

ABO Wind AG

Deutschland / Cleantech
 Börse Hamburg
 Bloomberg: AB9 GR
 ISIN: DE0005760029

Starkes internationales
 Projektgeschäft

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 16,40

32,4%
 High

GEWINNPROGNOSE ERHÖHT – KAUFEMPFEHLUNG BESTÄTIGT

Aufgrund der bisherigen Erfolge im internationalen Projektgeschäft erhöht ABO Wind die Gewinnprognose für 2017 und geht nunmehr davon aus, mindestens das Rekordergebnis des letzten Jahres – einen Nettogewinn von €16,5 Mio. – zu erreichen. Wir erhöhen unsere Schätzungen für 2017E und die Folgejahre. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €16,40 (bisher: €15,10). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Erfolge in Großbritannien, Spanien, Argentinien und Irland In Großbritannien hat ABO Wind die Rechte an einem baureifen 35 MW-Windprojekt verkauft. In Spanien übernahm ein großer europäischer Versorger ein annähernd baureifes Windparkprojekt mit einer Kapazität von 52,5 MW. In Argentinien hat ABO Wind in diesem Jahr bereits mehrere Optionsvereinbarungen abgeschlossen, die unmittelbar einen kleinen Ertrag bringen und die Aussicht auf den Verkauf weiterer Windparks verbessern. Außerdem generiert das Unternehmen in Argentinien Umsätze mit technischen und planerischen Dienstleistungen bei der Errichtung von Windparks und deren Infrastruktur. In Irland beginnen in Kürze die Bauarbeiten an einem 14,4 MW-Windpark, der in 2018 ans Netz gehen soll. Auch für 2019 und 2020 ist die Errichtung jeweils eines Windparks auf der grünen Insel geplant. In Finnland schreiten die Bauarbeiten an drei finnische Windparks mit einer Gesamtkapazität von 60 MW planmäßig voran. Die Parks sollen noch in diesem Jahr ans Netz gehen.

Hohe Geschäftsaktivität in den Stammmärkten In Deutschland sollte ABO Wind in diesem Jahr Windparks mit einer Gesamtleistung von 100 MW ans Netz bringen. Im Juni hatte das Unternehmen bereits den Verkauf eines französischen 100 MW-Portfolios an tschechischen Versorger ČEZ bekannt gegeben (siehe unseren Kommentar vom 7. Juni).

Prognosen erhöht Aufgrund der hohen Geschäftsaktivität sowohl in Deutschland als auch in den diversen Auslandsmärkten erhöhen wir... (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	97,83	80,22	122,29	136,75	134,01	139,08
Jährliches Wachstum	na	-18,0%	52,4%	11,8%	-2,0%	3,8%
EBIT (€ Mio.)	10,27	14,15	23,89	26,03	18,62	16,68
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	19,0%	13,9%	12,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	5,25	7,77	16,52	17,02	11,80	10,32
EPS (verwässert) (€)	0,69	1,02	2,16	2,23	1,54	1,35
DPS (€)	0,22	0,25	0,50	0,30	0,30	0,30
FCF (€ Mio.)	-7,38	-7,37	-5,81	19,63	19,51	12,19
Nettoverschuldungsgrad	12,6%	41,4%	44,2%	18,9%	-0,1%	-8,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,50	9,51	3,80	17,55	34,99	46,95

RISIKEN

Wesentliche Risiken sind Projektentwicklungs-, Währungs-, Zinsänderungs- und regulatorische Risiken.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die ABO Wind AG ist ein Projektentwickler für erneuerbare Energien und hat seit der Gründung 1996 Windkraftanlagen mit einer Kapazität von mehr als 1.300 MW ans Netz gebracht. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat über 400 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

HANDELSDATEN

Stand: 11. Jul 2017

Schlusskurs	€ 12,39
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 94,73 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 6,01 / 12,49
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.729

Multiples	2016	2017E	2018E
KGV	5,7	5,6	8,0
EV/Sales	1,0	0,9	0,9
EV/EBIT	5,2	4,8	6,7
Div.-Rendite	4,0%	2,4%	2,4%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2016

Liquide Mittel	€ 3,80 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 134,34 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,27 Mio.
Bilanzsumme	€ 146,55 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 36,27 Mio.
Eigenkapital	€ 66,74 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	31,0%
Familie Bockholt	31,0%
Mainova	10,0%
Free Float	28,0%



...unsere Prognosen für 2017E und die Folgejahre (vgl. Abbildung 1). Nach den erfolgreichen Verkäufen von Projektrechten in Großbritannien und Spanien gehen wir davon aus, dass ABO Wind den Umsatz insbesondere im margenstarken Segment Planungsleistung erhöht. Auch für die Folgejahre haben wir unsere Schätzungen angesichts der sehr gut gefüllten Projektpipeline erhöht.

Abbildung 1: Erhöhung der Prognosen

Alle Zahlen in €Mio.	2017E			2018E			2019E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	130,56	136,75	4,7%	131,73	134,01	1,7%	135,68	139,08	2,5%
EBIT	19,52	26,03	33,4%	17,28	18,62	7,8%	16,08	16,68	3,7%
Marge	15,0%	19,0%		13,1%	13,9%		11,9%	12,0%	
Jahresübers.	12,46	17,02	36,6%	10,86	11,80	8,6%	9,89	10,32	4,3%
Marge	9,5%	12,4%		8,2%	8,8%		7,3%	7,4%	
EPS (verwässert) in €	1,63	2,23	36,6%	1,42	1,54	8,7%	1,29	1,35	4,3%

Quelle: First Berlin Equity Research

Kaufempfehlung bestätigt bei erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €16,40 (bisher: €15,10). Auch die Multiplikatoren für 2017E zeigen eine attraktive Bewertung an (KGV: 5,6, EV/EBIT: 4,8). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	136.750	134.010	139.080	143.252	147.420	151.574	155.708	159.813
NOPLAT	18.737	13.565	12.255	12.133	12.142	12.069	12.025	12.001
+ Abschreibungen	1.861	2.037	2.121	2.212	2.295	2.373	2.448	2.521
= Operativer Cashflow (netto)	20.598	15.602	14.376	14.345	14.437	14.442	14.472	14.523
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-968	3.904	-2.182	-4.051	-4.110	-4.184	-4.255	-4.323
Capex	-2.325	-2.278	-2.364	-2.435	-2.506	-2.577	-2.647	-2.717
Working Capital	1.357	6.182	182	-1.616	-1.604	-1.607	-1.608	-1.606
= Freier Cashflow (FCF)	19.630	19.506	12.194	10.294	10.327	10.258	10.217	10.200
GW der FCFs	18.885	17.322	9.995	7.787	7.211	6.612	6.079	5.600

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2031E)	107.353
GWs der FCFs in der Terminalperiode	47.538
Unternehmenswert (EV)	154.892
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-29.486
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	125.405

Fairer Wert je Aktie in € 16,40

WACC	8,3%
Eigenkapitalkosten	12,5%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	6,0%
Normaler Steuersatz	30,5%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,2%
EK-Anteil	50,0%
FK-Anteil	50,0%
Fairer Wert je Aktie in €	16,40

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	5,3%	26,12	27,17	28,49	30,20	32,52	35,83	40,95
	6,3%	21,50	22,05	22,72	23,53	24,56	25,90	27,71
	7,3%	18,23	18,54	18,90	19,32	19,83	20,46	21,26
	8,3%	15,80	15,97	16,17	16,40	16,67	16,99	17,38
	9,3%	13,91	14,01	14,12	14,25	14,40	14,57	14,77
	10,3%	12,40	12,46	12,52	12,60	12,68	12,77	12,88
	11,3%	11,17	11,20	11,24	11,28	11,32	11,37	11,43

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2024 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2031



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Umsatz	97.826	80.220	122.292	136.750	134.010	139.080
Bestandsveränderungen	9.782	20.906	22.320	18.803	17.968	17.941
Gesamtleistung	107.608	101.126	144.612	155.553	151.978	157.021
Herstellungskosten	60.758	50.029	76.198	84.238	85.766	90.124
Bruttogewinn	37.068	30.191	46.094	52.512	48.244	48.956
Personalkosten	20.472	23.463	27.095	28.550	30.200	31.849
Sonstige betriebliche Erträge	1.553	1.686	2.495	1.929	1.946	2.086
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7.720	9.209	9.392	9.800	10.300	10.987
EBITDA	20.211	20.111	34.421	34.894	27.658	26.147
Abschreibungen & Amortisation AV	1.146	1.438	1.575	1.861	2.037	2.121
Abschreibungen UV	8.795	4.521	8.957	7.000	7.000	7.350
EBIT	10.270	14.152	23.889	26.032	18.620	16.676
Nettofinanzergebnis	-2.009	-2.767	-1.535	-1.713	-1.768	-1.938
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0
EBT	8.261	11.386	22.354	24.319	16.852	14.738
Steuern	3.010	3.613	5.810	7.296	5.056	4.421
Minderheitsbeteiligungen	0	0	-24	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	5.251	7.773	16.519	17.024	11.796	10.317
EPS (verwässert)	0,69	1,02	2,16	2,23	1,54	1,35
Kennzahlen						
Bruttomarge auf Gesamtleistung	34,4%	29,9%	31,9%	33,8%	31,7%	31,2%
Bruttomarge auf Umsatz	37,9%	37,6%	37,7%	38,4%	36,0%	35,2%
EBITDA-Marge	20,7%	25,1%	28,1%	25,5%	20,6%	18,8%
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	19,5%	19,0%	13,9%	12,0%
Nettomarge	5,4%	9,7%	13,5%	12,4%	8,8%	7,4%
Steuersatz	36,4%	31,7%	26,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalkosten	20,9%	29,2%	22,2%	20,9%	22,5%	22,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	11,5%	7,7%	7,2%	7,7%	7,9%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,2%	1,8%	1,3%	1,4%	1,5%	1,5%
Abschreibungen UV	9,0%	5,6%	7,3%	5,1%	5,2%	5,3%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	n.a.	-18,0%	52,4%	11,8%	-2,0%	3,8%
Operatives Ergebnis	n.a.	37,8%	68,8%	9,0%	-28,5%	-10,4%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	48,0%	112,5%	3,1%	-30,7%	-12,5%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	103.068	115.738	136.074	149.679	161.087	173.285
Liquide Mittel	9.498	9.505	3.797	17.545	34.989	46.951
Wertpapiere	12.570	14.656	7.270	7.270	7.270	7.270
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.499	10.317	17.278	16.860	14.686	15.242
Vorräte	25.384	36.443	45.883	46.158	42.296	41.975
Sonstige Forderungen	47.866	43.394	60.181	60.181	60.181	60.181
Anlagevermögen, gesamt	8.933	9.666	10.478	10.942	11.183	11.426
Sachanlagen	3.846	4.201	4.782	5.135	5.338	5.556
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	383	326	273	383	421	447
Finanzanlagen	4.704	5.139	5.424	5.424	5.424	5.424
Sonstige	0	0	0	0	0	0
Aktiva	112.001	125.404	146.552	160.621	172.270	184.711
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	39.115	30.551	36.271	34.609	34.756	38.174
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.281	2.000	4.346	3.000	3.000	6.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.196	6.234	6.864	8.078	8.224	8.642
Rückstellungen (kurzfristig)	18.876	11.476	16.151	16.151	16.151	16.151
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.762	10.841	8.909	7.380	7.380	7.380
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	26.964	42.863	43.544	44.544	46.544	47.544
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.011	29.010	28.937	29.937	31.937	32.937
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	15.953	13.853	14.606	14.606	14.606	14.606
Anteile Dritter	0	0	32	32	32	32
Eigenkapital	45.922	51.990	66.706	81.436	90.938	98.961
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542
Gewinnrücklagen	24.760	30.865	45.529	60.259	69.762	77.784
Passiva	112.001	125.404	146.552	160.621	172.270	184.711
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,63	3,79	3,75	4,32	4,63	4,54
Quick ratio (x)	1,99	2,60	2,49	2,99	3,42	3,44
Nettoverbindlichkeiten	5.794	21.505	29.486	15.392	-52	-8.014
Net Gearing	12,6%	41,4%	44,2%	18,9%	-0,1%	-8,1%
Buchwert je Aktie (in €)	6,01	6,80	8,72	10,65	11,89	12,94
Return on Equity (ROE)	11,4%	14,9%	24,8%	20,9%	13,0%	10,4%
Forderungsumschlag in Tagen	24,2	46,9	51,6	45,0	40,0	40,0
Vorratsumschlag in Tagen	152,5	265,9	219,8	200,0	180,0	170,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	19,2	45,5	32,9	35,0	35,0	35,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
EBIT	10.270	14.152	23.889	26.032	18.620	16.676
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.146	1.438	1.575	1.861	2.037	2.121
EBITDA	11.416	15.590	25.464	27.894	20.658	18.797
Veränderungen Working Capital	-20.327	-9.045	-27.327	1.357	6.182	182
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	3.498	-11.805	-1.527	-7.296	-5.056	-4.421
Operativer Cashflow	-5.413	-5.260	-3.390	21.955	21.784	14.558
Investitionen in Sachanlagen	-1.671	-1.949	-2.279	-2.051	-2.010	-2.086
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-292	-164	-145	-274	-268	-278
Freier Cashflow	-7.376	-7.373	-5.814	19.630	19.506	12.194
Akquisitionen und Verkäufe	141	265	340	0	0	0
Andere Investitionen	-558	-551	-377	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.380	-2.399	-2.461	-2.325	-2.278	-2.364
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.517	9.334	2.069	-2.059	232	2.062
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	-1.529	-1.682	-1.911	-3.823	-2.294	-2.294
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	988	7.652	158	-5.882	-2.062	-232
FOREX & sonstige Effekte	-4	15	-16	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-6.809	7	-5.708	13.748	17.444	11.962
Cash am Anfang der Periode	16.307	9.498	9.505	3.797	17.545	34.989
Cash zum Ende der Periode	9.498	9.505	3.797	17.545	34.989	46.951
EBITDA je Aktie	2,64	2,63	4,50	4,56	3,62	3,42
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	-2,8%	-35,6%	-747,7%	-0,8%	-33,2%
Freier Cashflow	n.a.	0,0%	-21,1%	-437,7%	-0,6%	-37,5%
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-0,5%	71,2%	1,4%	-20,7%	-5,5%

* In der Cashflowrechnung sind die Abschreibungen auf das Umlaufvermögen in "Veränderungen Working Capital" verbucht.

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	12. April 2017	€ 7,80	BUY	€ 14,00
2...1	↓	↓	↓	↓
2	21. April 2017	€ 8,88	BUY	€ 14,90
3	17. Mai 2017	€ 10,90	BUY	€ 14,90
4	7. Juni 2017	€ 12,01	BUY	€ 15,10
5	Today	€ 12,39	BUY	€ 16,40

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© 2017 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;

First Berlin weist darauf hin, dass Sie für das Erstellen der Wertpapieranalyse von der Emittentin bezahlt wurde und insoweit ein Interessenkonflikt bestehen kann. Der zuständige Analyst unterliegt bei der Erstellung des Researchs über die Aktie der ABO Wind AG keinerlei Weisungen, so dass First Berlin der Auffassung ist, dass ein Interessenkonflikt nicht besteht.

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.

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:

STRONG BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

BUY: erwartete positive Kursentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Kursentwicklung zwischen 0 % und 25 %

REDUCE: erwartete negative Kursentwicklung zwischen 0 % und -15 %

SELL: erwartete negative Kursentwicklung größer als -15 %

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, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.