



# aventron AG

Schweiz / Erneuerbare Energien

Berner Börse

Bloomberg: AVEN SW

ISIN: CH0023777235

Kapitalerhöhung

**BEWERTUNG**
**KURSZIEL**

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

**BUY**
**CHF13,00**

52,8%

medium

## REKORD-KAPITALERHÖHUNG STEIGERT WACHSTUM

Am 18. August schloss aventron eine Rekordkapitalerhöhung von CHF132 Mio. ab. Die Gesellschaft gab 14,7 Mio. Aktien zu CHF9,00 aus und erhielt liquide Mittel in Höhe von CHF58 Mio. und CHF74 Mio. in Sacheinlagen (Windparks und Solaranlagen). Das Ökostrom-Anlagenportfolio erhöhte sich somit um ca. 116 MW auf ca. 300 MW. Wir sehen die Kapitalerhöhung als einen bedeutenden Meilenstein in der Entwicklung des Unternehmens und im Hinblick auf das Ziel, bis zum Jahr 2020 ein diversifiziertes europäisches Ökostrom-Anlagenportfolio mit einer Kapazität von 500 MW aufzubauen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von CHF 13,00 (bisher: CHF13,30). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Erfolgreiche Kapitalerhöhung** aventron, die am 18. August eine Marktkapitalisierung von CHF 165 Mio. hatte, erhöhte ihr Kapital um CHF131,9 Mio. Der erfolgreiche Abschluss einer so großen Kapitalerhöhung ist ein deutliches Zeichen des Vertrauens der Aktionäre und neuer Investoren. Die Kapitalmaßnahme erhöht die Marktkapitalisierung auf ca. CHF290 Mio. (€265 Mio.). aventron schließt damit zu Chorus Clean Energy, dem zweitgrößten unabhängigen deutschen börsennotierten Ökostromerzeuger mit einer Marktkapitalisierung von ca. €286 Mio. auf.

aventron gab 14.654.463 Aktien zu CHF9,00 aus. Für 6.400.000 Aktien erhielt das Unternehmen liquide Mittel von CHF57,6 Mio. Für die übrigen 8.254.463 Aktien erhielt aventron CHF74,3 Mio. in Sacheinlagen - Windparks und Solaranlagen mit einer Kapazität von ca. 116 MW.

**Deutliche Vergrößerung des Portfolios** Insgesamt erweiterten die Sacheinlagen aventrons Portfolio um sechs Windparks (zwei in Frankreich, zwei in Deutschland und zwei in Spanien) und fünf Solaranlagen (zwei in Italien und drei in Spanien). Die zusätzlichen Windparks haben eine Gesamtleistung von 106,5 MW; jedoch liegt aventrons Anteil an vier Windparks (88,2 MW) nur bei 65%. Die Solarparks haben eine Gesamtkapazität von ca. 9 MW. (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz (CHF Mio.)	11,10	14,75	23,85	44,55	63,12	73,64
Jährliches Wachstum	na	32,9%	61,7%	86,8%	41,7%	16,7%
EBIT (CHF Mio.)	3,89	3,86	7,01	14,33	19,67	23,14
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	32,2%	31,2%	31,4%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,93	0,73	1,94	4,25	6,64	8,18
EPS (verwässert) (CHF)	0,16	0,06	0,11	0,17	0,19	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	-164,19	-56,64	-49,85
Nettoverschuldungsgrad	148,1%	107,9%	251,5%	108,9%	138,2%	164,0%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	6,67	16,41	19,29	73,22	53,36	23,95

### 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 umfasst ca. 300 MW und ist geografisch über die Länder Schweiz, Frankreich, Italien, Deutschland, Norwegen und Spanien diversifiziert. Das Unternehmen sitzt in der Schweiz nahe Basel und ist an der Berner Börse gelistet.

### HANDELSDATEN

Stand: 26. Aug 2016

Schlusskurs	CHF 8,51
Aktien im Umlauf	34,10 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 290,23 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 7,80 / 9,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	933

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	79,0	49,7	43,7
EV/Sales	14,9	8,0	5,6
EV/EBIT	50,8	24,8	18,1
Div.-Rendite	2,5%	2,5%	2,5%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2015

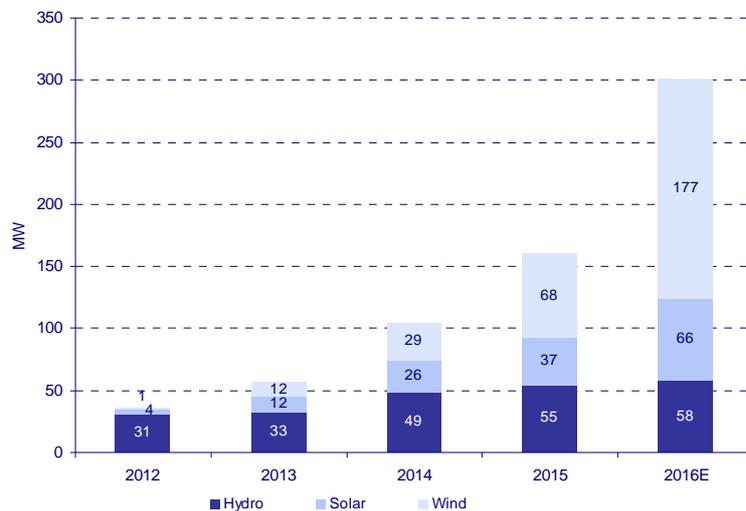
Liquide Mittel	CHF 19,29 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 39,07 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 3,60 Mio.
Bilanzsumme	CHF 307,62 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 32,07 Mio.
Eigenkapital	CHF 75,55 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM Trirhena AG	47,4%
Energie Wasser Bern	17,8%
Stadtwerk Winterthur	11,7%
Other investors	8,6%
Free Float	14,5%

aventrons Ökostrom-Anlagenportfolio erhöht sich um ca. 116 MW auf ca. 300 MW. Dies ist bei weitem der größte Wachstumsschritt in der Geschichte des Unternehmens und ein wichtiger Meilenstein in Richtung des für das Jahr 2020 geplanten 500 MW-Portfolios (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 1: Portfolioausbau 2012-2016E**



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Markteintritt in Spanien** Wie früher in diesem Jahr angekündigt, stieg aventron durch die erhaltenen Sacheinlagen in den spanischen Markt ein und besitzt nun zwei große Windparks (36 und 34 MW) in der Nähe von Salamanca und drei Solaranlagen in Andalusien und Alicante (2,4, 4,3, und 0,5 MW). aventron ist nun in sechs europäischen Märkten aktiv (Frankreich, Deutschland, Italien, Norwegen, Spanien und Schweiz) und hat seine regionale Diversifikation erhöht.

**Anpassung der Prognosen an den Expansionskurs** Da aventrons Kapitalerhöhung höher als erwartet ausfiel (FBE: CHF80 Mio.) haben wir unseren Prognosen zum Expansionskurs angepasst. Wir gehen nun davon aus, dass sich aventrons Ökostrom-Anlagenportfolio zu Ende 2016 auf 301 MW belaufen wird (FBE bisher: 271 MW). Für die folgenden Jahre gehen wir von Steigerungen in Höhe von 50 MW p.a. aus (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2: Szenario der Portfolioerweiterung bis 2020E**

Szenario: 500 MW bis 2020E	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Installierte Kapazität, Jahresbeginn (MW)	104	160	301	351	401	451
Hinzugefügte Kapazität (MW)	56	141	50	50	50	49
Installierte Kapazität, Jahresende (MW)	160	301	351	401	451	500
Stromproduktion (GWh)	250,6	475,8	694,3	806,3	915,9	1014,1
Durchschnittl. Verkaufspreis (CHF/MWh)	95,17	93,64	90,91	91,33	91,73	92,94
Umsatz (CHF Mio.)	23,85	44,55	63,12	73,64	84,02	94,25

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Prognosen erhöht** Wir haben unsere Prognosen aufgrund des schnelleren Portfolio-Ausbaus erhöht. Aufgrund der höheren Aktienzahl erwarten wir jedoch nur leicht veränderte EPS (siehe Abbildung 3 umseitig).

**Abbildung 3: Anpassung der Prognosen**

Alle Zahlen in CHF Mio.	2016E			2017E			2018E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	41,91	44,55	6,3%	57,94	63,12	8,9%	70,46	73,64	4,5%
EBIT	12,85	14,33	11,5%	17,90	19,67	9,9%	21,98	23,14	5,3%
Marge	30,7%	32,2%		30,9%	31,2%		31,2%	31,4%	
Jahresübers.	4,20	4,25	1,3%	5,95	6,64	11,6%	7,77	8,18	5,3%
Marge	10,0%	9,6%		10,3%	10,5%		11,0%	11,1%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,18	0,17	-5,0%	0,20	0,19	-3,6%	0,24	0,24	0,6%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Ausreichend finanzielle Mittel für die weitere Expansion** Die zusätzlichen liquiden Mittel von CHF57,6 Mio. stehen jetzt für den Erwerb weiterer Ökostrom-Anlagen zur Verfügung. Unter der Annahme eines konservativen Verschuldungsgrades (30% Eigenkapital, 70% Schulden) stünden aventron zusätzliche finanzielle Mittel von CHF192 Mio. zur Verfügung (CHF57,6 Mio. = 30% Eigenkapital, CHF134,4 Mio. = 70% Fremdkapital). In Euro umgerechnet, belaufen sich diese Mittel auf ca. €177 Mio. Unter der Annahme eines durchschnittlichen Verkaufspreises für neue Windparks von ca. €1,8 Mio./MW könnte aventron neue Windkraftanlagen mit einer Kapazität von ca. 98 MW erwerben. Alternativ dazu könnte aventron, unter der Annahme eines durchschnittlichen Verkaufspreises von ca. €0,9 Mio./MW für neue PV-Anlagen, 197 MW in PV-Vermögenswerten erwerben.

#### **Strategische Aktionäre und neue Investoren beteiligten sich an der Kapitalerhöhung**

Die Sacheinlagen kamen von aventrons strategischen Aktionären EBM und ewb. EBM steuerte die sechs Windparks und ewb die fünf PV-Anlagen bei. Von den übrigen Investoren gaben einige feste Zusagen, die sich auf Barmittel in Höhe von CHF35 Mio. beliefen. Stadtwerk Winterthur – schon vorher Aktionär – verpflichtete sich zu CHF10 Mio. (1,11 Mio. Aktien). Neue Investoren sind die Luzerner Pensionskasse (CHF15 Mio. – 1,67 Mio. Aktien), die Deutsche Rückversicherung Schweiz (CHF5 Mio. – 0,56 Mio. Aktien) und die Pensionskasse Manor (CHF5 Mio. – 0,56 Mio. Aktien). aventron ist somit die Erweiterung seiner Investorenbasis gelungen.

#### **Kaufempfehlung bekräftigt bei leicht gesenktem Kursziel**

Eine aktualisiertes DCF-Modell, das die leichte Verwässerung durch die Kapitalerhöhung berücksichtigt, ergibt ein Kursziel von CHF 13,00 (bisher: CHF 13,30). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>44.554</b>	<b>63.119</b>	<b>73.636</b>	<b>84.018</b>	<b>94.251</b>	<b>98.964</b>	<b>99.953</b>	<b>100.953</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>12.018</b>	<b>16.271</b>	<b>19.072</b>	<b>22.253</b>	<b>25.224</b>	<b>25.729</b>	<b>26.180</b>	<b>26.597</b>
+ Abschreibungen	12.782	20.091	23.328	26.293	29.025	31.569	31.569	31.569
= Operativer Cashflow (netto)	24.799	36.361	42.400	48.547	54.250	57.298	57.750	58.166
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-182.377	-84.669	-82.660	-81.121	-79.674	-31.460	-31.540	-31.539
Capex	-182.200	-84.840	-82.630	-80.940	-79.900	-31.569	-31.569	-31.569
Working Capital	-177	171	-30	-181	226	109	29	30
= Freier Cashflow (FCF)	-157.578	-48.308	-40.260	-32.574	-25.425	25.838	26.210	26.626
<b>GW der FCFs</b>	<b>-155.798</b>	<b>-46.159</b>	<b>-37.177</b>	<b>-29.070</b>	<b>-21.926</b>	<b>21.534</b>	<b>21.111</b>	<b>20.727</b>

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2016E-2030E)	-91.325
GWs der FCFs in der Terminalperiode	664.907
Unternehmenswert (EV)	573.581
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-112.802
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.983
Shareholder value	467.762

Fairer Wert je Aktie 13,00

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	13,00

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,7%	17,23	19,45	22,13	25,46	29,69	35,25	42,88
	2,9%	14,77	16,58	18,73	21,16	24,59	28,72	34,13
	3,1%	12,68	14,17	15,94	18,04	20,59	23,75	27,77
	3,3%	10,88	12,13	13,60	15,31	17,36	19,85	22,93
	3,5%	9,32	10,38	11,61	13,03	14,71	16,70	19,13
	3,7%	7,95	8,86	9,90	11,10	12,49	14,12	16,06
	3,9%	6,75	7,53	8,42	9,43	10,60	11,95	13,54
	4,1%	5,67	6,36	7,12	7,99	8,98	10,12	11,43

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>11.098</b>	<b>14.746</b>	<b>23.849</b>	<b>44.554</b>	<b>63.119</b>	<b>73.636</b>
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.603	8.465	11.361	13.254
<b>Bruttogewinn</b>	<b>7.949</b>	<b>11.503</b>	<b>19.246</b>	<b>36.089</b>	<b>51.758</b>	<b>60.382</b>
Personalkosten	90	681	1.145	2.379	3.156	3.682
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	7.946	12.782	20.091	23.328
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.047	7.485	10.099	11.708
<b>EBIT</b>	<b>3.890</b>	<b>3.864</b>	<b>7.005</b>	<b>14.334</b>	<b>19.674</b>	<b>23.136</b>
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.381	-6.613	-8.329	-9.589
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	321	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>1.993</b>	<b>1.967</b>	<b>3.945</b>	<b>7.721</b>	<b>11.346</b>	<b>13.548</b>
Steuern	-56	817	1.052	2.316	3.404	4.064
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-957	-1.150	-1.300	-1.300
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>933</b>	<b>732</b>	<b>1.936</b>	<b>4.255</b>	<b>6.642</b>	<b>8.183</b>
<b>EPS (verwässert, in CHF)</b>	<b>0,16</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,17</b>	<b>0,19</b>	<b>0,24</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6.079</b>	<b>8.136</b>	<b>14.951</b>	<b>27.116</b>	<b>39.765</b>	<b>46.464</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	71,6%	78,0%	80,7%	81,0%	82,0%	82,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	62,7%	60,9%	63,0%	63,1%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	32,2%	31,2%	31,4%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,1%	9,6%	10,5%	11,1%
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%	5,0%	5,0%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	33,3%	28,7%	31,8%	31,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	17,0%	16,8%	16,0%	15,9%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	61,7%	86,8%	41,7%	16,7%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	81,3%	104,6%	37,3%	17,6%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	164,5%	119,8%	56,1%	23,2%



## BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>14.112</b>	<b>30.056</b>	<b>39.070</b>	<b>96.801</b>	<b>79.548</b>	<b>51.619</b>
Liquide Mittel	6.673	16.413	19.293	73.222	53.362	23.952
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	845	845	845	845
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	2.400	6.103	8.646	10.087
Vorräte	73	72	87	186	249	291
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	16.445	16.445	16.445	16.445
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>93.885</b>	<b>166.122</b>	<b>268.546</b>	<b>437.964</b>	<b>502.714</b>	<b>562.016</b>
Sachanlagen	65.646	134.825	232.392	401.810	466.560	525.862
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
<b>Aktiva</b>	<b>107.997</b>	<b>196.178</b>	<b>307.616</b>	<b>534.765</b>	<b>582.262</b>	<b>613.635</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>11.002</b>	<b>21.907</b>	<b>32.068</b>	<b>27.145</b>	<b>33.862</b>	<b>37.655</b>
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	8.117	10.895	12.347
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	12.579	14.028	15.967	16.308
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>61.363</b>	<b>99.186</b>	<b>199.994</b>	<b>299.994</b>	<b>339.994</b>	<b>365.594</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	194.333	294.333	334.333	359.933
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.971	3.894	5.661	5.661	5.661	5.661
<b>Anteile Dritter</b>	<b>11.529</b>	<b>6.466</b>	<b>6.983</b>	<b>8.133</b>	<b>9.433</b>	<b>10.733</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>24.103</b>	<b>68.619</b>	<b>68.571</b>	<b>199.493</b>	<b>198.973</b>	<b>199.653</b>
Gezeichnetes Kapital	7.889	17.082	19.451	34.105	34.105	34.105
Kapitalrücklage	55.661	106.174	120.015	237.251	237.251	237.251
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	-56	-100	-100	-100	-100
Gewinnrücklagen	-39.447	-54.581	-70.795	-71.763	-72.283	-71.603
<b>Passiva</b>	<b>107.997</b>	<b>196.178</b>	<b>307.616</b>	<b>534.765</b>	<b>582.262</b>	<b>613.635</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,28	1,37	1,22	3,57	2,35	1,37
Quick ratio (x)	1,28	1,37	1,22	3,56	2,34	1,36
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	190.036	226.111	287.971	344.981
Net gearing	148,1%	107,9%	251,5%	108,9%	138,2%	164,0%
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	12,7	8,3	7,2	7,4
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,18	5,86	3,82	8,02	5,83	5,85
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	2,8%	2,1%	3,3%	4,1%
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
<b>EBIT</b>	<b>3.890</b>	<b>3.864</b>	<b>7.326</b>	<b>14.334</b>	<b>19.674</b>	<b>23.136</b>
Abschreibungen	2.189	4.272	7.946	12.782	20.091	23.328
<b>EBITDA</b>	<b>6.079</b>	<b>8.136</b>	<b>15.272</b>	<b>27.116</b>	<b>39.765</b>	<b>46.464</b>
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.392	-177	171	-30
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-3.982	-8.929	-11.732	-13.653
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>7.640</b>	<b>1.138</b>	<b>9.898</b>	<b>18.009</b>	<b>28.203</b>	<b>32.781</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-23.152	-25.965	-36.838	-182.200	-84.840	-82.630
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.000	-861	-619	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-15.512</b>	<b>-24.827</b>	<b>-26.940</b>	<b>-164.191</b>	<b>-56.637</b>	<b>-49.849</b>
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	864	464	-13.539	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.054	-7.579	-5.203	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-28.342</b>	<b>-33.941</b>	<b>-56.198</b>	<b>-182.200</b>	<b>-84.840</b>	<b>-82.630</b>
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	46.118	90.004	42.000	27.600
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	15.048	16.371	5.837	131.890	0	0
Sonstige Finanzierung	-797	-1.624	-2.089	-3.774	-5.223	-7.162
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>22.424</b>	<b>42.684</b>	<b>49.866</b>	<b>218.120</b>	<b>36.777</b>	<b>20.438</b>
Währungseffekte & Sonstiges	78	-141	-686	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>1.800</b>	<b>9.740</b>	<b>2.880</b>	<b>53.929</b>	<b>-19.860</b>	<b>-29.411</b>
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	19.293	73.222	53.362
<b>Liquide Mittel zum Ende der Periode</b>	<b>6.673</b>	<b>16.413</b>	<b>19.293</b>	<b>73.222</b>	<b>53.362</b>	<b>23.952</b>
<b>EBITDA je Aktie (in CHF)</b>	<b>1,06</b>	<b>0,69</b>	<b>0,83</b>	<b>1,09</b>	<b>1,17</b>	<b>1,36</b>

### Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	769,8%	81,9%	56,6%	16,2%
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%	31,1%	6,9%	16,8%

**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...3	↓	↓	↓	↓
4	6. Oktober 2015	CHF8,00	Buy	CHF10,70
5	18. Dezember 2015	CHF8,70	Buy	CHF13,30
6	23. Mai 2016	CHF8,90	Buy	CHF13,30
7	Today	CHF8,51	Buy	CHF13,00

**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), 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.

**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.**