

ABO Invest AG

Deutschland / Energieproduktion
 Börse Düsseldorf
 Bloomberg: ABO GR
 ISIN: DE000A1EWXA4

Wiederaufnahme
 der Coverage

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€2,40

53,4%
 Low

SUBSTANZWERT MIT WACHSTUMSFANTASIE

Die ABO Invest AG betreibt ein international sehr gut diversifiziertes Windparkportfolio mit einer Kapazität von ca. 130 MW. Die Aktie bietet Teilhabe an einem sehr soliden Substanzwert mit klarer Wachstumsperspektive. Langfristig garantierte staatliche Förderungen sorgen für sichere und stabile Cashflows. Wir nehmen die Coverage mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von €2,40 wieder auf.

Wachstumphantasie durch mittelfristiges Kapazitätsziel von 300 MW ABO Invest plant, ihr Portfolio bis Ende 2025 auf 300 MW auszubauen. Dies entspräche einer Vergrößerung des gegenwärtigen Portfolios um ca. 130%. Damit sollten Umsatz und Ertrag in den nächsten Jahren kräftig steigen.

Zugang zu Windparkprojekten von ABO Wind Die Kooperation mit ABO Wind gibt ABO Invest die Möglichkeit, auf internationaler Ebene qualitativ hochwertige und rentable Windparks von ABO Wind zu erwerben. Der direkte Zugang zu Projekten ist gerade für einen kleineren Grünstromproduzenten wie ABO Invest ein klarer Wettbewerbsvorteil.

Kapitalmarktstärke In den letzten Jahren hat die ABO Invest bewiesen, dass das Konzept, insbesondere private Anleger über die „Bürgerwindaktie“ an den Chancen der Grünstromproduktion zu beteiligen, voll aufgegangen ist. Seit der Börsennotierung im August 2011 hat das Unternehmen durch Eigenkapitalerhöhungen ca. €55 Mio. eingeworben. Die Platzierungsstärke ist neben dem direkten Projektzugang zentraler Grundpfeiler der Wachstumsstrategie und ein weiterer wesentlicher Wettbewerbsvorteil.

Rückkehr auf den Wachstumspfad nach schwachem Windjahr 2016 Nach einem kräftigen Wachstumssprung in 2015 dürften Umsatz und EBITDA in 2016E aufgrund europaweit insgesamt schwacher Windernten leicht hinter dem Vorjahresniveau zurückbleiben. Für 2017E erwarten wir eine Rückkehr auf den Wachstumspfad.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	18,40	29,16	27,99	31,88	34,85	37,68
Jährliches Wachstum	16,7%	58,5%	-4,0%	13,9%	9,3%	8,1%
EBIT (€ Mio.)	3,65	4,81	4,31	6,79	7,50	8,14
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	15,4%	21,3%	21,5%	21,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,86	-3,95	-2,40	0,54	0,90	1,10
EPS (verwässert) (€)	-0,13	-0,10	-0,05	0,01	0,02	0,02
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
FCF (€ Mio.)	-27,37	10,82	24,27	-4,96	-0,82	3,11
Nettoverschuldungsgrad	426,8%	435,7%	380,2%	324,0%	277,9%	243,6%
Liquide Mittel (€ Mio.)	7,77	11,36	11,16	19,28	28,58	39,83

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 Windparks. Gegenwärtig hat das Unternehmen 14 Windparks in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 130 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 9. Feb 2017

Schlusskurs	€ 1,56
Aktien im Umlauf	44,50 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 69,64 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,45 / 1,57
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	39.205

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	n.a.	n.a.	135,2
EV/Sales	7,3	7,6	6,6
EV/EBIT	44,0	49,1	31,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2016

Liquide Mittel	€ 13,22 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 16,62 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 10,54 Mio.
Bilanzsumme	€ 205,11 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 17,40 Mio.
Eigenkapital	€ 38,53 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

ABO Wind AG	10,0%
Free Float	90,0%



INHALT	SEITE
ABO Invest AG – Übersicht.....	1
Investment Case	3
SWOT-Analyse	4
Bewertung.....	7
<i>DCF-Modell</i>	8
Geschäftsbeschreibung	9
<i>Geschäftsmodell</i>	9
<i>Stromproduktion, Produktionskapazität und Umsatz</i>	10
<i>Portfolioüberblick</i>	13
Finanzlage und -ausblick	15
<i>Finanzlage</i>	15
<i>Finanzausblick</i>	20
Marktumfeld	25
<i>Der EU-Windmarkt</i>	25
<i>Deutschland</i>	26
<i>Frankreich</i>	27
<i>Irland</i>	28
<i>Finnland</i>	28
Management	29
Aktionärs- & Aktieninformationen	30
Gewinn- und Verlustrechnung.....	31
Bilanz	32
Cashflowrechnung	33



INVESTMENT CASE

GRUNDSOLIDER NACHHALTIGER SUBSTANZWERT MIT WACHSTUMSFANTASIE

Die ABO Invest AG erwirbt und betreibt Windkraftanlagen und investiert somit in Substanzwerte, die über viele Jahre durch die Produktion grünen Stroms stabile und über staatliche Förderungen abgesicherte Cashflows generieren. Damit ist die ABO Invest-Aktie ein grundsolider Substanzwert. Die Bürgerwindaktie bietet Investoren Zugang zu einem international sehr gut diversifizierten Windparkportfolio mit einer Kapazität von ca. 130 MW. In den letzten Jahren verzeichnete die Aktie eine kontinuierliche Wertsteigerung und hat im Zeitraum 31.12.2011-31.12.2016 um über 40% zugelegt. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 7%. Auffällig ist die außergewöhnlich geringe Volatilität der Aktie. In den letzten 5 Jahren betrug das Beta zum DAX lediglich 0,33.

ABO Invest plant, die Kapazität des Windparkportfolios bis Ende 2020 um über 50% auf 200 MW auszubauen. Bis Ende 2025 strebt das Unternehmen eine Portfoliogröße von 300 MW an. Damit sollte das Unternehmen in den nächsten Jahren deutlich steigende Umsätze und Ergebnisse erzielen. Wir rechnen damit, dass der Umsatz bis Ende 2025 auf ca. €57 Mio. steigt und sich damit ungefähr verdoppelt.

ZUGANG ZU QUALITATIV HOCHWERTIGEN INTERNATIONALEN PROJEKTEN DURCH KOOPERATION MIT ABO WIND

Die in 2010 vom Windparkentwickler ABO Wind gegründete ABO Invest hat die Möglichkeit, qualitativ hochwertige Windprojekte von ABO Wind zu marktüblichen Konditionen zu erwerben. Dieser direkte Zugang zu Projekten ist ein wichtiger Wettbewerbsvorteil für ABO Invest. Das Unternehmen hat damit gute Voraussetzungen, sein Portfolio zügig und auf internationaler Basis zu vergrößern und hat dank der engen Zusammenarbeit mit ABO Wind nur minimale Projektsuch- und -prüfkosten. Mit ABO Wind verfügt die ABO Invest über einen starken Kooperationspartner und Windkraftpionier mit zwanzigjähriger Branchenerfahrung. ABO Wind hat 600 Windkraftanlagen mit einer Gesamtkapazität von über 1.200 MW errichtet und verfügt über eine gut gefüllte internationale Projektpipeline.

Die ABO Invest ist rechtlich, wirtschaftlich, organisatorisch und technisch unabhängig von der ABO Wind. Lediglich die Vorstände der ABO Invest, Herr Dr. Ahn und Herr Höllinger, sind auch im Vorstand der ABO Wind AG.

PLATZIERUNGSSTÄRKE JAHRELANG UNTER BEWEIS GESTELLT

In den letzten Jahren hat die ABO Invest bewiesen, dass das Konzept, insbesondere private Anleger über die Bürgerwindaktie an den Chancen der Grünstromproduktion zu beteiligen, voll aufgegangen ist. Seit der Börsennotierung im August 2011 hat das Unternehmen 12 Kapitalerhöhungen zur Finanzierung des Portfolioausbaus durchgeführt, insgesamt ca. €55 Mio. eingesammelt und die Aktienzahl von 5 Mio. auf 47,5 Mio. gesteigert (nach Eintragung der jüngsten Kapitalerhöhung um 3 Mio. Aktien). Mit steigender Marktkapitalisierung und Liquidität wird die Aktie auch für institutionelle Investoren zu einem immer attraktiveren Titel. Auch in Zukunft plant ABO Invest, ihr bewährtes Bürgerwindaktienmodell zur Einwerbung von Eigenkapital zu nutzen, um das geplante Wachstum zu finanzieren.



SWOT-ANALYSE

STÄRKEN

- **Solider Substanzwert** Das Windparkportfolio von ABO Invest generiert langfristig stabile Cashflows, da der von den Windparks produzierte Strom langfristig fixierte Förderungen erhält, die staatlich garantiert sind. ABO Wind hat die ABO Invest in 2010 gegründet, um Investoren die Teilhabe an einem diversifizierten Windparkportfolio zu ermöglichen. Während klassische Beteiligungen an einem Windpark z.B. über Genussrechte normalerweise nicht handelbar sind, kann die Bürgerwindaktie jederzeit ge- und verkauft werden. Außerdem ist die Beteiligung an einem diversifizierten Portfolio mit deutlich geringeren Risiken verbunden als die Beteiligung an einem einzelnen Windpark.
- **Zugang zu internationalen Projekten durch Kooperation mit ABO Wind** ABO Invest kann qualitativ hochwertige Windprojekte von der ABO Wind AG, einem großen deutschen Projektentwickler mit internationaler Projektpipeline und zwanzigjähriger Branchenerfahrung, zu marktüblichen Konditionen erwerben. ABO Wind beschäftigt weltweit ca. 400 Mitarbeiter und erwirtschaftete in 2015 eine Gesamtleistung von €101 Mio. Der direkte Zugang zu Projekten ist ein wichtiger Wettbewerbsvorteil für ABO Invest. Das Unternehmen kann sein Portfolio zügig und auf internationaler Basis vergrößern und hat dank der engen Zusammenarbeit mit ABO Wind nur minimale Projektsuch- und -prüfkosten.
- **Kapitalmarktstärke** Der Kauf von Windparks wird über Eigenkapital und Fremdkapital finanziert (übliches Mischungsverhältnis: ca. 20% EK / 80% FK). Dabei ist der Eigenkapitalsockel für die Banken die Voraussetzung für die Kreditbewilligung. ABO Invest nutzt den Kapitalmarktzugang sehr erfolgreich, um das für den Ausbau des Grünstromportfolios notwendige Eigenkapital einzuwerben. Insbesondere private Anleger nutzen das Konzept der Bürgerwindaktie, um sich am Unternehmenserfolg und an der Produktion grünen Stroms zu beteiligen.

SCHWÄCHEN

- **Geringe Eigenkapitalquote** Zum Ende des ersten Halbjahres 2016 betrug die Eigenkapitalquote ca. 19%. Zwar liegt die Quote damit auf einem niedrigen Niveau, allerdings ist eine solche Quote für Windparkbetreiber durchaus typisch, da Windparks üblicherweise zu ca. 80% über Fremdkapital finanziert werden. Da die FK-Finanzierungen non-recourse auf Ebene der Projektgesellschaft vergeben werden und üblicherweise über die zukünftigen Cashflows des einzelnen Windparks abgesichert sind, haftet die ABO Invest AG nicht für diese Kredite.
- **Bisher hat ABO Invest Verluste gemacht** Typischerweise ist die Ertragslage bei Windparks in den ersten Jahren durch Verluste geprägt, die von den hohen Abschreibungen und den anfänglich hohen Zinsaufwendungen herrühren. Ausschüttungsfähige Gewinne ergeben sich auf Projektebene üblicherweise erst nach 8-10 Jahren. Unabhängig davon erwirtschaften die Windparks in der Regel ab dem zweiten Betriebsjahr positive operative Cashflows, so dass die Windparks



nach dem Erbringen des Kapaldienstes bereits freie Liquidität an die ABO Invest abführen können.

- **Investitionen belasten Cashflow** Der geplante Ausbau des Portfolios erfordert gemäß unserem Portfolioerweiterungsmodell in den nächsten Jahren hohe Investitionen von unter €30 Mio. p.a. und belastet den freien Cashflow. Die Investitionen sind die Grundlage für die Generierung hoher und im Zeitablauf ansteigender Cashflows in der Zukunft.

CHANCEN

- **Wachstum durch Portfolioausbau** ABO Invest plant, ihr Windparkportfolio bis 2025 auf ca. 300 MW auszubauen. Dies entspricht einer Kapazitätserhöhung um ca. 130% gegenüber dem heutigen Portfolioumfang. Damit verfügt ABO Invest über eine klare und fokussierte Wachstumsstrategie. Da Investoren größeren Portfolios dank des geringeren Risikos einen relativ höheren Wert beimessen als kleineren Portfolios, sollte auch die ABO Invest-Aktie sukzessive von diesem Bewertungsaufschlag profitieren. In den letzten 5 Jahren (31.12.2011-31.12.2016) stieg der Aktienkurs um über 40%, und ABO Invest hat ihre Marktkapitalisierung von €11 Mio. auf über €69 Mio. mehr als versechsfacht.
- **Diversifizierung senkt Risiko** Das gegenwärtige Portfolio enthält 14 Windparks in vier verschiedenen Ländern (Deutschland, Frankreich, Irland, Finnland) und eine Biogasanlage. Mit zunehmender Diversifizierung über Windregionen, Hersteller und Anlagentypen gleichen sich die Ertragsschwankungen einzelner Parks untereinander immer besser aus. Dies erhöht die Prognosegenauigkeit bei Umsatz und Ertrag.
- **Verbesserung von Finanzierungsstruktur und -konditionen** Der Rückkauf von hochverzinslichen Genussscheinen, die der Finanzierung des irischen Windparks Glenough gedient haben und die Refinanzierung der Darlehen für den Windpark sollten die jährliche Zinsbelastung um ca. €1,0 Mio. senken.

RISIKEN

- **Schwache Windjahre** Die Schwankungen bei der Windernte können auf Einzelparkebene durchaus bei +/-20% p.a. liegen. Auch wenn die Diversifizierung das Gesamtportfolio weniger schwankungsanfällig macht, führen europaweit schwache Windjahre – wie z.B. in 2016 – zu unterdurchschnittlichen Umsätzen und Gewinnen. Im langfristigen Mittel sollten sich schwache und starke Windjahre allerdings ausgleichen.
- **Unterdurchschnittliche technische Verfügbarkeit** Windturbinen sind heute technisch ausgereifte und sehr zuverlässige Kraftwerke. So garantieren viele Hersteller im Falle des Abschlusses von Vollwartungsverträgen eine technische Verfügbarkeit von mindestens 97%. Die ABO Invest nutzt diese Vertragsform zur Reduzierung des technischen Risikos und setzt auf eine Diversifizierung von Anlagentypen und -herstellern.



- **Ungünstigere Regulierung** Für bereits in Betrieb befindliche Windparks besteht bezüglich der langfristigen staatlichen Förderung normalerweise Vertrauensschutz. Daher ist der Windparkbestand nicht von möglichen Änderungen der Förderlandschaft betroffen. Die Rentabilität zukünftiger Projekte kann allerdings von einer ungünstigen Regulierungsänderung betroffen sein. Durch solche Änderungen könnte es ABO Invest schwerer fallen, rentable Projekte zu erwerben.



BEWERTUNG

Wir berechnen den fairen Wert von ABO Invest auf der Basis eines DCF-Modells, das die zukünftig generierten freien Cashflows auf den Gegenwartswert (GW) abdiskontiert.

Unser DCF-Modell führt zu einem fairen Wert pro ABO Invest-Aktie von €2,40.

Wir verwenden ein Drei-Phasen-Modell, welches die Phase bis einschließlich 2018E detailliert schätzt. Die Phase von 2019E bis 2030E wird anhand von Annahmen zu den wichtigsten modellrelevanten Größen geschätzt. Dabei unterstellen wir, dass ABO Invest nach der Expansionsphase, also ab 2026E, gleichbleibende Umsätze generiert und den Buchwert der Sachanlagen (Windparks) konstant hält.

Als Eigenkapitalkosten legen wir einen Zinssatz von 7,0% zugrunde. Neben der Rendite für eine risikolose Anlage von 0,5% und der Marktrendite von 5,0% fließt ein unternehmensspezifischer Risikofaktor in die Berechnung der Eigenkapitalkosten ein. Dieser Risikofaktor berücksichtigt Größen wie Ertragsqualität, Managementstärke, finanzielles Risiko, Wettbewerbsposition und regulatorische Sicherheit. Als durchschnittlichen Fremdkapitalsatz unterstellen wir 4,0%. Wir gehen davon aus, dass ABO Invest eine für den Eigenbetrieb von Windkraft- und Biogasanlagen typische Aufteilung von Eigenkapital- und Fremdkapital von 20% zu 80% anstrebt. Damit ergibt sich bei einem unterstellten Steuersatz von 11% ein WACC (Weighted Average Cost of Capital) von 4,2%.

Das DCF-Modell basiert auf folgenden Annahmen:

- Das Portfolio wird bis 2025E auf knapp 300 MW erweitert (vgl. dazu den Abschnitt „Finanzlage und Ausblick“).
- Die Abschreibungsdauer der Anlagen im bestehenden Portfolio liegt bei 16 Jahren. Für Neuinvestitionen ab 2017 unterstellen wir ebenfalls eine durchschnittliche Abschreibungsdauer von 16 Jahren.
- Die Einspeisevergütungen in Deutschland sind für 20 Jahre fixiert, in Irland und Frankreich für 15 Jahre und in Finnland für 12 Jahre. Für Neuinvestitionen ab 2017 gehen wir von einer Einspeisevergütungsdauer von 15 Jahren aus.
- Der durchschnittliche Steuersatz beträgt 11%. Der niedrige Steuersatz resultiert aus hohen steuerlichen Verlustvorträgen und vorteilhaften steuerlichen Regelungen in den Ländern, in denen ABO Invest Strom produziert.
- Die Anzahl der Aktien steigt in den kommenden Jahren aufgrund der unterstellten jährlichen Kapitalerhöhungen von gegenwärtig 44,50 Mio. (nach Eintragung der jüngsten Kapitalerhöhung steigt die Zahl auf 47,50 Mio.) auf 76,89 Mio. Stück. Wir diskontieren die in den nächsten Jahren jeweils hinzukommenden Aktien mit dem WACC von 4,2% auf den Gegenwartswert ab und erhalten so eine verwässerte Aktienanzahl von 27,01 Mio., die zur gegenwärtigen Aktienanzahl von 44,50 Mio. addiert wird. Damit ergibt sich insgesamt eine verwässerte Aktienanzahl von 71,51 Mio. Stück.
- Die aus den Kapitalerhöhungen eingeworbenen liquiden Mittel zinsen wir ebenfalls auf den Gegenwartswert ab und addieren die Summe dieser Gegenwartswerte (ca. €54 Mio.) zur Nettoverbindlichkeiten-/Nettocashposition.



DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoumsatz	31.876	34.851	37.684	40.919	44.557	48.094	51.596	54.788
NOPLAT	6.764	7.462	8.089	9.277	10.608	11.296	12.250	12.944
+ Abschreibungen	17.330	19.018	20.609	21.932	23.354	25.390	27.149	28.850
= Operativer Cashflow (netto)	24.094	26.480	28.698	31.210	33.962	36.686	39.399	41.793
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-29.050	-27.302	-25.591	-33.061	-32.147	-31.189	-30.269	-29.336
Capex	-28.500	-26.790	-25.183	-32.569	-31.592	-30.645	-29.725	-28.834
Working Capital	-550	-512	-409	-492	-555	-544	-544	-503
= Freier Cashflow (FCF)	-4.956	-823	3.107	-1.852	1.815	5.497	9.130	12.457
GW der FCFs	-4.776	-760	2.755	-1.575	1.481	4.302	6.855	8.971

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2017E-2030E)	73.238
GWs der FCFs in der Terminalperiode	188.032
Unternehmenswert (EV)	261.270
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-88.254
+ Investitionen / Anteile Dritter	289
Shareholder Value	173.305
Verwässerte Aktienzahl	71.505
Fairer Wert je Aktie	2,40

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
Eigenkapitalkosten	7,0%							
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%	2,7%	3,13	3,57	4,15	4,93	6,07	7,85
Normaler Steuersatz	11,0%	3,2%	2,55	2,88	3,29	3,83	4,57	5,64
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,6%	3,7%	2,09	2,33	2,64	3,03	3,54	4,23
EK-Anteil	20,0%	4,2%	1,70	1,90	2,13	2,42	2,79	3,26
FK-Anteil	80,0%	4,7%	1,39	1,54	1,72	1,94	2,21	2,56
		5,2%	1,12	1,24	1,38	1,56	1,76	2,02
Fairer Wert je Aktie	2,40	5,7%	0,89	0,99	1,10	1,24	1,40	1,59

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2024 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2030



GESCHÄFTSBESCHREIBUNG

Die ABO Invest AG wurde im Juli 2010 von der ABO Wind AG als alleinige Gesellschafterin gegründet. Seitdem hat ABO Invest ihr Portfolio sukzessive auf ca. 130 MW ausgebaut. Das Unternehmen strebt eine marktgerechte Eigenkapitalrendite an, die in der Vergangenheit bei mindestens 7% p.a. lag. Ab dem Geschäftsjahr 2020 will ABO Invest eine Dividende ausschütten. Das Unternehmen hat zwei Mitarbeiter und wird von den beiden Vorständen Dr. Jochen Ahn und Andreas Höllinger geleitet, die zugleich Vorstände der ABO Wind AG sind. Die ABO Invest-Aktie wird im Freiverkehr der Börse Düsseldorf gehandelt. Die ABO Wind AG ist gegenwärtig mit ca. 10% größter Aktionär. Das Unternehmen bilanziert nach HGB. Es hat seinen Sitz in Wiesbaden.

GESCHÄFTSMODELL

Die ABO Invest erwirbt und betreibt Windparks und eine Biogasanlage. Ende 2016 umfasste das Grünstromanlagenportfolio 14 Windparks (62 Windkraftanlagen) und eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 130 MW. Das mit der Kapazität gewichtete Alter des Portfolios beträgt etwas mehr als fünf Jahre. Umsatz wird durch den Verkauf des produzierten grünen Stroms generiert. Die Grünstrompreise profitieren von staatlichen Förderungen wie Einspeisevergütungen, die über einen längeren Zeitraum garantiert sind. Die Stromproduktion des Portfolios und einzelner Windparks kann auf der Homepage des Unternehmens eingesehen werden. Auch die Prognose der durchschnittlichen jährlichen Stromproduktion macht ABO Invest transparent. Die jährlichen Umsätze jedes Windparks und der Biogasanlage und die jeweiligen Beiträge zum Konzernergebnis nach Steuern können im Jahresbericht eingesehen werden.

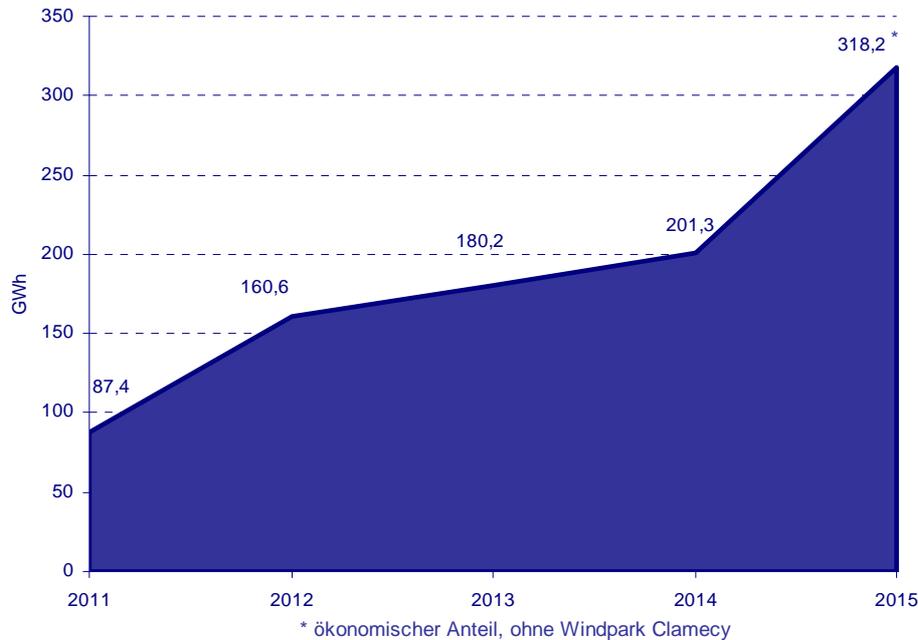
Das Portfolio basiert auf einem ausgewogenen Regionen-, Länder-, Hersteller- und Anlagentypenmix. Gegenwärtig betreibt das Unternehmen Windparks in Irland, Frankreich, Finnland und Deutschland. Die Biogasanlage Samswegen (0,8 MW) befindet sich ebenfalls in Deutschland. Turbinenlieferanten sind Nordex, Senvion, GE, Vestas und AN Bonus (heute Siemens). Langfristige Vollwartungsverträge mit den Anlagenherstellern sichern eine hohe technische Anlagenverfügbarkeit. Das Fremdkapital zur Finanzierung des Kaufs eines Windparks wird non-recourse von Banken bereitgestellt. Dabei geht das Unternehmen Zinsbindungen von mindestens 10 Jahren ein oder schließt Zinssicherungsgeschäfte ab, um eine langfristig verlässliche Kalkulationsgrundlage zu haben. Durch den Fokus auf den Euroraum werden Fremdwährungsrisiken ausgeschlossen.

Durch Liquiditätsüberschüsse aus laufenden Windparks und Kapitalerhöhungen finanziert das Unternehmen den weiteren Ausbau des Portfolios und zielt bis 2020 auf ein Portfoliovolumen von 200 MW und bis 2025 von 300 MW. Beim Erwerb neuer Windparks investiert ABO Invest ausschließlich in schlüsselfertige Projekte mit gesichertem Netzanschluss, um Entwicklungs- und Errichtungsrisiken auszuschließen. Beim Portfolioausbau achtet ABO Invest auf die Einhaltung einer marktgerechten Mindestrendite. Grundlage für die Renditeberechnung, die auf Basis zweier unabhängiger Windgutachten erstellt wird, ist der Ertrag in einem durchschnittlichen Windjahr nach technischen Abzügen und einem Sicherheitsabschlag von etwa 7-9%. Dieser Sicherheitsabschlag entspricht dem so genannten P75-Wert, der besagt, dass der prognostizierte Energieertrag im langjährigen Durchschnitt mit einer Wahrscheinlichkeit von 75% erreicht oder übertroffen wird.

STROMPRODUKTION, PRODUKTIONSKAPAZITÄT UND UMSATZ

Seit ihrer Gründung in 2010 hat die ABO Invest AG ihre Grünstromproduktion sukzessive erhöht. Lag die Stromproduktion in 2011 noch bei 87,4 GWh, so betrug sie in 2015 bereits 318,2 GWh. Dies entspricht einer Steigerung um 264% in vier Jahren (vgl. Abbildung 1).

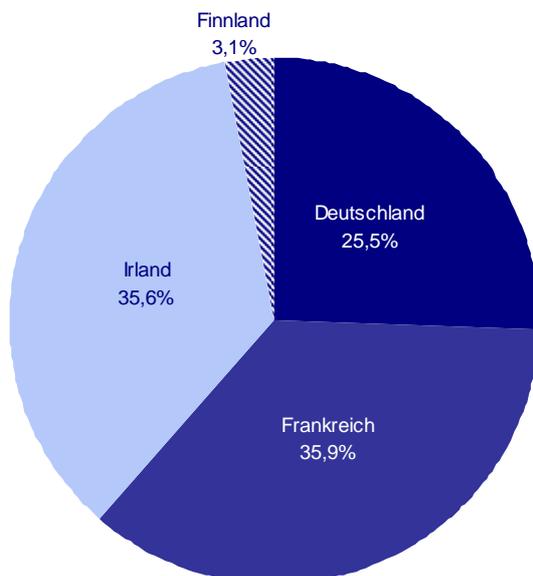
Abbildung 1: (Anteilige) Stromproduktion in GWh 2011-2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Die Stromproduktion des Portfolios verteilt sich seit dem Kauf des finnischen Windparks Haapajärvi auf die vier Länder Frankreich, Deutschland, Irland und Finnland. In 2015 lag der Anteil Frankreichs an der tatsächlichen Stromproduktion mit 35,9% vor dem von Irland mit 35,6%. Deutschland folgte mit 25,5% und Finnland mit 3,1% (vgl. Abbildung 2).

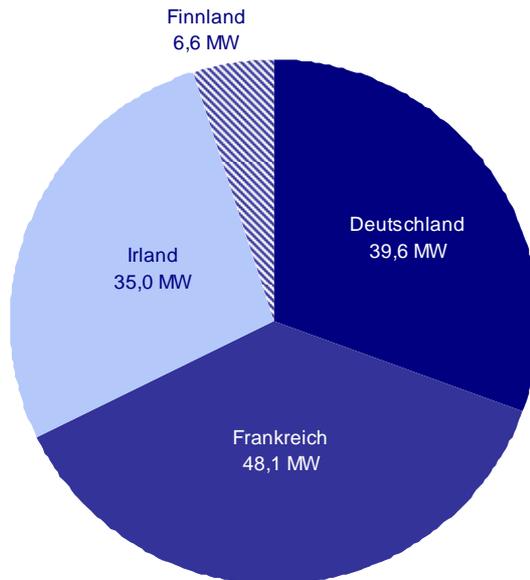
Abbildung 2: Geografische Verteilung der tatsächlichen Stromproduktion in 2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Die Stromproduktion fußt auf den in den jeweiligen Ländern installierten Kapazitäten und den regionalen Windverhältnissen. Ende 2016 betrug die in Frankreich installierte Kapazität 48,1 MW. An zweiter Stelle steht Deutschland mit 39,6 MW (inklusive der Biogasanlage mit 0,8 MW), gefolgt von Irland mit 35,0 MW und Finnland mit 6,6 MW (vgl. Abbildung 3). Im ersten Halbjahr 2016 wurde der französische Windpark Clamecy (ökonomischer Anteil ABO Invest: 8,0 MW) verkauft und ein 83,5%iger – und inzwischen weiter aufgestockter – Anteil am deutschen Windpark Wennerstorf (5,2 MW) von ABO Wind erworben.

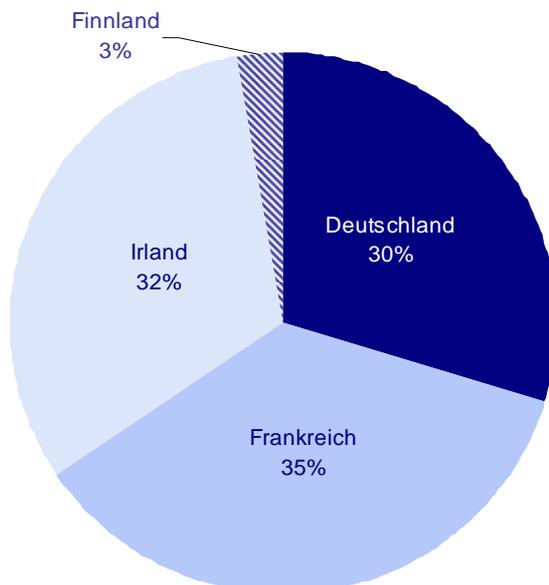
Abbildung 3: Geografische Verteilung der Grünstromkapazitäten Ende 2016



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Der Umsatz der ABO Invest lag in 2015 bei €29,2 Mio. Frankreichs Beitrag lag bei 35%, gefolgt von Irland mit 32% und Deutschland mit 30%. Zum ersten Mal trug Finnland nach der Inbetriebnahme des Windparks Haapajärvi im Juli 2015 mit 3% zum Umsatz bei.

Abbildung 4: Regionale Verteilung des Umsatzes in 2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Der Risikodiversifizierungseffekt durch die Streuung der Windparks über verschiedene Länder lässt sich in Abbildung 5 ablesen. Während auf Länderebene im Zeitraum 2011-2015 Plan/Ist-Abweichungen von -15,8% bis +10,6% p.a. auftraten, lag die Schwankungsbreite des gesamten Portfolios in demselben Zeitraum bei -7,8% bis +5,0% p.a. und war damit insgesamt deutlich geringer als auf Länderebene. Über den gesamten Zeitraum 2011-H1/16 lag die Plan/Ist-Abweichung bei lediglich -1,9%. Wie zu erwarten lag der mehrjährige Durchschnitts-Ist-Wert damit nahe beim Planwert. Der Risikodiversifizierungseffekt hat damit in der Praxis sowohl geografisch als auch im Zeitablauf funktioniert. Gute und schlechte Windjahre gleichen sich im langfristigen Mittel tendenziell aus.

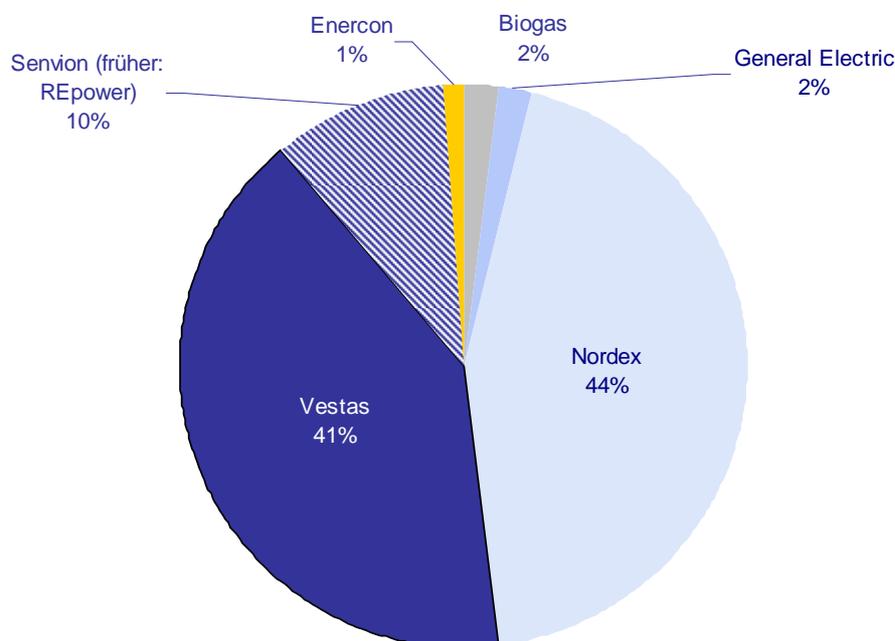
Abbildung 5: Plan/Ist-Abweichungen der Stromerträge 2011-H1/16

Plan/Ist-Abw. Stromerträge	2011	2012	2013	2014	2015	H1 2016	seit 2011
Deutschland	-0,4%	-0,2%	-9,1%	-15,8%	-1,4%	-5,0%	-4,9%
Frankreich	1,4%	-1,4%	-5,2%	-10,4%	-2,8%	6,9%	-2,3%
Irland	10,6%	-3,6%	2,2%	-4,0%	4,9%	-10,9%	-0,6%
Finnland	-	-	-	-	10,5%	-8,3%	0,5%
Portfolio	5,0%	-2,7%	-1,1%	-7,8%	0,7%	-2,7%	-1,9%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

ABO Invest arbeitet mit den großen Turbinenherstellern zusammen und sichert sich über Vollwartungsverträge hohe technische Verfügbarkeiten. Um das Risiko auch auf der Herstellerseite zu streuen, bevorzugt das Unternehmen eine Mischung verschiedener Hersteller (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Verteilung der prognostizierten Strommengen nach Herstellern in 2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

PORTFOLIOÜBERBLICK

Einen Überblick über das Portfolio, gestaffelt nach Ländern und Windparks bzw. der Biogasanlage, gibt Abbildung 7. Das Portfolio verfügt über eine Stromproduktionskapazität von 132,8 MW, davon sind 129,3 MW der ABO Invest ökonomisch zuzurechnen. In einem durchschnittlichen Windjahr dürfte die Stromproduktion bei knapp 345 GWh liegen. ABO Invests ökonomischer Anteil an der Stromproduktion belief sich auf über 334 GWh. Der älteste sich im Portfolio befindliche Windpark (Wennerstorf) wurde in 2003 in Betrieb genommen. Der jüngste ist der in Finnland befindliche Windpark Haapajärvi, der Mitte 2015 den Betrieb aufgenommen hat. Üblicherweise hält ABO Invest 100% an den Windparkgesellschaften. Ausnahmen sind Weilrod (80%) und Wennerstorf (96,5%). Die Windparkkapazitäten variieren von kleinen Windparks wie Broich (2,4 MW) bis zu großen wie Glenough mit insgesamt 35 MW. Der unterschiedliche spezifische Output (MWh/MW) pro Windpark ist ein Indiz für den technischen Fortschritt der Windkraft. Ein relativ alter Park wie der in 2003 in Betrieb gegangene Windpark Wennerstorf erreicht ungefähr 1.300 MWh/MW, moderne Windparks wie Haapajärvi kommen auf ca. 3.300 MWh/MW. Neben der Windtechnologie spielen die lokalen Windverhältnisse eine wichtige Rolle für den spezifischen Output. Die Förderdauer für die deutschen Windparks beläuft sich auf 20 Jahre. In Frankreich und Irland beträgt sie 15 Jahre, und der finnische Windpark erhält über 12 Jahre staatlich garantierte Einspeisevergütungen. Während die Einspeisetarife in Frankreich und Irland einmal jährlich an die allgemeine Preisentwicklung angepasst werden, bleiben sie in Deutschland und Finnland für den gesamten Förderzeitraum konstant. Die Höhe der Förderung ist je nach Land und Inbetriebnahmezeitpunkt unterschiedlich. Sie liegt bei den Windparks zwischen knapp 8 €/Ct/kWh und etwas über 10 €/Ct/kWh. Die Biogasanlage Samswegen erhält knapp 24 €/Ct/kWh.

Abbildung 7: Grünstromportfolio von ABO Invest

Windpark/ Biogasanlage	Inbetrieb- nahme	Ende der Förderung	Beteiligungs- quote	Kapazität in MW	Prognose MWh p.a.	MWh/MW	Vergütung pro MWh (€)
Deutschland							
Broich	2007	2027	100,0%	2,4	4.520	1.883	85,4
Düngenheim	2009	2029	100,0%	4,0	7.595	1.899	100,9
Framersheim II	2013	2033	100,0%	3,4	7.800	2.294	101,8
Losheim	2004	2024	100,0%	4,5	6.073	1.350	97,9
Repperndorf	2009	2029	100,0%	6,0	10.923	1.821	101,1
Samswegen	2009	2029	100,0%	0,8	6.230	7.788	239,3
Weilrod	2014	2034	80,0%	16,8	49.520	2.948	87,8
Wennerstorf	2003	2023	96,5%	5,2	6.768	1.302	91,6
Frankreich							
Couffé	2014	2029	100,0%	10,0	20.760	2.076	85,9
Cuq	2009	2024	100,0%	12,0	18.610	1.551	94,0
Escamps	2013	2028	100,0%	4,1	9.710	2.368	86,1
St. Nicolas des Biefs	2015	2030	100,0%	14,0	42.070	3.005	85,8
Souilly La Gargasse	2012	2027	100,0%	8,0	18.901	2.363	87,9
Irland							
Glenough	2011	2026	100,0%	32,5	107.080	3.295	78,3
Glenough 14	2013	2028	100,0%	2,5	6.320	2.528	78,3
Finnland							
Haapajärvi	2015	2027	100,0%	6,6	21.747	3.295	83,5
Summe				132,8	344.627		
Summe anteilig				129,3	334.486		

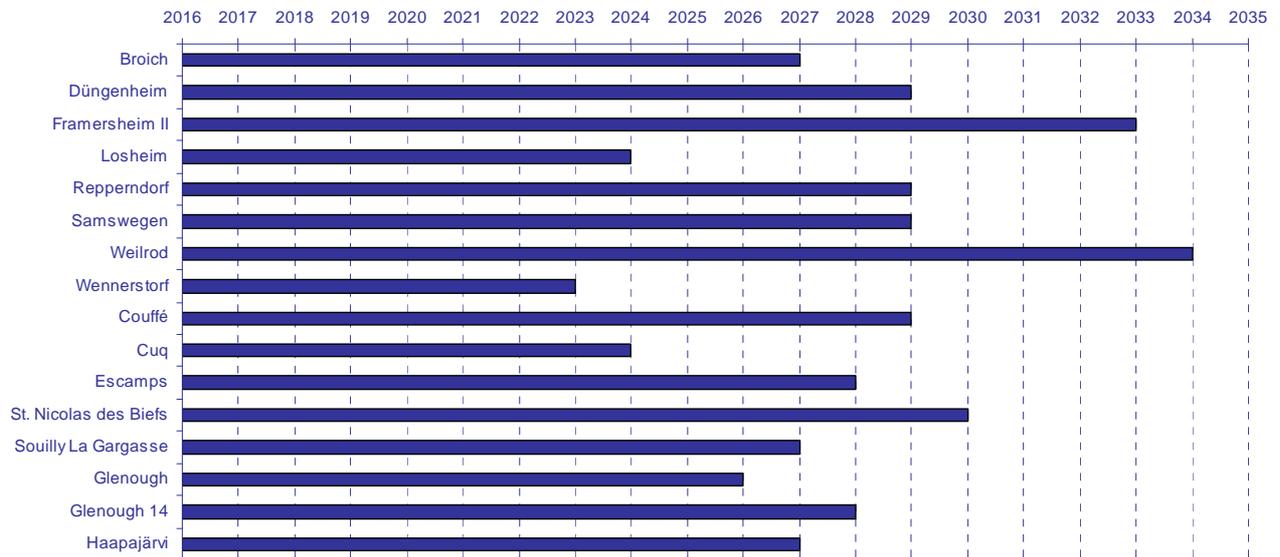
Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Aus dem Jahr der Inbetriebnahme und der Dauer der Einspeisevergütungen lässt sich ableiten, wie lange jeder Windpark noch von der Förderung profitiert. Da das Windparkportfolio von ABO Invest mit einem kapazitätsgewichteten Alter von etwas über 5



Jahren noch recht jung ist, profitiert das Unternehmen insgesamt noch viele Jahre von den Einspeisevergütungen. Der erste Windpark (Wennerstorf) läuft 2023 aus der Förderung (für einen Überblick vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Dauer der Förderung für die Windparks und die Biogasanlage



Quelle: First Berlin Equity Research

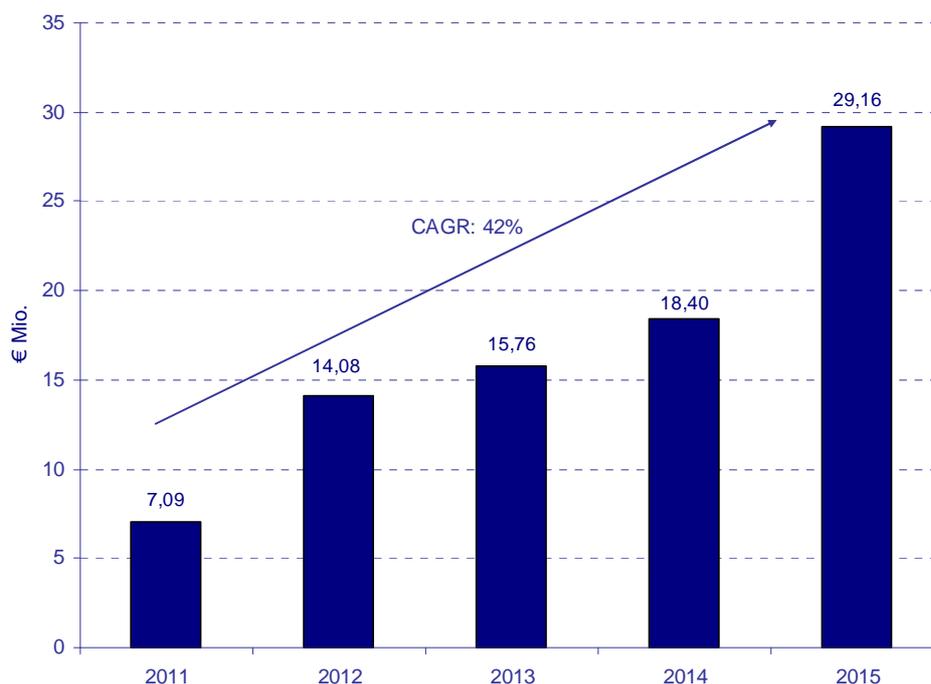
FINANZLAGE UND -AUSBLICK

FINANZLAGE

Deutliche Umsatz- und EBITDA-Steigerung in den letzten Jahren

ABO Invest hat ihren Umsatz im Zeitraum 2011-15 von €7,1 Mio. auf €29,2 Mio. mehr als vervierfacht (vgl. Abbildung 9). Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 42%. Basis für die Umsatzsteigerung war der Ausbau des Windanlagenportfolios von ca. 27 MW Ende 2010 auf ca. 130 MW Ende 2015.

Abbildung 9: Entwicklung des Umsatzes 2011-2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Der Bruttogewinn liegt nur unwesentlich unterhalb des Umsatzes, da ABO Invest fast keine Materialkosten hat. Lediglich die Rohstoffversorgung der Biogasanlage Samswegen kostet jährlich ca. €0,4 Mio.

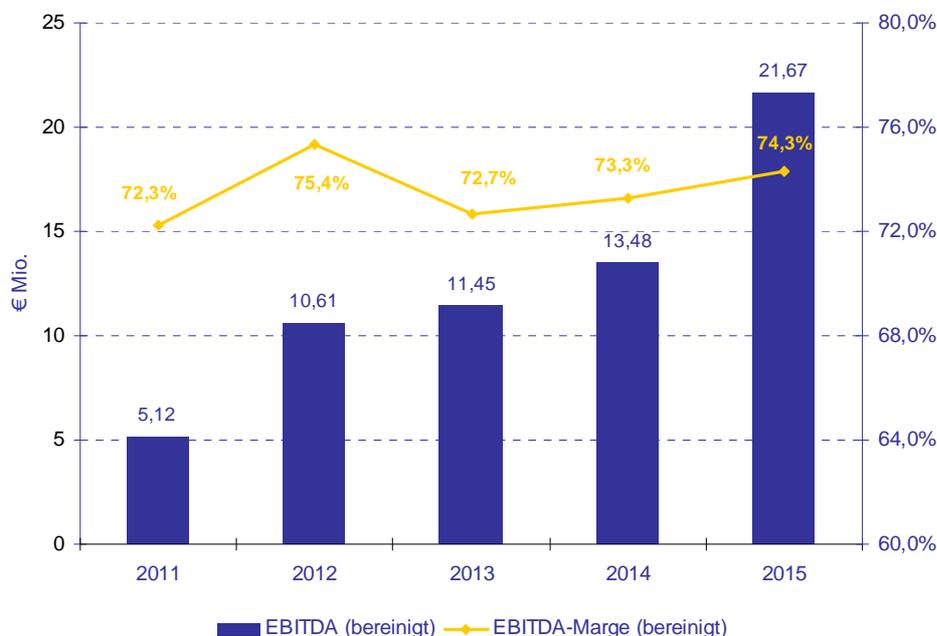
Abschreibungen stellen aufgrund der hohen Kapitalintensität des Geschäftsmodells die Hauptaufwandsposition dar (2015: €17,0 Mio., 2014: €10,5 Mio.). Die betrieblichen Aufwendungen sind die zweite wesentliche Aufwandsposition (2015: €7,5 Mio., 2014: €8,2 Mio.). Sie spiegeln insbesondere die operativen Kosten des Betriebs der Windparks wider.

Das EBITDA, bereinigt um sonstige betriebliche Erträge aus Einmaleffekten, stieg von €5,1 Mio. in 2011 auf €21,7 Mio. in 2015. Dies entspricht ebenfalls mehr als einer Vervielfachung. Die CAGR lag bei 43%. Die bereinigte EBITDA-Marge schwankte 2011-15 in einem Korridor von ca. 72% und 75% (vgl. Abbildung 10 auf der nächsten Seite). Das bereinigte EBIT lag 2015 bei €4,7 Mio. (2014: 3,0 Mio.). Dies entsprach in beiden Jahren einer bereinigten EBIT-Marge von 16%.

Zinsen und ähnliche Aufwendungen stiegen 2015 auf €8,1 Mio. (2014: €7,2 Mio.). Wesentlicher Grund für den Anstieg ist die höhere Finanzverschuldung. Das Nettoergebnis betrug 2015 €-4,0 Mio. (2014: €-3,9 Mio.). Die negativen Nettoergebnisse der letzten Jahre

sind durchaus typisch für das Geschäftsmodell. Normalerweise sind Windparks in den ersten Jahren aufgrund der hohen Abschreibungen und Zinszahlungen defizitär. Erst nach ca. 8-10 Jahren ergeben sich in der Regel ausschüttungsfähige Gewinne auf Projektebene.

Abbildung 10: EBITDA und EBITDA-Marge 2011-15, jeweils bereinigt



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Die EPS lagen in 2015 bei €-0,10 (2014: €-0,13). Die den EPS zugrunde liegende durchschnittliche Aktienzahl stieg von 30,6 Mio. in 2014 auf 39,9 Mio. in 2015. Zum Jahresende 2015 lag die Aktienzahl bei 43,25 Mio. Abbildung 11 gibt die Umsatz- und Ergebniskennzahlen wider. Bei EBITDA und EBIT sind die unbereinigten Werte dargestellt.

Abbildung 11: Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2012-15

in € Mio.	2012A	2013A	2014A	2015A
Umsatz	14,09	15,76	18,40	29,16
Wachstum	98,6%	11,9%	16,7%	58,5%
Bruttogewinn	13,70	15,38	18,01	28,72
Marge	97,2%	97,6%	97,9%	98,5%
EBITDA (unbereinigt)	10,82	12,48	14,14	21,82
Marge	76,8%	79,2%	76,8%	74,8%
EBIT (unbereinigt)	3,17	4,02	3,65	4,81
Marge	22,5%	25,5%	19,8%	16,5%
EBT	-3,10	-3,77	-3,44	-3,35
Marge	-22,0%	-23,9%	-18,7%	-11,5%
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-3,28	-4,09	-3,86	-3,95
Marge	-23,3%	-26,0%	-21,0%	-13,6%
EPS (verwässert, in €)	-0,24	-0,20	-0,13	-0,10

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Abbildung 12 auf der nächsten Seite gibt die (vollkonsolidierte) Stromproduktion, den Umsatz, den Umsatz pro MWh und den Ergebnisbeitrag nach Steuern auf Windparkebene und für die Biogasanlage Samswegen in 2015 wider.

**Abbildung 12: Stromproduktion, Umsatz und Ergebnisbeitrag in 2015, disaggregiert**

Windpark/ Biogasanlage	Produktion (MWh)	Umsatz (tsd. €)	Umsatz pro MWh	Ergebnisbeitrag nach Steuern (€tsd.)
Deutschland				
Broich	4.721	400	85	-54
Düngenheim	7.619	761	100	-95
Framersheim II	7.394	743	100	45
Losheim	5.993	579	97	11
Repperndorf	11.208	1.120	100	-102
Samswegen	6.061	1.487	245	-157
Weilrod ¹⁾	42.132	3.563	85	-351
Frankreich				
Clamecy ²⁾	22.346	1.918	86	-422
Couffé	20.696	1.777	86	-5
Cuq	19.500	1.819	93	-387
Escamps	9.104	778	85	-48
St. Nicolas des Biefs	30.139	2.570	85	-506
Souilly La Gargasse	18.319	1.600	87	-36
Irland				
Glenough	118.935	9.236	78	-260
Finnland				
Haapajärvi ³⁾	10.239	814	79	98
Summe	334.406	29.165	87	-2.269

1) Erwerb 1.2.2015

2) Verkauf 1.6.2016

3) Inbetriebnahme 13.7.2015

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanz offenbart hohes Sachanlagevermögen von über €200 Mio.

Die Aktivseite der Bilanz von ABO Invest wird entsprechend dem Geschäftsmodell vom Anlagevermögen dominiert, das in 2015 bei €211 Mio. lag. Das Sachanlagevermögen betrug €201 Mio. und enthält die Windparks, bei denen eine bilanzielle Nutzungsdauer von 16 Jahren unterstellt wird. Da Windparks üblicherweise mehr als 20 Jahre laufen, ist dies eine sehr konservative Abschreibungsmethode, die zu relativ hohen jährlichen Abschreibungen und damit über die Abschreibungsdauer zu einem relativ niedrigen Gewinnausweis führen. Der Geschäfts-/Firmenwert belief sich auf €10 Mio. Das Umlaufvermögen betrug €21 Mio. Wesentliche Positionen des Umlaufvermögens sind die liquiden Mittel in Höhe von €11 Mio. und die Forderungen aus Lieferungen & Leistungen in Höhe von €5 Mio. (vgl. Abbildung 13 auf der nächsten Seite).

Die Passivseite wird von den langfristigen Finanzverbindlichkeiten dominiert, die sich Ende 2015 auf €159 Mio. beliefen und die geschäftsmodelltypische langfristige FK-Finanzierung der Windparks wiedergeben. Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten lagen bei €14 Mio. Die Nettoverschuldung summierte sich auf €161 Mio. Das Net Gearing, das die Nettoverschuldung zum Eigenkapital in Bezug setzt, lag bei 436%. Das Mezzanine Kapital basierte Ende 2015 auf zwei Genussscheintranchen, die in 2009 aufgelegt wurden. Tranche 1 hatte Ende 2015 einen Nennbetrag von €5 Mio., eine Laufzeit bis 2021 und einen Zinssatz von 6,45%. Tranche 2 belief sich auf €7,8 Mio., hat eine Laufzeit bis Ende 2023 und einen Zinssatz von 6,7%. Das Eigenkapital belief sich auf €37 Mio. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 15,9%. Bei dieser geringen Eigenkapitalquote ist zu berücksichtigen, dass die Finanzierung der Windparks non-recourse erfolgt. Sie bleibt also auf der Ebene des einzelnen Windparkprojekts und erlaubt keinen Rückgriff auf die Konzernmutter.

**Abbildung 13: Ausgewählte Bilanzpositionen**

in € Mio.	2014A	2015A
Immaterielle Vermögenswerte	10,74	10,06
Sachanlagen	168,89	200,86
Anlagevermögen insgesamt	179,98	211,25
Liquide Mittel	7,77	11,36
Vorräte	0,25	0,36
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	4,01	5,28
Umlaufvermögen insgesamt	25,91	21,39
Eigenkapital	32,78	36,98
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,9%</i>
Mezzanine Kapital	13,00	12,84
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	5,22	1,49
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	136,63	158,64
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	11,08	13,85
Nettoverschuldung	139,94	161,13
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>426,8%</i>	<i>435,7%</i>
Bilanzsumme	205,89	232,64

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

ABO Invest hat seit ihrer Gründung regelmäßig Kapitalerhöhungen durchgeführt, um die Expansion des Windparkportfolios zu finanzieren (vgl. Abbildung 14). Die Aktienzahl hat sich von 5 Mio. Ende 2010 auf 47,5 Mio. erhöht. Im Februar 2017 schloss ABO Invest eine (noch nicht eingetragene) Kapitalerhöhung um 3 Mio. Aktien zum Ausgabepreis von €1,57 pro Aktie erfolgreich ab. Seit dem Börsengang in 2011 hat das Unternehmen ca. €55 Mio. aus Kapitalerhöhungen eingeworben.

Abbildung 14: Kapitalerhöhungen der ABO Invest

Datum	Kapitalerhöhung in €	Grundkapital in €	Erläuterung
02.07.2010	100.000	100.000	Gründung ABO Invest AG
11.11.2010	4.900.000	5.000.000	ordentliche Kapitalerhöhung
30.08.2011	5.000.000	10.000.000	ordentliche Kapitalerhöhung
29.03.2012	5.000.000	15.000.000	aus genehmigtem Kapital
25.01.2013	5.000.000	20.000.000	ordentliche Kapitalerhöhung
27.05.2013	1.500.000	21.500.000	aus genehmigtem Kapital
20.12.2013	4.500.000	26.000.000	ordentliche Kapitalerhöhung
05.02.2014	2.000.000	28.000.000	ordentliche Kapitalerhöhung
30.06.2014	4.000.000	32.000.000	aus genehmigtem Kapital
11.11.2014	5.500.000	37.500.000	ordentliche Kapitalerhöhung
29.05.2015	3.750.000	41.250.000	aus genehmigtem Kapital
27.11.2015	2.000.000	43.250.000	ordentliche Kapitalerhöhung
09.03.2016	1.250.000	44.500.000	ordentliche Kapitalerhöhung
Feb. 2017	3.000.000	47.500.000	aus genehmigtem Kapital

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Cashflow auf operativer Ebene bereits signifikant positiv

Der Cashflow aus operativer Tätigkeit lag in 2015 bei €22,4 Mio. (2014: €12,9 Mio.). Er ist durch hohe Abschreibungen, die von €10,5 Mio. in 2014 auf €17,0 Mio. stiegen, und hohe Zinsaufwendungen (€8,1 Mio. nach €7,1 Mio. in 2014) geprägt. Die gezahlten Zinsen werden nach Deutschem Rechnungslegungsstandard Nr. 21 (DRS 21) seit 2014 im Finanzcashflow abgebildet und nicht im operativen Cashflow (vgl. Abbildung 15 auf der nächsten Seite), daher sind die Zahlen vor 2014 nicht mit denen ab 2014 vergleichbar. Nach



neuer Rechnung dürfte der operative Cashflow in 2012 bei ca. €8 Mio. gelegen haben. Der Anstieg auf über €22 Mio. in 2015 zeigt, wie cashflowstark das Geschäftsmodell bereits geworden ist.

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit belief sich in 2015 auf lediglich €-15,4 Mio. nach €-53,3 Mio. in 2014. Hauptgrund hierfür waren deutlich niedrigere Investitionen in Sachanlagen (€11,5 Mio. versus €40,3 Mio. in 2014). Daher war der freie Cashflow in 2015 im Gegensatz zum Vorjahr positiv und lag bei €10,8 Mio. (2014: €-27,4 Mio.).

Während der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit in 2014 die Finanzierung des Portfolioausbaus und den damit verbundenen hohen Mittelzufluss widerspiegelt, verzeichnete ABO Invest in 2015 bei seiner Finanzierungstätigkeit einen Mittelabfluss von €3,9 Mio. Wesentliche Treiber dafür waren neben den gezahlten Zinsen (€-8,3 Mio.) Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und Krediten in Höhe von €-14,5 Mio. Der Nettocashflow war in den letzten Jahren immer positiv und bewegte sich im niedrigen einstelligen Millionenbereich.

Abbildung 15: Cashflowrechnung, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2012A	2013A	2014A	2015A
Operativer Cashflow	1,79	5,94	12,95	22,36
CAPEX	-13,14	-18,95	-40,32	-11,54
Freier Cashflow	-11,34	-13,01	-27,37	10,82
Cashflow Investitionstätigkeit	-13,68	-33,20	-53,32	-15,37
Cashflow Finanzierungstätigkeit	13,39	28,57	42,05	-3,93
Netto-Cashflow	1,50	1,32	1,67	3,06

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Starkes erstes Halbjahr 2016

In H1/16 steigerte ABO Invest den Umsatz um 15% J/J auf €15,9 Mio., da mehrere Windparks das erste Mal das komplette erste Halbjahr zur Stromproduktion beitrugen. Das EBITDA belief sich auf €12,3 Mio., was einer EBITDA-Marge von gut 77% entsprach. Das EBIT lag bei €4,1 Mio. Das Nettoergebnis war leicht negativ bei €-0,1 Mio.

Der vorzeitige Rückkauf von Genussrechten in Höhe von €7,8 Mio. wird die jährlichen Zinsaufwendungen um €0,5 Mio. entlasten. Der französische Windpark Clamecy (12,3 MW), an dem ABO Invest einen Anteil von 65% besaß und dessen Erträge deutlich hinter den Erwartungen geblieben waren, wurde zur Jahresmitte verkauft. Ebenfalls zur Jahresmitte wurden 96,5% der Anteile an dem deutschen Windpark Wennerstorf (5,2 MW) erworben.

Der Verkauf des Windparks Clamecy war neben den Abschreibungen von ca. €8 Mio. der Hauptgrund für die Verringerung der Sachanlagen von €201 Mio. zum Jahresende 2015 auf €178 Mio. zum Ende des ersten Halbjahres 2016. Der Kassenbestand sank von €21 Mio. auf €16 Mio. Auf der Passivseite lagen die wesentlichen Veränderungen beim Mezzanine Kapital, das auf €5 Mio. sank, und bei den Finanzverbindlichkeiten, die von €172 Mio. auf €155 Mio. zurückgingen.

Der Cashflow aus operativer Tätigkeit belief sich auf €13,1 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit war wegen des Verkaufs von Clamecy positiv und lag bei €3,8 Mio. Der hohe Schuldendienst führte zu einem Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von €14,7 Mio. Insgesamt ergab sich ein positiver Nettocashflow von €2,2 Mio.



FINANZAUSBLICK

Aufgrund der schwachen Winterernte im zweiten Halbjahr 2016 hat ABO Invest im November ihre Jahresprognose reduziert und geht nunmehr von einem Umsatz auf Vorjahresniveau (2015: €29,2 Mio.) aus und einem EBITDA, das annähernd den Vorjahreswert (2015: €21,7 Mio.) erreicht. Beim EBT prognostiziert das Unternehmen eine Bandbreite von €-0,5 bis €-1,0 Mio. Die ursprüngliche Prognose ging von einem Umsatz von ca. €31 Mio., einem EBITDA von ca. €23-24 Mio. und einem EBT von €0,5-1,0 Mio. aus.

Da die Winterernten auch im Dezember zum Teil deutlich unter den prognostizierten Werten lagen, gehen wir davon aus, dass im Gesamtjahr ein Umsatz von €28,0 Mio. erzielt wurde (-4% J/J). Beim EBITDA prognostizieren wir für 2016E einen Wert von €20,6 Mio. Die (unbereinigte) EBITDA-Marge sollte von 74,8% in 2015 auf 73,7% in 2016E fallen. Trotz niedrigerer Abschreibungen dürfte das EBIT auf €4,3 Mio. (2015: €4,8 Mio.) sinken. Der Verkauf des Windparks Clamecy, der Rückkauf der Genussscheine, die Umfinanzierung des irischen Windparks sowie die Rückführung der Tilgungsdarlehen sollten die Zinsbelastung in 2016 spürbar von €8,1 Mio. auf ca. €6,7 Mio. senken. Damit dürfte das EBT sich von €-3,3 Mio. auf €-2,4 Mio. verbessern. Wir prognostizieren EPS von €-0,05 (2015: €-0,10). Ende 2016 lag die Aktienzahl bei 44,50 Mio.; im Jahresdurchschnitt betrug sie 44,27 Mio.

In 2016 hat ABO Invest beim Portfolioausbau eine Wachstumspause eingelegt und stattdessen hochverzinsliche Genussrechte (Zinssatz: 6,7%) im Wert von €7,8 Mio. vorzeitig zurückgekauft. Zum Jahresende 2016 lag die Kapazität des Portfolios bei 132,8 MW. Davon sind 129,3 MW dem Unternehmen ökonomisch zuzurechnen.

Für 2017 unterstellen wir ein durchschnittliches Windjahr und berechnen für das bestehende Portfolio bei Vollkonsolidierung einen Umsatz von €30,4 Mio. (vgl. Abbildung 16).

Abbildung 16: Geschätzter Umsatz des bereits bestehenden Portfolios in 2017

Windpark/ Biogasanlage	Prognose MWh p.a.	MWh/MW	Vergütung pro MWh (€)	Prognose Umsatz 2017 (€ tsd.)
Deutschland				
Broich	4.520	1.883	85,4	386
Düngenheim	7.595	1.899	100,9	766
Framersheim II	7.800	2.294	101,8	794
Losheim	6.073	1.350	97,9	594
Repperndorf	10.923	1.821	101,1	1.104
Samswegen	6.230	7.788	239,3	1.491
Weilrod	49.520	2.948	87,8	4.348
Wennerstorf	6.768	1.302	91,6	620
Frankreich				
Couffé	20.760	2.076	85,9	1.783
Cuq	18.610	1.551	94,0	1.748
Escamps	9.710	2.368	86,1	836
St. Nicolas des Biefs	42.070	3.005	85,8	3.608
Souilly La Gargasse	18.901	2.363	87,9	1.662
Irland				
Glenough	113.400	3.240	78,3	8.878
Finnland				
Haapajärvi	21.747	3.295	83,5	1.816
Summe	344.627			30.436

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG



Portfolioausbau

Bis Ende 2020 strebt ABO Invest eine Portfoliogröße von 200 MW an und bis Ende 2025 von 300 MW. Wir haben ein Portfolioerweiterungsmodell konstruiert, das einen kontinuierlichen Ausbau des Portfolios von gegenwärtig 132,8 MW (vollkonsolidiert) auf 197,8 MW Ende 2020E und 297,8 MW Ende 2025 vorsieht (vgl. Abbildung 17 auf der nächsten Seite). Dabei gehen wir in den Jahren 2017E-2019E von einem Zubau von 15 MW p.a. aus und in den Jahren 2020E-2025E von 20 MW p.a. Der tatsächliche jährliche Zubau dürfte je nach den jeweiligen Kaufgelegenheiten und tatsächlichen Projektvolumina von diesem Modell abweichen. Dies ändert aber nichts an unserer Sicht, dass die beiden Ausbauziele für 2020E und 2025E realisierbare Ziele darstellen. Für die Zeit nach 2025E unterstellen wir ein Portfolio, das stabile Umsätze generiert.

Abbildung 17: Modell des Portfolioausbaus bis 2025E

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Jahresanfang, MW vollkonsolidiert	132,8	147,8	162,8	177,8	197,8	217,8	237,8	257,8	277,8	297,8
Erweiterung, MW	15	15	15	20	20	20	20	20	20	0
Jahresende, MW vollkonsolidiert	147,8	162,8	177,8	197,8	217,8	237,8	257,8	277,8	297,8	297,8

Quelle: First Berlin Equity Research

Um den zusätzlich zum bestehenden Portfolio aus der kumulierten Portfolioerweiterung generierten Umsatz zu berechnen, haben wir verschiedene Annahmen getroffen (vgl. Abbildung 18 auf der nächsten Seite). So unterstellen wir, dass

- die Einspeisevergütung für neue errichtete Windparks pro MWh von €80,00 in 2017E sukzessive auf €60,11 in 2025E sinkt. Grund für diese Annahme ist der in vielen europäischen Ländern zu erkennende Trend, mit steigender Wettbewerbsfähigkeit der Windkraft die Förderung zurückzufahren. Wie hoch die Einspeisevergütung für ABO Invest tatsächlich sein wird, hängt auch davon ab, in welchem Land der zukünftige Windpark stehen wird. In unserem Modell unterstellen wir, dass jeder neue Windpark die Anfangsvergütung über 15 Jahre erhält. Zukünftige Vergütungssenkungen treffen damit nicht schon in Betrieb befindliche Windparks.
- Für den Zeitraum 2017E-2025E unterstellen wir, dass der spezifische Output p.a. pro MW (MWh/MW) leicht von 2,400 MWh/MW in 2017E auf 2,600 MWh/MW in 2025E steigt. Diese Annahme unterstellt, dass in fernerer Zukunft errichtete Windparks einen höheren spezifischen Output haben als in näherer Zukunft errichtete Windparks. Der tatsächliche spezifische Output ist abhängig von den lokalen Windbedingungen und der Turbinentechnologie.
- Bei der Berechnung des zusätzlichen Umsatzes unterstellen wir, dass ein neuer Windpark zur Jahresmitte in Betrieb genommen wird und damit im ersten Jahr nur die Hälfte des Umsatzes zukünftiger Jahre generiert.

Abbildung 18: Zusätzlicher Umsatz durch den Portfolioausbau

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Erweiterung in MW	15	15	15	20	20	20	20	20	20	0
Erweiterung in MW, kumuliert	15	30	45	65	85	105	125	145	165	165
Einspeisevergütung (€/MWh)	80,00	75,00	72,00	70,00	67,90	66,86	63,89	61,97	60,11	-
MWh/MW	2.400	2.400	2.400	2.500	2.500	2.500	2.600	2.600	2.600	-
MWh	36.000	36.000	36.000	50.000	50.000	50.000	52.000	52.000	52.000	-
Zusätzlicher Umsatz in € Tsd. (kumuliert)	1.440	4.230	6.876	9.922	13.370	16.714	20.021	23.294	26.468	28.031

Quelle: First Berlin Equity Research

Für die Berechnung der Höhe der für den Zubau notwendigen Investitionen unterstellen wir in 2017E einen Preis pro MW von €1,9 Mio. Wir gehen davon aus, dass dieser Preis durch technischen Fortschritt und Wettbewerb bis 2025E auf €1,4 Mio. sinkt. Das Produkt aus



Zubau in MW p.a. und Preis pro MW p.a. ergibt die jährliche Investitionshöhe (vgl. Abbildung 19).

Abbildung 19: Investitionsplanung bis 2025E

€ Tsd.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Preis pro MW	1.900	1.786	1.679	1.628	1.580	1.532	1.486	1.442	1.413
Zubau in MW	15	15	15	20	20	20	20	20	20
CAPEX	28.500	26.790	25.183	32.569	31.592	30.645	29.725	28.834	28.257

Quelle: First Berlin Equity Research

Für die Finanzierung des Portfolioausbaus unterstellen wir einen EK/FK-Mix von 25%/75%. Diese Annahme führt zum Beispiel in 2017E dazu, dass bei einer zu finanzierenden Investitionssumme von €28,5 Mio. der Eigenkapitalanteil bei €7,1 Mio. liegt. Bei einem unterstellten Emissionskurs von €1,57 pro Aktie muss ABO Invest ca. 4,5 Mio. Aktien platzieren. Der 75%ige Fremdkapitalanteil führt zur Aufnahme von €21,4 Mio. an zusätzlichen Bankdarlehen in 2017E (vgl. Abbildung 20).

Abbildung 20: Modellierung der Finanzierung des Portfolioausbaus bis 2025E

€ Tsd.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CAPEX	28.500	26.790	25.183	32.569	31.592	30.645	29.725	28.834	28.257
Eigenkapital (Anteil: 25%)	7.125	6.698	6.296	8.142	7.898	7.661	7.431	7.208	7.064
Preis pro Aktie	1,57	1,67	1,79	1,91	2,04	2,19	2,34	2,5	2,68
Anzahl neuer Aktien	4.538	4.010	3.517	4.263	3.872	3.498	3.176	2.883	2.636
Fremdkapital (Anteil: 75%)	21.375	20.093	18.887	24.427	23.694	22.983	22.294	21.625	21.193

Quelle: First Berlin Equity Research

Der Preis pro Aktie gibt an, welchen Emissionskurs wir jeweils für die jährliche Kapitalerhöhung unterstellt haben. Unsere Prognose orientiert sich dabei an den vergangenen Wertsteigerungen und geht von einem Kursanstieg von ca. 7% p.a. aus.

Gewinn- und Verlustrechnung: Positives Nettoergebnis in 2017E

Unsere Umsatzprognosen für 2017E und die Folgejahre ergeben sich aus der Addition der zukünftig erwarteten Umsätze aus dem vorhandenen Windparkportfolio und der erwarteten Umsätze aus der Erweiterung des Portfolios entsprechend den Annahmen unseres Portfolioerweiterungsmodells (vgl. Abbildung 21).

Abbildung 21: Umsatzschätzung 2017E-2026E

€ Tsd.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Umsatz bisheriges Portfolio	30.436	30.621	30.808	30.997	31.187	31.380	31.575	31.494	30.503	30.734
Umsatz aus Portfolioerweiterung	1.440	4.230	6.876	9.922	13.370	16.714	20.021	23.294	26.468	28.031
Umsatz insgesamt	31.876	34.851	37.684	40.919	44.557	48.094	51.596	54.788	56.971	58.765
Wachstum p.a. (in %)	11,6%	9,3%	8,1%	8,6%	8,9%	7,9%	7,3%	6,2%	4,0%	3,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

Für 2017E gehen wir von einem Umsatzwachstum von 11,6% auf €31,9 Mio. aus. Für 2018E prognostizieren wir ein Umsatzwachstum von 9,3% auf €34,9 Mio. Beim EBITDA erwarten wir in 2017 aufgrund der Portfolioausdehnung einen Anstieg auf €24,1 Mio. und in 2018E auf €26,5 Mio. Die EBITDA-Marge steigt leicht auf 75,7% in 2017E und 76,1% in 2018E. Das operative Ergebnis dürfte in 2017E auf €6,8 Mio. und in 2018E auf €7,5 Mio. steigen. Für 2017E erwarten wir bereits ein positives Nettoergebnis in Höhe von €0,5 Mio. Für 2018E gehen wir von einem Anstieg auf €0,9 Mio. aus. Aufgrund von hohen Verlustvorträgen gehen wir von einer sehr niedrigen Steuerquote aus, die langfristig bei ca. 11% liegen dürfte (vgl. Abbildung 22 auf der nächsten Seite).



Abbildung 22: Umsatz- und Ergebnisschätzungen bis 2018E

in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Umsatz	29,16	27,99	31,88	34,85
Wachstum	58,5%	-4,0%	13,9%	9,3%
Bruttogewinn	28,72	27,60	31,43	34,40
Marge	98,5%	98,6%	98,6%	98,7%
EBITDA (unbereinigt)	21,82	20,62	24,11	26,52
Marge	74,8%	73,7%	75,7%	76,1%
EBIT (unbereinigt)	4,81	4,31	6,79	7,50
Marge	16,5%	15,4%	21,3%	21,5%
EBT	-3,35	-2,37	0,41	0,84
Marge	-11,5%	-8,5%	1,3%	2,4%
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-3,95	-2,40	0,54	0,90
Marge	-13,6%	-8,6%	1,7%	2,6%
EPS (verwässert, in €)	-0,10	-0,05	0,01	0,02

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Bilanz: Sachanlagevermögen und Eigenkapitalquote sollten steigen

Der geplante Ausbau des Portfolios wird in 2017E und 2018E zu einem Anstieg der Sachanlagen führen. Gleichzeitig steigt das Eigenkapital durch die in unserem Portfolioerweiterungsmodell unterstellten Kapitalmaßnahmen. Dasselbe gilt für die langfristigen Finanzverbindlichkeiten (vgl. Abbildung 23).

Abbildung 23: Bilanzplanung bis 2018E

in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Immaterielle Vermögenswerte	10,06	9,42	8,79	8,19
Sachanlagen	200,86	170,49	182,29	190,66
Anlagevermögen insgesamt	211,25	180,24	191,41	199,18
Liquide Mittel	11,36	11,16	19,28	28,58
Vorräte	0,36	0,27	0,31	0,31
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	5,28	4,98	5,68	6,21
Umlaufvermögen insgesamt	21,39	20,79	29,64	39,48
Eigenkapital	36,98	36,43	44,05	51,64
Eigenkapitalquote	15,9%	18,1%	19,9%	21,6%
Mezzanine Kapital	12,84	5,04	5,04	5,04
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	1,49	1,29	1,47	1,49
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	158,64	141,64	154,02	164,11
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	13,85	8,00	8,00	8,00
Nettoverschuldung	161,13	138,49	142,74	143,53
Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)	435,7%	380,2%	324,0%	277,9%
Bilanzsumme	232,64	201,03	221,05	238,66

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Invest AG

Cashflowrechnung: Steigende operative Cashflows in 2017E & 2018E

Für 2016E gehen wir aufgrund des schwachen Windjahres von einem rückläufigen operativen Cashflow aus. Die unterstellten durchschnittlichen Windverhältnisse und der Portfolioausbau führen in den Folgejahren zu steigenden Werten. Für 2016E gehen wir wegen des Verkaufs von Clamecy von einem positiven Wert bei den Investitionen aus (€3,7 Mio.). In den Folgejahren erfordert der Ausbau des Portfolios entsprechend unseren



Modellannahmen Investitionen, die unterhalb von €30 Mio. liegen. Entsprechend dürfte der freie Cashflow in 2017E und 2018E noch negativ sein, bei klar positivem Trend. Die Fremdkapitalfinanzierung des Ausbaus führt dieses und nächstes Jahr trotz der Rückführung alter Darlehen zu Zuflüssen beim Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (vgl. Abbildung 24).

Abbildung 24: Cashflowplanung

in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Operativer Cashflow	22,36	20,57	23,54	25,97
CAPEX	-11,54	3,70	-28,50	-26,79
Freier Cashflow	10,82	24,27	-4,96	-0,82
Cashflow Investitionstätigkeit	-15,37	14,70	-28,50	-26,79
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-3,93	-35,48	13,08	10,12
Netto-Cashflow	3,06	-0,21	8,13	9,30

Quelle: First Berlin Equity Research

MARKTUMFELD

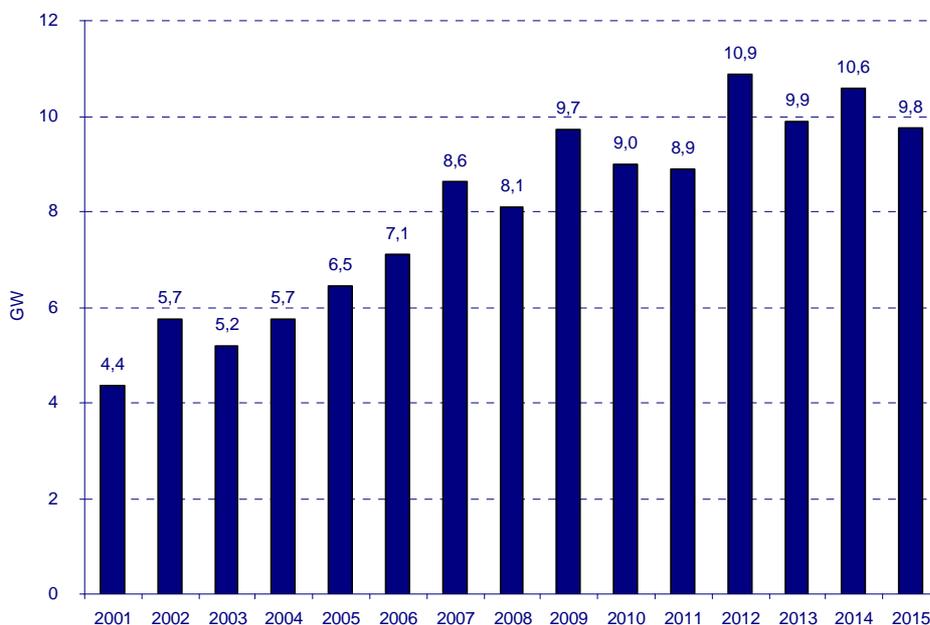
ABO Invest betreibt bisher Windparks in vier europäischen Ländern und fokussiert sich auf den Euroraum, um Wechselkursrisiken auszuschließen. Die Analyse des Marktumfeldes konzentriert sich daher auf den europäischen Markt mit einem besonderen Schwerpunkt auf den Ländern, in denen das Unternehmen bereits aktiv ist.

DER EU-WINDMARKT

Der Interessenvertretung der europäischen Windindustrie WindEurope (früher: EWEA) zufolge betrug die in der EU Ende 2015 installierte Windkapazität 142 GW, davon 131 GW onshore. Die Windkraft hat damit die Wasserkraft überholt und steht nunmehr mit einem Anteil von fast 16% an der Stromgesamtkapazität an dritter Stelle. Die Ende 2015 installierte Kapazität kann in einem normalen Windjahr 315 TWh (davon onshore: 274 TWh) produzieren und damit über 11% der EU-Stromnachfrage decken. In 2015 wurden 12,8 GW (+6% J/J) neu installiert, davon 9,8 GW onshore. Damit erreichte die Windkraft einen Anteil von 44% bei den Neuinstallationen von Stromproduktionskapazitäten und lag vor allen anderen Stromerzeugungstechnologien. Die Investitionen in Onshore-Windenergie beliefen sich 2015 EU-weit auf €13,1 Mrd., was einem Anstieg von 6,3% gegenüber 2014 entspricht.

Nachdem sich die Neuinstallationen von Onshore-Windkraft in der EU von 4,4 GW in 2001 auf 9,7 GW in 2009 mehr als verdoppelt haben, schwanken sie seit 2009 in einem Korridor zwischen ca. 9 und 11 GW (siehe Abbildung 25). Die kumulierte Onshore-Windkraftkapazität hat sich von knapp 13 GW in 2001 auf 131 GW in 2015 mehr als verzehnfacht.

Abbildung 25: EU-Neuinstallationen Onshore-Windkraft 2001-2015 in GW

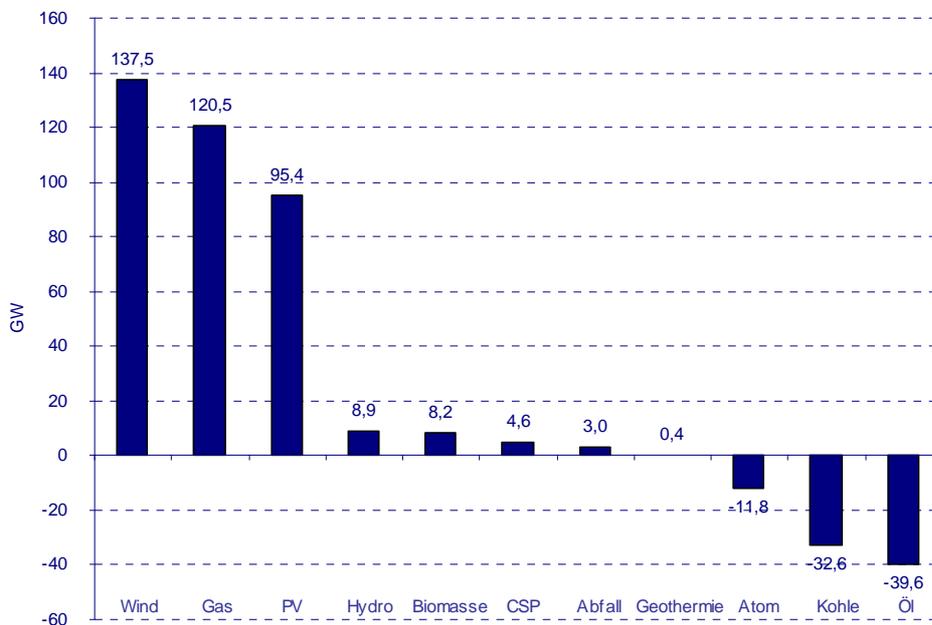


Quelle: First Berlin Equity Research, WindEurope 2016

Der eminente Bedeutungsgewinn der Windkraft für die europäische Stromproduktion lässt sich am besten umseitig aus Abbildung 26 ablesen, die die kumulierte Nettoinstallation von Stromerzeugungskapazitäten über verschiedene Technologien von 1995 – 2015 darstellt. Die Windkraft liegt mit fast 138 GW noch vor Gas (121 GW) und Fotovoltaik (96 GW) an der

Spitze, während sich die Kapazitäten bei der Atomkraft (-12 GW), der Kohle (-33 GW) und beim Öl (-40 GW) netto deutlich reduziert haben.

Abbildung 26: EU-Nettoinstallationen 1995-2015 in GW



Quelle: First Berlin Equity Research, WindEurope 2016

Mittelfristig dürfte die Windenergie EU-weit weiter an Bedeutung gewinnen, da die EU sich zu den Klimaschutzzielen von Paris bekannt hat und die erneuerbaren Energien weiter ausbauen will. Das zentrale Szenario von WindEurope sieht in 2030 eine installierte Windkraftkapazität von 320 GW vor, davon 254 GW onshore. Im Vergleich zum installierten Onshore-Basis in 2015 von 131 GW bedeutet dies fast eine Verdoppelung. Dies entspricht einer CAGR von 4,5% p.a.

Im Ländervergleich lag Deutschland Ende 2015 bei der kumulierten installierten Windkraftkapazität (on- und offshore) mit fast 45 GW mit Abstand an der Spitze, gefolgt von Spanien (23 GW), Großbritannien (fast 14 GW) und Frankreich mit mehr als 10 GW. In Irland betrug die kumulierte Kapazität Ende 2015 ca. 2,5 GW und in Finnland lag sie bei ca. 1 GW.

Bei den Neuinstallationen lag Deutschland in der EU in 2015 mit 6 GW (davon 3,8 GW onshore) klar an erster Position und erreichte damit einen Marktanteil von 47%. Im Onshore-Bereich lag der Marktanteil bei 39%. An zweiter Position lag Polen (1,3 GW), gefolgt von Frankreich (1,1 GW) und Großbritannien (1 GW, davon 0,4 GW onshore). In Finnland wurden 397 MW und in Irland 224 MW errichtet. In 2015 beliefen sich die Investitionsvolumina in Deutschland auf €5,232 Mrd. (on- und offshore), in Frankreich auf €1,388 Mrd., in Finnland auf €949 Mio. und in Irland auf €513 Mio.

DEUTSCHLAND

Die deutsche Bundesregierung will den Anteil regenerativer Stromerzeugung von ca. 32% in 2015 auf 40-45% in 2025 und 55-60% in 2035 steigern. Auch im Jahr 2016 dürfte Deutschland wieder europäischer Spitzenreiter bei der Neuinstallation von Windkraft gewesen sein. Einer Studie der Deutschen WindGuard zufolge, die vom Bundesverband



WindEnergie (BWE) und dem VDMA in Auftrag gegeben wurde, betrug der Bruttozubau 4,6 GW. Dies entspricht einem Anstieg von über 20% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Das Jahr 2017 dürfte noch einmal einen hohen Zubau sehen, da Projekte, die bis Ende 2016 genehmigt wurden, noch nach dem alten Vergütungssystem gefördert werden. Die Anfangsvergütung für die ersten 5 Jahre liegt Anfang 2017 bei 8,38 €/kWh und die anschließende Grundvergütung bei 4,66 €/kWh. Die Anfangsvergütung verlängert sich wie bisher entsprechend der Qualität des Standortes. Die Anfangsvergütung dürfte im Jahresverlauf durch weitere Degressionsschritte auf voraussichtlich 7,68 €/kWh sinken.

Das EEG 2017 sieht Ausschreibungen für Windkraft in Höhe von 2,8 GW p.a. für 2017-2019 vor. Wir gehen davon aus, dass die Projekte, die in 2017 den Zuschlag erhalten, in 2018 gebaut werden. Dies ergäbe für 2018 und entsprechend für die Folgejahre einen Zubau von 2,8 GW p.a. und damit eine deutliche Begrenzung des Marktvolumens. Die Ausschreibungen dürften zu sinkenden Förderniveaus und zu einer Begrenzung des Angebots führen. Das EEG 2017 sieht für die Auktionen einen Höchstpreis von 7,00 €/kWh für einen 100%-Referenzstandort vor. Statt des bisherigen zweistufigen Referenzertragsmodells gilt nunmehr ein einstufiges Modell für den gesamten Zeitraum von 20 Jahren. Insofern sind die Vergütungen des EEG 2017 nicht direkt mit denen des EEG 2014 vergleichbar. Wir erwarten, dass die Ausschreibungen zu Preis- und Margendruck entlang der gesamten Wertschöpfungskette führen werden.

Da die Nachfrage nach Windparks in Deutschland gegenwärtig angesichts des sehr niedrigen Zinsniveaus sehr hoch ist, gehen wir davon aus, dass es für ABO Invest in Deutschland zur Zeit schwierig ist, Projekte zu erwerben, die die geforderten Mindestrenditen erzielen.

FRANKREICH

In 2015 hat die französische Nationalversammlung ein Energiewendegesetz verabschiedet. Der Anteil erneuerbarer Energien am Endenergieverbrauch soll demnach bis 2030 auf 32% steigen. Der Verbrauch an fossilen Energieträgern soll im Vergleich zu 2012 um 30% sinken. Zudem wurde an dem Ziel festgehalten, den Anteil der Kernkraft an der Stromerzeugung bis 2025 von heute ca. 75% auf 50% zu senken.

Die französische Regierung möchte die Windkraftkapazität bis 2020 auf 25 GW (davon 6 GW offshore) steigern. Dieses Ziel dürfte allerdings bei der Fortschreibung des bisherigen Ausbautempos (ca. 1 GW p.a.) deutlich verfehlt werden. In einer Szenarioanalyse von 2014 prognostizierte WindEurope für 2020 für die installierte Kapazität eine Spannweite von 14-21 GW, davon max. 1,5 GW offshore. Ende 2016 hat Frankreich die Förderung der Windkraft auf Direktvermarktung umgestellt, ähnlich wie sie in Deutschland schon seit einigen Jahren üblich ist. Statt der vertraglich fixierten festen Einspeisevergütungen erhält der Grünstromproduzent nunmehr den Marktpreis und eine Vergütungskomponente, die die Differenz zum ursprünglichen Einspeisetarif ausgleicht. Die französische Förderung sieht Einspeisevergütungen vor, die über einen Zeitraum von 15 Jahren gewährt werden und einmal jährlich an die allgemeine Preisentwicklung angepasst werden. Die Einspeisevergütung liegt bei 8,2 €/kWh für die ersten 10 Jahre. Bei windstarken Standorten (>2.400 MWh/MW) sinkt sie in den letzten 5 Jahren in Abhängigkeit der spezifischen Outputhöhe (MWh/MW) des Standorts auf 2,8-8,2 €/kWh. Für 2017 erwarten wir ein Gesetz, das für Projekte ab einer bestimmten Größenordnung ein Ausschreibungssystem vorsieht.

Jüngst musste Frankreich mehrere Atomkraftwerke wegen dringender Reparaturarbeiten vom Netz nehmen. Die gedrosselte Stromproduktion führte zu Versorgungsengpässen und



einer starken Steigerung der Strompreise. So hat sich der französische Baseload-Strompreis in der Spot-Auktion der Europäischen Strombörse EPEX seit Anfang November deutlich erhöht und lag Ende Januar wieder über 100 €/MWh. In 2016 schwankte der Baseload-Preis den größten Teil des Jahres in einer Bandbreite zwischen ca. 15-35 €/MWh. Der Peakload-Preis erreichte im November 2016 zeitweise Spitzen von über 150 €/MWh. Möglicherweise führen die Engpässe in der Stromversorgung dazu, dass Frankreich einen beschleunigten Ausbau der Windkraft anvisiert, um unabhängiger von den alternden und störanfälliger werdenden Atomkraftwerken zu werden.

IRLAND

WindEurope unterstellt in ihrem zentralen Szenario, dass die irische Windkapazität bis 2030 auf 7,7 GW ansteigt. Das Land bietet hervorragende Windverhältnisse, allerdings behindern begrenzte Netzkapazitäten den Ausbau der Windkraft. Die irische Windstromförderung sieht eine über 15 Jahre vertraglich garantierte Vergütung vor, die einmal jährlich an die allgemeine Preisentwicklung angepasst wird. Grundlage ist ein sogenanntes Purchasing Power Agreement (PPA) zwischen Grünstromproduzent und Stromkäufer. Die Vergütung liegt bei 7,2 €/kWh.

FINNLAND

Die finnische Regierung hatte in 2010 für die erste Ausbauphase bis 2.500 MW eine Förderung von 8,35 €/kWh, die über einen Zeitraum von 12 Jahren läuft, beschlossen. Das ursprünglich für 2020 anvisierte Ausbauziel dürfte bereits in 2017 erreicht werden, da die Förderkapazität von 2,5 GW bereits in 2016 ausgeschöpft wurde. Projekte, die im Rahmen des bisherigen Tarifregimes gefördert werden sollen, müssen bis spätestens Anfang November 2017 fertig gestellt sein. Ein neues Förderregime ist bisher noch nicht verabschiedet worden. Die finnische Regierung hat sich zum Ziel gesetzt, den Anteil der erneuerbaren Energien am Gesamtenergieverbrauch bis zum Jahr 2020 von derzeit 38% auf 50% zu erhöhen. Wir gehen davon aus, dass die finnische Regierung den Windausbau weiter fördern wird, um das 50%-Ziel zu erreichen. Dem finnischen Windverband zufolge gab es Anfang April 2016 Planungen für 13 GW (on- und offshore) in unterschiedlichen Entwicklungsstadien; davon waren 759 MW im Bau.



MANAGEMENT

Vorstand

Der promovierte Physikochemiker Herr Dr. Jochen Ahn (*1960) hat die heutige ABO Wind AG im Jahr 1996 zusammen mit Matthias Bockholt gegründet. Die beiden Gründer sind Mehrheitseigentümer der ABO Wind (Aktienanteil jeweils rund 32%). Vor 1996 arbeitete Jochen Ahn beim Hessischen Umweltministerium und war mit der Förderung erneuerbarer Energien betraut. Nach der Gründung der ABO Invest in 2010 übernahm Herr Ahn auch dort ein Vorstandsamt.

Andreas Höllinger (*1966) ist Diplom-Kaufmann und seit 2001 in leitender Funktion für ABO Wind tätig. Im September 2010 wurde er zum Vorstand berufen. Zuvor war er bereits in der Erneuerbare Energien-Branche tätig. So war er bei einer Investmentfondsgesellschaft für ökologische Produkte zuständig und leitete bei einem anderen international tätigen Entwickler und Betreiber erneuerbarer Energieprojekte die Projektfinanzierung.

Aufsichtsrat

Der Rechtsanwalt Jörg Lukowsky fungiert als Vorsitzender des dreiköpfigen Gremiums. Er ist Fachanwalt für Steuer- und Arbeitsrecht und seit 1992 in der Rechtsanwaltskanzlei Fuhrmann Wallenfels tätig, die zu den führenden Kanzleien Wiesbadens zählt. Die juristische Begleitung von Unternehmenskäufen und Umwandlungen zählt dort zu seinen Aufgaben.

Zudem gehören Dr. Thomas Wagner und Christoph Kuhrt dem Aufsichtsrat an. Herr Kuhrt ist Gründungsmitglied des Bundesverbandes für Emissionshandel und Klimaschutz. Er gehört seit 2013 dem Aufsichtsrat der ABO Invest AG an. Dr. habil. Thomas Wagner arbeitete bis 1999 als Projektingenieur am Fraunhofer-Institut für Integrierte Schaltungen. Danach gründete er das Kameraprüfsysteme-Unternehmen Intego. Er gehört dem Aufsichtsrat der ABO Invest AG ebenfalls seit 2013 an.



AKTIONÄRS- & AKTIENINFORMATIONEN

Aktieninformationen	
ISIN	DE000A1EWXA4
WKN	A1EWXA
Bloomberg-Symbol	ABO GR
Aktien im Umlauf	44.500.000
Transparenzstandard	Freiverkehr
Land	Deutschland
Sektor	Versorger
Subsektor	Allg. Energieversorgung

Quelle: Börse Frankfurt, First Berlin Equity Research

Aktionärsstruktur	
ABO Wind AG	10%
Free Float	90%

Quelle: ABO Invest AG



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Umsatz	18.399	29.158	27.991	31.876	34.851
Herstellungskosten	-394	-441	-392	-446	-453
Bruttogewinn	18.793	29.599	28.383	32.322	35.304
Personalkosten	-60	-60	-260	-270	-349
Sonstige betriebliche Erträge	4.347	698	672	765	836
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3.809	-6.840	-6.718	-7.045	-7.528
EBITDA	14.137	21.816	20.621	24.115	26.521
Abschreibungen & Amortisation	-10.490	-17.011	-16.311	-17.330	-19.018
EBIT	3.647	4.805	4.311	6.785	7.504
Nettofinanzergebnis	-7.083	-8.151	-6.679	-6.373	-6.665
EBT	-3.435	-3.345	-2.368	412	839
Steuern	-641	-825	-237	-21	-42
Minderheitsbeteiligungen	214	218	200	150	100
Nettogewinn/ -verlust	-3.862	-3.952	-2.405	541	897
EPS (verwässert)	-0,13	-0,10	-0,05	0,01	0,02

Kennzahlen

Bruttomarge	97,9%	98,5%	98,6%	98,6%	98,7%
EBITDA-Marge	76,8%	74,8%	73,7%	75,7%	76,1%
EBIT-Marge	19,8%	16,5%	15,4%	21,3%	21,5%
Nettomarge	-21,0%	-13,6%	-8,6%	1,7%	2,6%
Steuersatz	-18,7%	-24,7%	-10,0%	5,0%	5,0%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,3%	0,2%	0,9%	0,8%	1,0%
Abschreibungen & Amortisation	57,0%	58,3%	58,3%	54,4%	54,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,7%	23,5%	24,0%	22,1%	21,6%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	n.a.	58,5%	-4,0%	13,9%	9,3%
Operatives Ergebnis	n.a.	31,7%	-10,3%	57,4%	10,6%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	65,7%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<u>Vermögen</u>					
Umlaufvermögen, gesamt	25.906	21.386	20.789	29.643	39.480
Liquide Mittel	7.766	11.360	11.155	19.281	28.583
Kurzfristige Investitionen	1	9	9	9	9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.011	5.283	4.985	5.676	6.206
Vorräte	246	363	268	306	310
Sonstige Forderungen	13.883	4.372	4.372	4.372	4.372
Anlagevermögen, gesamt	179.984	211.252	180.241	191.411	199.183
Sachanlagen	168.886	200.861	170.493	182.285	190.664
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.744	10.059	9.416	8.794	8.187
Finanzanlagen	354	332	332	332	332
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0
Aktiva	205.890	232.638	201.029	221.054	238.663
<u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u>					
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	21.482	20.563	14.510	14.689	14.711
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.078	13.848	8.000	8.000	8.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.218	1.494	1.288	1.467	1.490
Rückstellungen (kurzfristig)	2.052	2.546	2.546	2.546	2.546
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.134	2.676	2.676	2.676	2.676
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	151.116	174.803	150.003	162.378	172.471
Zinstragende Verbindlichkeiten	136.628	158.644	141.644	154.019	164.111
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	14.488	16.159	8.359	8.359	8.359
Mezzanine Kapital	13.000	12.842	5.042	5.042	5.042
Anteile Dritter	507	289	89	-61	-161
Eigenkapital	32.785	36.982	36.427	44.048	51.643
Gezeichnetes Kapital	37.500	43.250	44.500	49.038	53.049
Kapitalrücklage	7.601	10.001	10.601	13.142	15.829
Gewinnrücklagen	-12.316	-16.269	-18.674	-18.132	-17.235
Passiva	205.890	232.638	201.029	221.054	238.663
<u>Kennzahlen</u>					
Current ratio (x)	1,21	1,04	1,43	2,02	2,68
Quick ratio (x)	1,19	1,02	1,41	2,00	2,66
Nettoverbindlichkeiten	139.938	161.122	138.480	142.730	143.520
Net Gearing	426,8%	435,7%	380,2%	324,0%	277,9%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	11,4	8,5	7,5	6,9	6,7
Buchwert je Aktie (in €)	1,07	0,93	0,82	0,94	1,01
Return on Equity (ROE)	-11,8%	-10,7%	-6,6%	1,2%	1,7%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIT	3.647	4.805	4.311	6.785	7.504
Abschreibungen	10.490	17.011	16.311	17.330	19.018
EBITDA	14.137	21.816	20.621	24.115	26.521
Veränderungen Working Capital	-1.451	1.040	186	-550	-512
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	262	-499	-237	-21	-42
Operativer Cashflow	12.948	22.358	20.571	23.544	25.967
Investitionen in Sachanlagen	-40.321	-11.542	3.700	-28.500	-26.790
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	-27.373	10.816	24.271	-4.956	-823
Akquisitionen und Verkäufe	-7.464	-329	11.000	0	0
Andere Investitionen	-5.539	-3.496	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-53.324	-15.367	14.700	-28.500	-26.790
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	26.572	-12.084	-37.326	6.002	3.427
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.475	8.150	1.850	7.080	6.698
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	42.047	-3.934	-35.476	13.081	10.125
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.671	3.057	-205	8.126	9.302
Cash am Anfang der Periode	6.095	7.766	11.360	11.155	19.281
Cash zum Ende der Periode	7.766	10.823	11.155	19.281	28.583
EBITDA je Aktie	0,46	0,55	0,47	0,52	0,52
Operativer Cashflow je Aktie	0,42	0,56	0,46	0,50	0,51

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	72,7%	-8,0%	14,5%	10,3%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	124,4%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	n.a.	18,3%	-14,8%	10,7%	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
4	Today	€1,56	Buy	€2,40

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 Invest 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.