

2G Energy AG

Deutschland / Cleantech
 Primary exchange: Frankfurt
 Bloomberg: 2GB GR
 ISIN: DE000A0HL8N9

Endgültige Zahlen
 für 2018

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 38,00

15,5%
 Medium

ERFOLGREICH IN 2018, NOCH ERFOLGREICHER IN 2019E

2G Energy hat endgültige Zahlen für 2018 vorgelegt, die den vorläufig berichteten entsprechen. Mit einem Rekordumsatz von €210 Mio. und einer deutlich auf 5,5% (2017: 3,9%) gesteigerten EBIT-Marge war 2018 für 2G ein sehr erfolgreiches Jahr. Wir sind überzeugt, dass 2G im laufenden Jahr noch erfolgreicher sein wird, und prognostizieren einen Umsatz von €229 Mio. bei einer EBIT-Marge von 6,8%. Das Management schlägt eine Erhöhung der Dividende auf €0,45 pro Aktie vor (2017: €0,42). Eine starke Bilanz und ein hoher Auftragsbestand sind beste Voraussetzungen für weiteres Wachstum. Auch mittelfristig sollte die Nachfrage nach 2Gs KWK-Anlagen robust bleiben. Dafür spricht der Atom- und Kohleausstieg in Deutschland, der den Bedarf an neuen grundlastfähigen Stromkapazitäten deutlich erhöhen wird. Auch international sehen wir aufgrund des hohen Spark Spreads (relativ hohe Strompreise bei recht günstigen Erdgaspreisen) in vielen Märkten einen hohen ökonomischen Anreiz für den Einsatz von KWK-Anlagen. Trotz des starken Kursanstiegs in den letzten Monaten sehen wir weiteres Kurspotenzial und bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung und das Kursziel von €38,00.

Auch in 2019E Umsatz- und Profitabilitätssteigerung 2G geht für 2019 von einem Umsatz zwischen €210 und €230 Mio. aus, bei einer EBIT-Marge von 5,5 - 7,0%. Angesichts des hohen Auftragsbestands von €156,3 Mio. (Vorjahr: €130,5 Mio.) zum Ende des ersten Quartals gehen wir davon aus, dass 2G einen Umsatz in der Nähe des oberen Guidance-Randes erzielen wird, und die EBIT-Marge sich in Richtung auf 7% bewegen wird.

Umsatz stieg um 11%, EBIT um 56% und Nettoergebnis um 50% in 2018 Das überproportionale Ergebniswachstum ist zum einen auf den operativen Leverage zurückzuführen. Zum anderen spiegeln die Zahlen die gestiegene operative Effizienz durch die Einführung eines industriellen Prozessmodells wider (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	174,30	189,40	209,78	229,00	250,00	270,00
Jährliches Wachstum	14,0%	8,7%	10,8%	9,2%	9,2%	8,0%
EBIT (€ Mio.)	5,65	7,33	11,45	15,68	18,60	20,25
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,8%	7,4%	7,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	1,80	5,01	7,52	10,54	12,55	13,71
EPS (verwässert) (€)	0,40	1,13	1,70	2,38	2,83	3,09
DPS (€)	0,40	0,42	0,45	0,48	0,52	0,56
FCF (€ Mio.)	1,54	7,15	-2,37	3,82	5,33	9,07
Nettoverschuldungsgrad	-7,4%	-17,5%	-10,3%	-11,6%	-14,1%	-19,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	10,20	16,12	13,63	15,48	18,69	25,46

RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind regulatorische Änderungen, Internationalisierung, steigender Wettbewerb, hohe Gas- und niedrige Strompreise sowie eine geringe Aktienliquidität.

UNTERNEHMENSPROFIL

2G Energy AG ist ein führender Anbieter von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen (KWK). Das Unternehmen offeriert eine breite Produktpalette von Anlagen mit einer Leistung von 20 kW bis 2 MW. Zielmärkte sind sowohl der Biogas- als auch der Erdgasmarkt. Die Zentrale von 2G liegt in Heek, Deutschland. Außerdem hat das Unternehmen einen Montage- und Servicestandort in den USA.

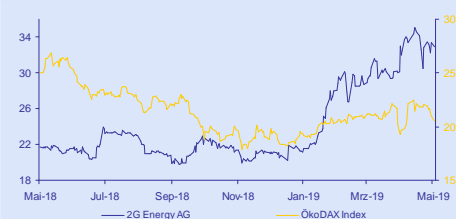
HANDELSDATEN

Stand: 13. Mai 2019

Schlusskurs	€ 32,90
Aktien im Umlauf	4,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 145,75 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 19,80 / 35,10
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	5.590

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	19,4	13,8	11,6
EV/Sales	0,7	0,6	0,6
EV/EBIT	12,2	8,9	7,5
Div.-Rendite	1,4%	1,5%	1,6%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2018

Liquide Mittel	€ 13,63 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 97,27 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,80 Mio.
Bilanzsumme	€ 124,80 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 40,00 Mio.
Eigenkapital	€ 61,56 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Christian Grotholt	30,0%
Ludger Gausling	23,5%
Free Float	46,5%

Abbildung 1: Gewinn- und Verlustrechnung (ausgewählte Positionen)

Angaben in € Mio.	2018	2017	Delta
Umsatzerlöse	209,8	189,4	10,8%
Gesamtleistung	221,1	190,5	16,1%
Rohhertrag	72,4	63,7	13,7%
<i>Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Gesamtleistung)</i>	32,7%	33,4%	-1,3 PP
EBITDA	15,4	11,1	38,3%
<i>EBITDA-Marge</i>	7,3%	5,9%	+1,4 PP
Betriebsergebnis (EBIT)	11,5	7,3	56,2%
<i>EBIT-Marge</i>	5,5%	3,9%	+1,6 PP
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	7,5	5,0	50,2%
<i>Nettogewinnmarge</i>	3,6%	2,6%	+2,0 PP

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Starke Bilanz erlaubt Wachstumsfinanzierung aus Eigenmitteln 2G verfügt nach wie vor über eine Nettocashposition, auch wenn diese durch den Working Capital-Aufbau und höhere Sachanlageinvestitionen von €9,8 Mio. auf €63 Mio. gesunken ist. Die Finanzverschuldung bleibt mit €7,3 Mio. niedrig (2017: €6,4 Mio.). Die Cashposition von €13,6 Mio. (2017: €16,1 Mio.) ist ausreichend, um das weitere Wachstum aus eigenen Mitteln zu finanzieren. Das Eigenkapital stieg um über 10% auf €61,6 Mio. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 47,9% auf 49,3% (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Bilanz (ausgewählte Positionen)

Angaben in Mio. €	2018	2017	Delta
Zahlungsmittel	13,6	16,1	-15,4%
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,3	6,4	14,6%
Nettocashposition	6,3	9,8	-35,0%
Eigenkapital	61,6	55,7	10,5%
<i>Eigenkapitalquote (%)</i>	49,3%	47,9%	+1,4 PP

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Positiver operativer Cashflow trotz höherem Working Capital Der operative Cashflow sank von €12,8 Mio. auf €4,9 Mio. (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Diese Entwicklung ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen: Erstens stieg das Vorratsvermögen um €2,2 Mio. 2G hat den Lagerbestand erhöht, um kurze Lieferzeiten und damit Wettbewerbsvorteile zu ermöglichen. Da es sich bei der Erhöhung im Wesentlichen um Motoren und Generatoren handelt, die selbst bei einer Nachfrageverschiebung nicht gleich an Wert verlieren, halten wir die Erhöhung für unproblematisch. In den vergangenen Jahren hatte 2G nie ein Problem mit der wirtschaftlichen Entwertung von Vorratsvermögen. Zweitens erhöhten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva im Wesentlichen wachstumsbedingt um €5,5 Mio. Drittens beliefen sich die Ertragsteuerzahlungen auf €4,7 Mio.

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit belief sich auf €-5,9 Mio. Wesentlicher Grund für den Mittelabfluss waren Investitionen in Sachanlagen (€7,1 Mio.). Die Erhöhung gegenüber dem Vorjahr (€5,5 Mio.) erklärt sich hauptsächlich aus den Investitionen in das neue Servicegebäude. Der freie Cashflow betrug €-2,2 Mio.

Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit lag bei €-1,4 Mio. Zins- und Dividendenzahlungen führten zu einem Mittelabfluss von €2,3 Mio., dem stand eine Nettokreditaufnahme von €0,9 Mio. gegenüber.

Abbildung 3: Cashflow-Rechnung (ausgewählte Positionen)

Angaben in € Mio.	2018	2017	Delta
Operativer Cashflow	4,9	12,8	-62,0%
CAPEX	-7,2	-5,7	27,3%
Freier Cashflow	-2,4	7,2	n.m.
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-5,9	-4,9	21,7%
Finanzieller Cashflow	-1,4	-2,1	-34,6%
Nettocashflow	-2,4	5,9	n.m.

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Service-Segment wesentlicher Umsatztreiber Die Umsatzsteigerung von €189,4 Mio. auf €209,8 Mio. (+11% J/J) wurde wesentlich durch höhere Service-Umsätze getrieben (vgl. Abbildung 4). Diese stiegen von €64,5 Mio. auf €78,0 Mio. (+21% J/J). Wesentlicher Grund für das Wachstum ist, dass bestehende (Voll-)Wartungsverträge in ihre zweite Lebenshälfte eintreten und damit aufgrund der im Zeitablauf steigenden Reparaturanfälligkeit der Anlagen deutlich ertragreicher werden. Der Anstieg des Service-Anteils am Gesamtumsatz von 34% auf 37% unterstreicht die steigende Bedeutung des Segments. Der Umsatz aus dem Verkauf von KWK-Anlagen erhöhte sich um 5% auf €131,7 Mio. Dabei war das Wachstum im Biogasbereich mit +6% etwas stärker als im Erdgasbereich mit +5%. Wie in 2017 trug der Biogasbereich mit 71% den wesentlich größeren Anteil zum KWK-Anlagenumsatz bei. Die umsatzstärksten Auslandsmärkte waren Großbritannien und Frankreich. Insgesamt steigerte 2G den Umsatz sowohl im In- als auch im Ausland. Der Inlandsumsatz erhöhte sich von €122,7 Mio. auf €137,0 Mio. (+12% J/J), während der Auslandsumsatz um 9% auf €72,7 Mio. stieg. Der Anteil des Auslandsumsatzes blieb damit stabil bei 35%.

Abbildung 4: Umsatzverteilung

Angaben in € Mio.	2018	2017	Delta
Umsatz	209,8	189,4	10,8%
Umsatz KWK-Anlagen	131,7	124,9	5,4%
davon Biogas	93,9	88,8	5,7%
davon Erdgas	37,8	36,1	4,7%
Umsatz Service	78,0	64,5	21,0%
Umsatz Deutschland	137,0	122,7	11,7%
Umsatz international	72,7	66,7	8,9%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

USA bleiben ein „schwieriges Pflaster“ Die US-Tochter erwirtschaftete in 2018 einen Verlust von €1,6 Mio. und verzeichnete mit €7,2 Mio. einen im Vergleich zum Vorjahr (€12,3 Mio.) deutlich niedrigeren Auftragseingang. Das große Potenzial des nordamerikanischen Marktes bleibt aber bestehen. 2G sieht einen mittelfristigen Umsatzbeitrag durch den Vertrieb von Neuanlagen sowie durch anschließende Serviceleistungen von €40 - 60 Mio. p.a. Mit der Eröffnung zweier neuer Büros in den Bundesstaaten Maryland (USA) und Ontario (Kanada) plant 2G, die Marktdurchdringung zu erhöhen.

Dividende steigt um 7% Das Management schlägt die Auszahlung einer um €0,03 auf €0,45 erhöhten Dividende vor. Die Ausschüttungsquote sinkt J/J von 38% auf 26%. Zwar ist die Dividendenrendite nach dem Kursanstieg auf 1,4% gefallen; immerhin dürften die in den nächsten Jahren zu erwartenden Ergebnissteigerungen zu einer weiteren Erhöhung der Dividende führen (FBe 2019E: €0,48 pro Aktie).

Deutsche Energiewende ist ein langfristiger Wachstumstreiber für dezentrale gasbasierte KWK-Anlagen

Die deutsche Kohlekommission hat beschlossen, bis 2038 aus der Kohlenutzung auszusteigen. Wir gehen davon aus, dass die Bundesregierung den Kohlekompromiss in ähnlicher Form gesetzlich umsetzen wird. Damit dürften über 40 GW Stromkapazität sukzessive aus dem Markt genommen werden. Hinzu kommen mehr als 9 GW Kapazitätsverlust durch den Atomkraftausstieg bis Ende 2022. Insgesamt gehen somit mittelfristig ca. 40% der verfügbaren grundlastfähigen Kapazitäten aus dem Markt.

Neue gasbasierte KWK-Anlagen im mittleren Leistungsbereich (50 – 1.000 kW) sind ein Instrument, um die sich auftuende Stromlücke (bis 2022 sollen 22 GW Kohle- und Atomkapazität vom Netz gehen) kurzfristig zu schließen. Sie bieten mehrere Vorteile:

- Sie sind grundlastfähig und flexibel. Sie ergänzen damit die nicht planbare und volatile Stromproduktion von Wind- und Solarkraftwerken und sorgen für Netzstabilität und Versorgungssicherheit.
- Sie produzieren auch Wärme. Sie bieten damit auch Ersatz für die verminderte Wärmeproduktion, die sich daraus ergibt, dass ca. 2/3 der Kohlekraftwerke, die vom Netz gehen, auch Wärme produzieren. Außerdem ist die gekoppelte Produktion von Strom und Wärme deutlich effizienter als die ungekoppelte und damit sehr viel ressourcenschonender.
- Sie können dezentral in der Nähe der Nachfrage installiert werden und verringern damit den Umfang des notwendigen Ausbaus der Übertragungs- und Verteilnetze.
- Ihre gesellschaftliche Akzeptanz ist höher als bei Windkraft.
- Die Planungs- und Realisierungszeiten von dezentralen KWK-Anlagen betragen wenige Monate, während dafür bei Windkraftanlagen inzwischen mehrere Jahre benötigt werden.
- Die CO₂-Emissionen von Erdgas sind 40-50% geringer als bei Stein- und Braunkohle.
- Bei der Nutzung von grünen Gasen (Biogas, Wasserstoff) fallen kaum CO₂-Emissionen an.

Daher plant die Bundesregierung eine Verlängerung der KWK-Förderung. Somit ergibt sich für 2G ein starker und langfristiger Wachstumstreiber im deutschen KWK-Markt. Ebenso erwarten wir mittelfristig den Einstieg Deutschlands in eine wasserstoffbasierte Strom- und Wärmeproduktion. 2G hat die Tauglichkeit ihrer Anlagen für eine Strom- und Wärmeproduktion mit Wasserstoff bereits in Pilotanlagen unter Beweis gestellt.

Spark Spread weiterhin auf hohem Niveau in den wichtigsten von 2G adressierten Märkten

Die grundsätzliche ökonomische Vorteilhaftigkeit der KWK hängt vom Spark Spread ab. Je höher das Verhältnis zwischen Strompreis (Output) und Erdgaspreis (Input), desto vorteilhafter ist KWK. In der Tendenz sind die Strompreise in den letzten Jahren stärker gestiegen als die Erdgaspreise. Ein Spark Spread-Verhältnis von >3 gilt als Indikator für attraktive Marktbedingungen für eine Investition in eine KWK-Anlage. In den Ländern Italien, Deutschland, USA und Großbritannien liegt der Spark Spread nahe oder über 5. Selbst in Frankreich, das über preisgünstigen Atomstrom verfügt, liegt der Spark Spread inzwischen bei 3. Insgesamt bleiben die Marktbedingungen für 2G damit attraktiv, und es spricht viel dafür, dass sie sich in der Tendenz weiter verbessern. Durch staatliche Regulierung (Stromsteuer, EEG-Umlage, CO₂-Bepreisung) oder steigende Stromnachfrage (Wirtschaftswachstum, Sektorkopplung, E-Mobilität, Wärmepumpen) dürfte der Strompreis weiter steigen. Gleichzeitig trägt das erhöhte Angebot an Erdgas („shale gas“) zu niedrigen Erdgaspreisen bei.

Weiterhin Hinzufügen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das auf nur marginal geänderten Schätzungen beruht, ergibt weiterhin ein Kursziel von €38,00. Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	229,00	250,00	270,00	288,90	306,23	321,55	334,41	347,78
Wachstum J/J	9%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%
EBIT	15,68	18,60	20,25	21,67	22,97	24,12	25,08	26,08
EBIT-Marge	6,8%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
NOPLAT	10,82	12,83	13,98	14,95	15,85	16,64	17,31	18,00
+ Abschreibungen und Amortisation	4,20	4,48	4,76	5,49	6,12	6,75	7,36	7,30
= Operativer Cashflow (netto)	15,01	17,31	18,74	20,44	21,97	23,39	24,66	25,30
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-10,92	-11,70	-9,40	-10,12	-10,42	-10,27	-9,98	-10,38
CAPEX	-5,30	-5,30	-5,30	-6,07	-6,43	-6,75	-7,02	-7,30
Working Capital	-5,62	-6,40	-4,10	-4,05	-3,99	-3,52	-2,96	-3,08
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	4,09	5,61	9,34	10,32	11,55	13,12	14,68	14,92
GW der FCFs	3,87	4,84	7,33	7,38	7,52	7,77	7,92	7,33

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2019E-32E)	91,45
GW der FCFs in der Terminalperiode	70,25
Unternehmenswert (EV)	161,70
Nettokasse / (Nettverbindlichkeiten)	5,81
Minderheitenanteile	0,66
Shareholder Value	168,17
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	4,43
Fairer Wert je Aktie (€)	38,00

WACC	
WACC	9,8%
Eigenkapitalkosten	10,2%
Fremdkapitalkosten vor Steuern	4,0%
Normaler Steuersatz	31,0%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	2,8%
EK-Anteil	95,0%
FK-Anteil	5,0%
Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	7,5%

Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert je Aktie (€)

		Terminale EBIT-Marge						
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
WACC	12,8%	19,89	22,06	24,22	26,38	28,55	30,71	32,88
	11,8%	22,18	24,57	26,96	29,35	31,74	34,13	36,52
	10,8%	25,02	27,68	30,35	33,02	35,68	38,35	41,01
	9,8%	28,61	31,62	34,64	37,96	40,67	43,68	46,69
	8,8%	33,29	36,76	40,22	43,69	47,15	50,62	54,08
	7,8%	39,63	43,71	47,78	51,85	55,92	60,00	64,07
	6,8%	48,67	53,60	58,54	63,47	68,40	73,33	78,26

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2032



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz	174,3	189,4	209,8	229,0	250,0	270,0
Bestandsveränderungen	7,1	-2,3	10,8	2,5	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,3	3,4	0,5	1,5	1,7	1,9
Gesamtleistung	183,6	190,5	221,1	233,0	251,7	271,9
Materialkosten	-128,6	-126,8	-148,7	-153,9	-166,0	-180,6
Rohhertrag	55,0	63,7	72,4	79,1	85,7	91,3
Personalaufwand	-30,0	-32,5	-35,3	-36,6	-38,2	-39,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,3	1,8	2,6	2,8	3,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,1	-21,0	-23,2	-25,0	-26,9	-29,0
EBITDA	9,2	11,1	15,4	19,9	23,1	25,0
Abschreibungen	-3,6	-3,8	-3,9	-4,2	-4,5	-4,8
Betriebsergebnis (EBIT)	5,6	7,3	11,5	15,7	18,6	20,3
Finanzergebnis	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	5,3	7,0	11,1	15,3	18,2	19,9
Andere Erträge/ Aufwendungen	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,7	-2,0	-3,5	-4,7	-5,6	-6,2
Minderheitenbeteiligungen	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1,8	5,0	7,5	10,5	12,6	13,7
Gewinn pro Aktie in €	0,40	1,13	1,70	2,38	2,83	3,09
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,40	1,13	1,70	2,38	2,83	3,09
Kennzahlen						
Rohhertragsmarge (Rohhertrag/Umsatz)	31,5%	33,6%	34,5%	34,6%	34,3%	33,8%
EBIT-Marge	3,2%	3,9%	5,5%	6,8%	7,4%	7,5%
EBITDA-Marge	5,3%	5,9%	7,3%	8,7%	9,2%	9,3%
Nettogewinn-Marge	1,0%	2,6%	3,6%	4,6%	5,0%	5,1%
Steuersatz	32,2%	29,3%	31,2%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	17,2%	17,2%	16,8%	16,0%	15,3%	14,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	11,1%	11,1%	10,9%	10,8%	10,8%
Abschreibungen und Amortisation	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	14,0%	8,7%	10,8%	9,2%	9,2%	8,0%
Betriebsergebnis	18,4%	29,8%	56,2%	36,9%	18,6%	8,9%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	-35,3%	178,6%	50,2%	40,2%	19,1%	9,2%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktiva						
Umlaufvermögen	86,8	90,8	97,3	105,9	116,9	129,0
Zahlungsmittel	10,2	16,1	13,6	15,5	18,7	25,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	27,9	31,9	33,9	37,0	39,2
Vorräte	43,4	44,0	46,1	50,9	55,6	58,7
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,9	2,8	5,6	5,6	5,6	5,6
Anlagevermögen	24,6	25,5	27,5	28,6	29,4	30,0
Sachanlagen	19,2	20,7	22,8	24,1	25,1	25,8
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,4	4,7	3,8	3,6	3,4	3,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Summe Aktiva	111,4	116,3	124,8	134,5	146,4	159,0
Passiva						
Verbindlichkeiten	58,5	60,5	63,2	64,4	65,8	67,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,3	6,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Verbindlichkeiten aus L&L	6,8	10,1	10,6	11,8	13,2	14,4
Rückstellungen	12,5	15,5	17,2	17,2	17,2	17,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	32,9	28,6	28,1	28,1	28,1	28,1
Summe Eigenkapital	52,9	55,7	61,6	70,1	80,5	91,9
Gezeichnetes Kapital	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitalrücklage	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Gewinnrücklage	37,2	40,5	46,1	54,7	65,1	76,5
Sonstige Rücklagen	-0,6	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Minderheitenanteile	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme	111,4	116,3	124,8	134,5	146,4	159,0
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9
Eigenkapitalquote	47,5%	47,9%	49,3%	52,1%	55,0%	57,8%
Net Gearing	-7,4%	-17,5%	-10,3%	-11,6%	-14,1%	-19,7%
Eigenkapital je Aktie (in €)	11,9	12,6	13,9	15,8	18,2	20,8
Nettoverbindlichkeiten	-3,9	-9,8	-6,3	-8,2	-11,4	-18,1
Zinsdeckungsgrad	15	20	29	39	46	52
Durchschn. Working Capital/Umsatz	22,0%	20,7%	20,2%	21,4%	22,0%	22,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,4%	9,0%	12,2%	15,0%	15,6%	14,9%
Kapitalverzinsung (ROCE)	8,0%	9,8%	14,0%	17,4%	18,6%	18,3%
Lagerumschlag (Tage)	91	85	80	81	81	79
Forderungsumschlag (Tage)	61	54	55	54	54	53
Kreditorenlaufzeit (Tage)	19	29	26	28	29	29



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoergebnis	1,8	4,9	7,6	10,5	12,6	13,7
+ Abschreibungen / Amortisation	3,6	3,8	3,9	4,2	4,5	4,8
- Investitionen in Working Capital	-0,3	1,2	-6,6	-5,6	-6,4	-4,1
+/- Sonstiges	1,3	2,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	6,4	12,8	4,9	9,1	10,6	14,4
- CAPEX	-4,8	-5,7	-7,2	-5,3	-5,3	-5,3
Freier Cashflow	1,5	7,2	-2,4	3,8	5,3	9,1
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,1	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,8	2,3	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4,5	-4,9	-5,9	-5,3	-5,3	-5,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,4	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,4	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
Finanzieller Cashflow	-1,7	-2,1	-1,4	-2,0	-2,1	-2,3
Veränderung liquide Mittel	0,1	5,9	-2,4	1,9	3,2	6,8
Wechselkursbedingte Veränderungen	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	10,1	10,2	16,1	13,6	15,5	18,7
Liquide Mittel, Jahresende	10,2	16,1	13,6	15,5	18,7	25,5
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,35	1,61	-0,53	0,86	1,20	2,05
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	101,3%	-62,0%	86,9%	16,7%	35,1%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	n.a.	39,8%	70,0%
Finanzieller Cashflow	-	24,1%	-34,6%	42,2%	8,2%	8,3%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	n.a.	39,8%	70,0%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. November 2010	€ 13,30	Buy	€ 18,00
2...54	↓	↓	↓	↓
55	3. Dezember 2018	€ 21,10	Buy	€ 30,00
56	6. März 2019	€ 28,60	Add	€ 33,00
57	17. April 2019	€ 34,00	Add	€ 38,00
58	Today	€ 32,90	Add	€ 38,00

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© 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.