



aventron AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG
KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

BUY
CHF 13,00

46,1%
low

AVENTRON PRÄSENTIERT HERVORRAGENDE H1-ZAHLEN

aventron's H1-Zahlen zeigen starkes Wachstum sowohl beim Umsatz (+86% J/J) als auch bei den Ergebniskennziffern. Das EBIT stieg überproportional um 96% auf CHF 12,4 Mio. Die H1-Zahlen lagen aufgrund der hohen Ertragskraft der Segmente Wind und Solar über unseren Erwartungen. Auch im ersten Halbjahr hat aventron ihren Wachstumskurs fortgesetzt und das Grünstromportfolio um weitere 11 MW auf 362 MW erhöht. Wir erhöhen unsere Schätzung für 2017E leicht und bestätigen unsere Kaufempfehlung sowie das Kursziel von CHF 13,00.

Erhöhte Kapazität spiegelt sich in Umsatz- und Ertragssteigerung Der Kapazitätssprung des letzten Jahres von 160 MW auf 351 MW ist die Grundlage für den hohen Umsatzanstieg um 86% auf CHF 36,8 Mio. (FBe: CHF 34,7 Mio.). Das EBITDA verdoppelte sich auf CHF 25,5 Mio. (FBe: CHF 23,3 Mio.). Damit erhöhte sich die EBITDA-Marge um mehr als 5 Prozentpunkte auf 69,2%. Hauptgrund dafür ist das starke Wachstum der margenstarken Segmente Wind und Solar, während der Umsatz des Wassersegments, das niedrigere Margen hat, im Vergleich zur Vorjahresperiode rückläufig war. Abschreibungen in Höhe von CHF 13,1 Mio. ergaben ein EBIT von CHF 12,4 Mio. (H1/16: CHF 6,3 Mio., FBe: CHF 10,2 Mio.). Die EBIT-Marge stieg um knapp 2 PP auf 33,7%. Höher als erwartete Zinsaufwendungen von CHF 6,7 Mio. führten zu einem Nettoergebnis von CHF 3,2 Mio. (H1/16: CHF 1,5 Mio., FBe: CHF 2,9 Mio.). Aufgrund der stark erhöhten Aktienzahl stieg das Ergebnis pro Aktie nur um 13% bzw. CHF 0,01 auf CHF 0,09 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

aventron sollte Jahresziele erreichen Das Management erwartet für 2017 einen Umsatz von mehr als CHF 74 Mio. und ein EBITDA von ca. CHF 50 Mio. Nach den ausgezeichneten Halbjahreszahlen sehen wir das Unternehmen auf sehr gutem Weg, um diese Ziele zu erreichen, sofern die Winterernte im zweiten Halbjahr im langjährigen Durchschnitt liegt.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (CHF Mio.)	14,75	23,85	48,46	74,57	80,39	88,35
Jährliches Wachstum	32,9%	61,7%	103,2%	53,9%	7,8%	9,9%
EBIT (CHF Mio.)	3,86	7,01	13,77	23,67	23,08	25,82
EBIT-Marge	26,2%	29,4%	28,4%	31,7%	28,7%	29,2%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,73	1,94	2,97	5,94	7,07	8,06
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	-33,24	-29,47	-27,46
Nettoverschuldungsgrad	107,9%	251,5%	170,8%	191,2%	209,7%	193,2%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	16,41	19,29	33,54	21,86	12,83	36,36

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 mehr als 360 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: 8. Sep 2017

Schlusskurs	CHF 8,90
Aktien im Umlauf	34,10 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 303,53 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 8,50 / 9,25
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.480

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	74,6	51,1	42,9
EV/Sales	12,9	8,4	7,8
EV/EBIT	45,5	26,5	27,1
Div.-Rendite	2,4%	2,4%	2,5%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2017

Liquide Mittel	CHF 42,43 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	CHF 71,95 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	CHF 5,10 Mio.
Bilanzsumme	CHF 542,17 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	CHF 46,73 Mio.
Eigenkapital	CHF 181,88 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM-Gruppe	46%
ewb-Gruppe	15%
Stadtwerk Winterthur	10%
Andere Investoren	10%
Free Float	19%

**Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen**

Alle Zahlen in CHF Mio.	H1-17A	H1-17E	Delta	H1-16	Delta
Umsatz	36,81	34,70	6,1%	19,76	86,3%
EBIT	12,39	10,23	21,1%	6,33	95,7%
Marge	33,7%	29,5%		32,0%	
Nettoergebnis	3,17	2,89	9,6%	1,48	113,9%
Marge	8,6%	8,3%		7,5%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,09	0,08	12,5%	0,08	12,5%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Wasser-Segment aufgrund geringer Niederschläge rückläufig Der H1-Umsatz im Wasser-Segment lag aufgrund geringer Niederschlagsmengen deutlich unter dem Vorjahresniveau sowie unseren Schätzungen und erreichte CHF 4,2 Mio. (H1/16: CHF 5,5 Mio., FBe: CHF 5,7 Mio.). Das Segment-EBITDA fiel um 42% auf CHF 1,9 Mio. Die EBITDA-Marge viel deutlich von 57,5% auf 44,5% (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Segment-Umsatz und -EBITDA – berichtet versus prognostiziert

Alle Angaben in CHF Mio.	H1-17A	H1-17E	Delta	H1-16	Delta
Wasserkraft					
Umsatz	4,17	5,70	-26,9%	5,53	-24,7%
EBITDA	1,85	3,28	-43,5%	3,18	-41,8%
Marge	44,5%	57,5%		57,5%	
Wind					
Umsatz	21,04	19,00	10,8%	7,37	185,5%
EBITDA	15,67	13,64	14,9%	5,29	196,2%
Marge	74,5%	71,8%		71,8%	
Solar					
Umsatz	11,34	10,00	13,4%	6,53	73,6%
EBITDA	9,11	7,62	19,6%	4,98	83,0%
Marge	80,4%	76,2%		76,3%	
Holding					
Umsatz	1,24	1,00	23,5%	1,02	21,1%
EBITDA	-1,18	-1,20	n.m.	-0,85	n.m.
Marge	n.m.	n.m.		n.m.	
Konsolidierung					
Umsatz	-0,98	-1,00	n.m.	-0,69	n.m.
EBITDA	0,00	0,00	n.m.	0,00	n.m.
margin	0,0%	n.m.		0,0%	
Gruppe					
Umsatz	36,81	34,70	6,1%	19,76	86,3%
EBITDA	25,46	23,34	9,1%	12,60	102,0%
Marge	69,2%	67,3%		63,8%	

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Solar-Segment margenstark Im Solar-Segment stieg der Umsatz aufgrund erhöhter Kapazitäten (Ende H1/17: 88,4 MW, Ende August 2016: 67,4 MW, Anfang 2016: 37 MW) und vergleichsweise hoher Sonneneinstrahlung um 74% auf CHF 11,3 Mio. Das EBITDA stieg überproportional um 83% auf CHF 9,1 Mio. Die Segment-EBITDA-Marge stieg deutlich um mehr als 4 Prozentpunkte auf 80,4% (vgl. Abbildung 2). Damit zeigt sich im ersten



Halbjahr erneut, dass sich Wasser- und Solar-Segment auf natürliche Weise ausgleichen. Geringe Niederschlagsmengen bedeuten im Umkehrschluss mehr Sonnenstunden. Wieder war das Solar-Segment ein natürlicher Hedge für das Wasser-Segment.

Wind-Segment der mit Abstand größte Umsatz- und Ergebnistreiber Dank der deutlich aufgestockten Windkapazität (Ende H1/17: 200,7 MW, Ende August 2016: 172,6 MW, Anfang 2016: 68 MW) legte der Segment-Umsatz um 186% auf CHF 21,0 Mio. zu. Das Segment-EBITDA verdreifachte sich fast auf CHF 15,7 Mio. Auch im Wind-Segment war die EBITDA-Margenentwicklung erfreulich. Die Marge stieg um mehr als 4 Prozentpunkte auf 80,4% (vgl. Abbildung 2 auf der Vorseite).

Solide Bilanz Die Bilanzsumme erhöhte sich von CHF 577 Mio. zum Jahresende 2016 auf CHF 614 Mio. zum Ende des ersten Halbjahres. Größter Aktivposten bleiben die Sachanlagen mit CHF 488 Mio. (Ende 2016: CHF 461 Mio.). Mit CHF 42 Mio. verfügte aventron über eine sehr solide Cashposition. Die langfristigen Finanzverbindlichkeiten erhöhten sich von CHF 336 Mio. auf CHF 376 Mio., während die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten leicht auf CHF 20 Mio. sanken. Damit stieg die Finanzschuld insgesamt auf CHF 396 Mio. (Ende 2016: CHF 357 Mio.). Die Nettoverschuldung erhöhte sich um CHF 30 Mio. auf CHF 353 Mio. Das Eigenkapital inklusive Minderheiten belief sich auf CHF 182 Mio. (Ende 2016: CHF 189 Mio.). Zwar sank die Eigenkapitalquote damit von 32,8% auf 29,6%, bleibt aber für diese Art von Geschäftsmodell auf einem hohen Niveau (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Ausgewählte Bilanzpositionen

in CHF Mio.	H1/17	2016	Delta
Sachanlagen	488,5	461,4	6%
Anlagevermögen, gesamt	542,2	514,4	5%
Liquide Mittel	42,4	33,5	27%
Umlaufvermögen, gesamt	71,9	63,0	14%
Eigenkapital inkl. Minderheiten	181,9	189,1	-4%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>29,6%</i>	<i>32,8%</i>	-
Finanzverbindlichkeiten (kurzfristig)	19,6	20,2	-3%
Finanzverbindlichkeiten (langfristig)	376,2	336,4	12%
Nettofinanzverbindlichkeiten	353,4	323,1	9%
<i>Net gearing</i>	<i>194%</i>	<i>171%</i>	-
Bilanzsumme	614,1	577,4	6%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Hoher operativer Cashflow Im ersten Halbjahr belief sich der operative Cashflow auf CHF 28,9 Mio. Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit betrug CHF 40,5 Mio. Damit konnten theoretisch fast drei Viertel der Investitionen aus dem operativen Cashflow finanziert werden. Der Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit lag bei CHF 20,0 Mio. Der Nettoaufnahme von Finanzmitteln in Höhe von CHF 33,9 Mio. standen Mittelabflüsse für die Dividendenausschüttung (CHF 7,1 Mio.) und Zinszahlungen (CHF 6,2 Mio.) gegenüber. Der Nettocashflow betrug CHF 8,4 Mio.

aventron setzt Wachstumskurs fort Im ersten Halbjahr hat aventron mit 140 Kraftwerksanlagen, die über sechs Länder verteilt sind und zum Halbjahresende eine Gesamtkapazität von 362 MW hatten, 340 GWh Grünstrom produziert. Die Stromproduktion stieg damit gegenüber dem Vergleichszeitraum (H1/16: 211 GWh) um 61%. Wir sehen das Unternehmen damit auf sehr gutem Wege, die für 2017 avisierte Menge von über 750 GWh Grünstrom zu erreichen.



aventron hat ihren Expansionskurs im ersten Halbjahr fortgesetzt. Neben mehreren Solaranlagen in Italien wurden Kleinwasserkraftwerke in Norwegen übernommen. Die installierte Leistung an Photovoltaikanlagen in Italien stieg J/J von 15 MW auf 35 MW. Das Wasserkraft-Portfolio in Norwegen umfasst nun – inklusive Bau-Projekten – eine Leistung von 45 MW (Ende August 2016: 14 MW). Damit erreicht das Gesamtportfolio der aventron konsolidiert 378 MW an installierter Kapazität.

Schätzungen für 2017E leicht erhöht Nach den exzellenten Halbjahreszahlen sehen wir aventron auf sehr gutem Weg, die Jahresprognose zu erreichen. Wir haben unsere 2017E-Schätzung aufgrund der H1-Zahlen leicht erhöht.

Abbildung 4: Anpassung der Prognosen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2017E			2018E			2019E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	73,47	74,57	1,5%	80,39	80,39	0,0%	88,35	88,35	0,0%
EBIT	20,53	23,67	15,3%	23,15	23,08	-0,3%	25,89	25,82	-0,3%
Marge	27,9%	31,7%		28,8%	28,7%		29,3%	29,2%	
Jahresübers.	5,82	5,94	2,1%	7,12	7,07	-0,7%	8,11	8,06	-0,6%
Marge	7,9%	8,0%		8,9%	8,8%		9,2%	9,1%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,17	0,17	2,5%	0,21	0,21	-0,7%	0,22	0,22	-0,6%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	74.573	80.392	88.350	95.658	99.348	100.341	101.344	102.358
NOPLAT	20.562	19.493	21.811	24.232	24.782	25.280	25.735	26.229
+ Abschreibungen	26.680	29.934	31.075	32.582	34.215	33.922	33.628	33.333
= Operativer Cashflow (netto)	47.243	49.426	52.885	56.815	58.997	59.202	59.363	59.562
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-67.162	-67.772	-67.899	-67.794	-34.991	-34.602	-34.287	-33.969
Capex	-67.556	-67.602	-67.666	-67.724	-34.983	-34.670	-34.356	-34.040
Working Capital	394	-170	-233	-70	-9	68	69	71
= Freier Cashflow (FCF)	-19.919	-18.346	-15.014	-10.980	24.005	24.599	25.077	25.593
GW der FCFs	-19.719	-17.555	-13.887	-9.816	20.744	20.547	20.247	19.972

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2030E)	152.845
GWs der FCFs in der Terminalperiode	639.054
Unternehmenswert (EV)	791.898
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-332.993
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.983
Shareholder value	465.888

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%
2,7%	Eigenkapitalkosten	17,34	19,41	21,93	25,07	29,06	34,33	41,60
2,9%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	14,91	16,59	18,61	20,87	24,10	27,98	33,10
3,1%	Normaler Steuersatz	12,85	14,24	15,88	17,83	20,21	23,17	26,93
3,3%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	11,08	12,24	13,59	15,18	17,08	19,39	22,26
3,5%	EK-Anteil	9,54	10,52	11,65	12,96	14,50	16,35	18,59
3,7%	FK-Anteil	8,19	9,02	9,98	11,07	12,34	13,84	15,64
3,9%		7,00	7,71	8,53	9,45	10,51	11,75	13,21
4,1%	Fairer Wert je Aktie in CHF	5,94	6,56	7,25	8,04	8,94	9,97	11,17

* 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	74.573	80.392	88.350
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.603	9.184	13.423	14.471	15.903
Bruttogewinn	7.949	11.503	19.246	39.273	61.150	65.921	72.447
Personalkosten	90	681	1.145	1.750	2.256	2.975	3.357
Sonstige betriebliche Erträge	199	543	897	1.000	1.491	1.608	1.767
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.047	6.469	10.039	11.541	13.959
EBITDA	6.079	8.136	14.951	32.054	50.346	53.014	56.897
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	7.946	18.289	26.680	29.934	31.075
EBIT	3.890	3.864	7.005	13.765	23.666	23.080	25.823
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.381	-9.036	-13.320	-11.122	-12.448
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	321	-25	0	0	0
EBT	1.993	1.967	3.945	4.704	10.346	11.958	13.374
Steuern	-56	817	1.052	759	3.104	3.588	4.012
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-957	-976	-1.300	-1.300	-1.300
Nettogewinn/ -verlust	933	732	1.936	2.969	5.942	7.071	8.062
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%	82,0%	82,0%	82,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	62,7%	66,1%	67,5%	65,9%	64,4%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	28,4%	31,7%	28,7%	29,2%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,1%	6,1%	8,0%	8,8%	9,1%
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%	3,0%	3,7%	3,8%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	33,3%	37,7%	35,8%	37,2%	35,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	17,0%	13,3%	13,5%	14,4%	15,8%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	61,7%	103,2%	53,9%	7,8%	9,9%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	81,3%	96,5%	71,9%	-2,5%	11,9%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	164,5%	53,4%	100,1%	19,0%	14,0%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	14.112	30.056	39.070	62.993	54.615	46.559	71.425
Liquide Mittel	6.673	16.413	19.293	33.538	21.860	12.830	36.365
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	845	663	663	663	663
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	2.400	9.096	12.259	13.215	14.523
Vorräte	73	72	87	83	221	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	555.158	592.717	629.198
Sachanlagen	65.646	134.825	232.392	461.399	501.920	539.266	575.486
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.001	3.117	3.602	6.052	6.407	6.729	7.100
Sonstige	27.238	28.180	32.552	46.942	46.832	46.722	46.612
Aktiva	107.997	196.178	307.616	577.386	609.774	639.276	700.624
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	11.002	21.907	32.068	40.676	33.094	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	10.297	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	161.777	161.234	182.882
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	-101.746	-102.179	-102.421
Passiva	107.997	196.178	307.616	577.386	609.774	639.276	700.624
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,28	1,37	1,22	1,55	1,65	1,28	1,48
Quick ratio (x)	1,28	1,37	1,22	1,55	1,64	1,28	1,48
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	190.036	323.081	361.548	398.178	411.143
Net gearing	148,1%	107,9%	251,5%	170,8%	191,2%	209,7%	193,2%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	12,7	10,1	7,2	7,5	7,2
Buchwert je Aktie (in CHF)	3,06	4,02	3,53	4,78	4,74	4,73	5,07
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	2,8%	1,8%	3,7%	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	23.666	23.080	25.823
Abschreibungen	2.189	4.272	7.946	18.289	26.680	29.934	31.075
EBITDA	6.079	8.136	15.272	32.054	50.346	53.014	56.897
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.392	-1.928	394	-170	-233
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-3.982	-350	-16.424	-14.709	-16.461
Operativer Cashflow	7.640	1.138	9.898	29.776	34.316	38.134	40.204
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	-597	-643	-707
Freier Cashflow	-15.512	-24.827	-26.940	8.922	-32.643	-28.825	-26.755
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	-67.556	-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	-11.678	-9.030	23.535
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	19.293	33.538	21.860	12.830
Liquide Mittel zum Ende der Periode	6.673	16.413	19.293	33.538	21.860	12.830	36.365
EBITDA je Aktie (in CHF)	1,06	0,69	0,83	1,29	1,48	1,55	1,58

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	769,8%	200,8%	15,2%	11,1%	11,1%
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%	14,6%	5,3%	5,3%

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...7	↓	↓	↓	↓
8	18. Oktober 2016	CHF 8,80	Buy	CHF 13,00
9	16. Januar 2017	CHF 8,75	Buy	CHF 13,00
10	26. April 2017	CHF 9,10	Buy	CHF 13,00
11	Today	CHF 8,90	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 Portfoliowalter

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.