



# aventron AG

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

Endgültige Zahlen für  
2017

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

## BUY

**CHF 13,00**

31,3%  
low

## NÄCHSTER GROßER EXPANSIONSSCHRITT GEPLANT

aventrons endgültige 2017-Zahlen entsprechen weitgehend den vorläufig gemeldeten. Der Umsatz wuchs um 59% auf CHF 77,1 Mio. und das EBIT stieg überproportional um 74% auf CHF 23,9 Mio. Die EBIT-Marge kletterte von 28,4% auf 31,0%. Dank niedrigerer Steuern und Minderheitenanteile lag das Nettoergebnis deutlich über unserer Schätzung und betrug CHF 8,3 Mio. (FBe: CHF 6,1 Mio.) nach CHF 3,0 Mio. in 2016 (+181%). Der Gewinn pro Aktie erhöhte sich von CHF 0,12 auf CHF 0,25. Das Management schlägt eine um 9,5% erhöhte Dividende von CHF 0,23 vor. Dies entspricht einer Dividendenrendite von 2,3%. Für 2018 plant aventron einen Umsatz von ca. CHF 85 Mio. bei einer EBIT-Marge von ca. 30%. Nachdem das für 2020 anvisierte Kapazitätsziel von 500 MW bereits in 2019 erreicht werden dürfte, plant das Management das nächste mittelfristige Expansionsziel: Bis 2030 will aventron ein Grünstromportfolio mit einer Gesamtkapazität von 1.000 MW aufbauen und damit 2.200 GWh Strom produzieren. Als erster Schritt ist dazu in diesem Jahr eine Kapitalerhöhung von maximal CHF 147 Mio. geplant. Der Ausgabepreis liegt bei CHF 9,80. Die Maßnahme würde die Aktienzahl von gegenwärtig 34,1 Mio. um maximal 15 Mio. auf maximal 49,1 Mio. erhöhen. Nach den überzeugenden endgültigen Zahlen für 2017 und der klaren Guidance für 2018E erhöhen wir unsere Schätzungen, die das neue Expansionsziel noch nicht berücksichtigen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Sehr erfolgreiches Jahr 2017** In 2017 steigerte aventron ihre Grünstromkapazität um 36 MW auf 386 MW (+11%). Da die in 2016 erworbenen Wind- und Solarkraftwerke in 2017 das erste Mal ganzjährig zum Ergebnis beitrugen, stiegen Umsatz (+59%), EBITDA (+71%) und EBIT (+74%) so stark. Skaleneffekte und ein verbesserter Produktmix führten zu einer EBITDA-Margensteigerung von 66,1% auf 71,0%. Die EBIT-Marge erhöhte sich von 28,4% auf 31,0%. Das Finanzergebnis sank dank der Verbesserung... (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Umsatz (CHF Mio.)	23,85	48,46	77,14	84,71	93,90	101,67
Jährliches Wachstum	61,7%	103,2%	59,2%	9,8%	10,8%	8,3%
EBIT (CHF Mio.)	7,01	13,77	23,92	25,42	27,70	29,12
EBIT-Marge	29,4%	28,4%	31,0%	30,0%	29,5%	28,6%
Jahresübers. (CHF Mio.)	1,94	2,97	8,34	8,57	9,04	9,28
EPS (verwässert) (CHF)	0,11	0,12	0,24	0,25	0,27	0,27
DPS (CHF)	0,21	0,21	0,23	0,23	0,24	0,25
FCF (CHF Mio.)	-27,56	7,38	25,35	-25,51	-90,69	35,79
Nettoverschuldungsgrad	251,5%	170,8%	227,5%	243,5%	293,4%	276,4%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	19,29	33,54	39,43	44,11	25,57	53,18

## 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. 386 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.

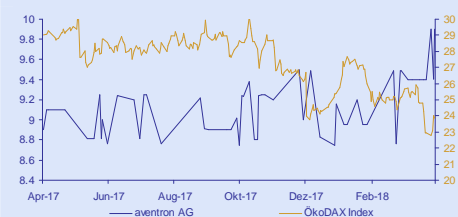
## HANDELSDATEN

Stand: 6. Apr 2018

Schlusskurs	CHF 9,90
Aktien im Umlauf	34,10 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 337,64 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CHF 8,75 / 9,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	956

Multiples	2016	2017	2018E
KGV	78,9	38,5	37,4
EV/Sales	15,4	9,6	8,8
EV/EBIT	54,0	31,1	29,3
Div.-Rendite	2,1%	2,3%	2,3%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2017

Liquide Mittel	CHF 39,43 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 79,35 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 10,02 Mio.
Bilanzsumme	CHF 686,92 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 67,04 Mio.
Eigenkapital	CHF 185,97 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

EBM-Gruppe	46,2%
ewb-Gruppe	15,1%
Stadtwerk Winterthur	10,0%
Other investors	12,8%
Free Float	15,9%

...der Finanzierungskonditionen nur um CHF 4,0 Mio. auf CHF -13,1 Mio. Die Ertragssteuerbelastung lag mit CHF 1,9 Mio. deutlich unter unserer Schätzung von CHF 3,2 Mio. Das Nettoergebnis erhöhte sich deutlich von CHF 3,0 Mio. auf CHF 8,3 Mio. (+181%). Die Nettomarge stieg von 7,9% auf 10,8% und war damit das erste Mal zweistellig. Trotz des Anstiegs der durchschnittlichen Aktienzahl von 24,9 Mio. auf 34,0 Mio. (+37%) wurde der Gewinn pro Aktie auf CHF 0,25 mehr als verdoppelt (vgl. Abbildung 1). aventron hat damit einmal mehr bewiesen, dass es starkes Wachstum hervorragend managen kann und die getätigten Investitionen Wert steigernd sind.

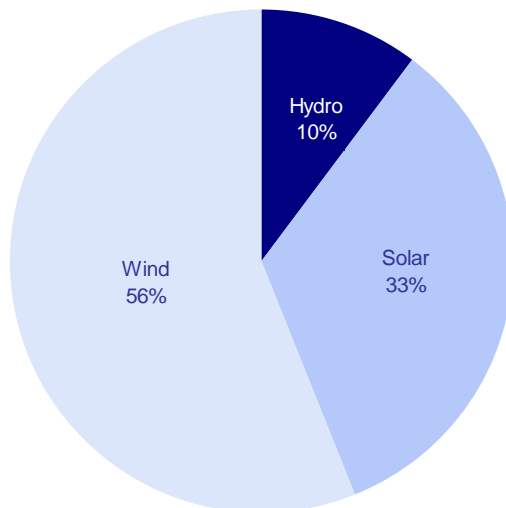
**Abbildung 1: Berichtete Zahlen und Prognosen**

Alle Zahlen in CHF Mio.	2017A	2017E	Delta	2016	Delta
Umsatz	77,14	77,10	0,1%	48,46	59,2%
EBIT	23,92	23,88	0,2%	13,77	73,8%
Marge	31,0%	31,0%	-	28,4%	-
Jahresübers.	8,34	6,11	36,5%	2,97	180,9%
Marge	10,8%	7,9%	-	6,1%	-
EPS (verwässert, in CHF)	0,25	0,18	36,2%	0,12	106,0%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Segment Wind dominiert** In 2017 trugen das Segment Wind 56% (2016: 49%), Solar 33% (2016: 31%) und Wasser 10% (2016: 19%) zum Gesamtumsatz bei (vgl. Abbildung 2). Der starke Rückgang des Umsatzanteils der Wasserkraft ist auf die trockenheitsbedingt widrigen Produktionsbedingungen zurückzuführen.

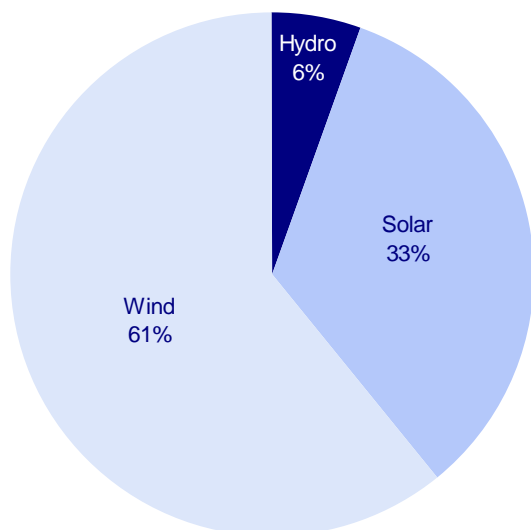
**Abbildung 2: Umsatzanteile der Segmente in Prozent in 2017**



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Beim EBIT ist die Verteilung noch stärker von der Windkraft dominiert (vgl. Abbildung 3). Hier liegt der Anteil der Windkraft bei 61% (2016: 48%), während der PV-Anteil weitgehend stabil blieb (33% versus 32% in 2016). Der EBIT-Anteil der Wasserkraft lag bei lediglich 6% (2016: 20%).

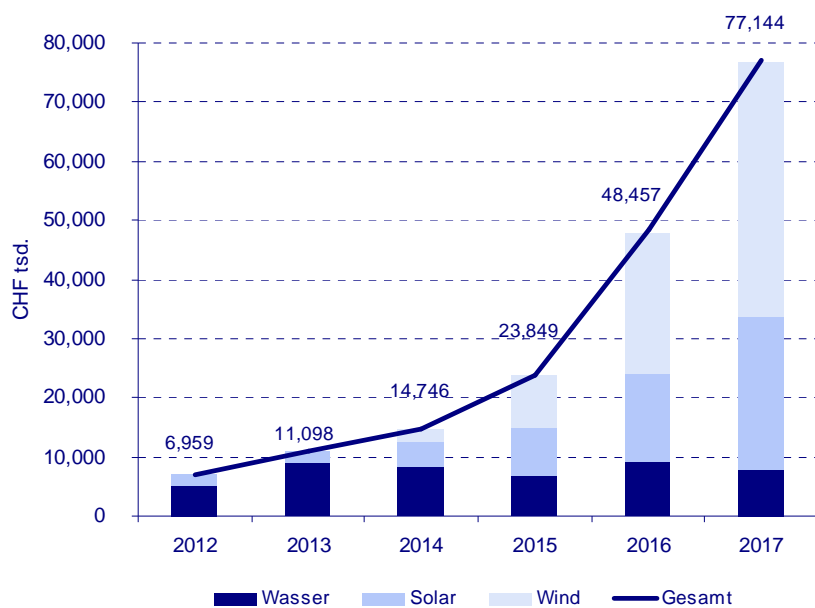
**Abbildung 3: EBIT-Anteile der Segmente in Prozent in 2017**



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Abbildung 4 zeigt das starke Umsatzwachstum der letzten Jahre und die steigende Bedeutung der Solarkraft und insbesondere der Windkraft.

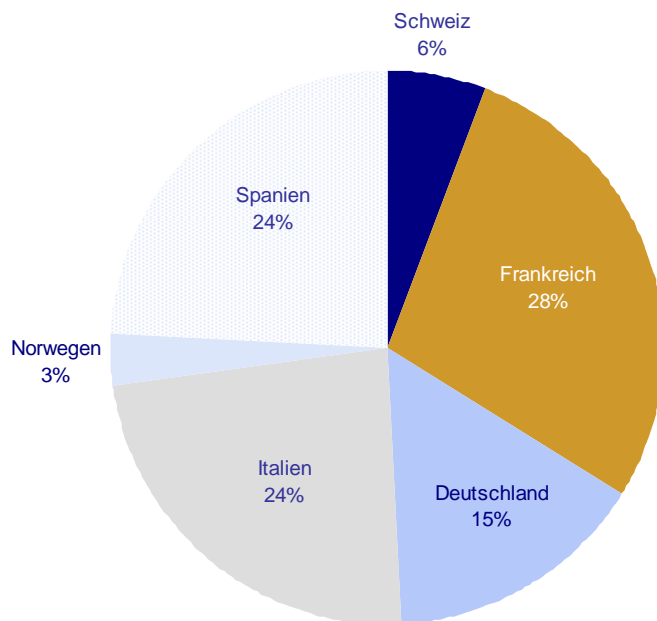
**Abbildung 4: Umsatzentwicklung 2012-2017**



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Geografische Umsatzverteilung zeigt steigende regionale Diversifizierung** aventron produziert Strom in sechs Ländern. War Frankreich in den letzten Jahren noch recht dominant (2016: 38%), gestaltete sich die Umsatzgenerierung in 2017 deutlich ausgeglichener. Zwar stammt der größte Teil immer noch aus Frankreich (28%), aber Italien und Spanien folgen dicht dahinter mit jeweils 24% (vgl. Abbildung 5).

**Abbildung 5: Regionale Umsatzverteilung in Prozent in 2017**



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Windkraft war dominanter Umsatz- und Ergebnistreiber** In 2017 stieg die Produktion von Windstrom von 210 GWh auf 390 GWh (+86%). Der Segmentumsatz erhöhte sich um 80% auf CHF 43,1 Mio. Das EBITDA stieg überproportional um 86% auf CHF 32,6 Mio. Die EBITDA-Marge erreichte 75,7% nach 73,1% in 2016 (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). Das Segment-EBIT belief sich auf CHF 15,6 Mio. Dies ist mehr als eine Verdoppelung des Vorjahreswertes von CHF 7,6 Mio. Die EBIT-Marge stieg auf 36,2% nach 31,7% in 2016. Skaleneffekte, bessere Windbedingungen und Effizienzsteigerungen durch die Digitalisierung des Asset Managements dürften die wesentlichen Margentreiber gewesen sein.

**Solkraft mit deutlichem Umsatz- und Ergebnissprung** Das Solarsegment steigerte die Stromproduktion von 70 GWh auf 107 GWh (+53%). Der Umsatz erhöhte sich um 74% auf CHF 25,8 Mio. Das EBITDA stieg überproportional um 79% auf CHF 20,3 Mio. Die EBITDA-Marge betrug 78,8% nach 76,4% in 2016 (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). Das EBIT belief sich auf CHF 8,6 Mio. Dies ist eine Steigerung um 70% gegenüber dem Vorjahreswert. Die EBIT-Marge betrug 33,2% nach 34,0% im Vorjahr. Wesentlicher Grund für den EBIT-Margenrückgang war eine ab 2018 gültige Änderung der Förderungsbedingungen in der Schweiz, die auch bereits in Betrieb befindliche Anlagen betrifft. Diese Änderung führte zu einem Impairment über CHF 1,8 Mio. bei der Schweizer Tochter Birseck Solar AG.

**Segment Wasserkraft litt unter Trockenheit** Die Stromproduktion aus Wasserkraft ging von 172 GWh auf 160 GWh zurück (-7%). Niedrigere Strompreise führten zu einer deutlichen Umsatzeinbuße von 14% auf CHF 7,8 Mio. Das EBITDA fiel um 34% auf CHF

3,4 Mio. Die EBITDA-Marge sank von 56,2% auf 43,5% (vgl. Abbildung 6). Auch die EBIT-Marge fiel deutlich auf 18,2% nach 35,2% in 2016.

#### Abbildung 6: Umsatz und EBITDA nach Segmenten

Alle Angaben in CHF Mio.	2017A	2016	Delta
<b>Wasserkraft</b>			
Umsatz	7.81	9.12	-14.4%
EBITDA	3.40	5.12	-33.6%
Marge	43.5%	56.2%	-
<b>Wind</b>			
Umsatz	43.10	23.98	79.7%
EBITDA	32.63	17.52	86.2%
Marge	75.7%	73.1%	-
<b>Solar</b>			
Umsatz	25.80	14.87	73.5%
EBITDA	20.33	11.36	79.0%
Marge	78.8%	76.4%	-
<b>Holding</b>			
Umsatz	2.82	2.13	32.4%
EBITDA	-1.57	-1.95	n.m.
Marge	n.m.	n.m.	-
<b>Konsolidierung</b>			
Umsatz	-2.37	-1.64	-
EBITDA	0.00	0.00	-
Marge	-	-	-
<b>Gruppe</b>			
Umsatz	77.14	48.46	59.2%
EBITDA	54.79	32.05	70.9%
Marge	71.0%	66.1%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

**Bilanzsumme wächst auf CHF 687 Mio.** Durch die Akquisition weiterer Grünstromanlagen stieg der Wert der Sachanlagen um 18% auf CHF 545 Mio. Die flüssigen Mittel erhöhten sich von CHF 34 Mio. auf CHF 39 Mio. Auf der Passivseite verdoppelten sich die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten auf CHF 42 Mio. Die langfristigen Finanzverbindlichkeiten stiegen von CHF 336 Mio. auf CHF 420 Mio. Insgesamt stieg die Finanzverschuldung auf CHF 462 Mio. an. Die Nettofinanzverschuldung belief sich auf CHF 423 Mio. (2016: CHF 323 Mio.). Das Net Gearing erhöhte sich von 171% auf 228% und liegt damit für diese Art Geschäftsmodell auf einem eher moderaten Wert. Das Eigenkapital verringerte sich leicht von CHF 189 Mio. auf CHF 186 Mio. Die Eigenkapitalquote sank von 33% auf 27%. Trotz dieses Rückgangs bleibt die EK-Quote angesichts der Stabilität des Geschäftsmodells auf einem hohen Niveau.

**Hoher operativer Cashflow** Der operative Cashflow betrug CHF 50,6 Mio. nach CHF 29,8 Mio. in 2016. Die Investitionen in Sachanlagen und der Erwerb konsolidierter Beteiligungen betragen zusammen CHF 60,7 Mio. Insgesamt belief sich der investive Mittelabfluss auf CHF 67,7 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf CHF 20,7 Mio. aventron nahm CHF 37,4 Mio. aus der Aufnahme finanzieller Mittel ein, zahlte CHF 7,1 Mio. Dividende und CHF 12,0 Mio. Zinsen.



### Kapazität des Grünstromportfolios in 2017 um 36 MW auf 386 MW gesteigert

aventron kaufte PV-Anlagen in Italien (13 MW) und in der Schweiz (8 MW) und nahm Wasserkraftwerke in Norwegen (16 MW) in Betrieb. Die Stromproduktionskapazität des Unternehmens lag Ende 2017 damit bei 201 MW Windkraft, 97 MW PV und 88 MW Wasserkraft.

**Guidance für 2018: Umsatzwachstum bei weitgehend stabiler Marge** Für 2018 plant aventron einen Umsatz von ca. €85 Mio. bei einer EBIT-Marge von ca. 30%, durchschnittliche Wetterbedingungen vorausgesetzt. Das Grünstromportfolio soll um ca. 40 MW erweitert werden. Angesichts der vorhandenen Projektpipeline geht das Management davon aus, das für 2020 anvisierte Ziel einer Portfoliokapazität von 500 MW bereits in 2019 zu erreichen.

**Kapitalerhöhung für weiteres Wachstum geplant** aventron plant eine Kapitalerhöhung von CHF 147 Mio. Der Ausgabepreis pro Aktie liegt bei CHF 9,80. Dies entspräche maximal ca. 15 Mio. neuen Aktien. Die gegenwärtige Aktienzahl liegt bei 34,1 Mio. Bis 2030 will aventron ihr Grünstromportfolio auf 1.000 MW erhöhen und damit 2.200 GWh Strom produzieren.

**Wachstumsstrategie bei begrenztem Risiko** aventron wird zur Risikobegrenzung weiterhin auf die geografische und technologische Diversifizierung ihres Anlagen-Portfolios achten. Dabei soll der Umsatzanteil aus Windstrom maximal 50% ausmachen, während die Umsatzanteile aus Solar- und Wasserkraft je rund 25% betragen sollen. Beim Ausbau des Portfolios wird sich aventron in den kommenden Jahren weiterhin auf die Märkte Schweiz, Frankreich, Deutschland, Italien, Spanien und Norwegen konzentrieren. Dabei soll in keinem dieser Länder mehr als 40% des Umsatzes generiert werden. Langfristig möchte aventron in Europa zu den führenden unabhängigen Grünstromproduzenten gehören.

**Schätzungen für 2018E und die Folgejahre erhöht** Wir haben unser Umsatzmodell aktualisiert. Auf der Basis der Schätzungen von Stromproduktion und Strompreisen in den drei Segmenten Wind, Sonne und Wasser ergibt sich für 2018E eine Umsatzprognose von CHF 84,7 Mio. Unter der Annahme einer EBIT-Marge von 30% dürfte das EBIT bei CHF 25,4 Mio. liegen. Die aktualisierten Schätzungen für 2019E & 2020E unterstellen das Erreichen der 500 MW-Schwelle bereits Ende 2019 (vgl. Abbildung 7).

**Abbildung 7: Anpassung der Schätzungen**

Alle Zahlen in CHF Mio.	2018E			2019E			2020E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	80,39	84,71	5,4%	88,35	93,90	6,3%	95,66	101,67	6,3%
EBIT	23,08	25,42	10,2%	25,82	27,70	7,3%	28,64	29,12	1,7%
Marge	28,7%	30,0%		29,2%	29,5%		29,9%	28,6%	
Jahresübers.	7,07	8,57	21,2%	8,06	9,04	12,1%	8,98	9,28	3,3%
Marge	8,8%	10,1%		9,1%	9,6%		9,4%	9,1%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,21	0,25	21,2%	0,22	0,27	18,7%	0,25	0,27	9,4%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Kaufempfehlung und Kursziel bestätigt** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,00. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Das Modell berücksichtigt das neue mittelfristige Ziel (Grünstromportfolio von 1.000 MW bis 2030) noch nicht. Die neue mittelfristige Wachstumsstrategie und die dazu geplante Kapitalerhöhung werden wir in einer gesonderten Publikation analysieren.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>84.714</b>	<b>93.904</b>	<b>101.667</b>	<b>102.684</b>	<b>103.711</b>	<b>104.748</b>	<b>105.795</b>	<b>106.853</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>23.107</b>	<b>25.214</b>	<b>26.578</b>	<b>26.609</b>	<b>27.014</b>	<b>27.421</b>	<b>27.828</b>	<b>28.237</b>
+ Abschreibungen	32.629	33.534	36.576	36.527	36.273	36.018	35.761	35.503
= Operativer Cashflow (netto)	55.736	58.748	63.154	63.136	63.288	63.439	63.590	63.739
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-67.410	-134.161	-10.967	-37.143	-36.872	-36.592	-36.310	-36.025
Capex	-67.637	-134.669	-10.980	-37.349	-37.075	-36.799	-36.521	-36.241
Working Capital	226	508	13	205	203	207	211	216
= Freier Cashflow (FCF)	-11.674	-75.413	52.187	25.993	26.416	26.847	27.280	27.714
<b>GW der FCFs</b>	<b>-11.370</b>	<b>-70.853</b>	<b>47.296</b>	<b>22.725</b>	<b>22.279</b>	<b>21.843</b>	<b>21.410</b>	<b>20.983</b>

in tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2018E-2032E)	209.968
GWs der FCFs in der Terminalperiode	626.221
Unternehmenswert (EV)	836.188
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-423.018
+ Investitionen / Anteile Dritter	30.134
Shareholder value	443.304

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

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
2,9%	Eigenkapitalkosten	17,44	19,40	21,74	24,59	28,13	32,64	38,57
3,1%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	15,04	16,67	18,57	19,97	23,62	27,06	31,43
3,3%	Normaler Steuersatz	12,99	14,34	15,92	17,77	19,98	22,67	26,01
3,5%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	11,20	12,34	13,66	15,19	16,99	19,14	21,75
3,7%	EK-Anteil	9,63	10,61	11,72	13,00	14,48	16,23	18,32
3,9%	FK-Anteil	8,25	9,08	10,03	11,11	12,35	13,80	15,50
4,1%		7,01	7,74	8,55	9,47	10,52	11,73	13,13
4,3%	Fairer Wert je Aktie in CHF	5,91	6,54	7,24	8,03	8,93	9,95	11,12

\* 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>84.714</b>	<b>93.904</b>	<b>101.667</b>
Herstellungskosten	3.243	4.603	9.184	11.759	14.401	17.091	18.808
<b>Bruttogewinn</b>	<b>11.503</b>	<b>19.246</b>	<b>39.273</b>	<b>65.385</b>	<b>70.313</b>	<b>76.813</b>	<b>82.859</b>
Personalkosten	681	1.145	1.750	2.161	2.412	2.904	3.435
Sonstige betriebliche Erträge	543	897	1.000	1.653	1.694	1.878	2.033
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3.229	4.047	6.469	10.317	11.541	14.555	15.758
<b>EBITDA</b>	<b>8.136</b>	<b>14.951</b>	<b>32.054</b>	<b>54.787</b>	<b>58.054</b>	<b>61.232</b>	<b>65.699</b>
Abschreibungen & Amortisation	4.272	7.946	18.289	30.869	32.629	33.534	36.576
<b>EBIT</b>	<b>3.864</b>	<b>7.005</b>	<b>13.765</b>	<b>23.918</b>	<b>25.425</b>	<b>27.698</b>	<b>29.123</b>
Nettofinanzergebnis	-2.026	-3.381	-9.036	-12.937	-13.838	-15.275	-16.398
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>11.587</b>	<b>12.423</b>	<b>12.725</b>
Steuern	817	1.052	759	1.937	2.317	2.485	2.545
Minderheitsbeteiligungen	-418	-957	-976	-342	-700	-900	-900
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>732</b>	<b>1.936</b>	<b>2.969</b>	<b>8.341</b>	<b>8.570</b>	<b>9.038</b>	<b>9.280</b>
<b>EPS (verwässert, in CHF)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,24</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge	78,0%	80,7%	81,0%	84,8%	83,0%	81,8%	81,5%
EBITDA-Marge	55,2%	62,7%	66,1%	71,0%	68,5%	65,2%	64,6%
EBIT-Marge	26,2%	29,4%	28,4%	31,0%	30,0%	29,5%	28,6%
Nettomarge	5,0%	8,1%	6,1%	10,8%	10,1%	9,6%	9,1%
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%	2,8%	3,1%	3,4%
Abschreibungen	29,0%	33,3%	37,7%	40,0%	38,5%	35,7%	36,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,9%	17,0%	13,3%	13,4%	13,6%	15,5%	15,5%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	32,9%	61,7%	103,2%	59,2%	9,8%	10,8%	8,3%
Operatives Ergebnis	-0,7%	81,3%	96,5%	73,8%	6,3%	8,9%	5,1%
Nettogewinn/ -verlust	-21,5%	164,5%	53,4%	180,9%	2,7%	5,5%	2,7%





## 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>87.082</b>	<b>70.104</b>	<b>99.012</b>
Liquide Mittel	16.413	19.293	33.538	39.433	44.105	25.572	53.176
Kurzfristige Investitionen	1.177	845	663	463	463	463	463
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.294	2.400	9.096	10.998	13.926	15.436	16.712
Vorräte	72	87	83	109	237	281	309
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>642.570</b>	<b>743.705</b>	<b>718.109</b>
Sachanlagen	134.825	232.392	461.399	544.538	579.369	680.263	654.376
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.117	3.602	6.052	10.024	10.201	10.442	10.733
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>729.651</b>	<b>813.808</b>	<b>817.121</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>68.350</b>	<b>70.754</b>	<b>72.412</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	2.162	14.996	20.211	41.972	40.000	40.000	40.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.908	4.493	6.603	7.766	11.048	13.111	14.428
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.837	12.579	13.862	17.302	17.302	17.643	17.984
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>99.186</b>	<b>199.994</b>	<b>347.595</b>	<b>433.908</b>	<b>473.908</b>	<b>553.908</b>	<b>553.908</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	95.292	194.333	336.408	420.479	460.479	540.479	540.479
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>30.371</b>	<b>31.271</b>	<b>32.171</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>68.619</b>	<b>68.571</b>	<b>163.107</b>	<b>156.297</b>	<b>157.023</b>	<b>157.876</b>	<b>158.629</b>
Gezeichnetes Kapital	17.082	19.451	34.105	34.105	34.105	34.105	34.105
Kapitalrücklage	106.174	120.015	229.732	216.912	216.912	216.912	216.912
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	-93.372	-92.519	-91.766
<b>Passiva</b>	<b>196.178</b>	<b>307.616</b>	<b>577.386</b>	<b>686.916</b>	<b>729.651</b>	<b>813.808</b>	<b>817.121</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	1,37	1,22	1,55	1,18	1,27	0,99	1,37
Quick ratio (x)	1,37	1,22	1,55	1,18	1,27	0,99	1,36
Nettoverbindlichkeiten	81.041	190.036	323.081	423.018	456.374	554.907	527.303
Net gearing	107,9%	251,5%	170,8%	227,5%	243,5%	293,4%	276,4%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	10,0	12,7	10,1	7,7	7,9	9,1	8,0
Buchwert je Aktie (in CHF)	4,02	3,53	4,78	4,58	4,60	4,63	4,65
Return on Equity (ROE)	1,1%	2,8%	1,8%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%
Return on investment (ROI)	0,4%	0,6%	0,5%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Return on assets (ROA)	1,5%	2,1%	2,2%	3,3%	3,2%	3,1%	3,3%
Return on capital employed (ROCE)	3,1%	3,3%	3,5%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%
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>25.425</b>	<b>27.698</b>	<b>29.123</b>
Abschreibungen	4.272	7.946	18.289	30.869	32.629	33.534	36.576
<b>EBITDA</b>	<b>8.136</b>	<b>15.272</b>	<b>32.054</b>	<b>54.787</b>	<b>58.054</b>	<b>61.232</b>	<b>65.699</b>
Investitionen in das Working Capital	-4.170	-1.392	-1.928	-3.461	226	508	13
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-2.828	-3.982	-350	-742	-16.155	-17.760	-18.943
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>1.138</b>	<b>9.898</b>	<b>29.776</b>	<b>50.584</b>	<b>42.125</b>	<b>43.981</b>	<b>46.769</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-25.965	-36.838	-20.854	-25.216	-66.959	-133.918	-10.167
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-861	-619	-1.542	-19	-678	-751	-813
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-24.827</b>	<b>-26.940</b>	<b>8.922</b>	<b>25.368</b>	<b>-24.834</b>	<b>-89.937</b>	<b>36.603</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>-67.637</b>	<b>-134.669</b>	<b>-10.980</b>
Cashflow aus Fremdfinanzierung	27.937	46.118	-2.742	37.428	38.028	80.000	0
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	16.371	5.837	55.004	2.463	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-1.624	-2.089	-4.790	-7.185	-7.844	-7.844	-8.185
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>42.684</b>	<b>49.866</b>	<b>38.420</b>	<b>20.696</b>	<b>30.184</b>	<b>72.156</b>	<b>-8.185</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>4.672</b>	<b>-18.533</b>	<b>27.604</b>
Liquide Mittel am Anfang der Periode	6.673	16.413	19.293	33.538	39.433	44.105	25.572
<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>44.105</b>	<b>25.572</b>	<b>53.176</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>1,70</b>	<b>1,80</b>	<b>1,93</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Operativer Cashflow	-85,1%	769,8%	200,8%	69,9%	-16,7%	4,4%	6,3%
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%	24,8%	6,0%	5,5%	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...9	↓	↓	↓	↓
10	26. April 2017	CHF 9,10	Buy	CHF 13,00
11	9. November 2017	CHF 9,20	Buy	CHF 13,00
12	8. März 2018	CHF 9,49	Buy	CHF 13,00
13	Today	CHF 9,90	Buy	CHF 13,00

**Ersteller: Dr Karsten von Blumenthal, Analyst**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:**

**First Berlin Equity Research GmbH**

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

**Copyright© 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:

**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 irgendwelcher 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.**