

aventron AG

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CHF13,00

48,6%
 medium

KRÄFTIGES WACHSTUM IN 2016 & 2017

Im Jahr 2016 hat aventron ihre Kapazität von 160 MW auf 350 MW mehr als verdoppelt. Das vergrößerte Grünstromanlagen-Portfolio dürfte in 2016 ca. CHF 49 Mio. Umsatz generieren. Basierend auf dem gegenwärtigen Portfolio erwartet das Unternehmen eine Umsatzsteigerung von ca. 50% in 2017. aventron hat ihr mittelfristiges Ziel einer Kapazität von 500 MW und einer Stromproduktion von 1.050 GWh bekräftigt. Nach dem stärker als erwartet ausgefallenen Wachstum der Portfolio-Kapazität in 2016 haben wir unsere Umsatz- und EBITDA-Schätzungen für 2017 und die Folgejahre angehoben. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Wachstumsbeschleunigung in 2016 In 2015 hat aventron ihre Kapazität um 54% auf 160 MW ausgebaut. In 2016 führten die Akquisitionen von Wind-, Solar- und Wasserkraftanlagen zu einer Portfoliogröße von 350 MW, ein Zuwachs von knapp 120%. Im Oktober kaufte aventron 9,6 MW PV-Solaranlagen in Italien und im Dezember wurde ein 10 MW-Windparkprojekt in Frankreich akquiriert. Wir sehen das Unternehmen auf einem guten Weg, die Guidance 2020 einer Kapazität von 500 MW und einer Stromproduktion von 1.050 GWh zu erreichen.

Kapazität gegenwärtig von Windkraft dominiert Das 350 MW-Portfolio umfasst 200 MW Windkraft, 80 MW Solarkraft und 70 MW Wasserkraft. Für 2020E bilden wir in unserem Modell ein 502 MW-Portfolio mit einer Aufteilung bei Wind-/Solar-/Wasserkapazität von 200/168/134 MW ab. Demzufolge erwarten wir, dass sich der Expansionskurs auf Wasser- und Solarkraft konzentriert. Wir gehen von einem jährlichen Kapazitätsausbau von 22 MW bei Solar- und 16 MW bei Wasserkraft aus.

aventron bietet nahezu einzigartiges Exposure aventron bietet einen in technologischer und geografischer Hinsicht vorteilhaften Mix. Mit drei Technologien ist das Unternehmen stärker diversifiziert,...

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz (CHF Mio.)	11,10	14,75	23,85	48,71	73,47	80,39
Jährliches Wachstum	na	32,9%	61,7%	104,2%	50,9%	9,4%
EBIT (CHF Mio.)	3,89	3,86	7,01	13,99	20,37	22,94
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	28,7%	27,7%	28,5%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,93	0,73	1,94	3,09	5,57	6,62
EPS (verwässert) (CHF)	0,16	0,06	0,11	0,12	0,16	0,19
DPS (CHF)	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21	0,22
FCF (CHF Mio.)	-16,51	-25,69	-27,56	-211,29	-34,33	-32,13
Nettoverschuldungsgrad	148,1%	107,9%	251,5%	132,3%	151,7%	170,4%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	6,67	16,41	19,29	46,12	48,57	36,88

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. 350 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: 10. Jan 2017

Schlusskurs	CHF 8,75
Aktien im Umlauf	34,10 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 298,42 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 7,80 / 9,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.504

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	81,2	70,4	53,5
EV/Sales	15,1	7,4	4,9
EV/EBIT	51,4	25,7	17,7
Div.-Rendite	2,4%	2,4%	2,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERN.-DATEN

Stand: 30. Jun 2016

Liquide Mittel	CHF 23,77 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 46,29 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 3,88 Mio.
Bilanzsumme	CHF 356,46 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 47,65 Mio.
Eigenkapital	CHF 62,48 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM-Gruppe	46,0%
ewb-Gruppe	15,0%
Stadtwerk Winterthur	10,0%
Other investors	10,0%
Free Float	19,0%



als viele andere Player, die sich oft nur auf eine oder zwei Technologien konzentrieren. aventron ist eines der wenigen börsennotierten Unternehmen mit einer großen Wasserkraftkapazität. Außerdem ist die Solarkraft ein natürlicher Hedge für Wasserkraft. Geografisch ist aventron in sechs Ländern aktiv. Auch dies ist wieder ein höherer Grad an Diversifizierung als ihn die meisten Wettbewerber anbieten.

Stabilität UND Wachstum Der Betrieb eines Portfolios an Grünstromanlagen ist ein sehr stabiles Geschäftsmodell mit visiblen Cashflows, da der Umsatz durch regulatorische Fördersysteme unterstützt wird (Einspeisetarife, Stromabnahmeverträge, grüne Zertifikate). Mehr als 80% vom Umsatz bei aventron profitiert von solchen Systemen. Das aventron-Managementteam verfügt über einen hervorragenden Track Record beim Wachstumsmanagement sowie bei M&A-Transaktionen im Bereich Grünstromanlagen. Zudem wird der Zugang zu Kapital durch regionale Schweizer Versorger, die strategische Investoren von aventron sind, erleichtert.

Umsatz- und EBITDA-Schätzungen für 2017E und die Folgejahre angehoben Da das Wachstum der Vermögensbasis in 2016 schneller realisiert wurde, als wir ursprünglich angenommen hatten (FBe: 300 MW), haben wir unsere Umsatz- und EBITDA-Prognosen für 2017E und die Folgejahre angehoben. Vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Grünstromanlagen-Portfolios von 350 MW sind wir zuversichtlich, dass das Unternehmen sein Ziel von 500 MW für 2020 erreichen wird.

Die höheren Abschreibungen dürften jedoch das EBIT belasten. Da wir annehmen, dass die Fremdfinanzierung für das in 2016 erworbene Portfolio mit Zinssätzen einhergeht, die im Schnitt höher sind als der bisherige durchschnittliche Zinssatz auf Fremdkapital bei aventron, haben wir unsere Zinsaufwandsprognose angehoben, woraus sich niedrigere Nettoergebnisse ergeben (siehe Abbildung 1).

Angesichts der schwachen Windverhältnisse in Europa in H2/16 haben wir unsere Prognose für 2016E reduziert. Wir gehen davon aus, dass die Gesamtjahreszahlen für Umsatz und EBIT leicht unter dem Unternehmensausblick von CHF 50 Mio. bzw. CHF 15 Mio. liegen.

Kaufempfehlung und Kursziel bekräftigt Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Abbildung 1: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2016E			2017E			2018E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	49,74	48,71	-2,1%	63,12	73,47	16,4%	73,64	80,39	9,2%
EBIT	14,85	13,99	-5,8%	19,67	20,37	3,6%	23,14	22,94	-0,9%
Marge	29,9%	28,7%		31,2%	27,7%		31,4%	28,5%	
Jahresübers.	4,26	3,09	-27,4%	6,64	5,57	-16,0%	8,18	6,62	-19,1%
Marge	8,6%	6,3%		10,5%	7,6%		11,1%	8,2%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,17	0,12	-27,3%	0,19	0,16	-16,1%	0,24	0,19	-19,1%

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	48.705	73.473	80.392	88.350	95.658	99.348	100.341	101.344
NOPLAT	12.173	17.425	19.547	22.370	24.564	25.092	25.612	26.089
+ Abschreibungen	15.570	25.083	27.428	29.113	30.937	32.627	32.353	32.079
= Operativer Cashflow (netto)	27.743	42.509	46.975	51.483	55.500	57.719	57.965	58.168
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-231.103	-66.287	-67.481	-66.746	-67.009	-32.795	-32.594	-32.327
Capex	-231.096	-66.959	-66.959	-66.959	-66.959	-32.627	-32.353	-32.079
Working Capital	-7	672	-522	213	-50	-168	-241	-248
= Freier Cashflow (FCF)	-203.360	-23.778	-20.505	-15.263	-11.509	24.924	25.372	25.841
GW der FCFs	-203.360	-23.015	-19.181	-13.798	-10.054	21.042	20.701	20.376

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2016E-2030E)	-72.955
GWs der FCFs in der Terminalperiode	644.691
Unternehmenswert (EV)	571.736
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten (p.f.)	-112.548
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.983
Shareholder value	466.171

Fairer Wert je Aktie in CHF	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 in CHF	13,00

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,7%	17,20	19,29	21,83	24,98	28,98	34,24	41,45
	2,9%	14,80	16,51	18,55	20,82	24,08	27,97	33,08
	3,1%	12,77	14,18	15,84	17,82	20,22	23,20	26,99
	3,3%	11,02	12,20	13,57	15,19	17,11	19,45	22,35
	3,5%	9,49	10,49	11,64	12,98	14,55	16,43	18,70
	3,7%	8,16	9,01	9,99	11,11	12,41	13,94	15,76
	3,9%	6,98	7,71	8,55	9,49	10,58	11,85	13,34
	4,1%	5,93	6,57	7,28	8,09	9,01	10,07	11,30

* Aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2023 dargestellt, das Modell deckt den Zeitraum bis 2030E ab.



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Umsatz	11.098	14.746	23.849	48.705	73.473	80.392
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.603	9.254	13.593	14.471
Bruttogewinn	7.949	11.503	19.246	39.451	59.880	65.921
Personalkosten	90	681	1.145	2.379	3.656	4.020
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.047	8.485	12.239	13.141
EBITDA	6.079	8.136	14.951	29.561	45.455	50.369
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	7.946	15.570	25.083	27.428
EBIT	3.890	3.864	7.005	13.991	20.372	22.940
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.381	-7.930	-10.550	-11.629
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	321	0	0	0
EBT	1.993	1.967	3.945	6.061	9.821	11.311
Steuern	-56	817	1.052	1.818	2.946	3.393
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-957	-1.150	-1.300	-1.300
Nettogewinn/ -verlust	933	732	1.936	3.093	5.575	6.618
EPS (verwässert, in CHF)	0,16	0,06	0,11	0,12	0,16	0,19

Kennzahlen

Bruttomarge	71,6%	78,0%	80,7%	81,0%	81,5%	82,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	62,7%	60,7%	61,9%	62,7%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	28,7%	27,7%	28,5%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,1%	6,3%	7,6%	8,2%
Steuersatz	-2,8%	41,5%	26,7%	30,0%	30,0%	30,0%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	4,6%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	33,3%	32,0%	34,1%	34,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	17,0%	17,4%	16,7%	16,3%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	61,7%	104,2%	50,9%	9,4%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	81,3%	99,7%	45,6%	12,6%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	164,5%	59,7%	80,3%	18,7%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	14.112	30.056	39.070	70.288	76.224	65.495
Liquide Mittel	6.673	16.413	19.293	46.123	48.572	36.875
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	845	845	845	845
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	2.400	6.672	10.065	11.013
Vorräte	73	72	87	203	298	317
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	16.445	16.445	16.445	16.445
Anlagevermögen, gesamt	93.885	166.122	268.546	484.072	525.947	565.478
Sachanlagen	65.646	134.825	232.392	447.918	489.793	529.324
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	554.359	602.172	630.973
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	11.002	21.907	32.068	27.902	36.001	38.788
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	8.874	13.034	13.479
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	12.579	14.028	15.967	16.308
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	61.363	99.186	199.994	319.994	359.994	385.594
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	194.333	314.333	354.333	379.933
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	8.133	9.433	10.733
Eigenkapital	24.103	68.619	68.571	198.331	196.744	195.858
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	-72.925	-74.513	-75.398
Passiva	107.997	196.178	307.616	554.359	602.172	630.973
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,28	1,37	1,22	2,52	2,12	1,69
Quick ratio (x)	1,28	1,37	1,22	2,51	2,11	1,68
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	190.036	273.210	312.761	352.058
Net gearing	148,1%	107,9%	251,5%	132,3%	151,7%	170,4%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	12,7	9,2	6,9	7,0
Buchwert je Aktie (in CHF)	3,06	4,02	3,53	5,82	5,77	5,74
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	2,8%	1,6%	2,8%	3,4%
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	13.991	20.372	22.940
Abschreibungen	2.189	4.272	7.946	15.570	25.083	27.428
EBITDA	6.079	8.136	15.272	29.561	45.455	50.369
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.392	-7	672	-522
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-3.982	-9.748	-13.497	-15.022
Operativer Cashflow	7.640	1.138	9.898	19.806	32.631	34.825
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-23.152	-25.965	-36.838	-231.096	-66.959	-66.959
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.000	-861	-619	0	0	0
Freier Cashflow	-15.512	-24.827	-26.940	-211.290	-34.328	-32.134
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	-231.096	-66.959	-66.959
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	46.118	110.004	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
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	22.424	42.684	49.866	238.120	36.777	20.438
Währungseffekte & Sonstiges	78	-141	-686	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.800	9.740	2.880	26.830	2.449	-11.696
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	19.293	46.123	48.572
Liquide Mittel zum Ende der Periode	6.673	16.413	19.293	46.123	48.572	36.875
EBITDA je Aktie (in CHF)	1,06	0,69	0,83	1,19	1,33	1,48

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	769,8%	100,1%	64,8%	6,7%
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%	42,9%	12,1%	10,8%

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...5	↓	↓	↓	↓
6	23. Mai 2016	CHF8,90	Buy	CHF13,30
7	6. September 2016	CHF8,51	Buy	CHF13,00
8	18. Oktober 2016	CHF8,80	Buy	CHF13,00
9	Today	CHF8,75	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© 2017 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 VERTRÄGLICHER 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.