

aventron AG

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

Endgültige
 2018-Zahlen

BEWERTUNG KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY
CHF 13,50

51,7%
 low

GEWINN PRO AKTIE UND DIVIDENDE STEIGEN

aventron hat endgültige Zahlen für 2018 vorgelegt, die den vorläufigen entsprechen. Ein Umsatzsprung von 19% J/J bei annähernd gleich hoher EBIT-Marge wie im Vorjahr (30,7% versus 31,0%) belegt aventrons Wachstumsstärke und Profitabilität. Trotz der Verwässerung durch die Kapitalerhöhung stieg der Gewinn pro Aktie um 8% auf CHF 0,27. Der Verwaltungsrat schlägt eine um 9% erhöhte Dividende von CHF 0,25 vor. Für 2019 erwartet das Management einen Umsatz von ca. CHF 102 Mio. bei einer EBIT-Marge von über 30%. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,50. Trotz gesteigerter Profitabilität und deutlich vergrößertem Grünstromportfolio war der Aktienkurs rückläufig. Wir halten diesen Rückgang für fundamental nicht gerechtfertigt und empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf.

Guidance signalisiert Fortsetzung des profitablen Wachstums Für 2019 geht das Management von einem Umsatz von ca. CHF 102 Mio. bei einer EBIT-Marge von über 30% aus. Dies entspräche einem Umsatz- und EBIT-Wachstum von ca. 11%. Voraussetzungen dafür sind ein stabiler CHF/EUR-Wechselkurs und durchschnittliche Wetterbedingungen. Unsere Schätzungen für 2019 zeichnen ein ähnliches Bild, und wir sehen die Guidance daher als gut erreichbar an. Bis Ende 2020 will aventron die Gesamtkapazität des Portfolios auf 600 MW steigern. Angesichts der gut gefüllten Projektpipeline gehen wir davon aus, dass das Unternehmen die Zielvorgabe erfüllt. Bis 2030 plant aventron, ein Grünstromportfolio von 1.000 MW aufzubauen. Angesichts der bisherigen Erfolgsgeschichte beim Ausbau des Portfolios und des von der EU klar formulierten politischen Willens zur weiteren Erhöhung des Anteils der erneuerbaren Energien an der Gesamtstromproduktion halten wir auch dieses Ausbaziel, das immerhin auf mehr als eine Verdoppelung des gegenwärtigen Portfolios (476 MW) hinausläuft, für realistisch.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (CHF Mio.)	48,46	77,14	91,79	101,62	109,30	114,97
Jährliches Wachstum	103,2%	59,2%	19,0%	10,7%	7,6%	5,2%
EBIT (CHF Mio.)	13,77	23,92	28,18	30,97	33,28	34,71
EBIT-Marge	28,4%	31,0%	30,7%	30,5%	30,5%	30,2%
Jahresübers. (CHF Mio.)	2,97	8,34	10,25	12,01	12,80	12,90
EPS (verwässert) (CHF)	0,12	0,25	0,27	0,27	0,27	0,27
DPS (CHF)	0,21	0,23	0,25	0,25	0,25	0,25
FCF (CHF Mio.)	7,38	25,35	24,61	-31,09	-38,82	2,84
Nettoverschuldungsgrad	170,8%	227,5%	172,4%	195,4%	172,6%	181,7%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	33,54	39,43	66,83	48,92	70,73	71,08

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.

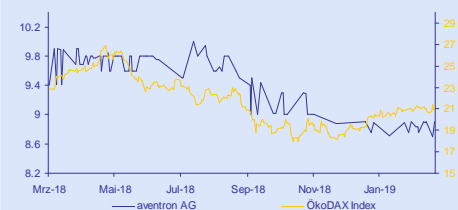
HANDELSDATEN

Stand: 21. Mrz 2019

Schlusskurs	CHF 8,90
Aktien im Umlauf	43,73 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 389,19 Mio.
52-W-Tiefst/Höchstkurse	CHF 8,70 / 10,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.021

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	33,4	32,4	33,4
EV/Sales	8,7	7,8	7,3
EV/EBIT	28,2	25,7	23,9
Div.-Rendite	2,8%	2,8%	2,8%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2018

Liquide Mittel	CHF 66,83 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 101,83 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 9,44 Mio.
Bilanzsumme	CHF 748,87 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 55,72 Mio.
Eigenkapital	CHF 235,22 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%

2018 war geprägt von kräftigem und profitabilem Wachstum Mit 19% stieg der Umsatz deutlich zweistellig auf CHF 91,8 Mio. Dafür waren drei Faktoren verantwortlich: Erstens trugen die im Jahr 2018 neu ins Portfolio aufgenommenen Grünstromanlagen zum Wachstum bei. Zweitens speisten die im Jahr 2017 hinzugekommenen Anlagen letztes Jahr erstmals ganzjährig Strom ins Netz ein. Drittens stiegen die Großhandelsstrompreise in Europa deutlich an und lagen in vielen großen EU-Ländern zwischen 50 - 60 €/MWh, während sie sich in 2017 eher im Bereich zwischen 40 - 50 €/MWh bewegten.

Das EBIT erhöhte sich um 18% auf CHF 28,2 Mio. (vgl. Abbildung 1). Die EBIT-Marge ging leicht von 31,0% auf 30,7% zurück. Die leicht niedrigere Marge ist auf den geänderten Umsatzmix zurückzuführen. Das Segment Wasser, das eine vergleichsweise niedrigere EBIT-Marge hat, hat seinen Anteil am Gesamtumsatz um 4%-Punkte erhöht.

Das Nettoergebnis stieg um 23% auf CHF 10,2 Mio. Aufgrund der durch die Kapitalerhöhung gestiegenen Aktienanzahl erhöhte sich der Gewinn pro Aktie nur um 8% auf CHF 0,27. Bei der im Sommer 2018 durchgeführten Kapitalerhöhung stieg die Aktienzahl durch die Emission von 9,6 Mio. Aktien auf 43,7 Mio.

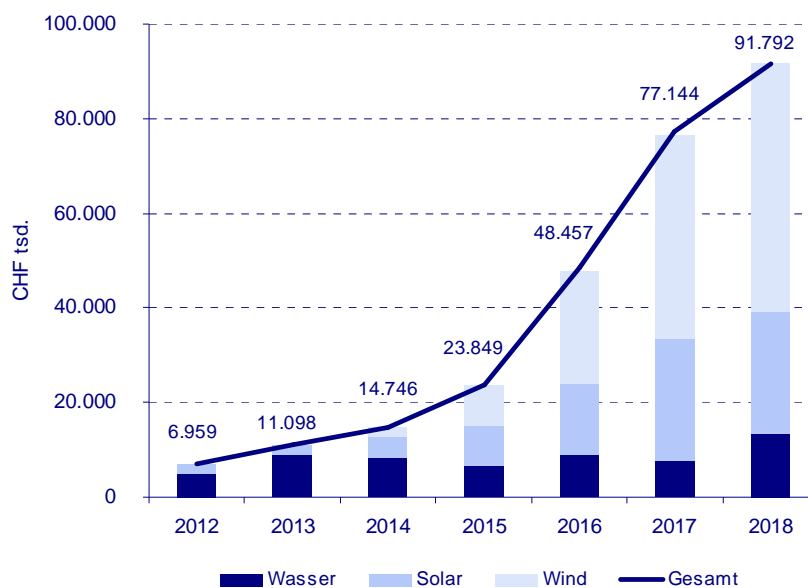
Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2018A	2018E	Delta	2017A	Delta
Umsatz	91,79	91,80	0,0%	77,14	19,0%
EBIT	28,18	28,20	-0,1%	23,92	17,8%
Marge	30,7%	30,7%	-	31,0%	-
Jahresübers.	10,25	11,05	-7,3%	8,34	22,9%
Marge	11,2%	12,0%	-	10,8%	-
EPS (verwässert, in CHF)	0,27	0,29	-8,6%	0,25	8,1%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Ein Blick auf die längerfristige Umsatzentwicklung zeigt, dass sich aventron von einem Nischenplayer zu einem der großen Schweizer Grünstromproduzenten entwickelt hat (vgl. Abbildung 2).

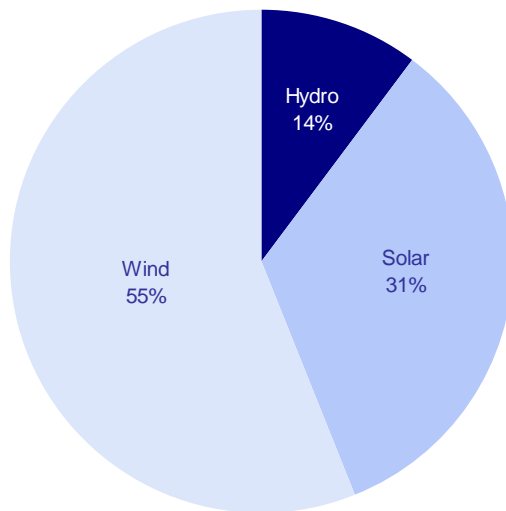
Abbildung 2: Umsatzentwicklung 2012-2018 in CHF tsd.



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Umsatzverteilung weist größeren Anteil des Segments Wasser aus Aufgrund des deutlichen Ausbaus des Wasserkraftportfolios und eines niederschlagsreichen ersten Halbjahres stieg der Umsatzanteil des Segments von 10% in 2017 auf 14% in 2018. Die Umsatzanteile der Segmente Wind und Solar waren leicht rückläufig. Das Segment Wind trägt mit 55% weiterhin den Hauptumsatzanteil bei, gefolgt von Solar mit 31% (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Anteile der Segmente am Gesamtumsatz in Prozent



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Segmentanalyse offenbart sehr starkes Wachstum im Wasserbereich und kräftiges Wachstum im Windbereich

Der Umsatz im Segment Wasser stieg um 70% J/J auf CHF 13,3 Mio., getrieben durch Portfolioerweiterungen und hohe Niederschläge (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Das EBITDA verdoppelte sich fast von CHF 3,4 Mio. auf CHF 6,7 Mio. Die EBITDA-Marge stieg von 43,5% auf 50,5%. Abschreibungen in Höhe von CHF 2,9 Mio. führten zu einem EBIT von CHF 3,8 Mio. Gegenüber dem Vorjahr ist dies eine Steigerung von 168% (!). Die EBIT-Marge stieg von 18,2% auf 28,7%.

Das Segment Wind steigerte den Umsatz um 21% J/J auf CHF 52,3 Mio. Auch hier sind Portfolioerweiterungen der wesentliche Umsatztreiber. Das EBITDA lag 19% J/J höher bei CHF 38,8 Mio. Die EBITDA-Marge sank von 75,7% auf 74,2%. Aufgrund von Abschreibungen in Höhe von CHF 21,8 Mio. lag das EBIT bei CHF 17,0 Mio. Verglichen mit dem Vorjahreswert von CHF 15,6 Mio. ist dies ein Anstieg um 9%. Die EBIT-Marge ging von 36,3% auf 32,5% zurück.

Das Segment Solar verzeichnete aufgrund des geringen Kapazitätswachses nur eine Umsatzerhöhung von knapp 1% auf CHF 26,0 Mio. Das EBITDA erhöhte sich um 2% auf CHF 20,7 Mio. Die EBITDA-Marge erhöhte sich von 78,8% auf 79,6%. Die Abschreibungen im Solarsegment betragen CHF 11,7 Mio. Damit ergab sich ein EBIT von CHF 9,1 Mio., was einer Steigerung um 6% gegenüber dem Vorjahreswert von CHF 8,6 Mio. entspricht. Die EBIT-Marge stieg von 33,3% auf 34,8%.



Abbildung 4: Berichtete Segmentzahlen versus Schätzungen

Alle Angaben in CHF Mio.	2018A	2018E	Delta	2017A	Delta
Wasser					
Umsatz	13,28	12,87	3,2%	7,81	70,2%
EBITDA	6,70	7,09	-5,5%	3,40	97,2%
Marge	50,5%	55,1%	-	43,5%	-
Wind					
Umsatz	52,28	51,18	2,1%	43,10	21,3%
EBITDA	38,78	38,74	0,1%	32,63	18,9%
Marge	74,2%	75,7%	-	75,7%	-
Solar					
Umsatz	26,01	27,57	-5,6%	25,80	0,8%
EBITDA	20,71	20,78	-0,3%	20,33	1,9%
Marge	79,6%	75,4%	-	78,8%	-
Holding					
Umsatz	2,86	2,58	10,7%	2,82	1,4%
EBITDA	-1,67	-2,41	n.m.	-1,57	n.m.
Marge	n.m.	n.m.	-	n.m.	-
Konsolidierung					
Umsatz	-2,64	-2,40	-	-2,37	-
EBITDA	0,00	0,00	-	0,00	-
Marge	-	-	-	-	-
Gruppe					
Umsatz	91,79	91,80	0,0%	77,14	19,0%
EBITDA	64,52	64,20	0,5%	54,79	17,8%
Marge	70,3%	69,9%	-	71,0%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Bilanz durch Kapitalerhöhung gestärkt Die in 2018 durchgeführte Kapitalerhöhung im Umfang von CHF 94,3 Mio. brachte aventron einen Mittelzufluss von CHF 35,4 Mio. und Sacheinlagen (Wind- und Solarkraftwerke) im Wert von CHF 58,9 Mio. Die Sachanlagen erhöhten sich von CHF 545 Mio. auf CHF 606 Mio. (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite). Die liquiden Mittel betragen zum Jahresende CHF 67 Mio. (Ende 2017: CHF 39 Mio.). Das Eigenkapital stieg von CHF 186 Mio. auf CHF 235 Mio., und die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 27,1% auf 31,4%. Während die langfristige Finanzverschuldung um knapp CHF 21 Mio. auf CHF 441 Mio. stieg, sank die kurzfristige Finanzverschuldung um fast CHF 11 Mio. auf CHF 31 Mio. Die Nettoverschuldung verringerte sich sogar um 4% auf knapp CHF 406 Mio. Das Net Gearing fiel von 228% auf 172%. Insgesamt hat aventron ihre Bilanzkennzahlen trotz der umfangreichen Portfolioerweiterung gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert und ist dank der umfangreichen liquiden Mittel für weitere Akquisitionen gut gerüstet.

Abbildung 5: Ausgewählte Bilanzkennzahlen

in CHF Mio.	2017A	2018A	Delta
Sachanlagen	544,5	605,8	11%
Anlagevermögen, gesamt	607,6	647,0	6%
Liquide Mittel	39,4	66,8	69%
Vorräte	0,1	0,1	-28%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,0	12,0	9%
Umlaufvermögen, gesamt	79,4	101,8	28%
Eigenkapital	186,0	235,2	26%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>27,1%</i>	<i>31,4%</i>	<i>16%</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7,8	9,1	17%
Zinstragende Verbindlichkeiten (langfristig)	420,5	441,2	5%
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	42,0	31,2	-26%
Nettoverschuldung	423,0	405,5	-4%
<i>Net gearing</i>	<i>227,5%</i>	<i>172,4%</i>	<i>-24%</i>
Bilanz, gesamt	686,9	748,9	9%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Hoher operativer Cashflow aventron hat den Cashflow aus operativer Tätigkeit um 34% auf CHF 68 Mio. gesteigert und belegt damit erneut die Cashflowstärke ihres Geschäftsmodells (vgl. Abbildung 6). Trotz umfangreicher Investitionen in Sachanlagen (CHF 43 Mio.) und in den Erwerb konsolidierter Beteiligungen (CHF 16 Mio.) belief sich der Kapitalmittelabfluss aus Investitionstätigkeit nur auf CHF 15 Mio. Dies lag wesentlich an Desinvestitionen von Finanzanlagen (CHF 20 Mio.) und übernommenen flüssigen Mitteln aus Akquisitionen und Sacheinlagen (CHF 25 Mio.). Der hohe operative Cashflow, der vergleichsweise geringe Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit und die Mittel aus der Kapitalerhöhung (CHF 34,6 Mio.) erlaubten aventron die Nettorückzahlung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von CHF 33 Mio. Zins- und Dividendenzahlungen in Höhe von CHF 16 Mio. bzw. CHF 8 Mio. führten zu einem Mittelabfluss aus Finanztätigkeit von CHF 24 Mio.

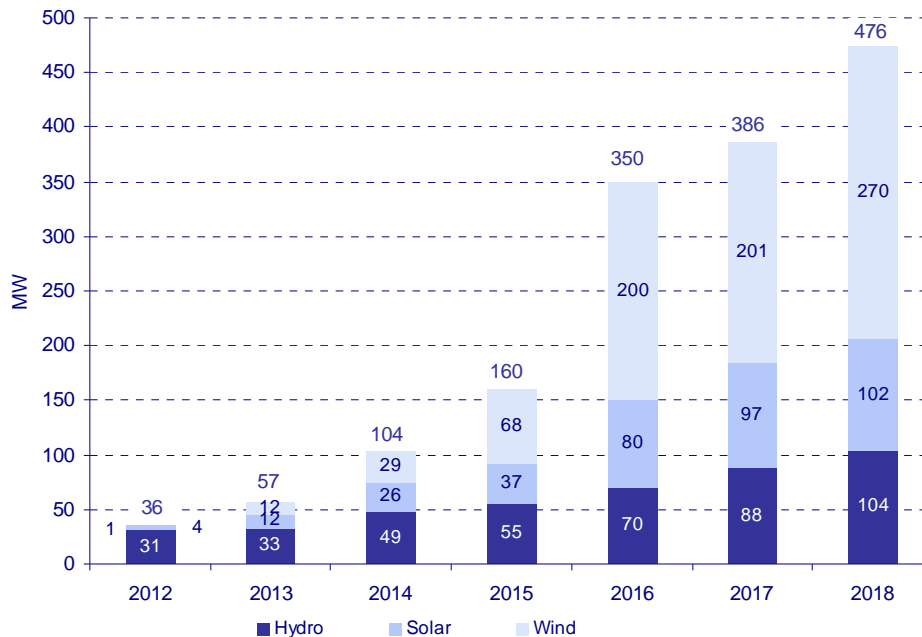
Abbildung 6: Cashflowrechnung

in CHF Mio.	2017A	2018A
Operativer Cashflow	50,58	67,85
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-67,75	-14,67
Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten	20,70	-23,93
Wechselkurseffekte & sonstiges	2,36	-1,85
Veränderung der liquiden Mittel	5,90	27,40

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Portfoliokapazität deutlich gesteigert Im Jahr 2018 erweiterte aventron ihr Portfolio konsolidiert um 90 MW bzw. 23% auf 476 MW (vgl. Abbildung 7 auf der nächsten Seite). Dazu haben neben Akquisitionen im Wasserkraftbereich, dessen Kapazität von 88 MW auf 104 MW anstieg, insbesondere zwei Sacheinlagen im Rahmen der Kapitalerhöhung 2018 beigetragen. Erstens der restliche 35%-Anteil an der leading swiss renewables AG durch die ewb-Gruppe und zweitens der spanische Windpark Puerto Real (42 MW) durch die EBM-Gruppe. Nach dem Verkauf des 21,8%-Anteils an der UNITE SA in Frankreich besitzt aventron nun ausschließlich Mehrheitsbeteiligungen.

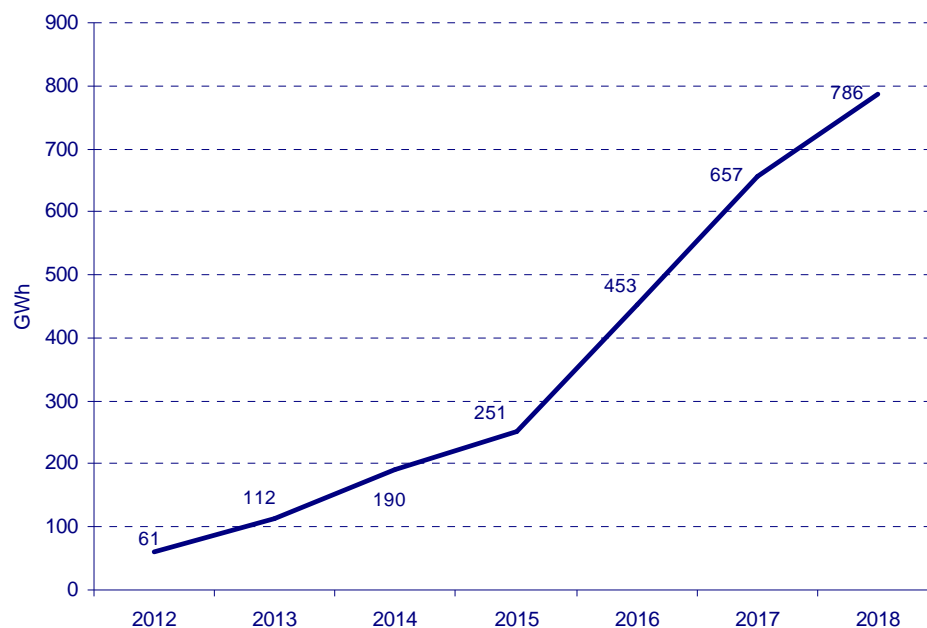
Abbildung 7: Entwicklung der Portfoliokapazität von 2012-2018



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Stromproduktion um 20% gesteigert Der Portfolioausbau führte zu einer Steigerung der Stromproduktion um 20% auf 786 GWh (vgl. Abbildung 8). Das Wasserkraftsegment trug dazu 200,5 GWh (knapp 26%) bei, und das Solarsegment 110,3 GWh (14%). Den größten Beitrag leistete das Windsegment mit 475 GWh (gut 60%). Die geografische Diversifizierung des Portfolios über sechs Länder trug zur Stabilisierung der Ergebnisse bei. So lagen die Sonnenstunden im nördlichen Europa über den langjährigen Durchschnitt, während der Süden ein unterdurchschnittliches Sonnenjahr hatte.

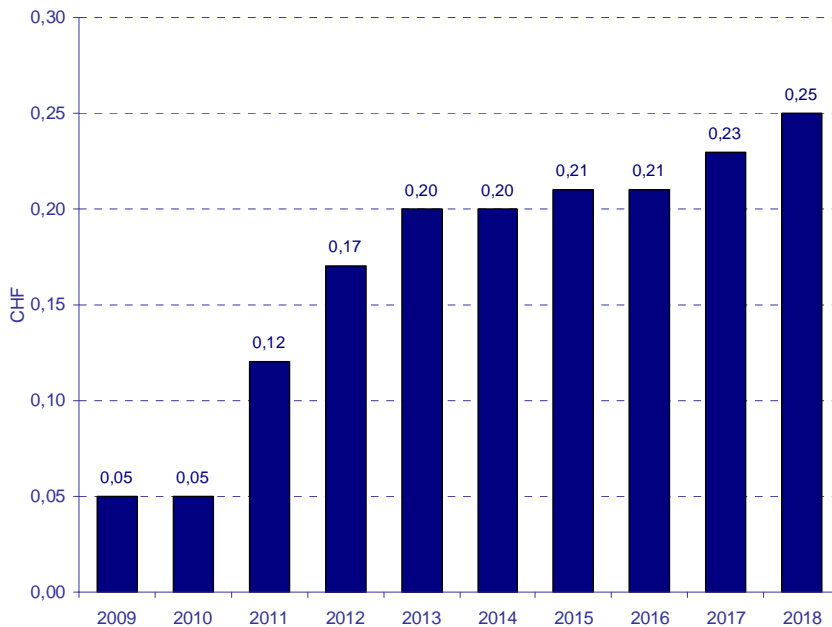
Abbildung 8: Entwicklung der Stromproduktion von 2012-2018



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Dividende steigt um 9% auf CHF 0,25 Der Dividendenvorschlag des Verwaltungsrates beläuft sich auf CHF 0,25 nach CHF 0,23 im letzten Jahr. Dies entspräche einem Anstieg von fast 9% und einer Dividendenrendite von knapp 3%. aventron setzt damit ihre makellose Dividendengeschichte fort (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Entwicklung der Dividende von 2009-2018



Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Deutlicher Anstieg der Mitarbeiterzahl von 11 auf 24 Zur Überwachung des wachsenden Portfolios vergrößert aventron ihr Team stetig. Anfang 2019 arbeiteten 24 Personen direkt für die aventron AG. Insbesondere in Frankreich hat das Unternehmen umfangreiche interne Kompetenzen aufgebaut. Das Team dort ist in der technischen Betriebsführung der Wasserkraftwerke tätig und wickelt auch die Planung und Projektierung von Ersatzinvestitionsmaßnahmen intern ab. Wir sehen die Stärkung der im Unternehmen vorhandenen Kompetenzen und Strukturen und den damit verbundenen Personalaufbau als wichtigen Baustein für weiteres profitables Wachstum.

Umfangreicher Ausbau des Solarportfolios geplant In Spanien entwickelt aventron zwei PV-Projekte, deren Strom nach Inbetriebnahme direkt über langfristige privatwirtschaftliche Abnahmeverträge (sogenannte Power Purchase Agreements, PPA) verkauft wird und die damit ohne staatliche Förderung auskommen. Die zwei Solarparks sollen jeweils eine Kapazität von 50 MW haben und jeweils ca. 95 Mio. kWh p.a. einspeisen. Da aventron bereits viele Jahre Erfahrung mit der privatwirtschaftlichen Vermarktung von Strom im Wasserbereich hat, gehen wir davon aus, dass das Unternehmen dieses Prinzip auch im Solarbereich erfolgreich anwenden wird.

Schätzungen nur leicht angepasst Die Unternehmensguidance für 2019 entspricht weitgehend unserer bisherigen Prognose. Wir haben das gestiegene Niveau der Großhandelsstrompreise in unseren Schätzungen für 2019E und die kommenden Jahre berücksichtigt und diese daher leicht erhöht. Für 2020E haben wir eine 10%ige Kapitalerhöhung in unser Modell integriert. Dies erklärt den leichten Rückgang unserer EPS-Schätzung (vgl. Abbildung 10 auf der nächsten Seite).

Abbildung 10: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2019E			2020E			2021E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	100,52	101,62	1,1%	108,14	109,30	1,1%	113,71	114,97	1,1%
EBIT	30,35	30,97	2,0%	32,77	33,28	1,6%	33,68	34,71	3,1%
Marge	30,2%	30,5%		30,3%	30,5%		29,6%	30,2%	
Jahresübers.	11,49	12,01	4,5%	12,28	12,80	4,2%	11,98	12,90	7,7%
Marge	11,4%	11,8%		11,4%	11,7%		10,5%	11,2%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,26	0,27	4,6%	0,28	0,27	-5,3%	0,27	0,27	-2,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

Equity Story weiterhin intakt Die Argumente für die aventron-Aktie behalten weiterhin ihre Gültigkeit:

- aventron verfolgt ein konservatives und solides Geschäftsmodell, dessen Risiken überschaubar sind.
- Das Unternehmen weist eine saubere Erfolgsbilanz auf und wächst seit Jahren profitabel.
- Die zunehmende Größe des über sechs Länder und drei Technologien ausgezeichnet diversifizierten Grünstromportfolios erhöht die Stabilität der Erträge.
- Ca. 80% der Umsätze sind preislich über Einspeisevergütungen langfristig abgesichert.
- Das Unternehmen verfolgt eine klar definierte Wachstumsstrategie mit dem Ziel, die Gesamtkapazität des Grünstromportfolios bis 2030 auf ca. 1.000 MW zu erweitern.
- Die EU wird angesichts der immer spürbareren Folgen des Klimawandels auch in den nächsten Jahren eine ambitionierte Klimapolitik betreiben und den Ausbau erneuerbarer Energien fortsetzen.

Nach dem Kohlekompromiss in Deutschland gehen bis 2038 über 40,000 MW Kohlekapazität vom Netz. Die sich auftuende Stromlücke muss zu einem wesentlichen Teil über zusätzliche Erneuerbare-Energien-Kapazitäten geschlossen werden und erhöht die Marktchancen von Grünstromportfoliobetreibern wie aventron.

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,50. Nach dem Kursrückgang der letzten Monate halten wir die Aktie für attraktiv bewertet und empfehlen Sie weiterhin zum Kauf. Das Kurspotenzial liegt gegenwärtig bei 52%.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	101.616	109.300	114.970	119.910	124.368	127.578	130.795	138.687
NOPLAT	28.276	30.222	31.623	33.263	34.160	34.480	34.830	37.668
+ Abschreibungen	38.733	41.761	44.168	45.449	46.633	47.586	48.415	49.123
= Operativer Cashflow (netto)	67.009	71.982	75.790	78.712	80.793	82.066	83.245	86.791
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-98.102	-110.799	-72.945	-73.012	-70.544	-69.731	-68.849	-67.624
Capex	-97.348	-110.120	-72.086	-72.786	-70.494	-69.739	-68.858	-67.440
Working Capital	-754	-679	-859	-227	-50	8	9	-184
= Freier Cashflow (FCF)	-31.093	-38.817	2.845	5.700	10.249	12.335	14.396	19.167
GW der FCFs	-30.232	-36.400	2.573	4.972	8.623	10.009	11.267	14.468

in tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	140.024
GWs der FCFs in der Terminalperiode	904.035
Unternehmenswert (EV)	1.044.059
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-405.533
+ Investitionen / Anteile Dritter	8.195
Shareholder Value	646.721
Verwässerte Aktienanzahl	47.829
Fairer Wert je Aktie in CHF	13,52

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	
Eigenkapitalkosten	6,4%	2,9%	17,76	19,80	22,24	25,19	28,84	33,49	39,58
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,0%	3,1%	15,37	17,06	19,05	21,25	24,29	27,85	32,37
Normaler Steuersatz	19,0%	3,3%	13,32	14,74	16,38	18,32	20,62	23,42	26,88
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,4%	3,5%	11,54	12,74	14,12	15,72	17,61	19,85	22,57
EK-Anteil	31,5%	3,7%	9,98	11,01	12,18	13,52	15,08	16,91	19,10
FK-Anteil	68,5%	3,9%	8,61	9,49	10,49	11,63	12,94	14,46	16,24
		4,1%	7,39	8,16	9,02	9,99	11,10	12,37	13,85
Kursziel in CHF	13,50	4,3%	5,79	6,46	7,21	8,05	9,00	10,07	11,31

* Aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 dargestellt, das Modell deckt den Zeitraum bis 2033E ab.



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Umsatz	23.849	48.457	77.144	91.792	101.616	109.300	114.970
Herstellungskosten	4.603	9.184	11.759	15.146	16.970	18.581	19.545
Bruttogewinn	19.246	39.273	65.385	76.646	84.646	90.719	95.425
Personalkosten	1.145	1.750	2.161	2.886	3.560	3.788	4.053
Sonstige betriebliche Erträge	897	1.000	1.653	2.156	2.032	2.186	2.299
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.047	6.469	10.317	11.651	13.418	14.074	14.796
EBITDA	14.951	32.054	54.787	64.522	69.701	75.043	78.876
Abschreibungen & Amortisation	7.946	18.289	30.869	36.342	38.733	41.761	44.168
EBIT	7.005	13.765	23.918	28.180	30.968	33.283	34.708
Nettofinanzergebnis	-3.381	-9.036	-12.937	-15.643	-16.015	-17.171	-18.469
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	321	-25	-361	442	0	0	0
EBT	3.945	4.704	10.620	12.979	14.953	16.111	16.239
Steuern	1.052	759	1.937	1.813	2.691	3.061	3.085
Minderheitsbeteiligungen	-957	-976	-342	-919	-250	-250	-250
Nettogewinn/ -verlust	1.936	2.969	8.341	10.247	12.011	12.800	12.904
EPS (verwässert, in CHF)	0,11	0,12	0,25	0,27	0,27	0,27	0,27
Kennzahlen							
Bruttomarge	80,7%	81,0%	84,8%	83,5%	83,3%	83,0%	83,0%
EBITDA-Marge	62,7%	66,1%	71,0%	70,3%	68,6%	68,7%	68,6%
EBIT-Marge	29,4%	28,4%	31,0%	30,7%	30,5%	30,5%	30,2%
Nettomarge	8,1%	6,1%	10,8%	11,2%	11,8%	11,7%	11,2%
Steuersatz	26,7%	16,1%	18,2%	14,0%	18,0%	19,0%	19,0%
Ausgaben in % vom Umsatz							
Personalkosten	4,8%	3,6%	2,8%	3,1%	3,5%	3,5%	3,5%
Abschreibungen	33,3%	37,7%	40,0%	39,6%	38,1%	38,2%	38,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,0%	13,3%	13,4%	12,7%	13,2%	12,9%	12,9%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	61,7%	103,2%	59,2%	19,0%	10,7%	7,6%	5,2%
Operatives Ergebnis	81,3%	96,5%	73,8%	17,8%	9,9%	7,5%	4,3%
Nettogewinn/ -verlust	164,5%	53,4%	180,9%	22,9%	17,2%	6,6%	0,8%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	39.070	62.993	79.354	101.827	86.287	109.791	111.608
Liquide Mittel	19.293	33.538	39.433	66.829	48.918	70.727	71.078
Kurzfristige Investitionen	845	663	463	446	446	446	446
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.400	9.096	10.998	11.982	14.198	15.871	17.324
Vorräte	87	83	109	78	232	255	268
Sonstige Forderungen	16.445	19.613	28.351	22.492	22.492	22.492	22.492
Anlagevermögen, gesamt	268.546	514.393	607.562	647.041	705.656	774.016	801.935
Sachanlagen	232.392	461.399	544.538	605.816	664.185	732.306	760.015
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.602	6.052	10.024	9.439	9.686	9.924	10.134
Sonstige	32.552	46.942	53.000	31.786	31.786	31.786	31.786
Aktiva	307.616	577.386	686.916	748.868	791.944	883.807	913.543
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	32.068	40.676	67.040	55.715	57.462	69.570	70.177
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	14.996	20.211	41.972	31.193	30.000	40.000	40.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4.493	6.603	7.766	9.076	10.693	11.709	12.316
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.579	13.862	17.302	15.446	16.768	17.861	17.861
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	199.994	347.595	433.908	457.935	497.935	532.935	560.935
Zinstragende Verbindlichkeiten	194.333	336.408	420.479	441.169	481.169	516.169	544.169
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.661	11.187	13.429	16.766	16.766	16.766	16.766
Anteile Dritter	6.983	26.008	29.671	7.749	7.999	8.249	8.499
Eigenkapital	68.571	163.107	156.297	227.469	228.548	273.053	273.931
Gezeichnetes Kapital	19.451	34.105	34.105	43.729	43.729	48.102	48.102
Kapitalrücklage	120.015	229.732	216.912	286.277	286.277	325.634	325.634
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	-100	-204	-622	-2.122	-2.122	-2.122	-2.122
Gewinnrücklagen	-70.795	-100.526	-94.098	-100.415	-99.336	-98.561	-97.683
Passiva	307.616	577.386	686.916	748.868	791.944	883.807	913.543
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,22	1,55	1,18	1,83	1,50	1,58	1,59
Quick ratio (x)	1,22	1,55	1,18	1,83	1,50	1,57	1,59
Nettoverbindlichkeiten	190.036	323.081	423.018	405.533	462.251	485.442	513.091
Net gearing	251,5%	170,8%	227,5%	172,4%	195,4%	172,6%	181,7%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	12,7	10,1	7,7	6,3	6,6	6,5	6,5
Buchwert je Aktie (in CHF)	3,53	4,78	4,58	5,20	5,23	5,68	5,69
Return on Equity (ROE)	2,8%	1,8%	5,3%	4,5%	5,3%	4,7%	4,7%
Return on investment (ROI)	0,6%	0,5%	1,2%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%
Return on assets (ROA)	2,1%	2,2%	3,3%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%
Return on capital employed (ROCE)	3,3%	3,5%	4,2%	4,4%	4,5%	4,4%	4,4%
Forderungsumschlag in Tagen	36,7	68,5	52,0	47,6	51,0	53,0	55,0
Vorratsumschlag in Tagen	6,9	3,3	3,4	1,9	5,0	5,0	5,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	356,3	262,4	241,1	218,7	230,0	230,0	230,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT	7.326	13.765	23.918	28.180	30.968	33.283	34.708
Abschreibungen	7.946	18.289	30.869	36.342	38.733	41.761	44.168
EBITDA	15.272	32.054	54.787	64.522	69.701	75.043	78.876
Investitionen in das Working Capital	-1.392	-1.928	-3.461	5.049	-754	-679	-859
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-3.982	-350	-742	-1.726	-2.691	-3.061	-3.085
Operativer Cashflow	9.898	29.776	50.584	67.845	66.256	71.303	74.931
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-36.838	-20.854	-25.216	-43.081	-96.535	-109.300	-71.282
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-619	-1.542	-19	-155	-813	-820	-805
Freier Cashflow	-26.940	8.922	25.368	24.764	-30.280	-37.998	3.650
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	-13.539	-31.348	-40.511	29.684	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.203	110	-1.999	-1.116	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-56.198	-53.634	-67.745	-14.668	-97.348	-110.120	-72.086
Cashflow aus Fremdfinanzierung	46.118	-2.742	37.428	-32.792	38.807	45.000	28.000
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	5.837	55.004	2.463	33.090	0	43.730	0
Sonstige Finanzierung	-2.089	-4.790	-7.185	-7.827	-9.610	-10.932	-12.025
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	49.866	38.420	20.696	-23.927	13.182	60.627	-2.494
Währungseffekte & Sonstiges	-686	-317	2.360	-1.854	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	2.880	14.245	5.895	27.396	-17.911	21.809	351
Liquide Mittel am Anfang der Periode	16.413	19.293	33.538	39.433	66.829	48.918	70.727
Liquide Mittel zum Ende der Periode	19.293	33.538	39.433	66.829	48.918	70.727	71.078
EBITDA je Aktie (in CHF)	0,83	1,29	1,61	1,68	1,59	1,56	1,64
Jährliches Wachstum							
Operativer Cashflow	769,8%	200,8%	69,9%	34,1%	-2,3%	7,6%	5,1%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	184,3%	-2,4%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	19,8%	54,8%	25,0%	4,3%	-5,0%	-2,1%	5,1%

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...15	↓	↓	↓	↓
16	18. September 2018	CHF 9,80	Buy	CHF 13,50
17	16. Januar 2019	CHF 8,88	Buy	CHF 13,50
18	20. Februar 2019	CHF 8,71	Buy	CHF 13,50
19	Today	CHF 8,90	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.