



ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion

Börsen: Düsseldorf, Hamburg, München

Bloomberg: ABO GR

ISIN: DE000A1EWXA4

H1-Zahlen

BEWERTUNG
KURSZIEL

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

ADD
€ 2,10

20,0%

Low

SONDEREFFEKTE BESCHEREN ABO INVEST BESTES H1-ERGEBNIS

ABO Invest hat Zahlen für das erste Halbjahr vorgelegt, die dank besserer Windverhältnisse und Sondereffekten deutlich über den Vorjahreszahlen lagen und unsere Erwartungen übertroffen haben. Der Umsatz erhöhte sich leicht auf €17,2 Mio., während das Vorsteuerergebnis deutlich von €0,2 Mio. auf €1,8 Mio. stieg. Durchschnittliche Windverhältnisse in Q4 vorausgesetzt, geht ABO Invest von einem Jahresumsatz von knapp €33 Mio. und einem Vorsteuerergebnis inklusive Sondereffekte von €1,7 Mio. aus. Wir passen unsere Prognose für 2019 entsprechend an. Das Kursziel lautet weiterhin €2,10. Nach den Kursgewinnen der letzten Monate stufen wir die Aktie von Kaufen auf Hinzufügen herab, da das Kurspotenzial zum von uns errechneten fairen Wert nunmehr weniger als 25% beträgt.

Bestes H1-Ergebnis dank Sondereffekt Zwar lag die Stromproduktion mit knapp 199 GWh knapp 5% unter dem erwarteten langfristigen Durchschnitt, gegenüber dem Vorjahr (190 GWh, -8%) ist dies aber eine Verbesserung, die zu einer Umsatzsteigerung von 2,5% auf €17,2 Mio. geführt hat (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Das EBITDA erhöhte sich hauptsächlich dank eines Sondereffekts von €12,9 Mio. auf €14,2 Mio. Dieser Sondereffekt ergibt sich aus der Margenbeteiligung der ABO Invest an dem in 2018 an ABO Wind verkauften Repowering-Projekt Wennerstorf. ABO Wind verkaufte das repowerte Projekt im Juni 2019, was bei ABO Invest auf Basis der Schlussabrechnung zu einer Einnahme von €1,1 Mio. führte, die in den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht wurde. Die Abschreibungen lagen mit €9,4 Mio. knapp €0,2 Mio. unter dem Vorjahreswert und führten zu einem EBIT von €4,8 Mio. (FBe: €3,6 Mio.) nach €3,4 Mio. in H1/18 (+43% J/J). Die Zinszahlungen verringerten sich aufgrund des Tilgungsfortschritts um €0,2 Mio. auf €3,0 Mio. Dies ergab ein signifikant verbessertes Vorsteuerergebnis von €1,8 Mio. nach €0,2 Mio. in H1/18. Das Konzernergebnis belief sich auf €1,0 Mio. (FBe: €-0,04 Mio., H1/18: €-0,5 Mio.).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	27,69	26,42	31,67	32,65	37,22	40,85
Jährliches Wachstum	-5,1%	-4,6%	19,9%	3,1%	14,0%	9,7%
EBIT (€ Mio.)	4,46	3,25	6,47	7,17	8,87	10,00
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	22,0%	23,8%	24,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,08	-3,34	-1,28	-0,12	1,84	2,49
EPS (verwässert) (€)	-0,07	-0,07	-0,03	0,00	0,04	0,04
DPS (€)	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	19,40	16,75	11,84	23,99	-6,03	-2,68
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	372,1%	302,5%	250,5%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,12	13,01	14,54	20,02	23,78	31,47

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windjahre, technische Probleme bei Wind- oder Biogasanlagen, Verschlechterung der Förderbedingungen für erneuerbare Energien, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Invest AG ist Eigentümer und Betreiber von Grünstromanlagen. Gegenwärtig hat das Unternehmen 13 Windparks in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 150 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

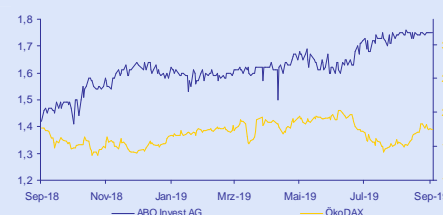
HANDELSDATEN

Stand: 30. Sep 2019

Schlusskurs	€ 1,75
Aktien im Umlauf	49,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 85,75 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,41 / 1,76
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	44.846

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	n.a.	n.a.	48,8
EV/Sales	7,7	7,5	6,6
EV/EBIT	37,9	34,2	27,6
Div.-Rendite	0,6%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2019

Liquide Mittel	€ 16,45 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 20,76 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 7,66 Mio.
Bilanzsumme	€ 214,43 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 22,17 Mio.
Eigenkapital	€ 38,79 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Enkraft Capital GmbH	10,0%
ABO Wind AG	2,4%
Free Float	87,6%

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen

in € Mio.	H1-19A	H1-19E	Delta	H1-18A	Delta
Umsatz	17,20	17,12	0,5%	16,79	2,5%
EBIT	4,81	3,58	34,4%	3,36	43,0%
Marge	28,0%	20,9%		20,0%	
Jahresübers.	1,02	-0,04	-	-0,51	-
Marge	5,9%	-0,2%		-3,1%	
EPS (verwässert) in €	0,02	0,00	-	-0,01	-

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanzverbesserung durch Tilgungsfortschritt Die Finanzverbindlichkeiten gegenüber Banken wurden im ersten Halbjahr um €8,6 Mio. auf €165,4 Mio. reduziert. Da sich der Barmittelbestand um €1,9 Mio. auf €16,4 Mio. erhöhte fiel die Nettoverschuldung um €10,5 Mio. auf €149 Mio. (vgl. Abbildung 2). Das Eigenkapital erhöhte sich um €0,5 Mio. auf €38,8 Mio. Aufgrund der verkürzten Bilanz (-4% auf €214,4 Mio.) stieg die Eigenkapitalquote um immerhin fast einen Prozentpunkt auf 18,1%. Abschreibungsbedingt gingen die Sachanlagen (im Wesentlichen die Windparks) um €9 Mio. auf €185 Mio. zurück. Zum Ende des ersten Halbjahres steht ABO Invest damit bilanziell gestärkt da.

Abbildung 2: Ausgewählte Bilanzzahlen

in € Mio.	2018A	H1/19A	Delta
Sachanlagen	194,0	185,0	-5%
Anlagevermögen insgesamt	202,2	192,9	-5%
Liquide Mittel	14,5	16,4	13%
Umlaufvermögen insgesamt	19,5	20,8	6%
Eigenkapital	38,3	38,8	1%
Eigenkapitalquote	17,2%	18,1%	-
Finanzverbindlichkeiten ggü. Banken	174,0	165,4	-5%
Nettoverschuldung	159,5	149,0	-7%
Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)	417%	384%	-
Bilanzsumme	222,3	214,4	-4%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Erneut hoher freier Cashflow Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit erhöhte sich auf €14,1 Mio. nach €12,3 Mio. in H1/18. Da der Cashflow aus Investitionstätigkeit vernachlässigbar gering war, belief sich auch der freie Cashflow auf €14,1 Mio. Er wurde im Wesentlichen für die Rückführung der Finanzverbindlichkeiten (€9,0 Mio.) und für Zinszahlungen (€3,2 Mio.) verwendet. Der Nettocashflow betrug €1,9 Mio. Wie im Vorjahreszeitraum belegt der hohe freie Cashflow die Cashflowstärke des Geschäftsmodells.

Abbildung 3: Ausgewählte Cashflowzahlen

in € Mio.	H1/18A	H1/19A	Delta
Operativer Cashflow	12,3	14,1	14%
CAPEX	-0,5	0,0	-97%
Freier Cashflow	11,8	14,1	20%
Cashflow Investitionstätigkeit	-0,5	0,0	-98%
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-5,5	-12,1	120%
Netto-Cashflow	6,3	1,9	-69%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG



Grünstromportfoliokapazität liegt weiterhin bei 150,7 MW Die Kapazität des Grünstromportfolios von ABO Invest hat sich im ersten Halbjahr nicht verändert. Insgesamt 13 Windparks mit 149,9 MW und die 0,8 MW-Biogasanlage ergeben zusammen eine Portfoliokapazität von 150,7 MW. Die Windparks sind auf die Länder Deutschland, Finnland, Frankreich und Irland verteilt. Diese geographische Verteilung führt zu einer guten Portfoliodiversifizierung, die Ertragsschwankungen einzelner Windparks und Regionen ausgleichen kann. Dies hat sich auch im ersten Halbjahr gezeigt. Während der irische Windpark mit -11% deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt lag, übertrafen die beiden finnischen Windparks die Erwartungen leicht. Die Erträge der deutschen und französischen Windparks bewegten sich in einer Spanne von -8% bis +7% um die prognostizierten Erträge.

Sehr schlanke Struktur ABO Invest weist weiterhin eine sehr schlanke Struktur auf. Die beiden Vorstände führen die Geschäfte und werden durch zwei Mitarbeiter bei der Geschäftsführung und dem Beteiligungsmanagement unterstützt. Über Verträge mit ABO Wind werden weitere Dienstleistungen wie z.B. die Unternehmenskommunikation extern erbracht. Die kaufmännische und technische Betriebsführung der Grünstromanlagen wird ebenfalls über ABO Wind abgewickelt. Dies erklärt die sehr geringen Personalkosten, die sich in H1/2019 auf lediglich €123 Tsd. beliefen.

Aktionär initiiert Veränderungen auf der Hauptversammlung Auf der Hauptversammlung (HV) am 27. Juni 2019 trat erstmals die Enkraft Capital GmbH mit einem Aktienanteil von 10% als neuer Aktionär auf und setzte im Vergleich zur ursprünglichen Agenda mehrere Veränderungen durch. So beschloss die HV entgegen dem ursprünglichen Antrag der Verwaltung erstmals die Ausschüttung einer Dividende von 0,01 €/Aktie. Auch bei der Zusammensetzung des Aufsichtsrats kam es zu Änderungen. Für die bisherigen Aufsichtsräte Christoph Kuhrt und Christof Schneider, die ihr Mandat zum Ende der HV niederlegten, wurden die Rechtsanwälte Martin Rey und Oliver Kirfel zu neuen Aufsichtsratsmitgliedern gewählt.

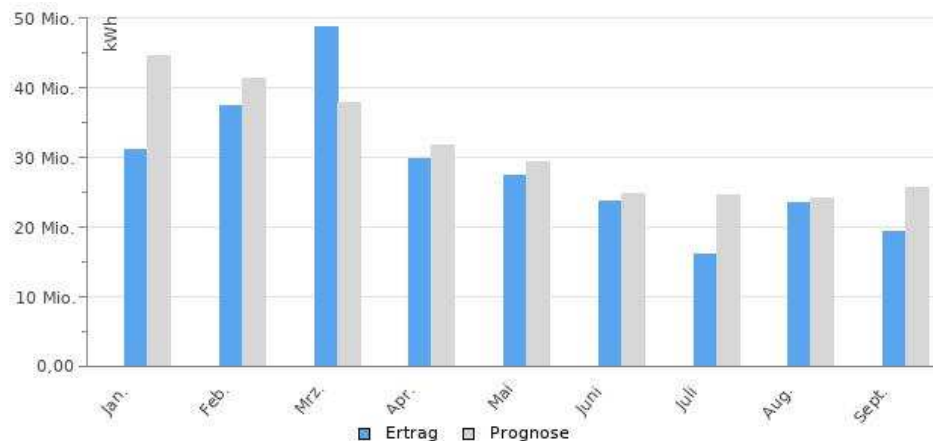
Aufsichtsrat entscheidet sich gegen Kauf von Solarparks in Griechenland Im Juli hat der Aufsichtsrat der ABO Invest beschlossen, die von ABO Wind zum Kauf angebotenen Solarparks in Griechenland mit einer Gesamtkapazität von 45 MW nicht zu erwerben. Da wir für das laufende Jahr keine Kapazitätserweiterung unterstellt haben, entspricht die Entscheidung des Aufsichtsrats unseren Projektionen.

Neues Vorstandsmitglied Am 5. September hat der Aufsichtsrat entschieden, Frau Petra Leue-Bahns ab 1. Dezember 2019 zum Mitglied des Vorstands zu bestellen. Sie wird Andreas Höllinger ersetzen, der keine Wiederwahl anstrebt. Frau Leue-Bahns hat seit 2014 bei ABO Wind gearbeitet und war seit 2015 Bereichsleiterin für Finanzierung, Vertrieb und kaufmännische Geschäftsentwicklung. Nach ihrem Ausscheiden bei ABO Wind wird sie ausschließlich als Vorstand für ABO Invest arbeiten. Da Herr Höllinger parallel auch Vorstand bei ABO Wind war (und weiterhin ist), wird der Vorstandswechsel zur personellen Entflechtung beider Unternehmen beitragen.

Weitere Portfolioexpansion gestaltet sich angesichts von ABO Invests Renditeerwartung gegenwärtig schwierig Die weltweit hohe Nachfrage nach Wind- oder Solarparks führt zu hohen Preisen und hat die internen Renditen der Projekte entsprechend sinken lassen. Daher ist es gegenwärtig für ABO Invest nicht einfach Projekte zu finden, die die Renditeerwartung des Unternehmens von mindestens 5% erfüllen. Unsere Umsatzprognosen für die nächsten Jahre beruhen auf der Annahme, dass ABO Invest jedes Jahr Windparks mit einer Gesamtkapazität von 20 MW zukauf. Sollte sich in H1/2020 herauskristalisieren, dass ein Zukauf aufgrund der Marktlage unwahrscheinlich ist, werden wir unsere Schätzungen entsprechend anpassen.

Aktualisierte Unternehmensguidance Nach der unterdurchschnittlichen Stromproduktion in Q3 (siehe Abbildung 4) geht ABO Invest nunmehr bei durchschnittlichen Windverhältnissen in Q4 von einem Jahresumsatz von knapp €33 Mio. aus. Inklusive der Sondererträge rechnet das Unternehmen mit einem Vorsteuergewinn von €1,7 Mio. (ohne Sondereffekte: €0,3 Mio.). Damit liegt die aktualisierte Prognose innerhalb der Bandbreite der im Frühjahr veröffentlichten und in Abbildung 5 dargestellten Guidance. In der Abbildung sind die prognostizierten Kennzahlen nicht nur für ein durchschnittliches Windjahr, sondern auch für ein schwaches (unterer Rand) und ein starkes (oberer Rand) abgebildet.

Abbildung 4: Tatsächliche und prognostizierte Stromproduktion Jan – Sep 2019



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Abbildung 5: Prognose von ABO Invest für das Bestandsportfolio für 2019 in Abhängigkeit von den Windverhältnissen

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	durchschnittliches Windjahr	oberer Rand
Stromproduktion (GWh)	364	403	423
Umsatz	31,7	35,3	37,0
EBITDA	23,1	26,7	28,0
EBITDA-Marge (in %)	73%	75%	75%
EBIT	4,5	8,0	9,3
EBT	-1,3	2,2	3,5

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Schätzung für 2019 angepasst Wir haben unsere Schätzung an den Sondereffekt und die unterdurchschnittliche Entwicklung der Winderträge in Q3 angepasst. Auch für Q4 unterstellen wir leicht unterdurchschnittliche Winderträge und rechnen mit einem Jahresumsatz von €32,6 Mio. und einem Vorsteuergewinn von €1,2 Mio. (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite).

Für die nächsten Jahre haben wir höhere Personalkosten unterstellt, da wir davon ausgehen, dass der neue Vorstand im Gegensatz zum ausscheidenden alten Vorstand, Herrn Höllinger, eine marktübliche Vergütung erhält.

Herabstufung auf Hinzufügen nach Kursanstieg Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,10. Nachdem der Kurs der ABO Invest-Aktie in den letzten Monaten um ca. 9% gestiegen ist, stufen wir die Aktie von Kaufen auf Hinzufügen herunter, da das Kurspotenzial zu unserem fairen Wert nunmehr weniger als 25% beträgt.



Abbildung 6: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2019E			2020E			2021E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	33,88	32,65	-3,6%	37,22	37,22	0,0%	40,85	40,85	0,0%
EBIT	6,77	7,17	5,9%	8,99	8,87	-1,3%	10,12	10,00	-1,2%
Marge	20,0%	22,0%		24,2%	23,8%		24,8%	24,5%	
Jahresübers.	-0,41	-0,12	-	1,96	1,84	-6,1%	2,61	2,49	-4,6%
Marge	-1,2%	-0,4%		5,3%	5,0%		6,4%	6,1%	
EPS (verwässert) in €	-0,01	0,00	-	0,04	0,04	-6,1%	0,05	0,04	-4,6%

Quelle: First Berlin Equity Research



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*									
Alle Angaben in tsd. EUR	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
Nettoumsatz	32.645	37.221	40.850	44.377	47.869	51.328	53.466	55.239	
NOPLAT	5.831	7.623	8.727	9.341	10.086	10.431	10.110	11.358	
+ Abschreibungen	18.714	19.041	20.701	22.901	24.845	27.167	29.145	29.277	
= Operativer Cashflow (netto)	24.545	26.664	29.428	32.242	34.931	37.598	39.256	40.635	
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-559	-32.690	-32.104	-31.141	-30.217	-29.320	-28.551	-27.861	
Capex	0	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834	-28.257	-27.619	
Working Capital	-559	-120	-512	-497	-492	-487	-295	-241	
= Freier Cashflow (FCF)	23.985	-6.025	-2.676	1.101	4.714	8.278	10.704	12.774	
GW der FCFs	23.750	-5.733	-2.447	967	3.982	6.720	8.351	9.578	

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	104.057
GWs der FCFs in der Terminalperiode	162.450
Unternehmenswert (EV)	266.507
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-120.151
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	146.355
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	70.005
Fairer Wert je Aktie (in €)	2,09

WACC	4,0%
Eigenkapitalkosten	7,0%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%
Normaler Steuersatz	17,4%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,3%
EK-Anteil	20,0%
FK-Anteil	80,0%
Kursziel (in €)	2,10

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	3,30%	2,00	2,26	2,59	3,02	3,60	4,43	5,73
	3,55%	1,79	2,02	2,30	2,66	3,15	3,82	4,81
	3,80%	1,61	1,80	2,05	2,36	2,76	3,31	4,09
	4,05%	1,44	1,61	1,83	2,09	2,43	2,88	3,51
	4,30%	1,28	1,44	1,62	1,85	2,14	2,52	3,03
	4,55%	1,14	1,28	1,44	1,64	1,89	2,21	2,64
	4,80%	1,01	1,14	1,28	1,46	1,67	1,94	2,30

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2026 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2033



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Umsatz	27.685	26.420	31.670	32.645	37.221	40.850
Herstellungskosten	-418	-371	-386	-310	-408	-412
Bruttogewinn	27.267	26.049	31.284	32.335	36.813	40.438
Personalkosten	-219	-208	-295	-295	-450	-467
Sonstige betriebliche Erträge	594	480	3.018	1.739	372	408
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7.001	-7.381	-8.553	-7.894	-8.821	-9.681
EBITDA	20.641	18.939	25.454	25.885	27.914	30.698
Abschreibungen & Amortisation	-16.183	-15.686	-18.980	-18.714	-19.041	-20.701
EBIT	4.458	3.254	6.473	7.171	8.873	9.997
Nettofinanzergebnis	-6.787	-5.915	-6.349	-5.947	-5.780	-6.234
EBT	-2.329	-2.661	124	1.224	3.093	3.763
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-819	-791	-1.374	-1.340	-1.250	-1.270
Minderheitsbeteiligungen	68	113	-27	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-3.081	-3.339	-1.277	-116	1.843	2.493
EPS (verwässert)	-0,07	-0,07	-0,03	0,00	0,04	0,04

Kennzahlen

Bruttomarge	98,5%	98,6%	98,8%	99,1%	98,9%	99,0%
EBITDA-Marge	74,6%	71,7%	80,4%	79,3%	75,0%	75,1%
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	22,0%	23,8%	24,5%
Nettomarge	-11,1%	-12,6%	-4,0%	-0,4%	5,0%	6,1%
Steuersatz	-35,2%	-29,7%	1104,5%	109,5%	40,4%	33,7%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	1,2%	1,1%
Abschreibungen & Amortisation	58,5%	59,4%	59,9%	57,3%	51,2%	50,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,3%	27,9%	27,0%	24,2%	23,7%	23,7%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	-5,1%	-4,6%	19,9%	3,1%	14,0%	9,7%
Operatives Ergebnis	-7,2%	-27,0%	99,0%	10,8%	23,7%	12,7%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	35,3%



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	13.045	19.774	20.001	25.740	30.026	38.237
Liquide Mittel	9.117	13.012	14.543	20.021	23.785	31.467
Kurzfristige Investitionen	1	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.482	4.735	4.658	4.920	5.405	5.932
Vorräte	293	180	119	119	156	158
Sonstige Forderungen	1.152	1.847	680	680	680	680
Anlagevermögen, gesamt	180.770	221.996	202.250	183.536	197.065	207.956
Sachanlagen	170.323	212.391	193.993	175.952	190.081	201.525
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.137	9.333	8.005	7.333	6.732	6.180
Finanzanlagen	310	272	252	252	252	252
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Aktiva	193.815	241.770	222.251	209.276	227.091	246.193
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	15.522	33.623	22.169	15.310	13.712	13.729
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.391	17.547	18.071	12.000	10.000	10.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.731	2.709	1.572	1.274	1.677	1.693
Rückstellungen (kurzfristig)	1.668	1.705	2.168	2.168	2.168	2.168
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	732	11.661	358	-132	-132	-132
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	142.828	168.166	161.821	155.821	165.248	173.943
Zinstragende Verbindlichkeiten	135.980	162.179	155.967	149.967	159.394	168.089
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6.848	5.986	5.854	5.854	5.854	5.854
Mezzanine Kapital	4.952	4.929	4.920	4.920	4.920	4.920
Anteile Dritter	-184	489	0	0	0	0
Eigenkapital	35.649	39.493	38.261	38.145	48.130	58.521
Gezeichnetes Kapital	44.500	49.000	49.000	49.000	53.847	58.324
Kapitalrücklage	10.601	13.271	13.271	13.271	16.567	19.987
Gewinnrücklagen	-19.452	-22.778	-24.010	-24.126	-22.283	-19.790
Passiva	193.815	241.770	222.251	209.276	227.091	246.193
Kennzahlen						
Current ratio (x)	0,84	0,59	0,90	1,68	2,19	2,79
Quick ratio (x)	0,82	0,58	0,90	1,67	2,18	2,77
Nettoverbindlichkeiten	138.253	166.715	159.495	141.947	145.610	146.622
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	372,1%	302,5%	250,5%
Eigenkapitalquote	18,4%	16,3%	17,2%	18,2%	21,2%	23,8%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	7,4	9,7	7,0	6,4	6,2	6,0
Buchwert je Aktie (in €)	0,81	0,84	0,78	0,78	0,94	1,04
Return on Equity (ROE)	-8,6%	-8,5%	-3,3%	-0,3%	3,8%	4,3%
Return on Investment (ROI)	-1,6%	-1,4%	-0,6%	-0,1%	0,8%	1,0%
Return on Assets (ROA)	1,9%	1,1%	2,3%	2,8%	3,4%	3,6%
Return on Capital employed (ROCE)	2,3%	1,7%	3,1%	3,7%	4,6%	4,9%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT	4.458	3.254	6.473	7.171	8.873	9.997
Abschreibungen	16.183	15.686	18.980	18.714	19.041	20.701
EBITDA	20.641	18.939	25.454	25.885	27.914	30.698
Veränderungen Working Capital	1.026	-871	-702	-559	-120	-512
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.846	-913	-2.664	-1.340	-1.250	-1.270
Operativer Cashflow	19.821	17.155	22.088	23.985	26.544	28.916
Investitionen in Sachanlagen	-416	-402	-10.246	0	-32.569	-31.592
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	19.405	16.753	11.842	23.985	-6.025	-2.676
Akquisitionen und Verkäufe	1.371	-4.312	1.061	0	0	0
Andere Investitionen	2.809	174	9	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	3.764	-4.540	-9.176	0	-32.569	-31.592
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-27.141	-15.940	-11.356	-18.018	1.647	2.460
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.850	7.171	0	0	8.142	7.898
Gezahlte Dividenden	0	0	0	-490	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-25.291	-8.769	-11.356	-18.508	9.789	10.358
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-1.706	3.846	1.556	5.477	3.764	7.682
Cash am Anfang der Periode	10.823	9.117	13.012	14.543	20.021	23.785
Cash zum Ende der Periode	9.117	12.963	14.567	20.021	23.785	31.467
EBITDA je Aktie	0,47	0,40	0,52	0,53	0,54	0,55
Operativer Cashflow je Aktie	0,45	0,36	0,45	0,49	0,52	0,52
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	-11,3%	-13,4%	28,8%	8,6%	10,7%	8,9%
Freier Cashflow	79,4%	-13,7%	-29,3%	102,6%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-14,7%	-13,8%	29,3%	1,7%	2,8%	0,8%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...7	↓	↓	↓	↓
8	8. Oktober 2018	€ 1,47	Buy	€ 2,10
9	11. Dezember 2018	€ 1,61	Buy	€ 2,10
10	2. August 2019	€ 1,68	Buy	€ 2,10
11	Today	€ 1,75	Add	€ 2,10

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 (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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.