

aventron AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CHF 13,50

28,6%
 low

17% UMSATZWACHSTUM BEI HÖHERER EBIT-MARGE

aventron hat sehr überzeugende H1-Zahlen vorgelegt, die über unseren Erwartungen und deutlich über den Vorjahreszahlen lagen. Das Unternehmen setzte seine Wachstumsstrategie konsequent fort und erweiterte die Kapazität des Grünstromportfolios im Jahresvergleich um 60 MW auf 482 MW. Der Umsatz erhöhte sich um 17% J/J und das EBIT um 23%. Skaleneffekte und ein günstigerer Produktmix führten zu einer EBIT-Margensteigerung um 2 Prozentpunkte auf 35,5%. Das Nettoergebnis erhöhte sich um 34% auf CHF 8,5 Mio. Trotz der umfangreichen Kapitalerhöhung in 2018 stiegen die EPS um 5% auf CHF 0,20. Aufgrund der besser als erwarteten Halbjahreszahlen erhöhen wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr und die Folgejahre. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,50. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Starkes erstes Halbjahr Dank der Erweiterung des Grünstromportfolios auf 482 MW und überdurchschnittlicher Sonneneinstrahlung erhöhte aventron die Stromproduktion von 410 GWh auf 490 GWh (+20% J/J). Der Umsatz stieg um 17% auf CHF 54,2 Mio, und das EBITDA um fast 20% auf CHF 39,0 Mio. Die EBITDA-Marge erhöhte sich von 70,2% auf 72,0%. Das EBIT wuchs sogar um 23% auf CHF 19,2 Mio., und die EBIT-Marge stieg um 2 Prozentpunkte auf hervorragende 35,5%. Neben Skaleneffekten hat ein höherer Umsatzanteil der margenstarken Bereiche Wind und Solar zur Margenverbesserung geführt. Da die Zinsaufwendungen nur moderat höher waren (das Finanzergebnis lag bei CHF -7,1 Mio. nach CHF -6,7 Mio. in H1/18), erhöhte sich das Nettoergebnis trotz deutlich erhöhter Ertragssteueraufwendungen (CHF 3,1 Mio. versus CHF 1,8 Mio. in H1/18) kräftig um 34% auf CHF 8,5 Mio. Die EPS lagen trotz der großen Kapitalerhöhung im letzten Jahr, die die durchschnittliche Aktienzahl um 9,5 Mio. Aktien auf 43,5 Mio. Aktien erhöhte, um 5% über dem Vorjahreswert bei CHF 0,20 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Damit trat keine Verwässerung ein, sondern aventron ist auch pro Aktie eine Ertragssteigerung gelungen.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Umsatz (CHF Mio.)	48,46	77,14	91,79	103,44	109,47	114,97
Jährliches Wachstum	103,2%	59,2%	19,0%	12,7%	5,8%	5,0%
EBIT (CHF Mio.)	13,77	23,92	28,18	32,17	33,61	35,08
EBIT-Marge	28,4%	31,0%	30,7%	31,1%	30,7%	30,5%
Jahresübers. (CHF Mio.)	2,97	8,34	10,25	13,00	13,06	13,21
EPS (verwässert) (CHF)	0,12	0,25	0,27	0,30	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	-15,32	-38,44	2,96
Nettoverschuldungsgrad	170,8%	227,5%	172,4%	188,0%	166,1%	174,9%
Liquide Mittel (CHF Mio.)	33,54	39,43	66,83	64,70	86,88	87,34

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. 482 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.

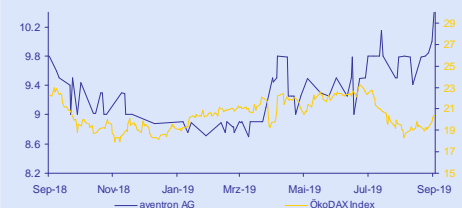
HANDELSDATEN

Stand: 12. Sep 2019

Schlusskurs	CHF 10,50
Aktien im Umlauf	43,73 Mio.
Marktkapitalisierung	CHF 459,15 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstk.	CHF 8,70 / 10,50
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.969

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	39,4	35,3	38,7
EV/Sales	9,4	8,4	7,9
EV/EBIT	30,7	26,9	25,7
Div.-Rendite	2,4%	2,4%	2,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2019

Liquide Mittel	CHF 58,61 Mio.
Kurzfristige Vermögensw.	CHF 93,17 Mio.
Immaterielle Vermögensw.	CHF 9,14 Mio.
Bilanzsumme	CHF 731,52 Mio.
Kurzfristige Verbindlichk.	CHF 56,67 Mio.
Eigenkapital	CHF 226,66 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%



Guidance für 2019 bestätigt aventron geht für das Jahr 2019 weiterhin von einem Umsatz von ca. CHF 102 Mio. bei einer EBIT-Marge von über 30% aus. Angesichts eines H1-Umsatzes von 54,2 Mio. bzw. 53% der Guidance und der sehr hohen H1-EBIT-Marge von 35,5% sollte die Guidance sogar erreicht werden, wenn die Windbedingungen im zweiten Halbjahr schlechter sein sollten als in H2/18.

Abbildung 1: Berichtete H1/19-Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	H1-19A	H1-19E	Delta	H1-18A	Delta
Umsatz	54,24	51,40	5,5%	46,54	16,6%
EBIT	19,23	17,01	13,1%	15,61	23,2%
Marge	35,5%	33,1%		33,5%	
Jahresüberschuss	8,51	8,11	5,0%	6,37	33,7%
Marge	15,7%	15,8%		13,7%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,20	0,19	3,2%	0,19	4,8%

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Wasserkraft aufgrund von Trockenheit mit schwächerem EBIT Trotz der Erweiterung der Wasserkraftkapazität in den letzten 12 Monaten von 88 MW auf 108 MW lag der Segment-Umsatz mit CHF 7,3 Mio. nur leicht (+3%) über dem Vorjahreswert, da die Trockenheit die Stromproduktion der Wasserkraftwerke beeinträchtigte. Das Segment-EBITDA verzeichnete J/J einen leichten Rückgang um 3%, und die EBITDA-Marge sank von 59% auf 55% (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Da die Abschreibungen sich durch den Kapazitätsaufbau von CHF 1,2 Mio. auf CHF 1,6 Mio. erhöhten, lag das Segment-EBIT bei CHF 2,4 Mio. und damit knapp 21% unter dem Vorjahreswert. Die EBIT-Marge fiel von 43% auf 33%.

Kräftige Umsatz- und Ergebniszuwächse im Windbereich aventron hat den Windbereich im Jahresvergleich von 228 MW auf 273 MW erweitert (+20 J/J). Insgesamt gute Windbedingungen führten zu einem Umsatzzuwachs von 24% auf CHF 31,9 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Das Segment-EBITDA belief sich auf CHF 24,2 Mio. nach CHF 19,6 Mio. in H1/18 (+23% J/J). Die EBITDA-Marge lag nur leicht unter dem Vorjahreswert und erreichte 75,8%. Die Kapazitätserweiterung führte zu erhöhten Abschreibungen (CHF 12,3 Mio. versus CHF 10,0 Mio. in H1/18). Das Segment-EBIT stieg um 24% J/J auf CHF 11,9 Mio. Die EBIT-Marge blieb weitgehend stabil und lag bei 37,3%.

Solkraft profitiert von hoher Sonneneinstrahlung aventron's Solarkraftkapazität stieg im Vergleich zum Vorjahr von 97 MW auf 102 MW (+5% J/J). Der Segmentumsatz erhöhte sich aufgrund der hohen Sonneneinstrahlung zweistellig (+13%) auf CHF 15,0 Mio. Das Segment-EBITDA wuchs überproportional um 18% J/J auf CHF 11,8 Mio. Im Jahresvergleich nur leicht höhere Abschreibungen führten zu einem Segment-EBIT von CHF 5,9 Mio. Damit wuchs das operative Ergebnis sehr kräftig um 41% J/J. Wie bereits in früheren Jahren belegen die Segmentzahlen aus den Bereichen Wasser- und Solarkraft den natürlichen Hedge, der sich aus der Kombination beider Kraftwerksarten ergibt.

Bilanz spiegelt starke Asset-Basis wider Die Bilanzsumme belief sich Ende Juni auf CHF 732 Mio. (31/12/2018: CHF 749 Mio.). Die wichtigste Asset-Position sind die Sacheinlagen, die CHF 595 Mio. (Ende 2018: CHF 606 Mio.) oder 81% der Bilanzsumme betragen und den Buchwert der Grünstromanlagen wiedergeben. Die Cashposition verharrte auf hohem Niveau und lag bei CHF 59 Mio. (Ende 2018: CHF 66 Mio.). Auf der Passivseite verringerte sich die Eigenkapitalposition (nach Minderheiten) hauptsächlich dividendenbedingt von CHF 235 Mio. auf CHF 227 Mio. Die Eigenkapitalquote lag bei 31,1% und damit nur leicht unter dem Wert von 31,4% Ende 2018. Angesichts der großen Stabilität des Geschäftsmodells ist die Eigenkapitalquote hoch und liegt über dem

Branchendurchschnitt. Die relativ hohe Quote spiegelt die konservative Geschäftspolitik des Managements wider. Die Finanzverschuldung wurde zurückgeführt. Während die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von CHF 31 Mio. auf CHF 33 Mio. anstiegen, gingen die langfristigen Finanzverbindlichkeiten von CHF 441 Mio. Ende 2018 auf CHF 429 Mio. zurück. Insgesamt belief sich die Finanzschuld damit auf CHF 462 Mio. (versus CHF 472 Mio. Ende 2018). Die Nettoverschuldung sank von CHF 406 auf CHF 403 Mio.

Abbildung 2: Berichtete Segment-Zahlen versus Schätzungen

Alle Angaben in CHF Mio.	H1-19A	H1-19E	Delta	H1-18A	Delta
Wasserkraft					
Umsatz	7,30	7,60	-3,9%	7,07	3,3%
EBITDA	4,04	3,80	6,3%	4,18	-3,2%
Marge	55,3%	50,0%		59,1%	
Wind					
Umsatz	31,87	29,50	8,0%	25,78	23,6%
EBITDA	24,16	22,20	8,8%	19,62	23,1%
Marge	75,8%	75,3%		76,1%	
Solar					
Umsatz	14,98	13,80	8,5%	13,31	12,5%
EBITDA	11,79	10,78	9,4%	9,97	18,3%
Marge	78,7%	78,1%		74,9%	
Holding					
Umsatz	1,27	1,70	-25,6%	1,58	-19,8%
EBITDA	-0,94	-0,90	n.m.	-1,10	n.m.
Marge	n.m.	n.m.		n.m.	
Konsolidierung					
Umsatz	-1,17	-1,20	n.m.	-1,20	n.m.
EBITDA	0,00	0,00	n.m.	0,00	n.m.
Marge	0,0%	n.m.		0,0%	
Gruppe					
Umsatz	54,24	51,40	5,5%	46,54	16,6%
EBITDA	39,05	35,88	8,8%	32,66	19,5%
Marge	72,0%	69,8%		70,2%	

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG

Cashflowrechnung belegt Cashflowstärke des Geschäftsmodells aventron steigerte den operativen Cashflow von CHF 37,6 Mio. in H1/18 auf CHF 41,9 Mio. (+11% J/J). Nach Abzug der Investitionen in Sacheinlagen und immateriell Anlagen (inklusive Erwerb konsolidierter Beteiligungen) verblieb ein freier Cashflow von CHF 22,2 Mio. (+11% J/J, vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Ausgewählte Cashflow-Positionen

in CHF Mio.	H1/19A	H1/18A	Delta
Operativer Cashflow	41,88	37,65	11,2%
CAPEX (inkl. Erwerb v. Beteiligungen)	-19,68	-17,58	11,9%
Freier Cashflow	22,21	20,07	10,7%
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-21,07	-17,57	19,9%
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-28,36	-8,53	232,4%
Nettocashflow	-7,55	11,65	n.m.

Quelle: First Berlin Equity Research, aventron AG



Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf CHF -28,4 Mio. Neben der Rückzahlung von Finanzverbindlichkeiten (CHF 10,2 Mio.) führten Dividendenzahlungen (CHF 10,9 Mio.) und Zinszahlungen (CHF 7,9 Mio.) zu dem Mittelabfluss. Der Nettocashflow belief sich auf CHF -7,5 Mio.

Kapazitätserweiterungen für weiteres Wachstum Nach dem Baustart des 50 MW-Solarparks in Spanien rechnen wir mit der Inbetriebnahme in Q3/2020. Damit überschreitet aventron die 500 MW-Marke. Auf der Basis der darüber hinaus bestehenden Projektpipeline gehen wir davon aus, dass das Unternehmen wie angekündigt zum Jahresende 2020 eine Portfoliogesamtkapazität von 600 MW erreichen wird.

Erhöhung der Schätzungen Nach dem sehr guten Halbjahresergebnis erhöhen wir unsere Schätzungen für 2019E und die Folgejahre. Wir gehen davon aus, dass aventron die Umsatzguidance von CHF 102 Mio. selbst bei relativ schlechten Windbedingungen im zweiten Halbjahr erreichen wird und unterstellen nunmehr einen Jahresumsatz von CHF 103,4 Mio. Dabei haben wir den gesunkenen EUR/CHF-Wechselkurs berücksichtigt (Durchschnitt H1/19: 1,129, zuletzt: 1,096). Auch die EBIT-Margeneinschätzung des Unternehmens (>30%) halten wir für gut erreichbar und gehen jetzt von einer EBIT-Marge von 31,1% aus. Angesichts der Margenstärke haben wir auch unsere Schätzungen für die Folgejahre leicht angehoben (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in CHF Mio.	2019E			2020E			2021E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	101,62	103,44	1,8%	109,30	109,47	0,2%	114,97	114,97	0,0%
EBIT	30,97	32,17	3,9%	33,28	33,61	1,0%	34,71	35,08	1,1%
Marge	30,5%	31,1%		30,5%	30,7%		30,2%	30,5%	
Jahresübers.	12,01	13,00	8,3%	12,80	13,06	2,0%	12,90	13,21	2,4%
Marge	11,8%	12,6%		11,7%	11,9%		11,2%	11,5%	
EPS (verwässert, in CHF)	0,27	0,30	8,2%	0,27	0,27	2,0%	0,27	0,27	2,3%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Im ersten Halbjahr hat aventron erneut bewiesen, dass es kräftiges Wachstum bei steigenden Margen generieren kann. Bisher hat sich die anhaltend positive operative Entwicklung nur teilweise im Aktienkurs niedergeschlagen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von CHF 13,50. Die Aktie hat daher nach unserer Einschätzung weiterhin deutliches Kurspotenzial (+28%). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell								
Alle Angaben in tsd CHF	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	103.439	109.475	114.970	119.910	124.368	127.578	130.795	138.687
NOPLAT	29.259	30.483	31.925	33.980	34.755	34.953	35.181	37.884
+ Abschreibungen	39.944	42.130	43.982	44.565	45.808	46.817	47.697	48.453
= Operativer Cashflow (netto)	69.203	72.613	75.907	78.544	80.563	81.769	82.878	86.337
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-84.527	-111.057	-72.952	-72.729	-70.753	-69.959	-69.097	-67.927
Capex	-83.579	-110.296	-72.086	-72.786	-70.494	-69.739	-68.858	-67.440
Working Capital	-948	-762	-866	57	-259	-220	-240	-487
= Freier Cashflow (FCF)	-15.324	-38.445	2.955	5.816	9.810	11.810	13.780	18.410
GW der FCFs	-15.148	-36.652	2.717	5.158	8.391	9.743	10.964	14.128

in tsd CHF	
GWs der FCFs explizite Periode (2019E-2033E)	151.742
GWs der FCFs in der Terminalperiode	893.363
Unternehmenswert (EV)	1.045.105
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	-405.533
+ Investitionen / Anteile Dritter	8.195
Shareholder Value	647.767
Verwässerte Aktienanzahl	47.898
Fairer Wert je Aktie in CHF	13,52

WACC	3,7%
Eigenkapitalkosten	6,4%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,0%
Normaler Steuersatz	19,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,4%
EK-Anteil	31,5%
FK-Anteil	68,5%
Kursziel in CHF	13,50

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	2,9%	17,76	19,73	22,08	24,92	28,44	32,92	38,79
	3,1%	15,42	17,05	18,96	21,07	24,01	27,43	31,78
	3,3%	13,41	14,77	16,35	18,21	20,43	23,12	26,44
	3,5%	11,66	12,81	14,14	15,68	17,48	19,64	22,25
	3,7%	10,13	11,12	12,24	13,52	15,02	16,78	18,87
	3,9%	8,78	9,63	10,59	11,68	12,93	14,38	16,09
	4,1%	7,58	8,32	9,14	10,07	11,13	12,35	13,76
	4,3%	6,01	6,65	7,36	8,17	9,07	10,10	11,28

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Umsatz	23.849	48.457	77.144	91.792	103.439	109.475	114.970
Herstellungskosten	4.603	9.184	11.759	15.146	17.067	18.173	19.085
Bruttogewinn	19.246	39.273	65.385	76.646	86.372	91.302	95.885
Personalkosten	1.145	1.750	2.161	2.886	3.810	4.088	4.253
Sonstige betriebliche Erträge	897	1.000	1.653	2.156	2.069	2.189	2.299
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.047	6.469	10.317	11.651	12.518	13.668	14.868
EBITDA	14.951	32.054	54.787	64.522	72.112	75.735	79.064
Abschreibungen & Amortisation	7.946	18.289	30.869	36.342	39.944	42.130	43.982
EBIT	7.005	13.765	23.918	28.180	32.168	33.605	35.082
Nettofinanzergebnis	-3.381	-9.036	-12.937	-15.643	-16.006	-17.170	-18.469
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	321	-25	-361	442	0	0	0
EBT	3.945	4.704	10.620	12.979	16.162	16.435	16.613
Steuern	1.052	759	1.937	1.813	2.909	3.123	3.156
Minderheitsbeteiligungen	-957	-976	-342	-919	-250	-250	-250
Nettogewinn/ -verlust	1.936	2.969	8.341	10.247	13.003	13.062	13.206
EPS (verwässert, in CHF)	0,11	0,12	0,25	0,27	0,30	0,27	0,27
Kennzahlen							
Bruttomarge	80,7%	81,0%	84,8%	83,5%	83,5%	83,4%	83,4%
EBITDA-Marge	62,7%	66,1%	71,0%	70,3%	69,7%	69,2%	68,8%
EBIT-Marge	29,4%	28,4%	31,0%	30,7%	31,1%	30,7%	30,5%
Nettomarge	8,1%	6,1%	10,8%	11,2%	12,6%	11,9%	11,5%
Steuersatz	26,7%	16,1%	18,2%	14,0%	18,0%	19,0%	19,0%
Ausgaben in % vom Umsatz							
Personalkosten	4,8%	3,6%	2,8%	3,1%	3,7%	3,7%	3,7%
Abschreibungen	33,3%	37,7%	40,0%	39,6%	38,6%	38,5%	38,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,0%	13,3%	13,4%	12,7%	12,1%	12,5%	12,9%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	61,7%	103,2%	59,2%	19,0%	12,7%	5,8%	5,0%
Operatives Ergebnis	81,3%	96,5%	73,8%	17,8%	14,2%	4,5%	4,4%
Nettogewinn/ -verlust	164,5%	53,4%	180,9%	22,9%	26,9%	0,5%	1,1%



BILANZ

Alle Angaben in tsd CHF	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	39.070	62.993	79.354	101.827	102.321	125.962	127.864
Liquide Mittel	19.293	33.538	39.433	66.829	64.696	86.879	87.340
Kurzfristige Investitionen	845	663	463	446	446	446	446
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.400	9.096	10.998	11.982	14.453	15.896	17.324
Vorräte	87	83	109	78	234	249	261
Sonstige Forderungen	16.445	19.613	28.351	22.492	22.492	22.492	22.492
Anlagevermögen, gesamt	268.546	514.393	607.562	647.041	690.675	758.841	786.945
Sachanlagen	232.392	461.399	544.538	605.816	649.189	717.116	745.012
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.602	6.052	10.024	9.439	9.700	9.939	10.148
Sonstige	32.552	46.942	53.000	31.786	31.786	31.786	31.786
Aktiva	307.616	577.386	686.916	748.868	792.997	884.803	914.809
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	32.068	40.676	67.040	55.715	57.523	69.313	69.888
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	10.755	11.451	12.026
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.579	13.862	17.302	15.446	16.768	17.861	17.861
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	199.994	347.595	433.908	457.935	497.935	532.935	560.935
Zinstragende Verbindlichkeiten	194.333	336.408	420.479	441.169	481.169	516.169	544.169
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.661	11.187	13.429	16.766	16.766	16.766	16.766
Anteile Dritter	6.983	26.008	29.671	7.749	7.999	8.249	8.499
Eigenkapital	68.571	163.107	156.297	227.469	229.540	274.306	275.487
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	-98.344	-97.308	-96.127
Passiva	307.616	577.386	686.916	748.868	792.997	884.803	914.809
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,22	1,55	1,18	1,83	1,78	1,82	1,83
Quick ratio (x)	1,22	1,55	1,18	1,83	1,77	1,81	1,83
Nettoverbindlichkeiten	190.036	323.081	423.018	405.533	446.473	469.290	496.829
Net gearing	251,5%	170,8%	227,5%	172,4%	188,0%	166,1%	174,9%
Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA	12,7	10,1	7,7	6,3	6,2	6,2	6,3
Buchwert je Aktie (in CHF)	3,53	4,78	4,58	5,20	5,25	5,70	5,73
Eigenkapitalquote (inkl. Minderheiten)	24,6%	32,8%	27,1%	31,4%	30,0%	31,9%	31,0%
Return on Equity (ROE)	2,8%	1,8%	5,3%	4,5%	5,7%	4,8%	4,8%
Return on investment (ROI)	0,6%	0,5%	1,2%	1,4%	1,6%	1,5%	1,4%
Return on assets (ROA)	2,1%	2,2%	3,3%	3,6%	3,7%	3,5%	3,5%
Return on capital employed (ROCE)	3,3%	3,5%	4,2%	4,4%	4,7%	4,6%	4,5%
Forderungsumschlag in Tagen	36,7	68,5	52,0	47,6	51,0	53,0	55,0
Vorratsumschlag in Tagen	6,9	3,3	3,4	1,9	5,0	5,0	5,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	356,3	262,4	241,1	218,7	230,0	230,0	230,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd CHF	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT	7.326	13.765	23.918	28.180	32.168	33.605	35.082
Abschreibungen	7.946	18.289	30.869	36.342	39.944	42.130	43.982
EBITDA	15.272	32.054	54.787	64.522	72.112	75.735	79.064
Investitionen in das Working Capital	-1.392	-1.928	-3.461	5.049	-948	-762	-866
Sonstige (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-3.982	-350	-742	-1.726	-2.909	-3.123	-3.156
Operativer Cashflow	9.898	29.776	50.584	67.845	68.255	71.851	75.042
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-36.838	-20.854	-25.216	-43.081	-82.751	-109.475	-71.282
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-619	-1.542	-19	-155	-828	-821	-805
Freier Cashflow	-26.940	8.922	25.368	24.764	-14.496	-37.624	3.760
Akquisitionen & Desinvestitionen, netto	-13.539	-31.348	-40.511	29.684	0	0	0
Sonstige Investitionen	-5.203	110	-1.999	-1.116	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-56.198	-53.634	-67.745	-14.668	-83.579	-110.296	-72.086
Cashflow aus Fremdfinanzierung	46.118	-2.742	37.428	-32.792	38.807	45.000	28.000
Cashflow aus Eigenkapitalfinanzierung	5.837	55.004	2.463	33.090	0	43.730	0
Sonstige Finanzierung	-2.089	-4.790	-7.185	-7.827	-9.610	-10.932	-12.025
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	49.866	38.420	20.696	-23.927	13.191	60.627	-2.494
Währungseffekte & Sonstiges	-686	-317	2.360	-1.854	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	2.880	14.245	5.895	27.396	-2.133	22.183	461
Liquide Mittel am Anfang der Periode	16.413	19.293	33.538	39.433	66.829	64.696	86.879
Liquide Mittel zum Ende der Periode	19.293	33.538	39.433	66.829	64.696	86.879	87.340
EBITDA je Aktie (in CHF)	0,83	1,29	1,61	1,68	1,65	1,57	1,64
Jährliches Wachstum							
Operativer Cashflow	769,8%	200,8%	69,9%	34,1%	0,6%	5,3%	4,4%
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%	-1,8%	-4,5%	4,4%

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...17	↓	↓	↓	↓
18	20. Februar 2019	CHF 8,71	Buy	CHF 13,50
19	1. April 2019	CHF 8,90	Buy	CHF 13,50
20	15. Juli 2019	CHF 9,80	Buy	CHF 13,50
21	Today	CHF 10,50	Buy	CHF 13,50

Ersteller: Dr Karsten von Blumenthal, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

Copyright© 2019 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

ANGABEN GEM. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnlV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR

FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy ¹	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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