



# aventron AG

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

Endgültige  
H1-Zahlen

**BEWERTUNG**  
**KURSZIEL**

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

**BUY**  
**CHF 13,50**

37,8%  
low

## GUIDANCE NACH STARKEN H1-ZAHLEN ERHÖHT

aventrons endgültige H1-Zahlen bestätigen die vorläufigen Zahlen. Umsatz und EBIT wuchsen um 26% J/J. Der Nettogewinn verdoppelte sich auf CHF 6,4 Mio. Nach den sehr starken H1-Zahlen hat das Unternehmen die Guidance für das laufende Jahr beim Umsatz auf CHF 90 Mio. (bisher: CHF 85 Mio.) erhöht und geht weiter von einer EBIT-Marge von 30% aus. Wir erhöhen erneut unsere Schätzungen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von CHF 13,50 (bisher: CHF 13,00). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Exzellente H1-Zahlen** Der 26%ige Umsatzanstieg J/J auf CHF 46,5 Mio. fußte auf sehr guten Bedingungen für die Wasser- und die Windkraft in Q1 und der hohen Sonneneinstrahlung in Q2 sowie auf den Kapazitätserweiterungen. Das Grünstromportfolio hatte zum Ende des ersten Halbjahres eine Kapazität von 414 MW (Ende H1/17: 362 MW, +14% J/J). Auch die Aufwertung des Euros um knapp 9% trieb den in Schweizer Franken ausgewiesenen Umsatz. aventron erwirtschaftet ca. 90% des Umsatzes im Euroraum. Die Stromproduktion erhöhte sich von 360 GWh auf 410 GWh (+14 % J/J). Das EBITDA stieg um 28% auf CHF 32,7 Mio. Damit erhöhte sich die EBITDA-Marge um 1 PP von 69,2% auf 70,2%. Das EBIT betrug CHF 15,6 Mio. (+26% J/J). Damit blieb die EBIT-Marge auf hohem Niveau (33,5% versus 33,7% in H1/17). Da das Finanzergebnis stabil blieb (CHF -6,7 Mio.) und die Ertragssteuern nur um CHF 0,2 Mio. auf CHF 1,8 Mio. stiegen, verdoppelte sich der Nettogewinn von CHF 3,2 Mio. auf CHF 6,4 Mio. Der Gewinn pro Aktie belief sich auf CHF 0,19 nach CHF 0,09 in H1/17 (siehe Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

**Guidance erhöht** Nach den starken H1-Zahlen hat aventron ihre Guidance für das laufende Jahr erhöht. Das Unternehmen geht nunmehr von einem Umsatz von CHF 90 Mio. aus bei einer EBIT-Marge von 30% (bisher: CHF 85 Mio. bei 30% EBIT-Marge).

(b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (CHF Mio.)	23,85	48,46	77,14	90,34	100,52	108,14
Jährliches Wachstum	61,7%	103,2%	59,2%	17,1%	11,3%	7,6%
EBIT (CHF Mio.)	7,01	13,77	23,92	27,30	30,35	32,77
EBIT-Marge	29,4%	28,4%	31,0%	30,2%	30,2%	30,3%
Jahresübers. (CHF Mio.)	1,94	2,97	8,34	10,31	11,49	12,28
EPS (verwässert) (CHF)	0,11	0,12	0,25	0,27	0,26	0,28
DPS (CHF)	0,21	0,21	0,23	0,23	0,24	0,25
FCF (CHF Mio.)	-27,56	7,38	25,35	-67,82	-70,34	-61,10
Nettoverschuldungsgrad	251,5%	170,8%	227,5%	143,3%	170,6%	194,7%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	19,29	33,54	39,43	96,13	76,95	60,35

### 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. 465 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.

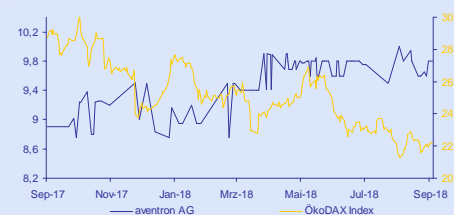
### HANDELSDATEN

Stand: 11. Sep 2018

Schlusskurs	CHF 9,80
Aktien im Umlauf	43,73 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 428,54 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 8,75/10,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.647

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	40,0	36,5	37,3
EV/Sales	9,7	8,3	7,5
EV/EBIT	31,4	27,5	24,7
Div.-Rendite	2,3%	2,3%	2,4%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2018

Liquide Mittel	CHF 50,77 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 85,38 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 9,70 Mio.
Bilanzsumme	CHF 719,22 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 86,24 Mio.
Eigenkapital	CHF 179,61 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKT

aventron Holding AG	61,9%
Stadtwerk Winterthur	7,7%
UBS Clean Energy Infrastructure	6,3%
Other investors	9,6%
Free Float	14,4%

### Abbildung 1: Endgültige H1-Zahlen

Alle Zahlen in CHF Mio.	H1-18A	H1-17A	Delta
Umsatz	46,54	36,81	26,4%
EBIT	15,61	12,39	26,0%
Marge	33,5%	33,7%	
Jahresübers.	6,37	3,17	101,1%
Marge	13,7%	8,6%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,19	0,09	101,1%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Wasserkraft profitiert von günstigem Umfeld in Q1** Das Wasserkraft-Segment steigerte den Umsatz um 70% J/J auf CHF 7,1 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Der Anstieg lag deutlich über unseren Erwartungen. Zum einen wurde das Segment insbesondere im ersten Quartal vom regenreichen Wetter begünstigt, zum anderen entfalteten höhere Strompreise in Frankreich und Norwegen eine positive Wirkung. Außerdem trugen die Kapazitätserweiterungen zum höheren Segmentumsatz bei. Ende H1 betrug die Kapazität 88,3 MW nach 73,1 MW in H1/17 (+21% J/J). Das EBITDA stieg noch deutlich stärker um 125% auf CHF 4,2 Mio. Die EBITDA-Marge erhöhte sich von 44,5% auf 59,1%. Neben der verbesserten Auslastung waren die höheren Strompreise der wesentliche Margentreiber. Das EBIT belief sich auf CHF 3,0 Mio. nach CHF 1,0 Mio. in H1/17. Die EBIT-Marge erhöhte sich von 25,0% auf 42,7%. Nachdem das Segment in den letzten beiden Jahren wiederholt unter mangelndem Niederschlag litt, konnte es in diesem Halbjahr seine Stärke unter Beweis stellen.

**Wind-Segment bleibt klar auf Wachstumskurs** Der Segmentumsatz stieg, getrieben von sehr guten Windbedingungen in Q1 und einer von 201 MW auf 228 MW gestiegenen Kapazität (+13% J/J), um knapp 23% auf CHF 25,8 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Der EBITDA-Anstieg lag bei 25% und führte zu einem EBITDA-Beitrag von CHF 19,6 Mio. Die EBITDA-Marge stieg um 2,6 PP auf den ausgezeichneten Wert von 76,1%. Das EBIT stieg von CHF 7,5 Mio. auf CHF 9,6 Mio. (+27% J/J). Die EBIT-Marge erhöhte sich von 35,8% auf 37,2%.

**Solar-Segment zeigt zweistelliges Umsatzwachstum** Der Segmentumsatz erhöhte sich um knapp 18% auf CHF 13,3 Mio. und blieb damit unter unseren Erwartungen, da die Sonneneinstrahlung nur durchschnittlich war (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Die Solarstromanlagenkapazität erhöhte sich um 10% J/J von 88 MW auf 97 MW. Das EBITDA belief sich auf CHF 10,0 Mio. nach CHF 9,1 Mio. in H1/17 (+9% J/J). Die EBITDA-Marge ging von 80,4% auf 74,9% zurück. Der Segment-EBIT-Beitrag lag bei CHF 4,2 Mio. nach CHF 5,1 Mio. in H1/17. Grund für den Rückgang sind deutlich höhere Abschreibungen (CHF 5,8 Mio. versus CHF 4,0 Mio. in H1/17). Damit sank die EBIT-Marge deutlich von 44,8% auf 31,5%.

**Holding-Kosten steigen unterproportional** Der Betriebsaufwand der Holding belief sich auf CHF 2,7 Mio. nach CHF 2,4 Mio. in H1/17 (+13%). Aufgrund etwas höherer im Segment verbuchter Umsätze verbesserte sich das EBIT sogar leicht von CHF -1,25 Mio. auf CHF -1,18 Mio.



Abbildung 2: Segment-Umsatz- und -EBITDA

Alle Angaben in CHF Mio.	H1-18A	H1-18E	Delta	H1-17A	Delta
<b>Wasserkraft</b>					
Umsatz	7,07	4,40	60,7%	4,17	69,7%
EBITDA	4,18	1,95	114,1%	1,85	125,4%
Marge	59,1%	44,3%		44,5%	
<b>Wind</b>					
Umsatz	25,78	22,40	15,1%	21,04	22,5%
EBITDA	19,62	16,60	18,2%	15,67	25,2%
Marge	76,1%	74,1%		74,5%	
<b>Solar</b>					
Umsatz	13,31	14,50	-8,2%	11,34	17,5%
EBITDA	9,97	11,72	-14,9%	9,11	9,4%
Marge	74,9%	80,8%		80,4%	
<b>Holding</b>					
Umsatz	1,58	1,00	57,8%	1,24	27,8%
EBITDA	-1,10	-1,60	n.m.	-1,18	n.m.
Marge	n.m.	n.m.		n.m.	
<b>Konsolidierung</b>					
Umsatz	-1,20	-1,00	n.m.	-0,98	n.m.
EBITDA	0,00	0,00	n.m.	0,00	n.m.
Marge	0,0%	n.m.		0,0%	
<b>Gruppe</b>					
Umsatz	46,54	41,30	12,7%	36,81	26,4%
EBITDA	32,66	28,67	13,9%	25,46	28,3%
Marge	70,2%	69,4%		69,2%	

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Bilanz spiegelt Wachstum wider und bleibt nach Kapitalerhöhung grundsolide** Die Bilanzsumme stieg in H1 um 5% auf CHF 719 Mio. und ist auf der Aktiva-Seite gegenüber Ende 2017 von zwei wesentlichen Veränderungen gekennzeichnet: Die liquiden Mittel stiegen von CHF 39 Mio. auf CHF 51 Mio., und die Sachanlagen erhöhten sich von CHF 545 Mio. auf CHF 571 Mio. Auf der Passiva-Seite stiegen die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von CHF 42 Mio. auf CHF 60 Mio. und die langfristigen Finanzverbindlichkeiten von CHF 420 Mio. auf CHF 440 Mio. (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Damit beläuft sich die Finanzverschuldung auf CHF 499 Mio. nach CHF 462 Mio. Ende 2017. Die Nettoverschuldung lag bei CHF 448 Mio. (H1/17: CHF 423 Mio.). Das Eigenkapital nach Minderheiten verringerte sich zum Halbjahresende trotz des Nettogewinns von CHF 6,4 Mio. um 3% bzw. CHF 6 Mio. auf CHF 180 Mio., da währungsbedingte Bewertungsdifferenzen (CHF -2,5 Mio.) gegengerechnet und die Dividende (CHF 7,8 Mio.) ausgezahlt wurden. Die Eigenkapitalquote sank von 27,0% auf 25,0%. Durch die Kapitalerhöhung im August (vgl. unseren Bericht vom 8. August) stieg die Eigenkapitalquote auf rund 30%.

### Abbildung 3: Ausgewählte Bilanzzahlen

in CHF Mio.	H1/18	2017	Delta
Sachanlagen	571,4	544,5	5%
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>633,8</b>	<b>607,6</b>	<b>4%</b>
Liquide Mittel	50,8	39,4	29%
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>85,4</b>	<b>79,4</b>	<b>8%</b>
Eigenkapital inkl. Minderheiten	179,6	186,0	-3%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>25,0%</i>	<i>27,1%</i>	-
Finanzverbindlichkeiten (kurzfristig)	59,6	42,0	42%
Finanzverbindlichkeiten (langfristig)	439,6	420,5	5%
Nettofinanzverbindlichkeiten	448,4	423,0	6%
<i>Net gearing</i>	<i>250%</i>	<i>227%</i>	-
<b>Bilanzsumme</b>	<b>719,2</b>	<b>686,9</b>	<b>5%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Cashflowrechnung belegt erneut operative Ertragskraft** Der operative Cashflow belief sich auf CHF 37,6 Mio. Aufgrund von Investitionen in Sachanlagen in Höhe von CHF 18,0 Mio. betrug der freie Cashflow CHF 19,6 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit lag bei CHF -17,6 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf CHF -8,4 Mio. und führte zu einem Nettocashflow von CHF 11,6 Mio.

### Abbildung 4: Cashflowrechnung im Überblick

in CHF Mio.	H1/18	H1/17
Operativer Cashflow	37,65	28,94
CAPEX	-18,02	-15,54
Freier Cashflow	19,63	13,40
Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten	-8,43	19,96
Veränderung der liquiden Mittel	11,65	8,35

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Kapazitätsausbau schreitet Richtung 500 MW-Ziel voran** Die Kapazität des Grünstromportfolios belief sich Ende Juni 2018 auf eine installierte Leistung von 413,6 MW. Ende Juni 2017 lag die Kapazität noch bei 362,2 MW (+14%) und Ende Dezember 2017 bei 386,1 MW (+7%). Durch die über die Kapitalerhöhung im August eingebrachten Sacheinlagen (42 MW Wind und knapp 1 MW Solar) sowie das im Bau befindliche norwegische Wasserkraftwerk (9 MW) steigt die Kapazität auf 465 MW. Das ursprünglich für 2020 anvisierte Ziel einer Portfoliokapazität von 500 MW sollte angesichts der gut gefüllten Projektpipeline bereits in 2019 erreicht werden. Wir gehen davon aus, dass aventron Ende 2020 über ein Grünstromportfolio von 600 MW verfügt.

**Schätzungen erhöht** Nach der Vorlage der endgültigen H1-Zahlen und der Guidance-Erhöhung haben wir unsere Schätzungen für 2018E und die kommenden Jahre erhöht. Wir planen mit höheren Umsätzen und unterstellen eine EBIT-Marge von mindestens 30% (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite).



### Abbildung 5: Veränderung unserer Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2018E			2019E			2020E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	87,69	90,34	3,0%	93,90	100,52	7,1%	101,67	108,14	6,4%
EBIT	26,39	27,30	3,4%	27,85	30,35	9,0%	29,91	32,77	9,5%
Marge	30,1%	30,2%		29,7%	30,2%		29,4%	30,3%	
Jahresübers.	9,62	10,31	7,2%	10,41	11,49	10,3%	10,86	12,28	13,1%
Marge	11,0%	11,4%		11,1%	11,4%		10,7%	11,4%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,25	0,27	7,2%	0,24	0,26	10,4%	0,25	0,28	13,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Kaufempfehlung bekräftigt bei höherem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die höheren Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von CHF 13,50 (bisher: CHF 13,00). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	90.340	100.523	108.140	113.714	117.024	124.368	127.578	130.795
NOPLAT	24.594	27.414	29.632	30.697	31.083	33.696	34.069	34.471
+ Abschreibungen	35.996	39.488	42.146	44.916	46.129	47.237	48.236	49.120
= Operativer Cashflow (netto)	60.591	66.902	71.778	75.613	77.211	80.933	82.305	83.591
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-114.625	-121.564	-115.776	-72.044	-70.750	-70.353	-69.387	-68.482
Capex	-113.648	-121.432	-115.439	-71.298	-71.012	-70.472	-69.716	-68.834
Working Capital	-977	-132	-337	-745	262	119	328	351
= Freier Cashflow (FCF)	-54.034	-54.663	-43.998	3.570	6.461	10.580	12.918	15.109
GW der FCFs	-53.487	-52.198	-40.527	3.172	5.538	8.749	10.304	11.626

in tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	38.587
GWs der FCFs in der Terminalperiode	935.082
Unternehmenswert (EV)	973.669
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-412.963
+ Investitionen / Anteile Dritter	30.134
Shareholder Value	590.839
Verwässerte Aktienanzahl	43.729
Fairer Wert je Aktie in CHF	13,51

WACC	3,7%
Eigenkapitalkosten	6,4%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,0%
Normaler Steuersatz	20,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,4%
EK-Anteil	31,5%
FK-Anteil	68,5%
Kursziel in CHF	13,50

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,9%	17,95	20,33	23,17	26,62	30,90	36,35	43,54
	3,1%	15,30	17,28	19,60	21,68	25,74	29,92	35,25
	3,3%	13,03	14,69	16,62	18,89	21,59	24,88	28,97
	3,5%	11,07	12,48	14,09	15,98	18,19	20,84	24,05
	3,7%	9,35	10,56	11,93	13,51	15,35	17,51	20,10
	3,9%	7,84	8,88	10,06	11,40	12,94	14,74	16,85
	4,1%	6,50	7,40	8,42	9,57	10,88	12,39	14,14
	4,3%	5,30	6,09	6,98	7,97	9,09	10,37	11,85

\* Aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2025 dargestellt, das Modell deckt den Zeitraum bis 2032E ab.



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Umsatz</b>	<b>14.746</b>	<b>23.849</b>	<b>48.457</b>	<b>77.144</b>	<b>90.340</b>	<b>100.523</b>	<b>108.140</b>
Herstellungskosten	3.243	4.603	9.184	11.759	14.030	16.084	17.302
<b>Bruttogewinn</b>	<b>11.503</b>	<b>19.246</b>	<b>39.273</b>	<b>65.385</b>	<b>76.310</b>	<b>84.440</b>	<b>90.837</b>
Personalkosten	681	1.145	1.750	2.161	2.832	3.144	3.490
Sonstige betriebliche Erträge	543	897	1.000	1.653	1.807	2.010	2.163
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3.229	4.047	6.469	10.317	11.991	13.470	14.599
<b>EBITDA</b>	<b>8.136</b>	<b>14.951</b>	<b>32.054</b>	<b>54.787</b>	<b>63.294</b>	<b>69.836</b>	<b>74.911</b>
Abschreibungen & Amortisation	4.272	7.946	18.289	30.869	35.996	39.488	42.146
<b>EBIT</b>	<b>3.864</b>	<b>7.005</b>	<b>13.765</b>	<b>23.918</b>	<b>27.298</b>	<b>30.348</b>	<b>32.766</b>
Nettofinanzergebnis	-2.026	-3.381	-9.036	-12.937	-13.781	-15.677	-17.099
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	129	321	-25	-361	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>1.967</b>	<b>3.945</b>	<b>4.704</b>	<b>10.620</b>	<b>13.516</b>	<b>14.671</b>	<b>15.667</b>
Steuern	817	1.052	759	1.937	2.703	2.934	3.133
Minderheitsbeteiligungen	-418	-957	-976	-342	-500	-250	-250
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>732</b>	<b>1.936</b>	<b>2.969</b>	<b>8.341</b>	<b>10.313</b>	<b>11.487</b>	<b>12.284</b>
<b>EPS (verwässert, in CHF)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge	78,0%	80,7%	81,0%	84,8%	84,5%	84,0%	84,0%
EBITDA-Marge	55,2%	62,7%	66,1%	71,0%	70,1%	69,5%	69,3%
EBIT-Marge	26,2%	29,4%	28,4%	31,0%	30,2%	30,2%	30,3%
Nettomarge	5,0%	8,1%	6,1%	10,8%	11,4%	11,4%	11,4%
Steuersatz	41,5%	26,7%	16,1%	18,2%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>							
Personalkosten	4,6%	4,8%	3,6%	2,8%	3,1%	3,1%	3,2%
Abschreibungen	29,0%	33,3%	37,7%	40,0%	39,8%	39,3%	39,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,9%	17,0%	13,3%	13,4%	13,3%	13,4%	13,5%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	32,9%	61,7%	103,2%	59,2%	17,1%	11,3%	7,6%
Operatives Ergebnis	-0,7%	81,3%	96,5%	73,8%	14,1%	11,2%	8,0%
Nettogewinn/ -verlust	-21,5%	164,5%	53,4%	180,9%	23,6%	11,4%	6,9%



## BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>30.056</b>	<b>39.070</b>	<b>62.993</b>	<b>79.354</b>	<b>140.021</b>	<b>122.548</b>	<b>107.228</b>
Liquide Mittel	16.413	19.293	33.538	39.433	96.126	76.945	60.353
Kurzfristige Investitionen	1.177	845	663	463	463	463	463
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.294	2.400	9.096	10.998	14.850	16.524	17.776
Vorräte	72	87	83	109	231	264	284
Sonstige Forderungen	9.100	16.445	19.613	28.351	28.351	28.351	28.351
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>166.122</b>	<b>268.546</b>	<b>514.393</b>	<b>607.562</b>	<b>685.213</b>	<b>767.157</b>	<b>840.451</b>
Sachanlagen	134.825	232.392	461.399	544.538	622.068	703.817	776.920
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.117	3.602	6.052	10.024	10.145	10.341	10.531
Sonstige	28.180	32.552	46.942	53.000	53.000	53.000	53.000
<b>Aktiva</b>	<b>196.178</b>	<b>307.616</b>	<b>577.386</b>	<b>686.916</b>	<b>825.234</b>	<b>889.706</b>	<b>947.679</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>21.907</b>	<b>32.068</b>	<b>40.676</b>	<b>67.040</b>	<b>59.079</b>	<b>72.308</b>	<b>73.681</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	2.162	14.996	20.211	41.972	30.000	40.000	40.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.908	4.493	6.603	7.766	10.763	12.338	13.273
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.837	12.579	13.862	17.302	18.316	19.970	20.407
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>99.186</b>	<b>199.994</b>	<b>347.595</b>	<b>433.908</b>	<b>483.908</b>	<b>533.908</b>	<b>588.908</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	95.292	194.333	336.408	420.479	470.479	520.479	575.479
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	3.894	5.661	11.187	13.429	13.429	13.429	13.429
<b>Anteile Dritter</b>	<b>6.466</b>	<b>6.983</b>	<b>26.008</b>	<b>29.671</b>	<b>30.171</b>	<b>30.421</b>	<b>30.671</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>68.619</b>	<b>68.571</b>	<b>163.107</b>	<b>156.297</b>	<b>252.076</b>	<b>253.068</b>	<b>254.420</b>
Gezeichnetes Kapital	17.082	19.451	34.105	34.105	43.728	43.728	43.728
Kapitalrücklage	106.174	120.015	229.732	216.912	301.596	301.596	301.596
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	-56	-100	-204	-622	-622	-622	-622
Gewinnrücklagen	-54.581	-70.795	-100.526	-94.098	-92.626	-91.634	-90.283
<b>Passiva</b>	<b>196.178</b>	<b>307.616</b>	<b>577.386</b>	<b>686.916</b>	<b>825.234</b>	<b>889.706</b>	<b>947.679</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	1,37	1,22	1,55	1,18	2,37	1,69	1,46
Quick ratio (x)	1,37	1,22	1,55	1,18	2,37	1,69	1,45
Nettoverbindlichkeiten	81.041	190.036	323.081	423.018	404.353	483.534	555.126
Net gearing	107,9%	251,5%	170,8%	227,5%	143,3%	170,6%	194,7%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	10,0	12,7	10,1	7,7	6,4	6,9	7,4
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,02	3,53	4,78	4,58	5,76	5,79	5,82
Return on Equity (ROE)	1,1%	2,8%	1,8%	5,3%	4,1%	4,5%	4,8%
Return on investment (ROI)	0,4%	0,6%	0,5%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Return on assets (ROA)	1,5%	2,1%	2,2%	3,3%	3,0%	3,1%	3,2%
Return on capital employed (ROCE)	3,1%	3,3%	3,5%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%
Forderungsumschlag in Tagen	81,5	36,7	68,5	52,0	60,0	60,0	60,0
Vorratsumschlag in Tagen	8,1	6,9	3,3	3,4	6,0	6,0	6,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	777,5	356,3	262,4	241,1	280,0	280,0	280,0





## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>3.864</b>	<b>7.326</b>	<b>13.765</b>	<b>23.918</b>	<b>27.298</b>	<b>30.348</b>	<b>32.766</b>
Abschreibungen	4.272	7.946	18.289	30.869	35.996	39.488	42.146
<b>EBITDA</b>	<b>8.136</b>	<b>15.272</b>	<b>32.054</b>	<b>54.787</b>	<b>63.294</b>	<b>69.836</b>	<b>74.911</b>
Investitionen in das Working Capital	-4.170	-1.392	-1.928	-3.461	-977	-132	-337
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.828	-3.982	-350	-742	-16.485	-18.611	-20.232
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>1.138</b>	<b>9.898</b>	<b>29.776</b>	<b>50.584</b>	<b>45.832</b>	<b>51.093</b>	<b>54.342</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-25.965	-36.838	-20.854	-25.216	-112.925	-120.628	-114.628
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-861	-619	-1.542	-19	-723	-804	-811
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-24.827</b>	<b>-26.940</b>	<b>8.922</b>	<b>25.368</b>	<b>-67.093</b>	<b>-69.535</b>	<b>-60.286</b>
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	464	-13.539	-31.348	-40.511	0	0	0
Sonstige Investitionen	-7.579	-5.203	110	-1.999	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-33.941</b>	<b>-56.198</b>	<b>-53.634</b>	<b>-67.745</b>	<b>-113.648</b>	<b>-121.432</b>	<b>-115.439</b>
Cashflow aus Fremdfinanzierung	27.937	46.118	-2.742	37.428	38.028	60.000	55.000
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	16.371	5.837	55.004	2.463	94.307	0	0
Sonstige Finanzierung	-1.624	-2.089	-4.790	-7.185	-7.827	-8.841	-10.495
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>42.684</b>	<b>49.866</b>	<b>38.420</b>	<b>20.696</b>	<b>124.509</b>	<b>51.159</b>	<b>44.505</b>
Währungseffekte & Sonstiges	-141	-686	-317	2.360	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>9.740</b>	<b>2.880</b>	<b>14.245</b>	<b>5.895</b>	<b>56.693</b>	<b>-19.181</b>	<b>-16.592</b>
Liquide Mittel am Anfang der Periode	6.673	16.413	19.293	33.538	39.433	96.126	76.945
<b>Liquide Mittel zum Ende der Periode</b>	<b>16.413</b>	<b>19.293</b>	<b>33.538</b>	<b>39.433</b>	<b>96.126</b>	<b>76.945</b>	<b>60.353</b>
<b>EBITDA je Aktie (in CHF)</b>	<b>0,69</b>	<b>0,83</b>	<b>1,29</b>	<b>1,61</b>	<b>1,65</b>	<b>1,60</b>	<b>1,71</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Operativer Cashflow	-85,1%	769,8%	200,8%	69,9%	-9,4%	11,5%	6,4%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	184,3%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-34,2%	19,8%	54,8%	25,0%	2,3%	-3,0%	7,3%

**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...12	↓	↓	↓	↓
13	9. April 2018	CHF 9,90	Buy	CHF 13,00
14	8. August 2018	CHF 9,50	Buy	CHF 13,00
15	22. August 2018	CHF 9,95	Buy	CHF 13,00
16	Today	CHF 9,80	Buy	CHF 13,50

**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© 2018 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 (FinAnlV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**INTERESSENKONFLIKTE**

Nach § 34b Abs. 1 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.

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR**

## FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

### 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:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

<sup>1</sup> Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

#### 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.**