

aventron AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CHF13,00

47,7%
 medium

STARKES H1 – KAUFEMPFEHLUNG BEKRÄFTIGT

Die H1-Zahlen von aventron übertrafen unsere Prognosen vor allem aufgrund der starken Performance des Wasser- und des Windsegments. Für das Jahr 2016 rechnet das Unternehmen mit einem Umsatz von ca. CHF 50 Mio. und einem EBIT von rund CHF 15 Mio. Das mittelfristige Ziel von 500 MW bis 2020 bleibt unverändert. Angesichts der Kapazität von ca. 350 MW Ende September und einer Pro-Forma-Cash-Position von ca. CHF 81 Mio. sehen wir aventron auf gutem Kurs, das mittelfristige Ziel zu erreichen. Basierend auf den höheren H1-Zahlen erhöhen wir unsere Schätzungen für 2016. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Starke Umsatzsteigerung und höhere Marge Die H1-Umsätze stiegen um 87% auf CHF19,8 Mio. (H1/15: CHF10,6 Mio., FB: CHF18,2 Mio.). Der starke Anstieg reflektiert den Ausbau der Grünstrom-Assets. Ende September betrug die installierte Kapazität 350 MW (Ende 2015: 160 MW). In H1 steigerte aventron die Stromerzeugung um fast 64% J/J von 129 GWh auf 211 GWh. Das EBITDA hat sich von CHF5,8 Mio. in H1/15 auf CHF12,6 Mio. mehr als verdoppelt. Das EBIT stieg um 128% auf CHF6,3 Mio. Die EBIT-Marge stieg von 26,3% in H1/15 auf 32,0%. Das Nettoergebnis belief sich auf CHF1,5 Mio. (H1/15: CHF0,7 Mio., siehe Abbildung 5 auf Seite 4).

Konkrete Guidance für 2016 Nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung im August hat aventron auf Basis des Portfolios Ende September eine konkrete Guidance für das Jahr 2016 herausgegeben. Das Unternehmen rechnet mit einem Umsatz von ca. CHF50 Mio. und einem EBIT von rund CHF15 Mio., was einer EBIT-Marge von 30% entspricht (2015: 29,4%).

Bilanz reflektiert wachsende Vermögenswertbasis Die Bilanzsumme erhöhte sich um 16% auf CHF356 Mio. Sachanlagen bilden mit Abstand den wichtigsten Bilanzposten. Dieser stieg um 18% auf CHF273 Mio. von CHF232 Mio. zum Ende des Jahres 2015. Die Finanzanlagen stiegen... (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz (CHF Mio.)	11,10	14,75	23,85	49,74	63,12	73,64
Jährliches Wachstum	na	32,9%	61,7%	108,6%	26,9%	16,7%
EBIT (CHF Mio.)	3,89	3,86	7,01	14,85	19,67	23,14
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	29,9%	31,2%	31,4%
Jahresübers. (CHF Mio.)	0,93	0,73	1,94	4,26	6,64	8,18
EPS (verwässert) (CHF)	0,16	0,06	0,11	0,17	0,19	0,24
DPS (CHF)	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21	0,22
FCF (CHF Mio.)	-16,51	-25,69	-27,56	-161,18	-56,99	-49,98
Nettoverschuldungsgrad	148,1%	107,9%	251,5%	107,5%	136,9%	162,8%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	6,67	16,41	19,29	76,23	56,02	26,47

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. 350 MW und ist geografisch über die Länder Schweiz, Frankreich, Italien, Deutschland, Norwegen und Spanien diversifiziert. Das Unternehmen sitzt in der Schweiz nahe Basel und ist an der Berner Börse gelistet.

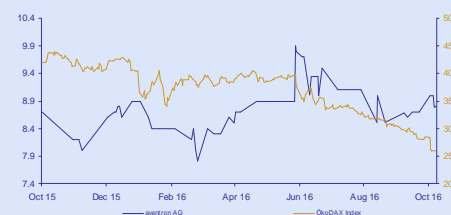
HANDELSDATEN

Stand: 13. Okt 2016

Schlusskurs	CHF 8,80
Aktien im Umlauf	34,10 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 300,12 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 7,80 / 9,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.096

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	81,7	51,4	45,2
EV/Sales	15,1	7,3	5,7
EV/EBIT	51,6	24,3	18,4
Div.-Rendite	2,4%	2,4%	2,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2016

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

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



...leicht auf CHF33,2 Mio. (VJ15: CHF32,6 Mio.). Das Umlaufvermögen wurde von der Cash-Position dominiert, die von CHF19,3 Mio. (Ende 2015) auf CHF23,8 Mio. anstieg. Das Eigenkapital belief sich auf CHF62 Mio. (Eigenkapitalquote: 17,5%). Die Kapitalerhöhung von CHF132 Mio. im August hat die Eigenkapitalposition fast verdreifacht. Die langfristigen Finanzschulden stiegen auf CHF241 Mio. von CHF194 Mio. im GJ15. Die kurzfristigen Finanzschulden beliefen sich auf CHF28 Mio. (VJ15: CHF15 Mio.).

Positiver operativer Cashflow Der operative Cashflow betrug CHF4,4 Mio. und wurde vor allem durch das Nettoergebnis (CHF1,9 Mio.) und Abschreibungen (CHF6,3 Mio.) angetrieben. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit betrug CHF-24,5 Mio. Dies resultierte im Wesentlichen aus CAPEX (ca. CHF9 Mio.) und dem Erwerb von konsolidierten Beteiligungen (ca. CHF17 Mio.). Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit betrug CHF24,6 Mio. und wurde von zusätzlichen Darlehen (CHF27 Mio.) dominiert.

Größere Akquisitionen in Italien und Norwegen In H1 erwarb aventron einen 18-MW-Windpark in Italien sowie zwei Wasserkraftwerke (2,6 und 3,4 MW) in Norwegen. Nach dem Ende des Berichtszeitraums übernahm das Unternehmen Windparks in Frankreich, Deutschland und Spanien sowie Solaranlagen in Italien und Spanien. Diese Akquisitionen waren Teil der großen Kapitalerhöhung. aventron erhielt CHF74 Mio. in Sachleistungen und CHF58 Mio. in bar (siehe unseren Kommentar vom 6. September).

Starke Wasserkraft-Performance H1 war durch viele Regenfälle in Frankreich und der Schweiz gekennzeichnet, was zu hohen Umsätzen und höheren Margen im Wasserkraftsegment führte. Der Umsatz stieg um 32% auf CHF5,5 Mio. und das EBITDA um 45% auf CHF3,2 Mio. Dies entspricht einem Anstieg der EBITDA-Marge von 5PP auf 57,6% (siehe Abb. 1).

Abbildung 1: Berichtete Segmentzahlen vs. Prognosen

Alle Angaben in CHF Mio.	H1-16A	H1-16E	Delta	H1-15	Delta
Wasserkraft					
Umsatz	5,53	5,10	8,4%	4,19	32,1%
EBITDA	3,18	2,80	13,6%	2,20	44,6%
Marge	57,6%	54,9%		52,6%	
Wind					
Umsatz	7,37	6,80	8,3%	3,30	123,4%
EBITDA	5,29	4,85	9,1%	2,35	125,2%
Marge	71,9%	71,3%		71,3%	
Solar					
Umsatz	6,53	6,30	3,7%	3,07	112,9%
EBITDA	4,98	4,80	3,6%	2,34	113,1%
Marge	76,2%	76,2%		76,1%	
Holding					
Umsatz	1,02	0,00	n.m.	0,39	158,5%
EBITDA	-0,85	-1,40	n.m.	-1,06	n.m.
Marge	n.m.	n.m.		n.m.	
Konsolidierung					
Umsatz	-0,69	0,00	n.m.	-0,39	n.m.
EBITDA	0,00	0,00	n.m.	0,00	n.m.
margin	0,0%	n.m.		0,0%	
Gruppe					
Umsatz	19,76	18,20	8,6%	10,55	87,3%
EBITDA	12,60	11,05	14,0%	5,83	116,3%
Marge	63,8%	60,7%		55,2%	

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

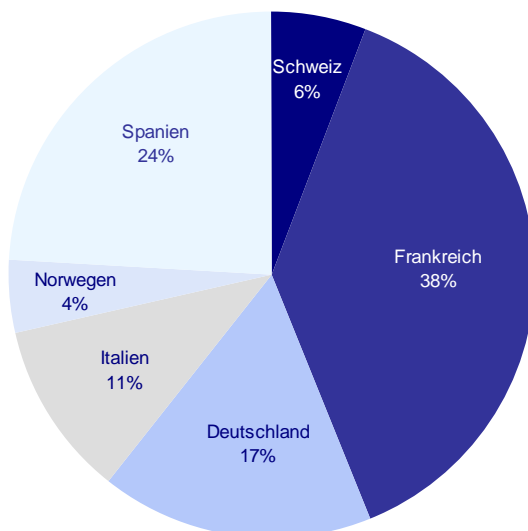
Windkraft profitierte von erhöhten Kapazitäten Die Windsegmentumsätze haben sich auf CHF7,4 Mio. mehr als verdoppelt. Das EBITDA stieg um 125% auf CHF5,3 Mio. Die EBITDA-Marge erhöhte sich leicht von 71,3% auf 71,9%.

Solarstrom mit starkem Wachstum Die Solarsegmentumsätze beliefen sich auf CHF6,5 Mio. (H1/15: CHF3,1 Mio., +113%). Das EBITDA stieg auf CHF5,0 Mio. (H1/15: CHF2,3 Mio., +113%). Die EBITDA-Marge lag nahezu konstant bei 76,2% (H1/15: 76,1%).

Nur moderate Zunahme der Verwaltungskosten Trotz des beträchtlichen Unternehmenswachstums stiegen die Verwaltungskosten nur moderat auf CHF1,9 Mio. von CHF1,5 Mio. (+30% J/J).

Regionale Diversifikation verbessert Das Portfolio von aventron umfasste Ende August Grünstrom-Vermögenswerte mit einer Kapazität von 319 MW in sechs Ländern. Spanien ist das neueste Land, in welches das Unternehmen eingestiegen ist, und hat einen Kapazitätsanteil von 24%. Frankreich dominiert nach wie vor mit 38%.

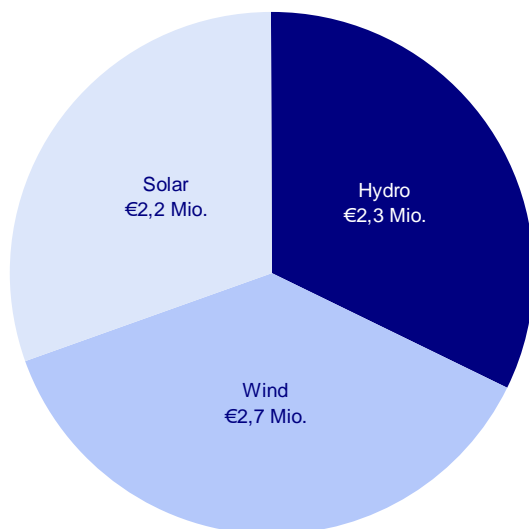
Abbildung 2: Regionale Kapazitätsaufteilung (in MW) zum 31. August 2016 in Prozent



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Technologie-Diversifikation bereits gut entwickelt Die EBIT-Beiträge der drei Technologien Wasser, Wind und Solar waren gut verteilt (siehe Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Das Windesegment-EBIT dominiert mit 37%, gefolgt von Wasser (32%) und Solar (31%).

Abbildung 3: EBIT-Beiträge der drei Technologien in H1/16



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Prognose für 2016 leicht gestiegen Wir haben unsere Umsatz- und EBIT-Prognose für 2016E erhöht. Da wir höhere Zinsaufwendungen einkalkulieren, bleibt das Nettoergebnis nahezu unverändert. Wir behalten unsere Prognosen für 2017E & 2018E bei (siehe Abbildung 4).

Kaufempfehlung bekräftigt mit unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein unverändertes Kursziel von €13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Abbildung 4: Änderung der Prognosen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2016E			2017E			2018E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	44,55	49,74	11,6%	63,12	63,12	0,0%	73,64	73,64	0,0%
EBIT	14,33	14,85	3,6%	19,67	19,67	0,0%	23,14	23,14	0,0%
Marge	32,2%	29,9%		31,2%	31,2%		31,4%	31,4%	
Jahresübers.	4,25	4,26	0,2%	6,64	6,64	0,0%	8,18	8,18	0,0%
Marge	9,5%	8,6%		10,5%	10,5%		11,1%	11,1%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,17	0,17	0,1%	0,19	0,19	0,0%	0,24	0,24	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

Abbildung 5: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Zahlen in CHF Mio.	H1-16A	H1-16E	Delta	H1-15	Delta
Umsatz	19,76	18,20	8,6%	10,55	87,3%
EBIT	6,33	5,31	19,2%	2,78	127,9%
Marge	32,0%	29,2%		26,3%	
Nettoergebnis	1,48	1,18	25,6%	0,68	118,6%
Marge	7,5%	6,5%		6,4%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,08	0,06	33,3%	0,04	100,0%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG



DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoumsatz	49.740	63.119	73.636	84.018	94.251	98.964	99.953	100.953
NOPLAT	12.531	16.270	19.072	22.342	25.308	25.808	26.260	26.676
+ Abschreibungen	15.570	19.951	23.196	26.167	28.906	31.456	31.456	31.456
= Operativer Cashflow (netto)	28.102	36.221	42.267	48.509	54.214	57.264	57.716	58.132
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-182.165	-84.882	-82.660	-81.121	-79.878	-31.570	-31.646	-31.650
Capex	-182.200	-84.840	-82.630	-80.940	-79.900	-31.456	-31.456	-31.456
Working Capital	35	-42	-30	-181	22	-115	-190	-195
= Freier Cashflow (FCF)	-154.063	-48.661	-40.393	-32.612	-25.664	25.693	26.070	26.482
GW der FCFs	-152.937	-46.684	-37.450	-29.221	-22.221	21.500	21.083	20.697

in Tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2016E-2030E)	-90.033
GWs der FCFs in der Terminalperiode	663.115
Unternehmenswert (EV)	573.082
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-112.723
+ Investitionen / Anteile Dritter	6.983
Shareholder value	467.341

Fairer Wert je Aktie 13,00

WACC	3,5%
Eigenkapitalkosten	5,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,5%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,5%
EK-Anteil	31,5%
FK-Anteil	68,5%
Fairer Wert je Aktie	13,00

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,7%	17,32	19,49	22,12	25,38	29,53	34,98	42,46
	2,9%	14,85	16,62	18,73	21,10	24,47	28,51	33,81
	3,1%	12,76	14,22	15,95	18,00	20,49	23,58	27,51
	3,3%	10,96	12,19	13,61	15,29	17,29	19,71	22,72
	3,5%	9,40	10,44	11,63	13,02	14,65	16,59	18,96
	3,7%	8,03	8,92	9,93	11,09	12,44	14,03	15,92
	3,9%	6,83	7,59	8,45	9,44	10,57	11,88	13,43
	4,1%	5,75	6,42	7,16	8,00	8,96	10,06	11,34

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Umsatz	11.098	14.746	23.849	49.740	63.119	73.636
Herstellungskosten	3.149	3.243	4.603	9.451	11.361	13.254
Bruttogewinn	7.949	11.503	19.246	40.289	51.758	60.382
Personalkosten	90	681	1.145	2.379	3.156	3.682
Abschreibungen & Amortisation	2.189	4.272	7.946	15.570	19.951	23.196
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.979	3.229	4.047	8.485	10.239	11.841
EBIT	3.890	3.864	7.005	14.850	19.674	23.136
Nettofinanzergebnis	-1.803	-2.026	-3.381	-7.121	-8.329	-9.589
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	-94	129	321	0	0	0
EBT	1.993	1.967	3.945	7.729	11.345	13.547
Steuern	-56	817	1.052	2.319	3.404	4.064
Minderheitsbeteiligungen	-1.116	-418	-957	-1.150	-1.300	-1.300
Nettogewinn/ -verlust	933	732	1.936	4.260	6.642	8.183
EPS (verwässert, in CHF)	0,16	0,06	0,11	0,17	0,19	0,24
EBITDA	6.079	8.136	14.951	30.420	39.625	46.331

Kennzahlen

Bruttomarge	71,6%	78,0%	80,7%	81,0%	82,0%	82,0%
EBITDA-Marge	54,8%	55,2%	62,7%	61,2%	62,8%	62,9%
EBIT-Marge	35,1%	26,2%	29,4%	29,9%	31,2%	31,4%
Nettomarge	8,4%	5,0%	8,1%	8,6%	10,5%	11,1%
Steuersatz	-2,8%	41,5%	26,7%	30,0%	30,0%	30,0%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	4,6%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%
Abschreibungen	19,7%	29,0%	33,3%	31,3%	31,6%	31,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,8%	21,9%	17,0%	17,1%	16,2%	16,1%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	32,9%	61,7%	108,6%	26,9%	16,7%
Operatives Ergebnis	n.a.	-0,7%	81,3%	112,0%	32,5%	17,6%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	-21,5%	164,5%	120,0%	55,9%	23,2%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	14.112	30.056	39.070	100.540	82.202	54.140
Liquide Mittel	6.673	16.413	19.293	76.229	56.016	26.473
Kurzfristige Investitionen	949	1.177	845	845	845	845
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.506	3.294	2.400	6.814	8.646	10.087
Vorräte	73	72	87	207	249	291
Sonstige Forderungen	4.911	9.100	16.445	16.445	16.445	16.445
Anlagevermögen, gesamt	93.885	166.122	268.546	435.176	500.065	559.499
Sachanlagen	65.646	134.825	232.392	399.022	463.911	523.345
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	1.001	3.117	3.602	3.602	3.602	3.602
Sonstige	27.238	28.180	32.552	32.552	32.552	32.552
Aktiva	107.997	196.178	307.616	535.715	582.266	613.640
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	11.002	21.907	32.068	28.090	33.862	37.655
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	66	2.162	14.996	5.000	7.000	9.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.215	6.908	4.493	9.062	10.895	12.347
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4.721	12.837	12.579	14.028	15.967	16.308
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	61.363	99.186	199.994	299.994	339.994	365.594
Zinstragende Verbindlichkeiten	59.392	95.292	194.333	294.333	334.333	359.933
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.971	3.894	5.661	5.661	5.661	5.661
Anteile Dritter	11.529	6.466	6.983	8.133	9.433	10.733
Eigenkapital	24.103	68.619	68.571	199.498	198.978	199.658
Gezeichnetes Kapital	7.889	17.082	19.451	34.105	34.105	34.105
Kapitalrücklage	55.661	106.174	120.015	237.251	237.251	237.251
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	-56	-100	-100	-100	-100
Gewinnrücklagen	-39.447	-54.581	-70.795	-71.758	-72.278	-71.598
Passiva	107.997	196.178	307.616	535.715	582.266	613.640
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,28	1,37	1,22	3,58	2,43	1,44
Quick ratio (x)	1,28	1,37	1,22	3,57	2,42	1,43
Nettoverbindlichkeiten	52.785	81.041	190.036	223.104	285.317	342.460
Net gearing	148,1%	107,9%	251,5%	107,5%	136,9%	162,8%
Nettoverbindlichkeiten/EBITDA	8,7	10,0	12,7	7,3	7,2	7,4
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,18	5,86	3,82	8,02	5,83	5,85
Return on Equity (ROE)	3,9%	1,1%	2,8%	2,1%	3,3%	4,1%
Forderungsumschlag in Tagen	49,5	81,5	36,7	50,0	50,0	50,0
Vorratsumschlag in Tagen	8,5	8,1	6,9	8,0	8,0	8,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	720,4	777,5	356,3	350,0	350,0	340,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIT	3.890	3.864	7.326	14.850	19.674	23.136
Abschreibungen	2.189	4.272	7.946	15.570	19.951	23.196
EBITDA	6.079	8.136	15.272	30.420	39.625	46.331
Investitionen in das Working Capital	3.610	-4.170	-1.392	35	-42	-30
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.049	-2.828	-3.982	-9.440	-11.732	-13.653
Operativer Cashflow	7.640	1.138	9.898	21.016	27.850	32.649
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-23.152	-25.965	-36.838	-182.200	-84.840	-82.630
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.000	-861	-619	0	0	0
Freier Cashflow	-15.512	-24.827	-26.940	-161.184	-56.990	-49.981
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	864	464	-13.539	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.054	-7.579	-5.203	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-28.342	-33.941	-56.198	-182.200	-84.840	-82.630
Cashflow aus Fremdfinanzierung	8.173	27.937	46.118	90.004	42.000	27.600
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	15.048	16.371	5.837	131.890	0	0
Sonstige Finanzierung	-797	-1.624	-2.089	-3.774	-5.223	-7.162
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	22.424	42.684	49.866	218.120	36.777	20.438
Währungseffekte & Sonstiges	78	-141	-686	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.800	9.740	2.880	56.936	-20.213	-29.544
Liquide Mittel am Anfang der Periode	4.873	6.673	16.413	19.293	76.229	56.016
Liquide Mittel zum Ende der Periode	6.673	16.413	19.293	76.229	56.016	26.473
EBITDA je Aktie (in CHF)	1,06	0,69	0,83	1,22	1,16	1,36

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	-85,1%	769,8%	112,3%	32,5%	17,2%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-34,2%	19,8%	47,0%	-5,0%	16,9%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	20. Mai 2015	CHF8,00	Buy	CHF10,50
2...4	↓	↓	↓	↓
5	18. Dezember 2015	CHF8,70	Buy	CHF13,30
6	23. Mai 2016	CHF8,90	Buy	CHF13,30
7	6. September 2016	CHF8,51	Buy	CHF13,00
8	Today	CHF8,80	Buy	CHF13,00

Ersteller: Dr Karsten von Blumenthal, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 85 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey

Copyright© 2016 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

ANGABEN GEM. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der

Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

STRONG BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

REDUCE: erwartete negative Kursentwicklung zwischen 0 % und -15 %

SELL: erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter

tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.