

# aventron AG

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

### CHF 13,50

37,8%  
 low

## FINANZIERUNG FÜR 50 MW-SOLARPARK STEHT

Dem Schweizer Grünstromproduzenten aventron ist es gelungen, die Fremdfinanzierung für den großen spanischen Solarpark Bargas (50 MW) bei Toledo abzuschließen. Damit hat das größte Projekt in der Geschichte des Unternehmens eine weitere wichtige Hürde genommen und wird nach Fertigstellung in 2020 die Kapazität des Grünstromportfolios auf deutlich über 500 MW erhöhen. Auch in der Schweiz hat aventron einen beachtlichen Erfolg zu vermelden. Dort wird die zweitgrößte Solaranlage des Landes (6,5 MW) auf dem Dach der Aldi Swiss-Zweigniederlassung in Perlen errichtet. aventron setzt damit ihren Wachstumskurs wie geplant fort. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von CHF 13,50.

**Spanischer Solarpark kommt ohne Einspeisevergütung aus** Nach der Finanzierungszusage durch die Banco Sabadell kann die mit der Errichtung beauftragte Solarpack Corporacion Tecnologica S.A. den Bau in Angriff nehmen. Bei einer erwarteten Bauzeit von ca. neun Monaten dürfte die Anlage im zweiten Quartal 2020 ans Netz gehen und dann jährlich ca. 95 GWh einspeisen. Der Solarpark ist ein weiteres Beispiel für die Wettbewerbsfähigkeit der Photovoltaik, da er ohne Subventionen und Einspeisevergütungen betrieben werden wird. Dies macht den Abschluss der Fremdfinanzierung umso bedeutsamer, da diese nicht mehr auf staatlich garantierten fixen Einspeisevergütungen beruht, sondern auf privaten Stromabnahmeverträgen, und somit deutlich anspruchsvoller ist.

**Zweitgrößte Solaranlage der Schweiz entsteht** Die mit 6,5 MW zweitgrößte Solaranlage der Schweiz wird diesen Herbst auf dem Dach der Aldi-Swiss-Zweigniederlassung in Perlen errichtet. Auch dieses Projekt erhält keine staatlichen Einspeisevergütungen. Stattdessen wird rund ein Viertel des produzierten Stroms vor Ort verbraucht und drei Viertel über einen langjährigen Stromabnahmevertrag mit der Primeo Energie AG vermarktet. Damit leistet aventron auch in der Schweiz Pionierarbeit bei der Etablierung eines Geschäftsmodells zur Produktion von Grünstrom, das ohne staatliche... (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	-15,85	-39,11	2,67
Nettoverschuldungsgrad	170,8%	227,5%	172,4%	189,0%	167,3%	176,4%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	33,54	39,43	66,83	64,16	85,68	85,85

## 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.

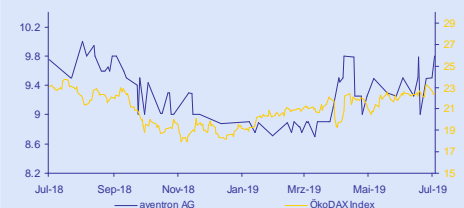
## HANDELSDATEN

Stand: 11. Jul 2019

Schlusskurs	CHF 9,80
Aktien im Umlauf	43,73 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 428,54 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstk.	CHF 8,70 / 10,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.145

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	36,8	35,7	36,8
EV/Sales	9,1	8,2	7,6
EV/EBIT	29,6	26,9	25,1
Div.-Rendite	2,6%	2,6%	2,6%

## 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%



...Einspeisevergütung auskommt. Dabei kommt aventron ihre Erfahrung aus dem Wasserkraftsegment zu Gute. In diesem Segment betreibt das Unternehmen seit vielen Jahren auch Anlagen, die ohne staatliche Einspeisevergütungen auskommen und den erzeugten Strom privatwirtschaftlich vermarkten.

**Diversifikation wird gestärkt** Die beiden Solarprojekte fügen dem Grünstromportfolio insgesamt 56,5 MW hinzu und werden nach Fertigstellung die Solarstromkapazität deutlich von bisher 102 MW auf 158,5 MW erhöhen (+55%). Im Jahr 2018 trug Solar 110,3 GWh bzw. 14% und damit den geringsten Anteil zur Gesamtstromproduktion bei (Wind: 475 GWh, 60%; Wasser: 200,5 GWh, 26%). Allein der spanische Solarpark Bargas dürfte zukünftig 95 GWh p.a. beitragen. Insgesamt sollten beide Parks fast zu einer Verdoppelung der Solarstromproduktion führen und den Solaranteil an der gesamten Stromproduktion auf über 20% steigern. Damit verbessert sich die technologische Diversifikation und aventron kommt ihrem Ziel näher, dass keine Technologie mehr als 50% zum Umsatz beiträgt. In 2018 betrug der Umsatzanteil des Windsegments 55%.

**Schätzungen unverändert** Wir gehen für 2019 weiterhin davon aus, dass aventron ihren Umsatz auf ca. CHF 102 Mio. steigert und unterstellen eine EBIT-Marge von 30,5%. Diese Schätzung entspricht weitgehend der Unternehmensguidance, die einen Umsatz von CHF 102 Mio. bei einer EBIT-Marge von über 30% vorsieht.

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,50. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>101.616</b>	<b>109.300</b>	<b>114.970</b>	<b>119.910</b>	<b>124.368</b>	<b>127.578</b>	<b>130.795</b>	<b>138.687</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>28.276</b>	<b>30.223</b>	<b>31.623</b>	<b>33.969</b>	<b>34.754</b>	<b>34.963</b>	<b>35.201</b>	<b>37.917</b>
+ Abschreibungen	38.733	41.465	43.996	44.577	45.820	46.828	47.707	48.462
= Operativer Cashflow (netto)	67.009	71.688	75.618	78.547	80.574	81.790	82.908	86.380
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-82.859	-110.799	-72.945	-73.012	-70.705	-69.905	-69.036	-67.851
Capex	-82.106	-110.120	-72.086	-72.786	-70.494	-69.739	-68.858	-67.440
Working Capital	-754	-679	-859	-227	-211	-166	-179	-411
= Freier Cashflow (FCF)	-15.850	-39.112	2.673	5.534	9.869	11.886	13.872	18.529
<b>GW der FCFs</b>	<b>-15.573</b>	<b>-37.059</b>	<b>2.443</b>	<b>4.878</b>	<b>8.390</b>	<b>9.745</b>	<b>10.970</b>	<b>14.132</b>

in tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	150.362
GWs der FCFs in der Terminalperiode	893.662
Unternehmenswert (EV)	1.044.024
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-405.533
+ Investitionen / Anteile Dritter	8.195
Shareholder Value	646.686
Verwässerte Aktienanzahl	47.872
<b>Fairer Wert je Aktie in CHF</b>	<b>13,51</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
2,9%	Eigenkapitalkosten	17,74	19,73	22,09	24,96	28,51	33,02	38,94
3,1%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	15,39	17,03	18,96	21,09	24,05	27,50	31,89
3,3%	Normaler Steuersatz	13,37	14,74	16,34	18,22	20,45	23,17	26,52
3,5%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	11,62	12,78	14,12	15,67	17,49	19,67	22,31
3,7%	EK-Anteil	10,08	11,08	12,21	13,51	15,02	16,79	18,91
3,9%	FK-Anteil	8,73	9,59	10,55	11,65	12,92	14,39	16,11
4,1%		7,53	8,27	9,10	10,04	11,11	12,34	13,77
4,3%		5,95	6,60	7,32	8,13	9,04	10,09	11,28
	<b>Kursziel in CHF</b>							

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>23.849</b>	<b>48.457</b>	<b>77.144</b>	<b>91.792</b>	<b>101.616</b>	<b>109.300</b>	<b>114.970</b>
Herstellungskosten	4.603	9.184	11.759	15.146	16.970	18.581	19.545
<b>Bruttogewinn</b>	<b>19.246</b>	<b>39.273</b>	<b>65.385</b>	<b>76.646</b>	<b>84.646</b>	<b>90.719</b>	<b>95.425</b>
Personalkosten	1.145	1.750	2.161	2.886	3.560	3.888	4.153
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	14.268	14.868
<b>EBITDA</b>	<b>14.951</b>	<b>32.054</b>	<b>54.787</b>	<b>64.522</b>	<b>69.701</b>	<b>74.749</b>	<b>78.704</b>
Abschreibungen & Amortisation	7.946	18.289	30.869	36.342	38.733	41.465	43.996
<b>EBIT</b>	<b>7.005</b>	<b>13.765</b>	<b>23.918</b>	<b>28.180</b>	<b>30.968</b>	<b>33.285</b>	<b>34.708</b>
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
<b>EBT</b>	<b>3.945</b>	<b>4.704</b>	<b>10.620</b>	<b>12.979</b>	<b>14.953</b>	<b>16.113</b>	<b>16.239</b>
Steuern	1.052	759	1.937	1.813	2.691	3.062	3.085
Minderheitsbeteiligungen	-957	-976	-342	-919	-250	-250	-250
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>1.936</b>	<b>2.969</b>	<b>8.341</b>	<b>10.247</b>	<b>12.011</b>	<b>12.802</b>	<b>12.904</b>
<b>EPS (verwässert, in CHF)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>
<b>Kennzahlen</b>							
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%	68,4%	68,5%
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%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>							
Personalkosten	4,8%	3,6%	2,8%	3,1%	3,5%	3,6%	3,6%
Abschreibungen	33,3%	37,7%	40,0%	39,6%	38,1%	37,9%	38,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,0%	13,3%	13,4%	12,7%	13,2%	13,1%	12,9%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
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
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>39.070</b>	<b>62.993</b>	<b>79.354</b>	<b>101.827</b>	<b>101.529</b>	<b>124.739</b>	<b>126.384</b>
Liquide Mittel	19.293	33.538	39.433	66.829	64.161	85.675	85.854
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
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>268.546</b>	<b>514.393</b>	<b>607.562</b>	<b>647.041</b>	<b>690.414</b>	<b>759.070</b>	<b>787.160</b>
Sachanlagen	232.392	461.399	544.538	605.816	648.942	717.359	745.241
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
<b>Aktiva</b>	<b>307.616</b>	<b>577.386</b>	<b>686.916</b>	<b>748.868</b>	<b>791.944</b>	<b>883.809</b>	<b>913.544</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>32.068</b>	<b>40.676</b>	<b>67.040</b>	<b>55.715</b>	<b>57.462</b>	<b>69.570</b>	<b>70.177</b>
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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>199.994</b>	<b>347.595</b>	<b>433.908</b>	<b>457.935</b>	<b>497.935</b>	<b>532.935</b>	<b>560.935</b>
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
<b>Anteile Dritter</b>	<b>6.983</b>	<b>26.008</b>	<b>29.671</b>	<b>7.749</b>	<b>7.999</b>	<b>8.249</b>	<b>8.499</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>68.571</b>	<b>163.107</b>	<b>156.297</b>	<b>227.469</b>	<b>228.548</b>	<b>273.054</b>	<b>273.933</b>
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	-98.560	-97.681
<b>Passiva</b>	<b>307.616</b>	<b>577.386</b>	<b>686.916</b>	<b>748.868</b>	<b>791.944</b>	<b>883.809</b>	<b>913.544</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	1,22	1,55	1,18	1,83	1,77	1,79	1,80
Quick ratio (x)	1,22	1,55	1,18	1,83	1,76	1,79	1,80
Nettoverbindlichkeiten	190.036	323.081	423.018	405.533	447.008	470.494	498.315
Net gearing	251,5%	170,8%	227,5%	172,4%	189,0%	167,3%	176,4%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	12,7	10,1	7,7	6,3	6,4	6,3	6,3
Buchwert je Aktie (in CHF)	3,53	4,78	4,58	5,20	5,23	5,68	5,69
Eigenkapitalquote (inkl. Minderheiten)	24,6%	32,8%	27,1%	31,4%	29,9%	31,8%	30,9%
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%	4,6%	4,5%	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
<b>EBIT</b>	<b>7.326</b>	<b>13.765</b>	<b>23.918</b>	<b>28.180</b>	<b>30.968</b>	<b>33.285</b>	<b>34.708</b>
Abschreibungen	7.946	18.289	30.869	36.342	38.733	41.465	43.996
<b>EBITDA</b>	<b>15.272</b>	<b>32.054</b>	<b>54.787</b>	<b>64.522</b>	<b>69.701</b>	<b>74.749</b>	<b>78.704</b>
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	-3.062	-3.085
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>9.898</b>	<b>29.776</b>	<b>50.584</b>	<b>67.845</b>	<b>66.256</b>	<b>71.008</b>	<b>74.759</b>
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-36.838	-20.854	-25.216	-43.081	-81.293	-109.300	-71.282
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-619	-1.542	-19	-155	-813	-820	-805
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-26.940</b>	<b>8.922</b>	<b>25.368</b>	<b>24.764</b>	<b>-15.037</b>	<b>-38.292</b>	<b>3.478</b>
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
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-56.198</b>	<b>-53.634</b>	<b>-67.745</b>	<b>-14.668</b>	<b>-82.106</b>	<b>-110.120</b>	<b>-72.086</b>
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
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>49.866</b>	<b>38.420</b>	<b>20.696</b>	<b>-23.927</b>	<b>13.182</b>	<b>60.627</b>	<b>-2.494</b>
Währungseffekte & Sonstiges	-686	-317	2.360	-1.854	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>2.880</b>	<b>14.245</b>	<b>5.895</b>	<b>27.396</b>	<b>-2.668</b>	<b>21.515</b>	<b>179</b>
Liquide Mittel am Anfang der Periode	16.413	19.293	33.538	39.433	66.829	64.161	85.675
<b>Liquide Mittel zum Ende der Periode</b>	<b>19.293</b>	<b>33.538</b>	<b>39.433</b>	<b>66.829</b>	<b>64.161</b>	<b>85.675</b>	<b>85.854</b>
<b>EBITDA je Aktie (in CHF)</b>	<b>0,83</b>	<b>1,29</b>	<b>1,61</b>	<b>1,68</b>	<b>1,59</b>	<b>1,55</b>	<b>1,64</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Operativer Cashflow	769,8%	200,8%	69,9%	34,1%	-2,3%	7,2%	5,3%
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%	-2,5%	5,3%

**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...16	↓	↓	↓	↓
17	16. Januar 2019	CHF 8,88	Buy	CHF 13,50
18	20. Februar 2019	CHF 8,71	Buy	CHF 13,50
19	1. April 2019	CHF 8,90	Buy	CHF 13,50
20	Today	CHF 9,80	Buy	CHF 13,50

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

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:**

**First Berlin Equity Research GmbH**

Mohrenstraße 34  
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

**Copyright© 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 <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

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

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

#### RISIKOBEWERTUNG

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

#### ANLAGEHORIZONT

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

#### AKTUALISIERUNG

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

#### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

#### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN



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

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

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

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

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

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

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

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

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

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

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

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

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

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

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

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

**Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.**