

aventron AG

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

Jahreszahlen
 2016

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CHF 13,00

42,9%
 low

EIN GROßER SCHRITT NACH VORN

2016 war ein außerordentlich erfolgreiches Jahr für aventron. Aufbauend auf der größten Kapitalerhöhung in der Unternehmensgeschichte (CHF 132 Mio.) steigerte aventron ihre Grünstromkapazität von 160 MW auf 351 MW. Der Umsatz wurde mehr als verdoppelt und das Bilanzvermögen auf CHF 577 Mio. gesteigert. Trotz europaweit schwacher Winterernten wurde das EBIT um fast 97% auf fast CHF 14 Mio. erhöht. Der Gewinn pro Aktie wurde durch die zusätzlichen Aktien aus der Kapitalerhöhung beeinflusst und wuchs um 9% auf 0,12 CHF. Wir sehen aventron weiterhin auf Wachstumskurs und gehen davon aus, dass das Unternehmen sein Ziel, das Grünstromportfolio bis 2020 auf 500 MW auszubauen, erreichen wird. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung bei einem unveränderten Kursziel von CHF 13,00.

Starkes Wachstum von Umsatz und Ertrag Der Kapazitätsausbau führte zu einer deutlich höheren Stromproduktion (453 GWh vs. 251 GWh in 2015, +80%). Der Umsatz stieg 103% auf CHF 48,5 Mio. (FBe: €48,7 Mio.). Das europaweit schwache Windaufkommen verhinderte das Erreichen des ursprünglich anvisierten Umsatzziels von CHF 50 Mio. Das EBITDA erhöhte sich von CHF 15,0 Mio. auf CHF 32,1 Mio. Die EBITDA-Marge stieg deutlich von 62,7% auf 66,2%. Aufgrund erhöhter Abschreibungen (CHF 18,3 Mio. vs. CHF 7,9 Mio. in 2015) betrug das EBIT CHF 13,8 Mio. (FBe: CHF 14,0 Mio., 2015: CHF 7,0 Mio.). Dies entspricht einem Anstieg um fast 97% J/J. Die EBIT-Marge sank aufgrund einer niedrigeren Marge im Windbereich von 29,4% auf 28,4%. Das Nettoergebnis fiel um 53% höher aus und lag bei CHF 3,0 Mio. (FBe: CHF 3,1 Mio.). Der Grund für die unterproportionale Steigerung des Nettoergebnisses waren die auf CHF 9,8 Mio. gestiegenen Zinsaufwendungen (2015: CHF 4,4 Mio.). Insgesamt gelang es aventron, den durchschnittlichen Zinssatz für Fremdfinanzierungen von 3,1% in 2015 auf 2,8% zu senken. Der Gewinn pro Aktie erhöhte sich trotz der um 14,7 Mio. auf 34,1 Mio. Aktien gestiegenen Aktienzahl um 9% von CHF 0,11 auf CHF 0,12 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (CHF Mio.)	14,75	23,85	48,46	73,47	80,39	88,35
Jährliches Wachstum	32,9%	61,7%	103,2%	51,6%	9,4%	9,9%
EBIT (CHF Mio.)	3,86	7,01	13,77	20,53	23,15	25,89
EBIT-Marge	26,2%	29,4%	28,4%	27,9%	28,8%	29,3%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,73	1,94	2,97	5,82	7,12	8,11
EPS (verwässert) (CHF)	0,06	0,11	0,12	0,17	0,21	0,22
DPS (CHF)	0,20	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23
FCF (CHF Mio.)	-25,69	-27,56	7,38	-31,80	-29,80	-27,48
Nettoverschuldungsgrad	107,9%	251,5%	170,8%	190,6%	209,2%	192,7%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	16,41	19,29	33,54	23,30	13,94	37,45

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.

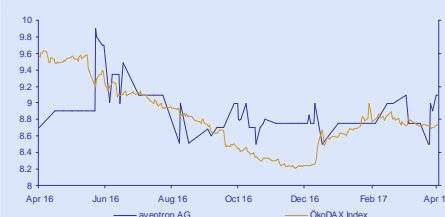
HANDELSDATEN

Stand: 12. Apr 2017

Schlusskurs	CHF 9,10
Aktien im Umlauf	34,10 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 310,36 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 8,50 / 9,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.383

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	76,3	53,3	43,6
EV/Sales	7,6	5,0	4,6
EV/EBIT	26,7	17,9	15,9
Div.-Rendite	2,3%	2,3%	2,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2016

Liquide Mittel	CHF 33,54 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	CHF 62,99 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	CHF 6,05 Mio.
Bilanzsumme	CHF 577,39 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	CHF 40,68 Mio.
Eigenkapital	CHF 189,12 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM-Gruppe	46,0%
ewb-Gruppe	15,0%
Stadtwerk Winterthur	10,0%
Weitere Investoren	10,0%
Free Float	19,0%

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2016A	2016E	Delta	2015	Delta
Umsatz	48,46	48,71	-0,5%	23,85	103,2%
EBIT	13,77	13,99	-1,6%	7,01	96,5%
Marge	28,4%	28,7%	-	29,4%	-
Jahresübers.	2,97	3,09	-3,9%	1,94	53,4%
Marge	6,1%	6,3%	-	8,1%	-
EPS (verwässert, in CHF)	0,12	0,12	-3,5%	0,11	9,1%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

aventron prognostiziert für 2017 weiteres kräftiges Wachstum Das Management geht für 2017 von einer Stromproduktion von über 700 GWh aus. Dies entspräche einer Steigerung um mindestens 55% J/J. Beim Umsatz geht aventron in 2017 von über CHF 74 Mio. aus und unterstellt ein EBITDA von ca. CHF 50 Mio. Dies würde die EBITDA-Marge von 66% auf ca. 67% steigern. Beim Gewinn pro Aktie sind ca. CHF 0,17 anvisiert.

Mittelfristige Guidance bleibt bestehen Bis 2020 plant aventron, eine installierte Leistung von 500 MW und eine Stromproduktion von ca. 1.050 GWh zu erreichen. Mit ausgewogenen Beiträgen aus den drei Technologien Wind, Wasserkraft und Solar (Wind: 40%, Wasserkraft: 30-40%, Solar: 20-30%) will das Unternehmen einen Umsatz von deutlich über €100 Mio. erreichen. aventron erzielt den ganz überwiegenden Teil des Umsatzes in Euro. Für jedes Land strebt das Unternehmen eine kritische Masse von mindestens 30 MW Kapazität, typischerweise 7-8 Kraftwerke, an. Um die einzelnen Länderrisiken zu begrenzen, soll kein Land einen Umsatzanteil von mehr als 40% erreichen.

Bilanz durch Kapitalerhöhung gestärkt Die Kapitalerhöhung von CHF 132 Mio., davon CHF 58 Mio. in bar, führte zu einem Eigenkapital nach Minderheiten von CHF 189 Mio. (2015: CHF 76 Mio.). Die Eigenkapitalquote erhöhte sich dadurch von 25% auf 33%. aventron verrechnet Goodwill aus Akquisitionen unmittelbar gegen das Eigenkapital. Diese konservative Bilanzierungsmethode erklärt die hohen negativen Gewinnreserven von CHF -103 Mio. Die Finanzverschuldung erhöhte sich von CHF 209 Mio. auf CHF 357 Mio. Der ganz überwiegende Teil der Finanzverschuldung ist langfristig (CHF 336 Mio.). Trotz der verbesserten Cash-Position (CHF 34 Mio. vs. CHF 19 Mio. in 2015) erhöhte sich die Nettoverschuldung auf CHF 323 Mio. von CHF 190 Mio. im Vorjahr. Das Net Gearing verringerte sich J/J von 252% auf 171%.

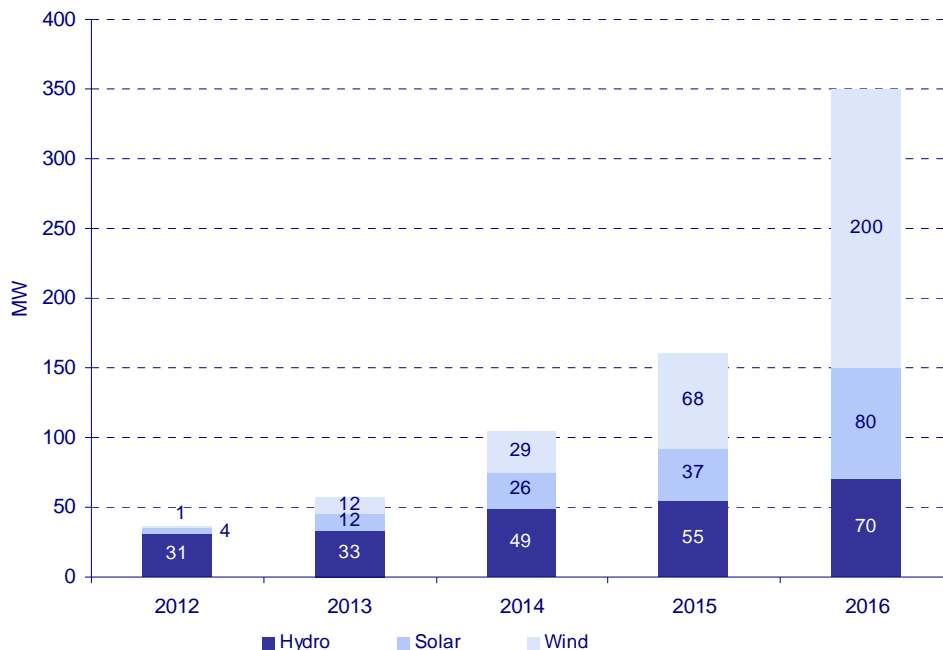
Die Aktivseite der Bilanz wird wesentlich durch das Anlagevermögen bestimmt. Dieses erhöhte sich von CHF 269 Mio. auf CHF 514 Mio. (+91% J/J). Die Windkraft hat den größten Anteil mit CHF 274 Mio. (2015: CHF 94 Mio.), gefolgt von der Photovoltaik mit CHF 137 Mio. (2015: CHF 98 Mio.) und der Wasserkraft mit CHF 51 Mio. (2015: CHF 41 Mio.). Die Veränderungen bei den einzelnen Technologien gegenüber dem Vorjahr zeigen, dass die Windkraft mit Abstand am stärksten ausgebaut wurde.

Stark gestiegener operativer Cashflow Der operative Cashflow stieg von CHF 13,9 Mio. auf CHF 29,8 Mio. und ist ein Beleg für die bereits erreichte Cashflowstärke des Unternehmens. Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit betrug CHF 53,6 Mio. (im Wesentlichen CHF 20,9 Mio. für Investitionen in Sachanlagen und CHF 32,4 Mio. für den Erwerb von konsolidierten Beteiligungen). Der Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit betrug CHF 38,4 Mio. und war wesentlich geprägt durch die Mittelzuflüsse aus der Kapitalerhöhung von CHF 55,1 Mio. Der Nettocashflow betrug CHF 14,6 Mio.



Beeindruckendes Kapazitätswachstum in 2016 In 2016 steigerte aventron die Grünstromkapazität von 160 MW auf gut 350 MW (+119%). Dazu trug insbesondere die Windkraft bei, deren Kapazität von 68 MW auf 200 MW stieg (vgl. Abbildung 2).

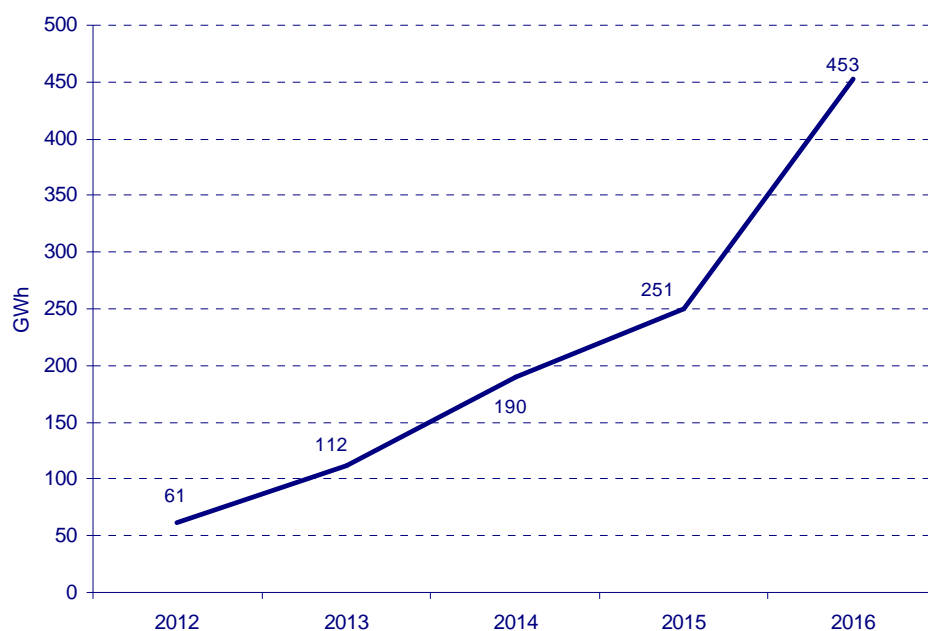
Abbildung 2: Entwicklung der Grünstromkapazität in MW, 2012-2016



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Stromproduktion kräftig ausgeweitet aventron steigerte die Produktion von Grünstrom von 250,6 GWh auf 452,5 GWh. Dies entspricht einem Anstieg von knapp 81% J/J (vgl. Abbildung 3).

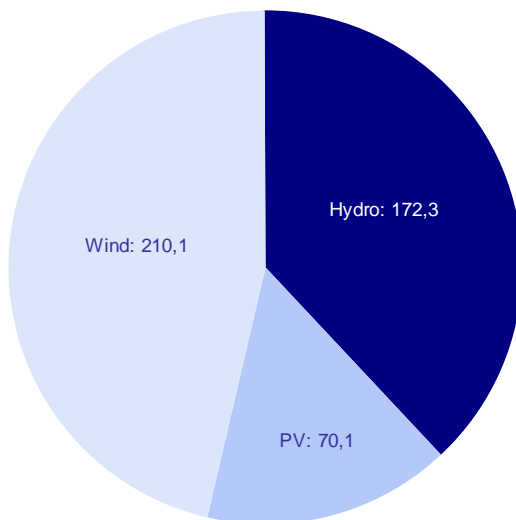
Abbildung 3: Entwicklung der Stromproduktion in GWh, 2012-2016



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Windstromproduktion übertrifft Stromproduktion aus Wasserkraft Mit 210 GWh trug die Windkraft 46% zur Stromproduktion bei (vgl. Abbildung 4), gefolgt von der Wasserkraft mit 172 GWh (38%) und Solarstrom mit 70 GWh (16%). In 2015 war die Wasserkraft noch der größte Stromlieferant mit 133,5 GWh.

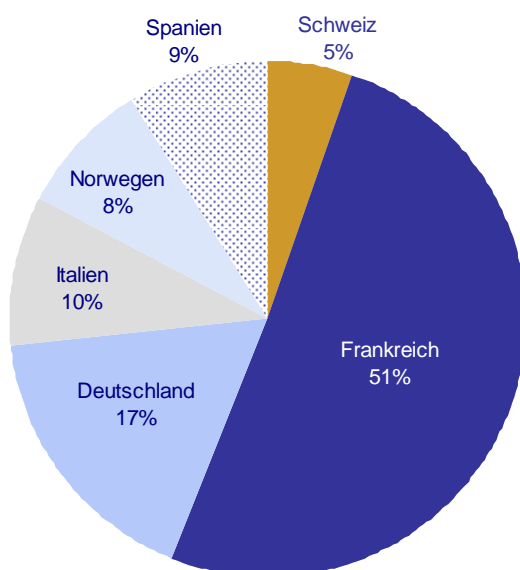
Abbildung 4: Stromproduktion nach Technologien in GWh in 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Regionale Diversifizierung in 2016 weiter vorangetrieben Mit dem Erwerb von Windparks in Spanien ist aventron nunmehr in sechs europäischen Ländern aktiv. Abbildung 5 zeigt die regionale Verteilung der Stromproduktion.

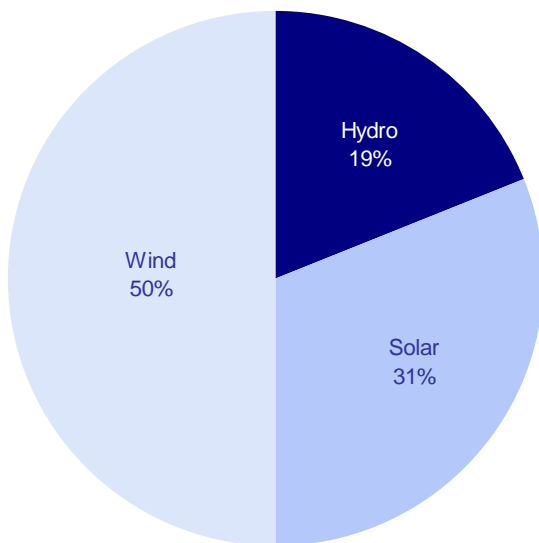
Abbildung 5: Regionale Verteilung der Stromproduktion in 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Umsatzverteilung vorübergehend windlastig Die Umsatzverteilung der drei Technologien war in 2016 stark von der Windkraft geprägt. Diese trug die Hälfte zum Umsatz bei, gefolgt von der Photovoltaik mit 31% und der Wasserkraft mit 19% (vgl. Abbildung 6). Wir gehen davon aus, dass aventron den hohen Windanteil am Umsatz in den nächsten Jahren sukzessive zurückführt, um die mittelfristigen Ziele zu erreichen (40% Windkraft) und um die Umsatzvolatilität zu reduzieren. Die Windkraft ist die schwankungsanfälligste der drei Technologien. Zwar kann auch die Wasserkraft deutlichen jährlichen Schwankungen unterliegen, diese werden aber auf natürliche Weise durch die Photovoltaik ausgeglichen – viel Regen bedeutet im Umkehrschluss wenig Sonne.

Abbildung 6: Umsatzverteilung nach Technologien in 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

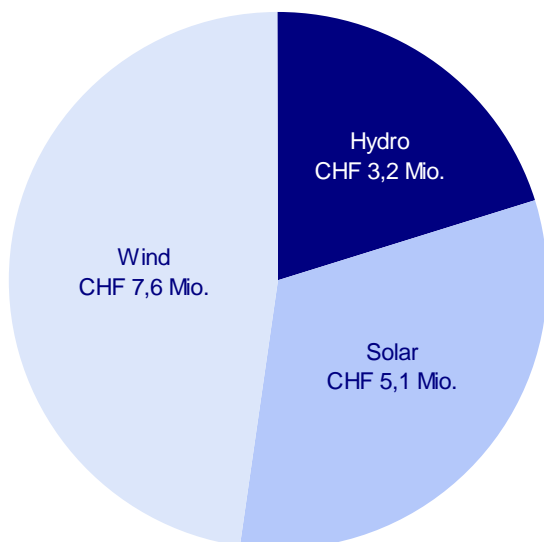
Windsegment trotz schwachen Windangebots größter Ertragstreiber Dank der deutlichen Kapazitätssteigerung der Windkraft von 68 MW auf 200 MW stieg die Windstromproduktion von 93,0 GWh auf 210,1 GWh (+126%). Daraus folgte ein Umsatzanstieg von CHF 8,9 Mio. auf CHF 24,0 Mio. J/J (+170%). Die europaweit schwachen Windverhältnisse beeinträchtigten die Segment-EBITDA-Marge, die in 2016 im Jahresvergleich um 1,9 Prozentpunkte auf 73,1% zurückging. Das Segment-EBITDA belief sich auf CHF 17,5 Mio. (2015: CHF 6,6 Mio.).

Stromproduktion aus Wasserkraft deutlich erholt Nach dem der Umsatz des Wasserkraftsegments in 2015 aufgrund monatelanger Trockenheit in 2015 eingebrochen war, erholte sich das Segment in 2016 deutlich. Der Umsatz stieg von CHF 6,7 Mio. auf CHF 9,1 Mio. (+35% J/J). Auch die Segment-EBITDA-Marge stieg um 1,5 Prozentpunkte von 54,7% auf 56,2%. Damit erzielte das Segment einen EBITDA-Beitrag von CHF 5,1 Mio. (2015: CHF 3,7 Mio.).

Photovoltaik profitiert von Kapazitätserweiterung Die Solarkapazität hat sich in 2016 von 37 MW auf 80 MW mehr als verdoppelt. Die Stromproduktion stieg von 24,1 GWh auf 70,1 GWh. Dies führte zu einem Segmentumsatzanstieg von CHF 8,2 Mio. auf CHF 14,9 Mio. (+81%). Die EBITDA-Marge stieg leicht von 75,8 % auf 76,4%. Das Segment-EBITDA lag bei CHF 11,4 Mio. nach CHF 6,2 Mio. in 2015 (vgl. auch Abbildung 9 auf Seite 7).

Operativer Gewinn durch Wind und Solar dominiert Das Windsegment trug CHF 7,6 Mio. zum EBIT bei, das Solarsegment CHF 5,1 Mio. und das Wasserkraftsegment CHF 3,2 Mio. (vgl. Abbildung 7). Der Betriebsaufwand auf Holding-Ebene betrug CHF 4,4 Mio. Angesichts des kräftigen Wachstums ist dies eine moderate Steigerung um 20% J/J (2015: CHF 3,7 Mio.). Das Holding-EBIT belief sich aufgrund von Umsatzerlösen auf der Holding-Ebene von CHF 2,1 Mio. auf CHF -2,1 Mio.

Abbildung 7: EBIT-Verteilung nach Segmenten in 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

„Digitalisierungsdividende“ durch optimiertes Asset Management Eine Cloud-basierte Steuerung und Überwachung der Stromproduktion bieten dem Management direkten Datenzugriff und Datenhoheit über eine sichere Internetverbindung. Dies ermöglicht eine engere Überwachung der Wartung und technischen Betriebsführung und sollte die Verfügbarkeiten der Grünstromanlagen steigern mit entsprechenden positiven Effekten auf Umsatz und Ertrag.

Prognosen leicht erhöht Wir haben unsere Ergebnisschätzungen für 2017E & 2018E leicht erhöht (vgl. Abbildung 8), da wir davon ausgehen, dass Skalen- und Synergieeffekte durch den Kapazitätssprung in 2016 etwas schneller realisierbar sein werden. Wir unterstellen eine stärkere Fixkostendegression sowie pro Umsatzeinheit sinkende Betriebskosten der Kraftwerke durch Poolingeffekte und durch optimiertes Asset Management. Außerdem gehen wir davon aus, dass aventrons Fremdkapitalkosten etwas niedriger sein werden als bisher angenommen.

Abbildung 8: Revidierte Prognosen für 2017E und 2018E

Alle Zahlen in CHF Mio.	2017E			2018E			2019E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	73,47	73,47	0,0%	80,39	80,39	0,0%	88,35	88,35	0,0%
EBIT	20,37	20,53	0,8%	22,94	23,15	0,9%	25,89	25,89	0,0%
Marge	27,7%	27,9%		28,5%	28,8%		29,3%	29,3%	
Jahresübers.	5,57	5,82	4,5%	6,62	7,12	7,6%	8,11	8,11	0,0%
Marge	7,6%	7,9%		8,2%	8,9%		9,2%	9,2%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,16	0,17	4,5%	0,19	0,21	7,6%	0,22	0,22	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research



Bewertungsmodell angepasst Das durch das höhere Windkraftexposure gestiegene Risiko (höhere Umsatz- und Ertragsvolatilität) haben wir über höhere Eigenkapitalkosten (Anstieg von 5,7% auf 6,4%) berücksichtigt. Aufgrund des gesunkenen Zinses für Fremdkapital liegt der WACC weiterhin bei 3,5%.

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,00. Die Empfehlung lautet weiterhin Kaufen.

Abbildung 9: Segmentzahlen im Überblick

Alle Angaben in CHF Mio.	2016A	2016E	Delta	2015	Delta
Wasserkraft					
Umsatz	9,12	10,00	-8,8%	6,76	34,9%
EBITDA	5,12	5,40	-5,1%	3,70	38,6%
Marge	56,2%	54,0%	-	54,7%	-
Wind					
Umsatz	23,98	21,50	11,5%	8,86	170,5%
EBITDA	17,52	15,00	16,8%	6,65	163,5%
Marge	73,1%	69,8%	-	75,0%	-
Solar					
Umsatz	14,87	17,20	-13,5%	8,23	80,8%
EBITDA	11,36	12,80	-11,3%	6,24	82,1%
Marge	76,4%	74,4%	-	75,8%	-
Holding					
Umsatz	2,13	0,00	n.m.	0,93	129,0%
EBITDA	-1,95	-3,64	n.m.	-1,63	n.m.
Marge	n.m.	n.m.	-	n.m.	-
Konsolidierung					
Umsatz	-1,64	0,00	-	-0,93	-
EBITDA	0,00	0,00	-	0,00	-
Marge	-	-	-	-	-
Gruppe					
Umsatz	48,46	48,70	-0,5%	23,85	103,2%
EBITDA	32,05	29,56	8,4%	14,95	114,4%
Marge	66,1%	60,7%	-	62,7%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG



DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	73.473	80.392	88.350	95.658	99.348	100.341	101.344	102.358
NOPLAT	17.478	19.544	21.858	24.343	24.885	25.375	25.823	26.309
+ Abschreibungen	27.926	29.860	31.007	32.520	34.157	33.865	33.571	33.276
= Operativer Cashflow (netto)	45.404	49.404	52.865	56.863	59.041	59.239	59.394	59.586
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-66.845	-68.080	-67.899	-67.866	-34.928	-34.537	-34.222	-33.905
Capex	-67.547	-67.602	-67.666	-67.724	-34.924	-34.613	-34.299	-33.984
Working Capital	702	-478	-233	-142	-3	75	77	79
= Freier Cashflow (FCF)	-21.440	-18.676	-15.034	-11.003	24.113	24.702	25.172	25.681
GW der FCFs	-20.944	-17.630	-13.713	-9.698	20.536	20.329	20.018	19.733

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2030E)	149.242
GWs der FCFs in der Terminalperiode	634.531
Unternehmenswert (EV)	783.773
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-323.081
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.983
Shareholder value	467.675

Fairer Wert je Aktie in CHF	13,00
-----------------------------	-------

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	
Eigenkapitalkosten	6,4%	2,7%	17,41	19,45	21,91	24,97	28,85	33,93	40,89
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,0%	2,9%	15,00	16,66	18,63	20,83	23,99	27,76	32,69
Normaler Steuersatz	28,5%	3,1%	12,95	14,32	15,93	17,84	20,17	23,05	26,70
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,1%	3,3%	11,18	12,33	13,66	15,22	17,08	19,34	22,13
EK-Anteil	31,5%	3,5%	9,65	10,61	11,73	13,02	14,53	16,34	18,53
FK-Anteil	68,5%	3,7%	8,30	9,13	10,06	11,14	12,40	13,87	15,62
		3,9%	7,11	7,82	8,62	9,53	10,58	11,79	13,22
Fairer Wert je Aktie in CHF	13,00	4,1%	6,05	6,66	7,35	8,13	9,01	10,03	11,21

* Aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2024 dargestellt, das Modell deckt den Zeitraum bis 2031E ab.



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Umsatz	11.098	14.746	23.849	48.457	73.473	80.392	88.350
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.603	9.184	13.593	14.471	15.903
Bruttogewinn	7.949	11.503	19.246	39.273	59.880	65.921	72.447
Personalkosten	90	681	1.145	1.750	2.656	2.975	3.357
Sonstige betriebliche Erträge	199	543	897	1.000	1.469	1.608	1.767
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.047	6.469	10.239	11.541	13.959
EBITDA	6.079	8.136	14.951	32.054	48.455	53.014	56.897
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	7.946	18.289	27.926	29.860	31.007
EBIT	3.890	3.864	7.005	13.765	20.529	23.154	25.890
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.381	-9.036	-10.360	-11.122	-12.448
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	321	-25	0	0	0
EBT	1.993	1.967	3.945	4.704	10.169	12.032	13.442
Steuern	-56	817	1.052	759	3.051	3.610	4.032
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-957	-976	-1.300	-1.300	-1.300
Nettogewinn/ -verlust	933	732	1.936	2.969	5.818	7.123	8.109
EPS (verwässert, in CHF)	0,16	0,06	0,11	0,12	0,17	0,21	0,22
Kennzahlen							
Bruttomarge	71,6%	78,0%	80,7%	81,0%	81,5%	82,0%	82,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	62,7%	66,1%	65,9%	65,9%	64,4%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	28,4%	27,9%	28,8%	29,3%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,1%	6,1%	7,9%	8,9%	9,2%
Steuersatz	-2,8%	41,5%	26,7%	16,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Ausgaben in % vom Umsatz							
Personalkosten	0,8%	4,6%	4,8%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	33,3%	37,7%	38,0%	37,1%	35,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	17,0%	13,3%	13,9%	14,4%	15,8%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	61,7%	103,2%	51,6%	9,4%	9,9%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	81,3%	96,5%	49,1%	12,8%	11,8%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	164,5%	53,4%	96,0%	22,4%	13,8%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	14.112	30.056	39.070	62.993	55.876	47.667	72.514
Liquide Mittel	6.673	16.413	19.293	33.538	23.299	13.938	37.453
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	845	663	663	663	663
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	2.400	9.096	12.078	13.215	14.523
Vorräte	73	72	87	83	223	238	261
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	16.445	19.613	19.613	19.613	19.613
Anlagevermögen, gesamt	93.885	166.122	268.546	514.393	553.904	591.536	628.085
Sachanlagen	65.646	134.825	232.392	461.399	500.674	538.093	574.381
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.001	3.117	3.602	6.052	6.398	6.721	7.092
Sonstige	27.238	28.180	32.552	46.942	46.832	46.722	46.612
Aktiva	107.997	196.178	307.616	577.386	609.780	639.204	700.598
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	11.002	21.907	32.068	40.676	33.224	36.238	48.138
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	66	2.162	14.996	20.211	7.000	9.000	19.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.215	6.908	4.493	6.603	10.427	11.101	12.200
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	12.579	13.862	15.797	16.138	16.939
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	61.363	99.186	199.994	347.595	387.595	413.195	439.695
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	194.333	336.408	376.408	402.008	428.508
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.971	3.894	5.661	11.187	11.187	11.187	11.187
Anteile Dritter	11.529	6.466	6.983	26.008	27.308	28.608	29.908
Eigenkapital	24.103	68.619	68.571	163.107	161.653	161.162	182.857
Gezeichnetes Kapital	7.889	17.082	19.451	34.105	34.105	34.105	36.105
Kapitalrücklage	55.661	106.174	120.015	229.732	229.732	229.732	249.732
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	-56	-100	-204	-204	-204	-204
Gewinnrücklagen	-39.447	-54.581	-70.795	-100.526	-101.870	-102.251	-102.446
Passiva	107.997	196.178	307.616	577.386	609.780	639.204	700.598
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,28	1,37	1,22	1,55	1,68	1,32	1,51
Quick ratio (x)	1,28	1,37	1,22	1,55	1,68	1,31	1,50
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	190.036	323.081	360.109	397.070	410.055
Net gearing	148,1%	107,9%	251,5%	170,8%	190,6%	209,2%	192,7%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	12,7	10,1	7,4	7,5	7,2
Buchwert je Aktie (in CHF)	3,06	4,02	3,53	4,78	4,74	4,73	5,06
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	2,8%	1,8%	3,6%	4,4%	4,4%
Forderungsumschlag in Tagen	49,5	81,5	36,7	68,5	60,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	8,5	8,1	6,9	3,3	6,0	6,0	6,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	720,4	777,5	356,3	262,4	280,0	280,0	280,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
EBIT	3.890	3.864	7.326	13.765	20.529	23.154	25.890
Abschreibungen	2.189	4.272	7.946	18.289	27.926	29.860	31.007
EBITDA	6.079	8.136	15.272	32.054	48.455	53.014	56.897
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.392	-1.928	702	-478	-233
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-3.982	-350	-13.411	-14.732	-16.481
Operativer Cashflow	7.640	1.138	9.898	29.776	35.746	37.804	40.184
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-23.152	-25.965	-36.838	-20.854	-66.959	-66.959	-66.959
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.000	-861	-619	-1.542	-588	-643	-707
Freier Cashflow	-15.512	-24.827	-26.940	8.922	-31.213	-29.155	-26.775
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	864	464	-13.539	-31.348	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.054	-7.579	-5.203	110	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-28.342	-33.941	-56.198	-53.634	-67.547	-67.602	-67.666
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	46.118	-2.742	26.789	27.600	36.500
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	15.048	16.371	5.837	55.004	0	0	22.000
Sonstige Finanzierung	-797	-1.624	-2.089	-4.790	-5.227	-7.162	-7.503
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	22.424	42.684	49.866	38.420	21.562	20.438	50.997
Währungseffekte & Sonstiges	78	-141	-686	-317	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.800	9.740	2.880	14.245	-10.239	-9.360	23.515
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	19.293	33.538	23.299	13.938
Liquide Mittel zum Ende der Periode	6.673	16.413	19.293	33.538	23.299	13.938	37.453
EBITDA je Aktie (in CHF)	1,06	0,69	0,83	1,29	1,42	1,55	1,58

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	769,8%	200,8%	20,0%	5,8%	5,8%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-34,2%	19,8%	54,8%	10,3%	9,4%	9,4%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	20. Mai 2015	CHF 8,00	Buy	CHF 10,50
2...6	↓	↓	↓	↓
7	6. September 2016	CHF 8,51	Buy	CHF 13,00
8	18. Oktober 2016	CHF 8,80	Buy	CHF 13,00
9	16. Januar 2017	CHF 8,75	Buy	CHF 13,00
10	Today	CHF 9,10	Buy	CHF 13,00

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 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.