinen Schweizer Wasserkraftwerken mit einer Leistung von 2 MW. In der Zwischenzeit hat sich das Unternehmen zu einem diversifizierten europäischen Ökostrom-Betreiber entwickelt, der in fünf Ländern aktiv ist und drei verschiedene Ökostrom-Technologien umfasst.

Weitere Akquisitionen in Q1 2016 abgeschlossen aventron kaufte das Wasserkraftwerk Stolsdalselva (8% von 5,2 MW) und die Wasserkraftwerks-Gesellschaften Botnen Kraftverk (38%) und Geitani (90%). Im Januar und März 2016 schloss aventron zwei Verträge für den französischen Windpark IEL Exploitation 25 SARL und dem norwegischen Wasserkraftwerk Kupe Kraftverk AS. Im April unterzeichnete das Unternehmen den Vertrag für EWE European Wind Energy S.r.l. in Italien.

Management-Team nun vollständig Zu Beginn 2016 begrüßte aventron Herrn Bernhard Furrer als CFO des Unternehmens. Zusammen mit CEO Antoine Milliod und COO Eric Wagner hat aventron jetzt ein komplettes Management-Team.

Kapitalerhöhung geplant Um das geplante Wachstum zu finanzieren, plant aventron weitere Kapitalerhöhungen. Das Unternehmen zielt dabei auf 2/3 strategische Investoren (Versorger) und 1/3 Finanzinvestoren ab. In Anbetracht des sehr guten Track-Rekords von fünf erfolgreichen Kapitalerhöhungen, des Engagements der strategischen Investoren und der gestiegenen Marktkapitalisierung (Ende 2015: CHF 173 Mio. gegenüber Ende 2014: CHF 128 Mio.) bleiben wir zuversichtlich, dass aventron seinen Wachstumskurs fortsetzen wird.

Schätzungen Das starke Wachstum im Jahr 2015 und die Akquisitionstätigkeit in Q1 2016 zeigen, dass aventron auf dem richtigen Weg ist, sein Ziel für 2020 von 500 MW Ökostrom-Kapazität zu erreichen. Wir bleiben im Wesentlichen bei unseren Prognosen für 2016E und den darauf folgenden Jahren. Wir haben die Zinsaufwendungen ein wenig erhöht, woraus niedrigere Netto-Ergebnisse resultieren (siehe Abbildung 7 auf der nächsten Seite).

Kaufempfehlung bekräftigt bei Kursziel von CHF 13,30 Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,30. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



Abbildung 6: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2015A	2015E	Delta	2014	Delta
Umsatz	23,85	24,12	-1,1%	14,75	61,7%
EBIT	7,01	6,81	2,9%	3,86	81,6%
Marge	29,4%	28,2%		26,2%	
Jahresübers.	1,94	1,64	18,3%	0,73	165,8%
Marge	8,1%	6,8%		5,0%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,11	0,09	18,9%	0,06	78,3%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Abbildung 7: Veränderung der Prognosen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2016E			2017E			2018E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	41,91	41,91	0,0%	57,94	57,94	0,0%	70,46	70,46	0,0%
EBIT	12,85	12,85	0,0%	17,90	17,90	0,0%	21,98	21,98	0,0%
Marge	30,7%	30,7%		30,9%	30,9%		31,2%	31,2%	
Jahresübers.	4,53	4,20	-7,3%	5,98	5,95	-0,5%	7,77	7,69	-1,1%
Marge	10,8%	10,0%		10,3%	10,3%		11,0%	10,9%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,20	0,18	-7,3%	0,20	0,20	-0,5%	0,24	0,24	-1,1%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Abbildung 8: Berichtete Segment-Zahlen versus Prognosen

Alle Angaben in CHF Mio.	2015A	2015E	Delta	2014	Delta
Wasserkraft					
Umsatz	6,76	7,96	-15,1%	8,23	-17,9%
EBITDA	3,70	3,60	2,7%	4,61	-19,8%
Marge	54,7%	45,2%		56,0%	
Wind					
Umsatz	8,86	8,51	4,1%	2,14	314,7%
EBITDA	6,65	6,01	10,7%	1,62	311,3%
Marge	75,0%	70,5%		75,6%	
Solar					
Umsatz	8,23	7,65	7,6%	4,38	88,0%
EBITDA	6,24	5,74	8,7%	3,06	104,0%
Marge	75,8%	75,1%		69,9%	
Holding					
Umsatz	0,00	0,00	n.m.	0,00	n.m.
EBITDA	-1,63	-2,20	n.m.	-1,15	n.m.
Marge	n.m.	n.m.		n.m.	
Gruppe					
Umsatz	23,85	24,12	-1,1%	14,75	61,7%
EBITDA	14,95	13,15	13,7%	8,14	83,8%
Marge	62,7%	54,5%		55,2%	

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG



DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoumsatz	41.907	57.939	70.459	83.722	96.231	97.193	98.165	99.147
NOPLAT	10.878	15.180	18.512	22.315	25.369	25.990	26.262	26.429
+ Abschreibungen	12.782	18.415	22.454	26.439	30.364	30.670	30.726	30.783
= Operativer Cashflow (netto)	23.660	33.595	40.966	48.754	55.733	56.660	56.988	57.211
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-172.879	-84.875	-83.320	-81.450	-79.727	-30.506	-30.560	-30.613
Capex	-172.200	-84.840	-82.630	-80.940	-79.900	-30.670	-30.726	-30.783
Working Capital	-679	-35	-690	-510	173	163	167	170
= Freier Cashflow (FCF)	-149.219	-51.280	-42.354	-32.695	-23.994	26.153	26.429	26.598
GW der FCFs	-146.216	-48.561	-38.762	-28.918	-20.507	21.603	21.097	20.520

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2016E-2030E)	-107.193
GWs der FCFs in der Terminalperiode	-609.149
Unternehmenswert (EV)	501.956
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-36.425
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.983
Shareholder value	472.514

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%	17,05	19,08	21,56	24,62	28,51	33,63	40,65
	2,9%	14,81	16,48	18,47	20,68	23,87	27,67	32,66
	3,1%	12,92	14,30	15,93	17,87	20,22	23,14	26,85
	3,3%	11,29	12,45	13,80	15,39	17,28	19,58	22,43
	3,5%	9,88	10,86	12,00	13,31	14,87	16,71	18,96
	3,7%	8,64	9,49	10,45	11,56	12,84	14,36	16,16
	3,9%	7,55	8,28	9,11	10,05	11,13	12,38	13,86
	4,1%	6,58	7,22	7,93	8,73	9,65	10,71	11,93
	Fairer Wert je Aktie	13,30						

* Aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2022 dargestellt, das Modell deckt den Zeitraum bis 2030E ab.



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	11.098	14.746	23.849	41.907	57.939	70.459
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.603	7.543	9.850	11.273
Bruttogewinn	7.949	11.503	19.246	34.364	48.089	59.186
Personalkosten	90	681	1.145	2.238	3.140	4.256
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	7.946	12.782	18.415	22.454
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.047	6.915	9.212	11.203
EBIT	3.890	3.864	7.005	12.849	17.901	21.978
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.381	-6.280	-8.830	-10.426
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	321	0	0	0
EBT	1.993	1.967	3.945	6.569	9.071	11.552
Steuern	-56	817	1.052	1.971	2.721	3.465
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-957	-400	-400	-400
Nettogewinn/ -verlust	933	732	1.936	4.198	5.950	7.686
EPS (verwässert, in CHF)	0,16	0,06	0,11	0,18	0,20	0,24
EBITDA	6.079	8.136	14.951	25.630	36.316	44.431

Kennzahlen

Bruttomarge	71,6%	78,0%	80,7%	82,0%	83,0%	84,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	62,7%	61,2%	62,7%	63,1%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	30,7%	30,9%	31,2%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,1%	10,0%	10,3%	10,9%
Steuersatz	-2,8%	41,5%	26,7%	30,0%	30,0%	30,0%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	4,6%	4,8%	5,3%	5,4%	6,0%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	33,3%	30,5%	31,8%	31,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	17,0%	16,5%	15,9%	15,9%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	61,7%	75,7%	38,3%	21,6%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	81,3%	83,4%	39,3%	22,8%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	164,5%	116,9%	41,7%	29,2%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	14.112	30.056	39.070	48.220	57.494	57.846
Liquide Mittel	6.673	16.413	19.293	25.024	32.051	30.657
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	845	845	845	845
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	2.400	5.741	7.937	9.652
Vorräte	73	72	87	165	216	247
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	16.445	16.445	16.445	16.445
Anlagevermögen, gesamt	93.885	166.122	268.546	427.964	494.389	554.566
Sachanlagen	65.646	134.825	232.392	391.810	458.235	518.412
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.001	3.117	3.602	3.602	3.602	3.602
Sonstige	27.238	28.180	32.552	32.552	32.552	32.552
Aktiva	107.997	196.178	307.616	476.185	551.883	612.412
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	11.002	21.907	32.068	25.901	31.464	35.476
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	66	2.162	14.996	5.000	7.000	9.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.215	6.908	4.493	7.233	9.445	10.501
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	12.579	13.667	15.019	15.975
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	61.363	99.186	199.994	294.994	334.994	360.594
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	194.333	289.333	329.333	354.933
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.971	3.894	5.661	5.661	5.661	5.661
Anteile Dritter	11.529	6.466	6.983	7.383	7.783	8.183
Eigenkapital	24.103	68.619	68.571	147.907	177.643	208.159
Gezeichnetes Kapital	7.889	17.082	19.451	28.340	31.340	34.340
Kapitalrücklage	55.661	106.174	120.015	191.126	218.126	245.126
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	-56	-100	-100	-100	-100
Gewinnrücklagen	-39.447	-54.581	-70.795	-71.459	-71.723	-71.207
Passiva	107.997	196.178	307.616	476.185	551.883	612.412
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,28	1,37	1,22	1,86	1,83	1,63
Quick ratio (x)	1,28	1,37	1,22	1,86	1,82	1,62
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	190.036	269.309	304.282	333.276
Net gearing	148,1%	107,9%	251,5%	173,4%	164,1%	154,1%
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	12,7	10,5	8,4	7,5
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,18	5,86	3,82	6,39	6,00	6,39
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	2,8%	2,8%	3,3%	3,7%
Forderungsumschlag in Tagen	49,5	81,5	36,7	50,0	50,0	50,0
Vorratsumschlag in Tagen	8,5	8,1	6,9	8,0	8,0	8,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	720,4	777,5	356,3	350,0	350,0	340,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIT	3.890	3.864	7.326	12.849	17.901	21.978
Abschreibungen	2.189	4.272	7.946	12.782	18.415	22.454
EBITDA	6.079	8.136	15.272	25.630	36.316	44.431
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.392	-679	-35	-690
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-3.982	-8.251	-11.551	-13.892
Operativer Cashflow	7.640	1.138	9.898	16.701	24.730	29.850
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-23.152	-25.965	-36.838	-172.200	-84.840	-82.630
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.000	-861	-619	0	0	0
Freier Cashflow	-15.512	-24.827	-26.940	-155.499	-60.110	-52.780
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	864	464	-13.539	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.054	-7.579	-5.203	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-28.342	-33.941	-56.198	-172.200	-84.840	-82.630
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	46.118	85.004	42.000	27.600
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	15.048	16.371	5.837	80.000	30.000	30.000
Sonstige Finanzierung	-797	-1.624	-2.089	-3.774	-4.862	-6.214
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	22.424	42.684	49.866	161.230	67.138	51.386
Währungseffekte & Sonstiges	78	-141	-686	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.800	9.740	2.880	5.731	7.027	-1.394
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	19.293	25.024	32.051
Liquide Mittel zum Ende der Periode	6.673	16.413	19.293	25.024	32.051	30.657
EBITDA je Aktie (in CHF)	1,06	0,69	0,83	1,11	1,23	1,36

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	769,8%	68,7%	48,1%	20,7%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-34,2%	19,8%	33,1%	10,9%	11,1%

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...2	↓	↓	↓	↓
3	24. August 2015	CHF8,45	Buy	CHF10,70
4	6. Oktober 2015	CHF8,00	Buy	CHF10,70
5	18. Dezember 2015	CHF8,70	Buy	CHF13,30
6	Today	CHF8,90	Buy	CHF13,30

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© 2016 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) UND 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) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnlV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach § 34b Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG 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.

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:

STRONG BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

REDUCE: erwartete negative Kursentwicklung zwischen 0 % und -15 %

SELL: erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.