

aventron AG

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

Vorläufige Zahlen
 für 2018

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CHF 13,50

55,0%
 low

UMSATZ UND EBIT LEICHT ÜBER DER GUIDANCE

aventron hat vorläufige Zahlen für 2018 gemeldet. Der Umsatz stieg um 19% J/J auf CHF 91,8 Mio., und das EBIT lag mit CHF 28,2 Mio. 18% über dem Vorjahreswert. Die EBIT-Marge lag bei 30,7%. Damit hat das Unternehmen unsere Schätzungen und seine Guidance (Umsatz: CHF 90 Mio. bei 30% EBIT-Marge) leicht übertroffen. Die hohe Unternehmensqualität von aventron zeigt sich insbesondere in der längeren Frist: Seit Jahren wächst das Unternehmen kräftig und sehr profitabel. Wir sind davon überzeugt, dass auch die kommenden Jahre von profitablen Wachstum geprägt sein werden. Nachdem das Grünstromanlagenportfolio in 2018 um 90 MW auf 476 MW wuchs, dürften angesichts der gut gefüllten Akquisitionspipeline die angestrebten 600 MW in 2020 mit großer Sicherheit erreicht werden. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von CHF 13,50.

Kräftige Umsatz- und EBIT-Steigerung in 2018 Mit einer Umsatzsteigerung von 19% auf CHF 91,8 Mio. hat aventron unsere Schätzung (CHF 90,3 Mio.) leicht übertroffen. Auch das EBIT fiel etwas höher aus als erwartet und erreichte einen Wert von CHF 28,2 Mio. (2017: CHF 23,9 Mio., FBe: CHF 27,3m). Die EBIT-Marge lag bei 30,7% und damit fast auf dem Vorjahresniveau von 31,0%. Wesentliche Wachstumstreiber waren das Kapazitätswachstum und die deutliche Erhöhung der Strommarktpreise. Zwar profitiert aventron bei ca. 80% ihrer Anlagenkapazität von festen Einspeisevergütungen, für die übrigen 20% dürften die deutlich höheren Großhandelspreise aber als Umsatz- und Margentreiber gewirkt haben. Eine genauere Margenanalyse wird der Jahresbericht, der am 21. März veröffentlicht werden soll, ermöglichen. Dort werden die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der drei Segmente Wasser, Wind und Solar dargestellt.

Hoher operativer Cashflow Der operative Cashflow stieg überproportional mit 34% von CHF 50,6 Mio. auf CHF 67,9 Mio. Einmal mehr hat aventron damit die Cashflowstärke des Geschäftsmodells unter Beweis gestellt.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (CHF Mio.)	23,85	48,46	77,14	91,80	100,52	108,14
Jährliches Wachstum	61,7%	103,2%	59,2%	19,0%	9,5%	7,6%
EBIT (CHF Mio.)	7,01	13,77	23,92	28,20	30,35	32,77
EBIT-Marge	29,4%	28,4%	31,0%	30,7%	30,2%	30,3%
Jahresübers. (CHF Mio.)	1,94	2,97	8,34	11,05	11,49	12,28
EPS (verwässert) (CHF)	0,11	0,12	0,25	0,29	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	-68,71	-70,43	-61,00
Nettoverschuldungsgrad	251,5%	170,8%	227,5%	143,2%	170,5%	194,5%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	19,29	33,54	39,43	95,23	75,96	59,47

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. 476 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.

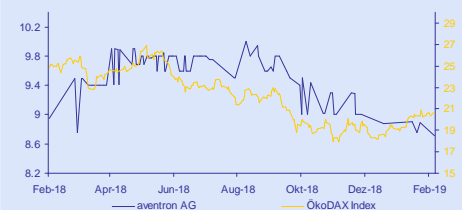
HANDELSDATEN

Stand: 7. Feb 2019

Schlusskurs	CHF 8,71
Aktien im Umlauf	43,73 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 380,88 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstk.	CHF 8,71 / 10,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.029

Multiples	2017	2018E	2019E
KGV	35,5	30,3	33,2
EV/Sales	9,7	8,2	7,5
EV/EBIT	31,4	26,6	24,7
Div.-Rendite	2,6%	2,6%	2,8%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATE

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.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



Schätzungen für die Folgejahre beibehalten Wir warten den Jahresbericht ab, bevor wir unsere Schätzungen für 2019E und die Folgejahre überarbeiten (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Anpassung der Schätzungen für 2018E

Alle Zahlen in CHF Mio.	2018E			2019E			2020E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	90,34	91,80	1,6%	100,52	100,52	0,0%	108,14	108,14	0,0%
EBIT	27,30	28,20	3,3%	30,35	30,35	0,0%	32,77	32,77	0,0%
Marge	30,2%	30,7%		30,2%	30,2%		30,3%	30,3%	
Jahresübers.	10,31	11,05	7,1%	11,49	11,49	0,0%	12,28	12,28	0,0%
Marge	11,4%	12,0%		11,4%	11,4%		11,4%	11,4%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,27	0,29	7,1%	0,26	0,26	0,0%	0,28	0,28	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,50. Das Kurspotenzial zu unserem Kursziel beträgt 55%. Angesichts des profitablen Wachstums und der Stabilität des Geschäftsmodells sehen wir die Aktie als attraktiv bewertet an. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoumsatz	91.800	100.523	108.140	113.714	117.024	124.368	127.578	130.795
NOPLAT	25.313	27.412	29.633	30.623	31.013	33.631	34.008	34.414
+ Abschreibungen	35.996	39.603	42.247	45.009	46.215	47.318	48.312	49.192
= Operativer Cashflow (netto)	61.310	67.014	71.880	75.632	77.228	80.949	82.320	83.605
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-116.256	-121.770	-115.776	-72.044	-70.982	-70.616	-69.659	-68.770
Capex	-115.484	-121.432	-115.439	-71.298	-71.012	-70.472	-69.716	-68.834
Working Capital	-772	-338	-337	-745	30	-145	57	63
= Freier Cashflow (FCF)	-54.946	-54.756	-43.897	3.588	6.247	10.333	12.661	14.835
GW der FCFs	-54.946	-53.082	-41.048	3.237	5.436	8.674	10.253	11.589

in tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	35.824
GWs der FCFs in der Terminalperiode	939.005
Unternehmenswert (EV)	974.829
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-412.963
+ Investitionen / Anteile Dritter	30.134
Shareholder Value	592.000
Verwässerte Aktienanzahl	43.729
Fairer Wert je Aktie in CHF	13,54

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	
Eigenkapitalkosten	6,4%	2,9%	18,06	20,40	23,19	26,58	30,79	36,15	43,22
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,0%	3,1%	15,41	17,35	19,63	21,67	25,67	29,77	35,01
Normaler Steuersatz	20,0%	3,3%	13,15	14,77	16,66	18,89	21,55	24,78	28,78
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,4%	3,5%	11,18	12,56	14,15	15,99	18,16	20,76	23,91
EK-Anteil	31,5%	3,7%	9,46	10,64	11,99	13,54	15,34	17,46	19,99
FK-Anteil	68,5%	3,9%	7,95	8,97	10,12	11,43	12,94	14,70	16,77
		4,1%	6,61	7,49	8,49	9,61	10,89	12,37	14,08
Kursziel in CHF	13,50	4,3%	5,41	6,18	7,05	8,02	9,11	10,36	11,80

* 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
Umsatz	14.746	23.849	48.457	77.144	91.800	100.523	108.140
Herstellungskosten	3.243	4.603	9.184	11.759	14.624	16.084	17.302
Bruttogewinn	11.503	19.246	39.273	65.385	77.176	84.440	90.837
Personalkosten	681	1.145	1.750	2.161	2.825	3.032	3.388
Sonstige betriebliche Erträge	543	897	1.000	1.653	1.836	2.010	2.163
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3.229	4.047	6.469	10.317	11.991	13.470	14.599
EBITDA	8.136	14.951	32.054	54.787	64.196	69.948	75.013
Abschreibungen & Amortisation	4.272	7.946	18.289	30.869	35.996	39.603	42.247
EBIT	3.864	7.005	13.765	23.918	28.200	30.345	32.766
Nettofinanzergebnis	-2.026	-3.381	-9.036	-12.937	-13.767	-15.677	-17.099
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	129	321	-25	-361	0	0	0
EBT	1.967	3.945	4.704	10.620	14.433	14.668	15.667
Steuern	817	1.052	759	1.937	2.887	2.934	3.133
Minderheitsbeteiligungen	-418	-957	-976	-342	-500	-250	-250
Nettogewinn/ -verlust	732	1.936	2.969	8.341	11.047	11.485	12.284
EPS (verwässert, in CHF)	0,06	0,11	0,12	0,25	0,29	0,26	0,28
Kennzahlen							
Bruttomarge	78,0%	80,7%	81,0%	84,8%	84,1%	84,0%	84,0%
EBITDA-Marge	55,2%	62,7%	66,1%	71,0%	69,9%	69,6%	69,4%
EBIT-Marge	26,2%	29,4%	28,4%	31,0%	30,7%	30,2%	30,3%
Nettomarge	5,0%	8,1%	6,1%	10,8%	12,0%	11,4%	11,4%
Steuersatz	41,5%	26,7%	16,1%	18,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Ausgaben in % vom Umsatz							
Personalkosten	4,6%	4,8%	3,6%	2,8%	3,1%	3,0%	3,1%
Abschreibungen	29,0%	33,3%	37,7%	40,0%	39,2%	39,4%	39,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,9%	17,0%	13,3%	13,4%	13,1%	13,4%	13,5%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	32,9%	61,7%	103,2%	59,2%	19,0%	9,5%	7,6%
Operatives Ergebnis	-0,7%	81,3%	96,5%	73,8%	17,9%	7,6%	8,0%
Nettogewinn/ -verlust	-21,5%	164,5%	53,4%	180,9%	32,4%	4,0%	7,0%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	30.056	39.070	62.993	79.354	139.373	121.557	106.339
Liquide Mittel	16.413	19.293	33.538	39.433	95.229	75.955	59.465
Kurzfristige Investitionen	1.177	845	663	463	463	463	463
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.294	2.400	9.096	10.998	15.090	16.524	17.776
Vorräte	72	87	83	109	240	264	284
Sonstige Forderungen	9.100	16.445	19.613	28.351	28.351	28.351	28.351
Anlagevermögen, gesamt	166.122	268.546	514.393	607.562	687.050	768.879	842.071
Sachanlagen	134.825	232.392	461.399	544.538	623.893	705.528	778.530
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.117	3.602	6.052	10.024	10.157	10.352	10.542
Sonstige	28.180	32.552	46.942	53.000	53.000	53.000	53.000
Aktiva	196.178	307.616	577.386	686.916	826.423	890.437	948.411
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	21.907	32.068	40.676	67.040	59.535	72.308	73.681
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	11.218	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
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	99.186	199.994	347.595	433.908	483.908	533.908	588.908
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
Anteile Dritter	6.466	6.983	26.008	29.671	30.171	30.421	30.671
Eigenkapital	68.619	68.571	163.107	156.297	252.810	253.799	255.151
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	-91.893	-90.903	-89.551
Passiva	196.178	307.616	577.386	686.916	826.423	890.437	948.411
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,37	1,22	1,55	1,18	2,34	1,68	1,44
Quick ratio (x)	1,37	1,22	1,55	1,18	2,34	1,68	1,44
Nettoverbindlichkeiten	81.041	190.036	323.081	423.018	405.250	484.524	556.014
Net gearing	107,9%	251,5%	170,8%	227,5%	143,2%	170,5%	194,5%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	10,0	12,7	10,1	7,7	6,3	6,9	7,4
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,02	3,53	4,78	4,58	5,78	5,80	5,83
Return on Equity (ROE)	1,1%	2,8%	1,8%	5,3%	4,4%	4,5%	4,8%
Return on investment (ROI)	0,4%	0,6%	0,5%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Return on assets (ROA)	1,5%	2,1%	2,2%	3,3%	3,1%	3,1%	3,2%
Return on capital employed (ROCE)	3,1%	3,3%	3,5%	4,2%	4,3%	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
EBIT	3.864	7.326	13.765	23.918	28.200	30.345	32.766
Abschreibungen	4.272	7.946	18.289	30.869	35.996	39.603	42.247
EBITDA	8.136	15.272	32.054	54.787	64.196	69.948	75.013
Investitionen in das Working Capital	-4.170	-1.392	-1.928	-3.461	-772	-338	-337
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.828	-3.982	-350	-742	-16.653	-18.611	-20.232
Operativer Cashflow	1.138	9.898	29.776	50.584	46.771	50.999	54.444
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-25.965	-36.838	-20.854	-25.216	-114.750	-120.628	-114.628
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-861	-619	-1.542	-19	-734	-804	-811
Freier Cashflow	-24.827	-26.940	8.922	25.368	-67.979	-69.629	-60.184
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
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-33.941	-56.198	-53.634	-67.745	-115.484	-121.432	-115.439
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
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	42.684	49.866	38.420	20.696	124.509	51.159	44.505
Währungseffekte & Sonstiges	-141	-686	-317	2.360	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	9.740	2.880	14.245	5.895	55.796	-19.274	-16.490
Liquide Mittel am Anfang der Periode	6.673	16.413	19.293	33.538	39.433	95.229	75.955
Liquide Mittel zum Ende der Periode	16.413	19.293	33.538	39.433	95.229	75.955	59.465
EBITDA je Aktie (in CHF)	0,69	0,83	1,29	1,61	1,67	1,60	1,72
Jährliches Wachstum							
Operativer Cashflow	-85,1%	769,8%	200,8%	69,9%	-7,5%	9,0%	6,8%
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%	3,7%	-4,2%	7,2%

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...14	↓	↓	↓	↓
15	22. August 2018	CHF 9,95	Buy	CHF 13,00
16	18. September 2018	CHF 9,80	Buy	CHF 13,50
17	16. Januar 2019	CHF 8,88	Buy	CHF 13,50
18	Today	CHF 8,71	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© 2019 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 ¹	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%

¹ 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 und/oder Kanada bestimmt.