

ABO Wind AG

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

Aufnahme der
 Coverage

BEWERTUNG KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY
€14,00
 79,5%
 High

ABO AUF NACHHALTIGKEIT UND GEWINN

Die ABO Wind AG ist ein international tätiger Projektentwickler von Windkraftanlagen mit mehr als 20 Jahren Branchenerfahrung. Aufgrund des sehr guten Geschäftsverlaufs in 2016 erhöhte ABO Wind die Prognose für den Nettogewinn auf über €10 Mio. Die sehr gut gefüllte internationale Projektpipeline spricht dafür, dass auch 2017E & 2018E sehr erfolgreiche Jahre werden. ABO Wind verfügt nicht nur über eine etablierte Marktposition im Heimatmarkt Deutschland, sondern hat auch mehrfach – zuletzt in Finnland und Argentinien – bewiesen, dass sie in attraktiven Auslandsmärkten große Projekte meistert. Wir nehmen die Coverage mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von €14,00 auf.

Wettbewerbsvorteil Windkompetenz ABO Wind gehört zu den Pionieren der Windkraftbranche (Gründung in 1996) und verfügt heute über mehr als 20 Jahre Branchenerfahrung. Mehr als 400 Mitarbeiter decken die heute erforderliche Breite und Tiefe an Kompetenzen sehr gut ab, die für die Durchführung der immer komplexer werdenden Genehmigungsprozesse und die erfolgreiche Fertigstellung von Windprojekten im In- und Ausland unabdingbar sind.

Nachhaltig profitabel mit grünem Strom ABO Wind leistet mit kumuliert mehr als 1.200 MW installierter Windkraftkapazität nicht nur einen substantziellen Beitrag zum Gelingen der aus Klimaschutzgründen dringend notwendigen Energiewende, sondern ist auch ökonomisch eine langjährige Erfolgsgeschichte. Das Unternehmen war im von uns verfolgten Zeitraum ab 2001 immer profitabel und zeigte im langjährigen Durchschnitt eine beeindruckende Margenstärke (durchschnittliche Nettomarge: 9%).

Sehr gut gefüllte internationale Projektpipeline Die internationale Projektpipeline beläuft sich auf gut 2.000 MW, davon befindet sich rund die Hälfte im konkreten Planungsstadium. In H1/16 reichte ABO Wind Bauanträge für über 600 MW ein und erhielt Genehmigungen für fast 300 MW.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz (€ Mio.)	97,83	80,22	131,57	130,56	131,73	135,68
Jährliches Wachstum	na	-18,0%	64,0%	-0,8%	0,9%	3,0%
EBIT (€ Mio.)	10,27	14,15	17,31	17,83	16,07	14,98
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	13,2%	13,7%	12,2%	11,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	5,25	7,77	10,51	10,94	9,63	8,87
EPS (verwässert) (€)	0,69	1,02	1,37	1,43	1,26	1,16
DPS (€)	0,22	0,25	0,28	0,28	0,28	0,28
FCF (€ Mio.)	-7,38	-7,37	10,80	10,39	8,70	9,37
Nettoverschuldungsgrad	-14,8%	13,2%	-0,3%	-9,3%	-14,2%	-19,0%
Liquide Mittel (€ Mio.)	9,50	9,51	18,55	26,81	33,25	42,18

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 1.200 MW ans Netz gebracht. Das Unternehmen übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. ABO Wind hat über 400 Mitarbeiter und sitzt in Wiesbaden.

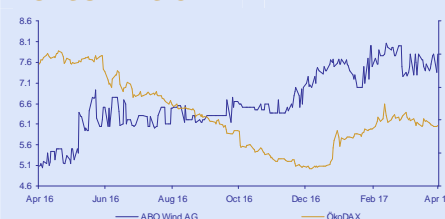
HANDELSDATEN

Stand: 11. Apr 2017

Schlusskurs	€ 7,80
Aktien im Umlauf	7,65 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 59,64 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 5,05 / 8,05
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.193

Multiples	2015	2016E	2017E
KGV	7,7	5,7	5,5
EV/Sales	1,0	0,6	0,6
EV/EBIT	5,7	4,7	4,6
Div.-Rendite	3,2%	3,6%	3,6%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2016

Liquide Mittel	€ 29,15 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 43,48 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,27 Mio.
Bilanzsumme	€ 126,81 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 14,68 Mio.
Eigenkapital	€ 54,65 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Familie Ahn	30,0%
Familie Bockholt	30,0%
Mainova	10,0%
BWVA	7,0%
Free Float	23,0%



INHALT	SEITE
ABO Wind AG – Übersicht.....	1
Investment Case.....	3
SWOT-Analyse.....	4
Bewertung.....	6
<i>DCF-Modell</i>	7
Geschäftsmodell.....	8
<i>Geschäftsaktivität</i>	8
<i>Organisationsstruktur</i>	8
<i>Kernkompetenz: Projektierung von Windkraftanlagen</i>	9
<i>Umsatzgenerierung & -verteilung</i>	10
<i>Dividendenpolitik</i>	13
Finanzlage und -ausblick.....	14
<i>Finanzlage</i>	14
<i>Finanzausblick</i>	20
Marktumfeld.....	24
<i>Der EU-Windmarkt</i>	24
<i>Argentinien</i>	28
<i>Iran</i>	28
Management.....	29
Aktionärs- & Aktieninformationen.....	30
Gewinn- und Verlustrechnung.....	31
Bilanz.....	32
Cashflowrechnung.....	33



INVESTMENT CASE

ÖKOLOGISCH UND NACHHALTIG PROFITABEL

ABO Wind gehört zu den Pionieren der Windkraft. Das 1996 gegründete Unternehmen hat bis heute 600 Windkraftanlagen mit einer Kapazität von über 1.200 MW errichtet. Es ist erklärtes Unternehmensziel, einen Beitrag zum globalen Klimaschutz zu leisten und dabei möglichst umweltschonend vorzugehen. ABO Wind kann aber nicht nur auf einen substanziellen Beitrag zur Erhöhung der Stromproduktion aus erneuerbaren Energien zurückblicken, sondern auch auf eine bemerkenswerte ökonomische Entwicklung. Das Unternehmen war im vom uns verfolgten Zeitraum seit 2001 immer profitabel und zeigte im langjährigen Durchschnitt eine beeindruckende Margenstärke (durchschnittliche Nettomarge: 9%). Die nachhaltige Profitabilität ist umso beeindruckender, als dass die Projektierung von Windkraftanlagen ein volatiles Geschäft mit langen Vorlaufzeiten ist, dessen Erträge sich oft nicht gleichmäßig auf einzelne Jahre verteilen. ABO Wind zeigt beispielhaft, dass ökologisches und nachhaltiges Handeln ökonomisch sehr profitabel betrieben werden kann.

ETABLIERTE MARKTPPOSITION IN DEUTSCHLAND

Seit über 20 Jahren ist ABO Wind erfolgreich als Entwickler von Windparks aktiv und verfügt über umfangreiche Branchenerfahrung. Mehr als 400 Mitarbeiter decken die heute erforderliche Breite und Tiefe an Kompetenzen sehr gut ab, die für die Durchführung der immer komplexer werdenden Genehmigungsprozesse und die erfolgreiche Fertigstellung von Windprojekten unabdingbar sind. Allein in den letzten sechs Jahren hat das Unternehmen Windparks mit einer Gesamtkapazität von ca. 450 MW in Deutschland errichtet. Wir gehen davon aus, dass ABO Wind sich in 2017E mit Projekten in einem Gesamtvolumen von ca. 150-200 MW an den Ausschreibungen beteiligt und unterstellen eine Zuschlagsquote von mindestens 50%. Bei einem Ausschreibungsvolumen von 2,8 GW entspräche dies einem Marktanteil von ca. 3%.

UMFANGREICHE INTERNATIONALE AKTIVITÄT Internationale Projektentwicklungstätigkeit stellt nach wie vor eine große Herausforderung für mittelständische Unternehmen dar. ABO Wind macht seit vielen Jahren vor, wie das internationale Geschäft erfolgreich betrieben werden kann. Seit 2002 ist das Unternehmen in Frankreich tätig und hat dort mehr als 220 MW ans Netz gebracht. Außerdem wurden in Irland, Spanien, Großbritannien und Finnland Windparks errichtet. Darüber hinaus hat ABO Wind in Argentinien eine umfangreiche Projektpipeline aufgebaut und in 2016 Projektrechte in einem Volumen von 350 MW verkauft. Angesichts sich regelmäßig ändernder nationaler Regulierungen bietet die internationale Diversifizierung der Projektpipeline eine gute Absicherung gegen mögliche Schwächephasen in einzelnen nationalen Märkten.

AKTIE SEHR ATTRAKTIV BEWERTET

Unsere auf einem DCF-Modell basierende Bewertung zeigt erhebliches Kurspotenzial von ca. 80% an. Sehr niedrige Multiplikatoren bestätigen die deutliche Unterbewertung des Unternehmens. So beträgt das 2017E Kurs-Gewinn-Verhältnis lediglich 6 und das EV/EBIT-Verhältnis 5. Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) zeigt eine sehr attraktive Bewertung an. Auf der Basis des von uns geschätzten Eigenkapitalbuchwerts von €7,89 pro Aktie Ende 2016 beträgt das KBV 1,0. Die gegenwärtige Marktkapitalisierung des Unternehmens entspricht also lediglich dem Eigenkapitalbuchwert. Die Dividendenrendite auf Basis der zuletzt gezahlten Dividende liegt gegenwärtig bei über 3%.



SWOT-ANALYSE

STÄRKEN

- **Etablierte Marktposition in Deutschland** Seit über 20 Jahren ist ABO Wind erfolgreich als Entwickler von Windparks aktiv. Allein in den letzten sechs Jahren hat das Unternehmen Windparks mit einer Gesamtkapazität von ca. 450 MW in Deutschland errichtet. Wir gehen davon aus, dass ABO Wind sich in 2017E mit Projekten in einem Gesamtvolumen von ca. 150-200 MW an den Ausschreibungen beteiligt. Wir unterstellen, dass mindestens 50% den Zuschlag erhalten werden. Bei einem Ausschreibungsvolumen von 2,8 GW entspräche dies einem Marktanteil von ca. 3%.
- **Umfangreiche internationale Aktivität** Internationale Projektentwicklungstätigkeit stellt nach wie vor eine große Herausforderung für mittelständische Unternehmen dar. ABO Wind macht seit vielen Jahren vor, wie das internationale Geschäft erfolgreich betrieben werden kann. Seit 2002 ist das Unternehmen in Frankreich tätig und hat dort mehr als 220 MW ans Netz gebracht. Außerdem wurden in Irland, Spanien, Großbritannien und Finnland Windparks errichtet. Darüber hinaus hat ABO Wind in Argentinien eine umfangreiche Projektpipeline aufgebaut und in 2016 Projektrechte in einem Volumen von 350 MW verkauft. Angesichts sich regelmäßig ändernder nationaler Regulierungen bietet die internationale Diversifizierung der Projektpipeline eine gute Absicherung gegen mögliche Schwächephase in einzelnen nationalen Märkten.
- **Ökologisch UND nachhaltig profitabel** ABO Wind ist nicht nur ein Pionier, was den Aufbau grüner Stromproduktionskapazitäten angeht, sondern kann auch auf eine bemerkenswerte ökonomische Entwicklung zurückblicken. Das Unternehmen war im von uns verfolgten Zeitraum seit 2001 immer profitabel und zeigte im langjährigen Durchschnitt eine beeindruckende Margenstärke (durchschnittliche Nettomarge: 9%).

SCHWÄCHEN

- **Geringer Freefloat** Neben den Eigentümerfamilien, die zusammen 60% der ABO Wind-Aktien besitzen, sind mit dem Energieversorger Mainova und der Baden-Württembergischen Versorgungsanstalt für Ärzte zwei strategische Investoren am Unternehmen beteiligt. Die Stabilität der Aktionärsstruktur geht allerdings einher mit einem geringen Freefloat von nur 23%.
- **Niedriges Handelsvolumen** Die ABO Wind-Aktie wird nur an der Börse Hamburg gehandelt und verzeichnet nur geringe tägliche Umsätze. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen lag in den letzten 12 Monaten bei lediglich ca. 1.200 Stück. Das geringe Handelsvolumen dürfte für institutionelle Investoren eine ernsthafte Einstiegshürde darstellen.
- **Aktie in keinem Standard** Die ABO Wind-Aktie ist nicht im Entry Standard oder strengeren Standards vertreten. In 2016 hat das Unternehmen den Freiverkehr der Düsseldorfer Börse aufgrund der regulatorischen Anforderungen und der damit verbundenen Kosten verlassen. ABO Wind veröffentlicht neben dem Jahresbericht auch einen kurzen Halbjahresbericht, aber keine Quartalsberichte.



CHANCEN

- **Neue internationale Märkte** Viele windreiche Regionen stehen noch am Anfang beim Aufbau von Windkraftkapazitäten. So gelang Finnland über eine in 2010 eingeführte Einspeisevergütung in wenigen Jahren der Sprung über die 1 GW-Grenze. Argentiniens neue Regierung hat begonnen, die enormen Windressourcen des Landes für die Energieversorgung nutzbar zu machen. ABO Wind ist seit Jahren in beiden Ländern aktiv und hat in Finnland bereits erste Windparks errichtet und zuletzt in Argentinien 350 MW Projektrechte verkauft. Die umfangreichen Projektpipelines in beiden Ländern versprechen weiteres Geschäft. Iran plant, bis 2018 4,5 GW Windkraft ans Netz zu bringen. ABO Wind hat in Teheran ein Büro eröffnet und Projekte mit einem Volumen von 350 MW vorregistriert.
- **Zukunftsmärkte** Windkraft gehört bereits heute in windreichen Regionen zu den kostengünstigsten Methoden der Stromproduktion. Wir sehen für ABO Wind mittelfristig sehr gute Chancen in ausgewählten Ländern auf dem afrikanischen Kontinent wie z.B. Tunesien und in weiteren Ländern Lateinamerikas, z.B. in Mexiko, Kolumbien, Puerto Rico und Ecuador.
- **Marktkonsolidierung in Deutschland** Die Umstellung von staatlich festgesetzten zu in Ausschreibungen fixierten Einspeisevergütungen und die Begrenzung des Ausbauvolumens auf 2,8 GW pro Jahr werden in Deutschland zu einer Schrumpfung des Marktvolumens führen. In 2016 lag der Bruttozubau an Land noch bei 4,6 GW. Preis- und Margendruck sowie die neue Hürde Ausschreibungsverfahren dürften insbesondere kleineren Projektentwicklern zu schaffen machen. Dies bietet ABO Wind die Möglichkeit, durch Kooperation mit kleineren Marktteilnehmern die eigene Projektpipeline auszubauen.

RISIKEN

- **Projektentwicklungsrisiken** Die Projektentwicklung ist ein langwieriger und vierteiliger Prozess, der mit dem Auffinden eines geeigneten Windparkstandorts beginnt und nach vielen Entwicklungsschritten mit der Inbetriebnahme des Windparks endet. Üblicherweise scheitern viele Projekte an einer der vielen Hürden, die im Entwicklungsprozess genommen werden müssen.
- **Regulatorische Risiken** Wesentliche regulatorische Risiken liegen in der Gestaltung der Genehmigungsverfahren, den Netzanschluss- und den Stromeinspeisebedingungen. Eine Verschlechterung des regulatorischen Rahmens kann die Planungsdauer erhöhen, die Realisierungswahrscheinlichkeit senken oder die Projektrendite verringern.
- **Finanzielle Risiken** Wesentliche finanzielle Risiken sind die Notwendigkeit der Vorfinanzierung von Projekten, das Zinsänderungsrisiko und das Währungsrisiko. Die Projektentwicklung kann mehrere Jahre dauern. Den Kosten der Entwicklung stehen anfangs keine Erlöse gegenüber. Daher müssen sie vorfinanziert werden. Windparks werden normalerweise zum größten Teil über Bankkredite finanziert. Steigende Zinsen beeinträchtigen damit die Projektrentabilität. ABO Wind ist in Großbritannien, Südamerika und Iran aktiv und damit Währungsrisiken ausgesetzt.



BEWERTUNG

Wir berechnen den fairen Wert von ABO Wind 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 Wind-Aktie von €14,00.

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. Für die Terminalperiode unterstellen wir konstante Werte bei Wachstum und Marge.

Als Eigenkapitalkosten legen wir einen Zinssatz von 13,0% 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, regulatorische Sicherheit, Marktkapitalisierung und Freefloat. Als durchschnittlichen Fremdkapitalsatz unterstellen wir 6,6%. Wir gehen davon aus, dass ABO Wind eine Eigenkapital- / Fremdkapital-Aufteilung von 50% zu 50% anstrebt. Damit ergibt sich bei einem unterstellten Steuersatz von 30% ein WACC (Weighted Average Cost of Capital) von 8,8%.

Für den Zeitraum 2016E-2018E nehmen wir an, dass sich das Unternehmen gemäß den im Kapitel „Finanzlage und -ausblick“ dargestellten Prognosen entwickelt. Für den Zeitraum von 2019E bis 2030E unterstellen wir

- ein Umsatzwachstum, das von 3% sukzessive auf 2% fällt
- eine EBIT-Marge, die aufgrund intensiver werdenden Wettbewerbs von 11,0% in 2019E auf 8,5% in 2030E sinkt
- einen konstanten effektiven Steuersatz von 30%
- eine leicht von 35,5% auf 36,7% ansteigende Working Capital-Quote
- eine stabile Investitionsquote von 1,5% des Umsatzes.

Für die Terminalperiode unterstellen wir ein Umsatzwachstum von 2%, eine EBIT-Marge von 8,5% und einen Steuersatz von 30%.



DCF-MODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoumsatz	131.570	130.560	131.730	135.682	139.629	143.564	147.479	151.367
NOPLAT	12.359	12.919	11.745	11.178	11.349	11.405	11.375	11.323
+ Abschreibungen	1.666	1.883	2.007	2.091	2.170	2.244	2.316	2.386
= Operativer Cashflow (netto)	14.025	14.801	13.752	13.269	13.519	13.650	13.691	13.710
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-3.222	-4.413	-5.057	-3.895	-3.927	-3.998	-4.066	-4.131
Capex	-2.237	-2.220	-2.239	-2.307	-2.374	-2.441	-2.507	-2.573
Working Capital	-985	-2.194	-2.817	-1.589	-1.553	-1.558	-1.559	-1.558
= Freier Cashflow (FCF)	10.803	10.388	8.695	9.374	9.592	9.652	9.625	9.579
GW der FCFs	10.803	9.776	7.520	7.451	7.005	6.478	5.937	5.430

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2016E-2030E)	86.752
GWs der FCFs in der Terminalperiode	41.859
Unternehmenswert (EV)	128.611
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-21.505
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder value	107.106

Fairer Wert je Aktie	14,00
----------------------	-------

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode								
	8,8%		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Eigenkapitalkosten	13,0%	WACC	5,8%	21,89	22,64	23,56	24,72	26,22	28,27	31,20
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	6,6%		6,8%	18,23	18,63	19,11	19,69	20,40	21,30	22,48
Normaler Steuersatz	30,0%		7,8%	15,57	15,80	16,06	16,37	16,74	17,18	17,73
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,6%		8,8%	13,56	13,69	13,84	14,01	14,21	14,44	14,71
EK-Anteil	50,0%		9,8%	11,98	12,06	12,14	12,24	12,35	12,47	12,61
FK-Anteil	50,0%		10,8%	10,71	10,76	10,80	10,86	10,92	10,98	11,06
Fairer Wert je Aktie	14,00		11,8%	9,67	9,70	9,72	9,75	9,78	9,81	9,85

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2023 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2030

Unser DCF-Modell ergibt einen fairen Wert von €107 Mio. oder €14,00 pro Aktie. Dies entspricht einem Kurspotenzial von ca. 80%.

Sehr niedrige Multiplikatoren für 2017E bestätigen die deutliche Unterbewertung des Unternehmens. So beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis lediglich 6 und das EV/EBIT-Verhältnis 5. Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) zeigt eine sehr attraktive Bewertung an. Auf der Basis des von uns geschätzten Eigenkapitalbuchwerts von €7,89 pro Aktie Ende 2016 beträgt das KBV 1,0 – der Marktwert der Aktie entspricht damit lediglich dem Eigenkapitalbuchwert. Auf Basis unserer Eigenkapitalbuchwertschätzung für 2017E von €9,04 pro Aktie liegt das KBV sogar bei nur 0,9.

GESCHÄFTSMODELL

GESCHÄFTSAKTIVITÄT

Die ABO Wind AG entwickelt vornehmlich Windprojekte, hat aber auch Erfahrung im Bereich Biogas. Seit seiner Gründung im Jahre 1996 hat das Unternehmen 600 Windkraftanlagen mit einer Gesamtkapazität von über 1.200 MW ans Netz gebracht. ABO Wind übernimmt auch die Betriebsführung von Windparks und Biogasanlagen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen im Windbereich Serviceprodukte wie Wartungen, Getriebeendoskopien, Prüfungen und Reparaturen sowie Rotorblatt-, Beton- und Triebstranggutachten an. ABO Wind ist auch im Photovoltaikbereich aktiv und übernimmt das sogenannte EPC (Engineering, Procurement and Construction) von Solaranlagen. Im Geschäftsfeld Wärme (ABO Kraft & Wärme AG) versorgt ABO Wind als Contractor große Gebäudeeinheiten effizient und klimafreundlich mit Strom und Wärme, unter anderem aus Kraft-Wärme-Kopplung und Photovoltaik. ABO Wind übernimmt auch die Planung und Errichtung der Anlagen. Das Unternehmen beschäftigt mehr als 400 festangestellte Mitarbeiter. Die Bilanzierung erfolgt nach HGB. ABO Wind ist an der Börse Hamburg gelistet. Vom 24.9.2012 bis zum 1.10.2016 war das Unternehmen im Freiverkehr der Börse Düsseldorf notiert.

ORGANISATIONSSTRUKTUR

Abbildung 1 zeigt die (vereinfachte) Organisationsstruktur der ABO Wind AG. Vorstand und Bereichsleitung steuern sieben verschiedene Bereiche. Die Hauptbereiche sind die Projektentwicklung (Deutschland und international) und die Betriebsführung. Im Mai 2016 waren die meisten Mitarbeiter im Bereich Projektentwicklung Deutschland beschäftigt (118), während die internationale Projektentwicklung 70 Mitarbeiter vereint. In der Betriebsführung von Wind- und Biogasanlagen sind 90 Mitarbeiter tätig (Stand Mai 2016).

Abbildung 1: Vereinfachtes Organigramm des ABO Wind Konzerns, Stand Mai 2016

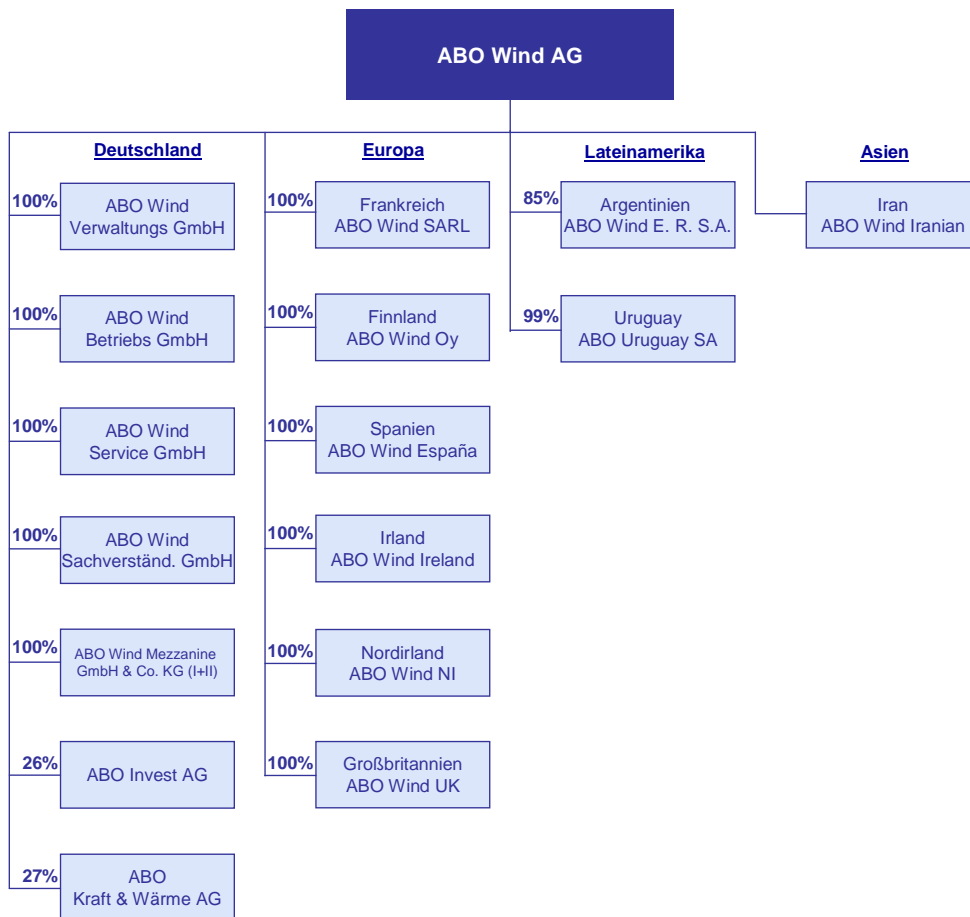


Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

ABO Wind ist international tätig, wichtigster Markt bleibt jedoch Deutschland, wo das Unternehmen neben dem Firmen-Stammsitz in Wiesbaden Niederlassungen in Heidesheim bei Mainz (Sitz des Windpark-Managements), Berlin, Dortmund, Hannover, Saarbrücken, Rheine und Barleben gegründet hat. In Europa ist ABO Wind in fünf Ländern mit Tochtergesellschaften vertreten. Neben Frankreich, Finnland und Spanien zählen auch Großbritannien (mit Standorten in Edinburgh und Belfast) und Irland dazu. In Lateinamerika hat ABO Wind eine Tochtergesellschaft in der argentinischen Hauptstadt Buenos Aires. In Asien hat ABO Wind ein Büro in Iran. Dort hat das Unternehmen in Kooperation mit

regionalen Partnern Windkraft-Projekte mit rund 350 Megawatt Leistung vorregistriert und mehrere Projektgesellschaften gegründet. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die wichtigsten Tochtergesellschaften in Deutschland, Europa, Lateinamerika und Asien.

Abbildung 2: Tochtergesellschaften und Büros der ABO Wind AG



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG, Geschäftsbericht 2015

KERNKOMPETENZ: PROJEKTIERUNG VON WINDKRAFTANLAGEN

Die Planung, Projektierung und Errichtung eines Windparks ist ein komplexer Prozess, der üblicherweise mehrere Jahre in Anspruch nimmt, da rechtliche Rahmenbedingungen sowie technische und ökonomische Anforderungen zu erfüllen sind. Darüber hinaus müssen ökologische Belange genauso berücksichtigt werden wie die lokale politische Akzeptanz. Abbildung 3 auf der nächsten Seite zeigt die einzelnen Entwicklungsschritte, die ein Windpark üblicherweise bis zu seiner Fertigstellung durchlaufen muss. Ein Windparkprojekt ist nur erfolgreich, wenn der Projektentwickler eine Vielzahl unterschiedlicher Kompetenzen vereinen kann. Für das Gelingen eines Windparkprojekts sind heute Ornithologen, Meteorologen, Geoinformatiker, Geographen, Landschaftsarchitekten und Umweltwissenschaftler ebenso wichtig wie die typischerweise mit Windparks assoziierten Berufsgruppen Planer, Bau- & Elektroingenieure und Kaufleute. Darüber hinaus ist ein sensibler, offener und transparenter Umgang mit Bürgern und Interessengruppen vor Ort notwendig, um lokale Akzeptanz für ein Windprojekt zu erreichen. ABO Wind vereint die verschiedenen notwendigen Kompetenzen im Unternehmen. Wir sehen diese Know-how-Kombination gepaart mit der langjährigen Branchenerfahrung als wesentlichen Wettbewerbsvorteil des Unternehmens.

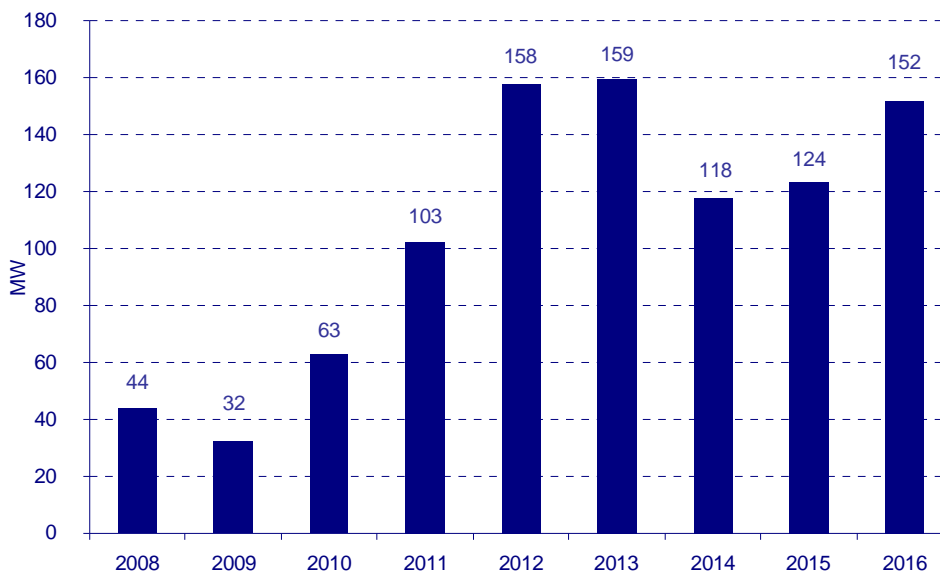
Abbildung 3: Windparkentwicklung in 13 Schritten

Windparkentwicklungsetappe	Konkrete Aktivitäten
1. Standortbegutachtung	Prüfung der Eignung der Fläche für die Windkraftnutzung
2. Flächen- und planungsrechtliche Sicherung	Abschluß Pachtvertrag, Unterstützung kommunaler Bauleitplanung
3. Fachgutachtenerstellung	Immissionsschutz, Naturschutz, Tierschutz
4. Windmessung & Ertragsgutachten	Einsatz von Messmasten und LiDAR-Systemen; unabhängige externe Gutachten
5. Öffentlichkeitsarbeit	Bürgerinformationsveranstaltungen und Akzeptanzschaffung
6. Windanlagenauswahl & Herstellervertrag	Bestimmung der wirtschaftlich und energetisch optimalen Anlage
7. Gestaltung des Parklayouts	Maximierung des Stromertrags, Begrenzung der Belastung für die Umwelt
8. Netzanschlussplanung	Erfüllung elektrotechnischer Anforderungen, u.U. Errichtung eines Umspannwerkes
9. Bundesimmissionsschutzgenehmigung	Erreichung der technischen und juristischen Baureife
10. Sicherung der Vergütung	bisher: staatlich fixierte Einspeisevergütung, zukünftig: Ausschreibungen
11. Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung sichern	Investorensuche und Bankenfinanzierung
12. Errichtung des Windparks	Übernahme der Bauleitung, Koordination des Baufortschritts
13. Ausgleichsmaßnahmen für Natureingriff	Pflanzung von Bäumen, Streuobstwiesen, Errichtung von Nistplätzen

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

UMSATZGENERIERUNG & -VERTEILUNG

ABO Wind generiert den allergrößten Teil des Umsatzes durch die Entwicklung und die Errichtung von Windparks. Abbildung 4 gibt die jährliche Gesamtkapazität (in MW) der seit 2008 in Betrieb genommenen Projekte an, die ABO Wind entwickelt hat. Von 2009 bis 2012 konnte das Unternehmen die Kapazität fast verfünffachen. Seit 2012 schwankt diese zwischen ca. 120 und 160 MW.

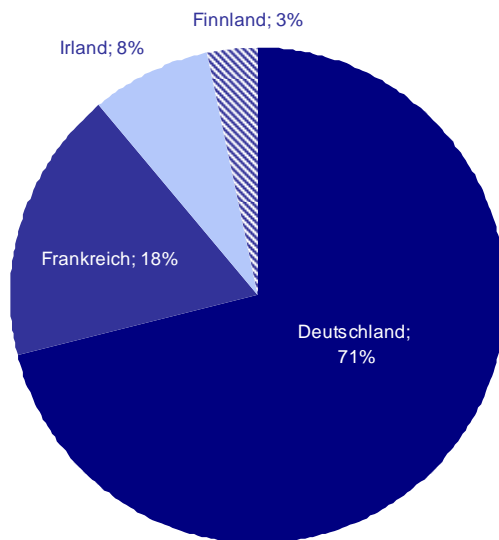
Abbildung 4: Gesamtkapazität der in Betrieb genommenen Windparks p.a. in MW

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG, Referenzliste, Stand 1/2017

Ende 2015 lag der Bestand zukünftiger Projekte bei gut 2,000 MW; davon befand sich rund die Hälfte in konkretem Planungsstadium. Das jährliche Projektvolumen liegt bei mehr als €250 Mio.

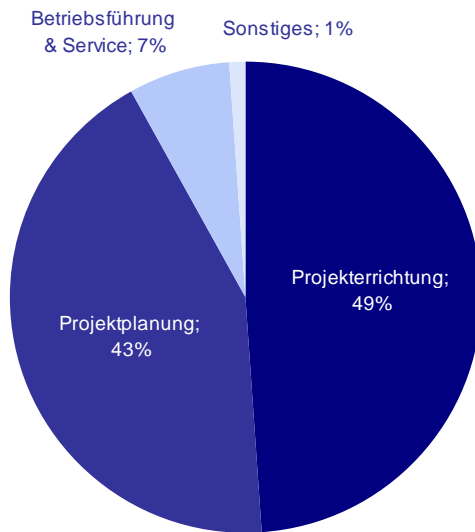
Neben der Planung und Errichtung von Projekten trägt die technische und kaufmännische Betriebsführung von Windkraft- und Biogasanlagen zum Umsatz bei. Im Dezember 2016 hatte ABO Wind die Betriebsführung für 451 Windkraftanlagen mit einer Gesamtkapazität von 1.007 MW inne. Der größte Teil stammt aus Deutschland (71%), gefolgt von Frankreich (18%), Irland/Großbritannien (8%) und Finnland (3%, vgl. auch Abbildung 5). Neben Anlagen von Nordex und Vestas zählen hauptsächlich Senvion- und GE-Anlagen zum Portfolio. Die Betriebsführung von Windparks generiert wiederkehrende Umsätze und wurde von ABO Wind in den letzten Jahren kontinuierlich ausgebaut. Seit 2011 hat sich die betreute Windgesamtkapazität mehr als verdoppelt. Üblicherweise übernimmt ABO Wind die Windparkbetriebsführung bei von ihr ans Netz gebrachten Windparks. Außerdem betreut das Unternehmen sechs Biogasanlagen mit einer Gesamtkapazität von ca. 4 MW.

Abbildung 5: Betriebsführung von Windkraftanlagen nach Ländern, Stand Dezember 2016, in Prozent der betreuten Gesamtkapazität



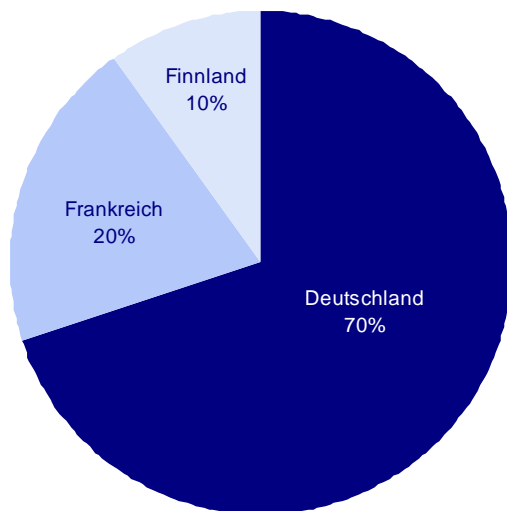
Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

ABO Wind gliedert den Umsatz in die vier Segmente Projektplanung, Projekterrichtung, Betriebsführung & Service und Sonstiges. In 2015 betrug der Umsatz €80,2 Mio. Davon machten Projekterrichtung und -planung zusammen über 90% aus. Der Umsatz aus Betriebsführung & Service betrug 7% (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). Im ersten Halbjahr 2016 betrug der Umsatzanteil der Segmente Projektplanung und -errichtung sogar 94%.

Abbildung 6: Verteilung des Umsatzes nach Segmenten in 2015

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Abbildung 7 gibt die geografische Verteilung des Umsatzes an. In 2015 wurden 70% des Umsatzes in Deutschland generiert, 20% entfielen auf Frankreich und 10% auf Finnland. Im ersten Halbjahr 2016 fielen 85% des Umsatzes auf Deutschland und 12% auf Frankreich.

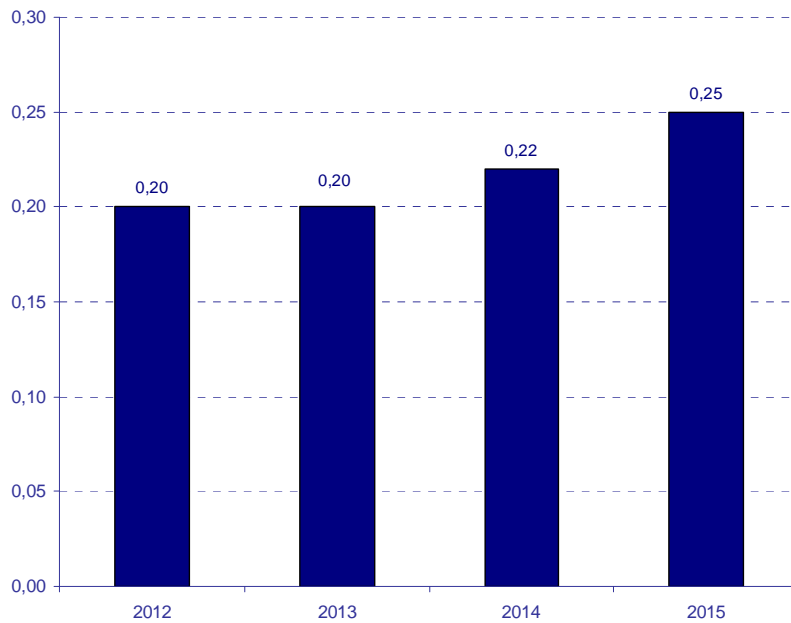
Abbildung 7: Geografische Umsatzverteilung in 2015

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

DIVIDENDENPOLITIK

ABO Wind hat in den letzten Jahren regelmäßig Dividenden ausgeschüttet und diese sukzessive erhöht. Betrug die Dividende pro Aktie für 2013 noch €0,20, so lag sie für 2015 bereits bei €0,25 (vgl. Abbildung 8). Die Dividendenrendite liegt gegenwärtig bei ca. 3%.

Abbildung 8: Dividenden 2012-2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

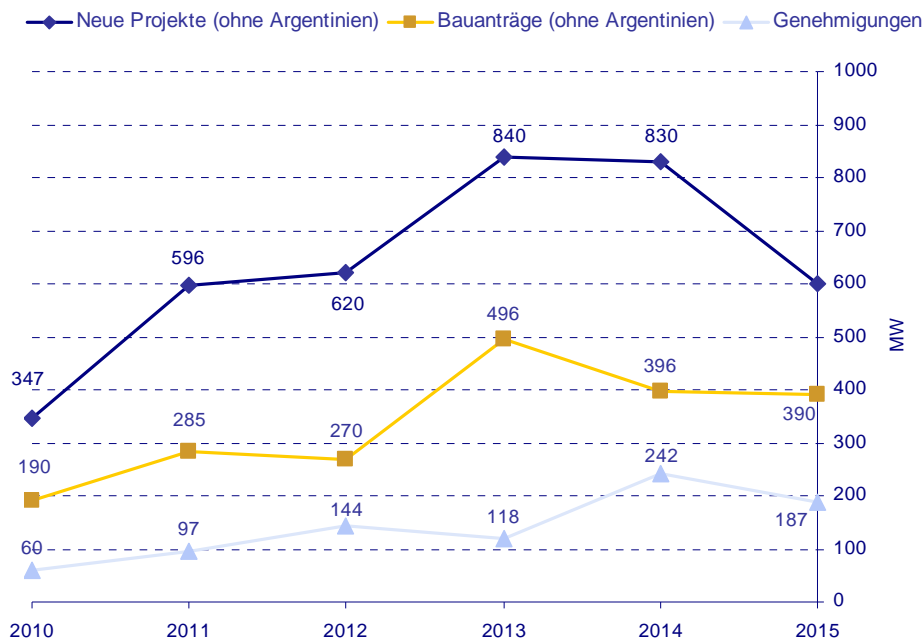
FINANZLAGE UND -AUSBLICK

FINANZLAGE

Die Projektierung von Windparks ist ein langwieriges und schwankendes Geschäft, das von vielen externen Faktoren abhängig ist. Neben dem sich oft ändernden rechtlichen Rahmen ist die sehr unterschiedliche Dauer der Genehmigungsverfahren ein Unsicherheitsfaktor. In manchen Ländern wird es zunehmend schwieriger, geeignete Flächen zu akquirieren, sei es, weil windreiche Standorte bereits genutzt werden oder weil die Pachtpreise stark angestiegen sind. Mancherorts begrenzen Netzengpässe den Ausbau der Windkraft. Immer mehr Länder nutzen Ausschreibungen, um die Wettbewerbsintensität zu erhöhen und den Ausbau zu begrenzen. In manchen Ländern behindern windkritische Regierungen und Interessengruppen den weiteren Ausbau. Diese Herausforderungen dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Windkraftbranche weltweit stark wächst, die Windkrafttechnologie in den letzten Jahren enorme Fortschritte gemacht hat und die Stromproduktionskosten heute bereits häufig unter denen von neuen Kohle- oder Atomkraftwerken liegen. Optimierte Turbinentechnologien und höhere Türme machen auch windschwächere Standorte zunehmend attraktiver.

Die Abbildung 9 gibt an, wie viele MW neue Projekte ABO Wind jährlich akquiriert, für wie viele MW Bauanträge gestellt werden und wie viele MW genehmigt werden. Dabei haben wir Argentinien in der Grafik nicht berücksichtigt, das wegen der Projektgrößen und Risikostruktur nur bedingt mit dem europäischen Markt vergleichbar ist. Zwischen 2010 und 2014 hat ABO Wind in Argentinien über 600 MW an Projekten akquiriert und dafür dort in 2013 und 2014 entsprechende Bauanträge gestellt.

Abbildung 9: Neue Projekte, Bauanträge und Genehmigungen in MW



Quelle: ABO Wind AG, First Berlin Equity Research, Werte vereinzelt geschätzt

In den letzten vier Jahren hat ABO Wind jährlich Flächen für Windparks mit einer Gesamtkapazität von mindestens 600 MW akquiriert. In 2014 und in 2015 belief sich die Gesamtkapazität, für die Bauanträge gestellt wurde, auf knapp 400 MW. Die MW-Zahl für Genehmigungen lag in 2015 bei 187 MW und in 2014 bei 242 MW. Die unterschiedlich

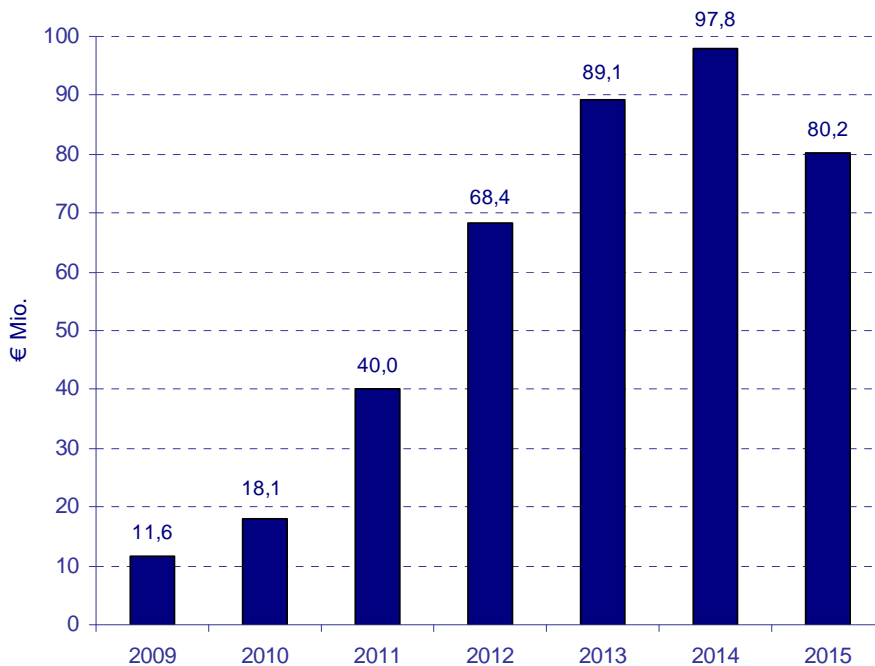
hohen Kapazitätsniveaus bei neuen Projekten, Bauanträgen und Genehmigungen sind auch ein Indiz dafür, dass viele Projekte eine der vielen Hürden des Projektierungsprozesses nicht nehmen und aufgegeben werden. Dies ist ein normaler Bestandteil des Projektierungsprozesses.

Die Umsatzgenerierung bei ABO Wind ist – wie bei jedem anderen Windkraftprojektierer – das Ergebnis von jahrelangen Vorarbeiten. Insofern deuten die hohen Werte bei Bauanträgen und Genehmigungen darauf hin, dass das Niveau der Geschäftsaktivität auch in 2017E und 2018E hoch bleiben wird. Die konstant hohe MW-Zahl an neuen Projekten ist ein Indiz dafür, dass ABO Wind auch mittelfristig erfolgreich bleiben dürfte.

Gewinn- und Verlustrechnung: ABO Wind schließt 2015 mit hohem Nettogewinn ab

In den letzten Jahren hat ABO Wind den Umsatz kräftig gesteigert. Belief sich der Umsatz in 2009 noch auf knapp €12 Mio., erreichte er in 2014 einen Spitzenwert von fast €98 Mio. (vgl. Abbildung 10).

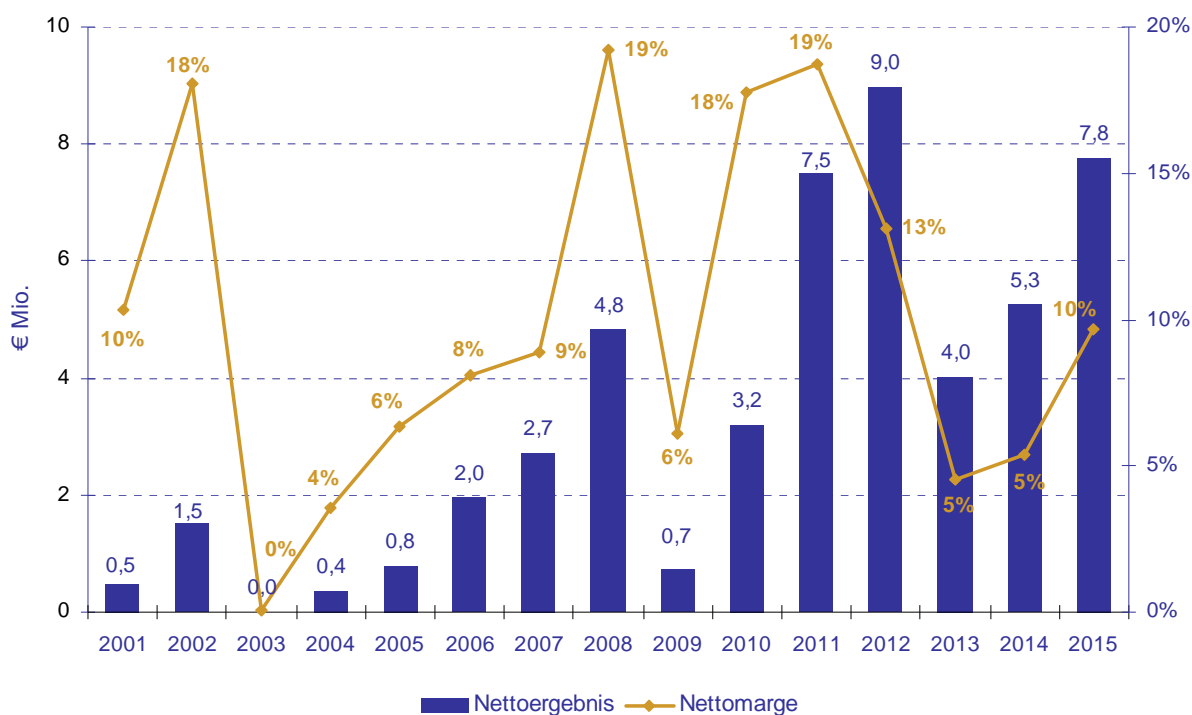
Abbildung 10: Umsatzentwicklung 2009-2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Beim Nettoergebnis kann ABO Wind auf eine beeindruckende langfristige Erfolgsgeschichte zurückblicken. Seit 2001 – bis zu diesem Jahr waren die Daten öffentlich zurückzuverfolgen – hat das Unternehmen immer einen positiven Nettogewinn erwirtschaftet. Das schwächste Jahr war 2003 mit einem leicht positiven Ergebnis, das stärkste Jahr war 2012 mit einem Nettogewinn von €9 Mio. Sogar in der globalen Finanzkrise 2008-10 war das Nettoergebnis jedes Jahr positiv. Die starken Schwankungen im Nettoergebnis und in der Nettomarge weisen darauf hin, dass die Projektentwicklung grundsätzlich ein volatiles Geschäft ist. Die Nettomarge lag in den besten Jahren bei stolzen 19%. Selbst in nicht so starken Jahren lag sie oft bei 4-6%. Im Durchschnitt der Jahre 2001-2015 betrug die Nettomarge über 9% (vgl. Abbildung 11 auf der nächsten Seite).

Abbildung 11: Nettogewinn und Nettomarge 2001-2015



Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

ABO Wind unterteilt die Umsätze aus der Projektentwicklung in Projekterrichtung, also die reine Bauphase, und Planungsleistung, die die gesamte Projektphase bis zur Bauphase umfasst. Außerdem leistet das Segment „Betriebsführung & Service“ einen zwar kleinen, aber stetig steigenden Umsatzbeitrag, da immer mehr Windparks in die Betriebsführung übernommen werden.

Abbildung 12: Umsatz nach Segmenten 2012-2015

Segmentumsatz in € Mio.	2012A	2013A	2014A	2015A
Projekterrichtung	21,69	62,40	62,98	39,31
Planungsleistung	41,79	21,20	29,78	34,41
Betriebsführung & Service	3,52	3,87	4,57	5,58
Sonstiges	1,38	1,62	0,50	0,92
Umsatz insgesamt	68,37	89,10	97,83	80,22

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Zwar sank der Umsatz in 2015 um 18% auf €80,2 Mio., allerdings blieb die Gesamtleistung nur leicht (-6%) hinter dem Vorjahreswert von €108 Mio. zurück (vgl. Abbildung 13 auf der nächsten Seite). Hauptumsatztreiber waren die Projekterrichtung (€39,3 Mio.) und die Planung (€34,4 Mio.).

Der geringere Anteil an errichteten Windparks führte zu einer deutlichen Senkung der Materialkosten von €60,8 Mio. auf €50,0 Mio. Die Materialkostenquote (Bezugsgröße: Gesamtleistung) belief sich auf 49% nach 56% in 2014. Das EBITDA blieb 2015 mit €20,1 Mio. auf dem Niveau des Vorjahres, obwohl der Personalaufwand um fast 15% J/J auf €23,5 Mio. und die sonstigen betrieblichen Ausgaben um 19% auf €9,2 Mio. anstiegen. Da die Abschreibungen mit €6,0 Mio. signifikant unterhalb des Vorjahreswertes (€9,9 Mio.) lagen,



stieg das EBIT um 38% J/J auf €14,2 Mio. Die Abschreibungen enthalten hauptsächlich Einzelwertberichtigungen auf Projekte, für die keine realistische Umsetzungsmöglichkeit mehr besteht. Der Anteil der Abschreibungen auf das Anlagevermögen belief sich in 2015 auf €1,4 Mio.

Das Finanzergebnis in 2015 betrug €-2,8 Mio. und war durch Zinszahlungen von €2,1 Mio. und Abschreibungen auf Finanzanlagen von €1,2 Mio. geprägt. Das EBT belief sich auf €11,4 Mio. (2014: €8,3 Mio.). Nach Steuern in Höhe von €3,5 Mio. ergab sich ein Nettoergebnis von €7,8 Mio. Dies entspricht einem Anstieg um fast 50% gegenüber dem Vorjahr. Die EPS betragen €1,02 nach €0,69 in 2014. Die Zahl der ausstehenden Aktien blieb mit 7,65 Mio. konstant.

Abbildung 13: Gewinn- und Verlustrechnung 2012-2015, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2012A	2013A	2014A	2015A
Umsatz	68,37	89,10	97,83	80,22
<i>Wachstum</i>	./.	30,3%	9,8%	-18,0%
Gesamtleistung	81,81	92,15	107,61	101,13
<i>Wachstum</i>	./.	12,6%	16,8%	-6,0%
Rohertrag	40,63	38,93	37,07	30,19
<i>Marge</i>	59,4%	43,7%	37,9%	37,6%
EBITDA	21,61	11,77	20,21	20,11
<i>Marge</i>	31,6%	13,2%	20,7%	25,1%
EBIT	17,02	8,65	10,27	14,15
<i>Marge</i>	24,9%	9,7%	10,5%	17,6%
EBT	15,01	6,92	8,26	11,39
<i>Marge</i>	22,0%	7,8%	8,4%	14,2%
Nettoergebnis	8,97	4,03	5,25	7,77
<i>Marge</i>	13,1%	4,5%	5,4%	9,7%
EPS (verwässert, in €)	1,31	0,53	0,69	1,02

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Starke Bilanz durch finanzielle Reserven und hohe Eigenkapitalquote

ABO Wind verfügte Ende 2015 über Vermögenswerte von insgesamt €125 Mio. (vgl. Abbildung 14 auf der nächsten Seite). Davon befand sich der allergrößte Teil, ca. 92%, im Umlaufvermögen. Das Anlagevermögen umfasst zwei wesentliche Positionen, die Sachanlagen und die Finanzanlagen. Wesentlicher Bestandteil der Sachanlagen sind Windmessmasten. Die Finanzanlagen enthalten hauptsächlich Beteiligungen (€3,3 Mio.). Darin ist der Teil der Beteiligungen an der ABO Invest AG und der ABO Kraft & Wärme AG zu Anschaffungskosten enthalten, den ABO Wind langfristig halten will. Ende 2015 betrug der Gesamtanteil an der ABO Invest 25,8% und an der ABO Kraft & Wärme 27%. Der Gesamtanteil an der ABO Invest enthält auch Anteile, die im Umlaufvermögen zur Weiterveräußerung gehalten werden.



Abbildung 14: Bilanz 2014 und 2015, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2014A	2015A
Immaterielle Vw. & Goodwill	0,38	0,33
Sachanlagen	3,85	4,20
Finanzanlagen	4,70	5,14
Anlagevermögen insgesamt	8,93	9,67
Vorräte	25,38	36,44
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	6,50	10,32
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	41,82	35,98
Sonstige Forderungen	7,30	8,83
Wertpapiere	12,57	14,66
Liquide Mittel	9,50	9,51
Umlaufvermögen insgesamt	103,07	115,74
Eigenkapital	45,92	51,99
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>41,0%</i>	<i>41,5%</i>
Mezzanine Kapital	15,95	13,74
Rückstellungen	18,88	11,48
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	11,01	29,01
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	4,28	2,00
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	15,29	31,01
Nettoverschuldung	5,79	21,51
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>12,6%</i>	<i>41,4%</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	3,20	6,23
Bilanzsumme	112,00	125,40

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Hauptbestandteile des Umlaufvermögens sind die Vorräte, die Ende 2015 €36,4 Mio. betragen, und Forderungen gegen verbundene Unternehmen in Höhe von €36,0 Mio. Der Großteil dieser Forderungen entfällt auf zum Jahresende 2015 noch nicht veräußerte deutsche Projekte (€31,9 Mio.). Wertpapiere des Umlaufvermögens waren mit €14,7 Mio. bilanziert. Darin enthalten sind Anteile an der ABO Invest (€12,0 Mio.) und der ABO Kraft & Wärme (€1,9 Mio.). Der Bestand an liquiden Mittel blieb konstant und lag bei €9,5 Mio. Das Working Capital (Vorräte + Forderungen L&L – Verbindlichkeiten L&L) betrug Ende 2015 €40,5 Mio. (2014: €28,7 Mio.). Die Working Capital-Quote (Working Capital/Umsatz) stieg damit von 29,3% auf über 50,5%.

Die Passivseite ist von einer hohen Eigenkapitalposition geprägt. Das Eigenkapital belief sich Ende 2015 auf €52 Mio. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 41,5%. Über die Hälfte des Eigenkapitals besteht aus Gewinnrücklagen (€26,8 Mio.) – ein Beleg dafür, dass das Unternehmen die Eigenkapitalbasis über viele Jahre durch Gewinnzuführungen gestärkt hat. Tatsächlich war ABO Wind auf Basis der verfügbaren Daten, die bis 2001 zurückreichen, immer profitabel.

Das Mezzanine Kapital sank um 14% J/J auf €13,7 Mio. ABO Wind nutzt Genussscheine zur Finanzierung von Windparkprojekten. Wird das Mezzanine Kapital zum Eigenkapital gerechnet, ergibt sich ein Wert von €65,7 Mio., was einer Eigenkapitalquote inkl. Mezzanine von 52% entspricht.

Die Finanzverbindlichkeiten belaufen sich auf €31,0 Mio.; davon sind €2,0 Mio. kurzfristig. Im 2. Halbjahr 2015 hatte ABO Wind Tilgungsdarlehen mit Laufzeiten von 5 Jahren in Höhe von €20 Mio. aufgenommen. Die zum Jahresende 2015 nicht ausgenutzten Kredit- und Avallinien beliefen sich auf €32,7 Mio. Die Rückstellungen betragen €11,5 Mio. nach €18,9 Mio. in 2014. Wesentlicher Grund für den Rückgang waren geringere Rückstellungen für ausstehende Rechnungen (€5,1 Mio. versus €11,6 Mio. in 2014).



Cashflowrechnung

Nach €-5,4 Mio. in 2014 verbesserte sich der operative Cashflow in 2015 nur marginal auf €-5,3 Mio. Wesentliche Ursachen für den trotz des positiven Periodenergebnisses von €7,8 Mio. negativen operativen Cashflow waren höhere Vorräte (€-11,1 Mio.) und Auflösung von Rückstellungen (€-6,8 Mio.). Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von €2,1 Mio. führten zu einem freien Cashflow von €-7,4 Mio. (2014: €-7,4 Mio.). Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit lag bei €7,7 Mio. Zuflüssen aus einem Darlehen über €20,0 Mio. standen Abflüsse für Kredittilgungen (€-8,4 Mio.), gezahlte Zinsen (€-2,3 Mio.) und Dividendenzahlungen (€-1,7 Mio.) gegenüber. Der Nettocashflow war marginal positiv.

Abbildung 15: Cashflowrechnung 2012-2015

in € Mio.	2012A	2013A	2014A	2015A
Operativer Cashflow	-7,31	9,38	-5,41	-5,26
CAPEX	-1,46	-1,05	-1,96	-2,11
Freier Cashflow	-8,78	8,33	-7,38	-7,37
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-0,38	-1,68	-2,38	-2,40
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	13,62	1,88	0,99	7,65
Nettocashflow	5,93	9,59	-6,81	0,01

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Sehr starkes erstes Halbjahr 2016

Im ersten Halbjahr 2016 hat ABO Wind den Umsatz auf €53,2 Mio. mehr als verdoppelt. Hauptgrund dafür waren hohe Umsätze im Segment Projekterrichtung (vgl. Abbildung 16), hauptsächlich durch Projektrealisierungen in Deutschland, das 85% zum Umsatz beitrug. Der Beitrag Frankreichs lag bei 12% und Argentiniens bei 2%.

Abbildung 16: Umsatz nach Segmenten in H1/16

Segmentumsatz in € Mio.	H1-16A	H1-15A	Delta
Projekterrichtung	44,26	6,62	568,3%
Planungsleistung	5,76	16,12	-64,3%
Betriebsführung & Service	2,99	2,12	41,1%
Sonstiges	0,14	0,38	-61,9%
Umsatz insgesamt	53,15	25,24	110,6%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Aufgrund der umfangreichen Projekterrichtungsaktivität doppelt so hohe Materialkosten (€35,2 Mio. vs. €17,8 Mio.), höhere Abschreibungen (€5,3 Mio. vs. €2,5 Mio.) und Personalkosten (€12,9 Mio. vs. €10,1 Mio.) führten dazu, dass das EBIT unterproportional auf €7,0 Mio. stieg (+54% J/J). Das Nettoergebnis erhöhte sich um 65% J/J auf €4,4 Mio. (vgl. Abbildung 17 auf der nächsten Seite).

Abbildung 17: Umsatz und Gewinn im ersten Halbjahr 2016

in € Mio.	H1-16A	H1-15A	Delta
Umsatz	53,15	25,24	110,6%
Gesamtleistung	60,93	38,69	57,5%
Rohertrag	17,56	7,41	137,0%
Marge	33,0%	29,3%	-
EBITDA	12,26	6,97	75,9%
Marge	23,1%	27,6%	-
EBIT	6,95	4,51	54,2%
Marge	13,1%	17,9%	-
EBT	6,13	3,71	65,4%
Marge	11,5%	14,7%	-
Nettoergebnis	4,44	2,69	64,8%
Marge	8,4%	10,7%	-
EPS (verwässert, in €)	0,58	0,35	64,8%

Quelle: First Berlin Equity Research, ABO Wind AG

Die Bilanzsumme erhöhte sich in H1/16 leicht auf €127 Mio. Die Aktivseite war von einer hohen Cashposition (€29 Mio.) geprägt. Hinzu kommen im Umlaufvermögen bilanzierte und grundsätzlich schnell liquidierbare Wertpapiere in Höhe von über €11 Mio. (größtenteils ABO Invest-Aktien). Dank des Nettogewinns steigerte ABO Wind das Eigenkapital von €52 Mio. zum Jahresende 2015 auf fast €55 Mio. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich um 1,6 Prozentpunkte auf 43,1%. Das Mezzanine Kapital stieg leicht auf €14,4 Mio., während die Finanzverbindlichkeiten von €31,0 Mio. auf €28,6 Mio. zurückgingen. Insgesamt verfügt ABO Wind damit über eine sehr solide Bilanz mit konservativer Finanzierungsstruktur und hoher Verlustabsorptionsfähigkeit.

Der Halbjahresbericht enthält keine Cashflowrechnung. Der Nettogewinn (€4,4 Mio.), Abschreibungen in Höhe von €5,3 Mio., Rückgänge bei den Vorräten (€-5,5 Mio.) und bei Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (€-3,6 Mio.) sowie weitgehend konstante Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (€-0,4 Mio.) deuten auf einen hohen operativen Cashflow hin. Der Nettocashflow betrug €19,6 Mio.

Auch die nicht finanziellen Indikatoren zeigen eine erfolgreiche Geschäftstätigkeit in der ersten Jahreshälfte an. So akquirierte ABO Wind neue Projekte mit einem Volumen von 320 MW und stellte Bauanträge für insgesamt 615 MW. Das Unternehmen erreichte Genehmigungen für 296 MW, davon 100 MW in Argentinien. ABO Wind nahm im ersten Halbjahr Windparks mit einer Kapazität von 21,6 MW in Betrieb. Außerdem befanden sich 137 MW, für die die Inbetriebnahme noch in 2016 angestrebt wird, im Bau. Verkauft wurden 57 MW, außerdem 150 MW Projektrechte für baureife argentinische Windparks. Das Volumen der in der Betriebsführung befindlichen Anlagen lag bei 850 MW.

FINANZAUSBLICK

Im Jahresbericht 2015 rechnete ABO Wind für 2016 und 2017 mit der Akquise neuer Projekte in einer Größenordnung von mehr als 700 MW p.a. Für den genannten Zeitraum erwartet das Unternehmen Genehmigungen von insgesamt 500 MW und Inbetriebnahmen von bis zu 400 MW.

Ende März 2016 ging ABO Wind für das Geschäftsjahr 2016 noch von einer Steigerung der Gesamtleistung um bis zu 20% (2015: €101 Mio.) und einer Steigerung des Rohertrags im



mittleren einstelligen Prozentbereich aus. Beim Jahresüberschuss rechnete das Unternehmen mit einem ähnlich guten Ergebnis wie in 2015 (2015: €7,8 Mio.).

Am 9. Dezember 2016 erhöhte ABO Wind die Prognose für den Nettogewinn in 2016 auf mehr als €10 Mio. Wesentlicher Grund ist die anhaltend hohe Nachfrage nach Windkraftprojekten, die zu guten Verkaufserlösen führt. Erstmals wird Argentinien dazu einen relevanten Beitrag leisten. Das Unternehmen hat dort Projektrechte und Optionen für insgesamt 350 MW veräußert. Auch der noch in 2016 in Betrieb genommene finnische Windpark Silovuori (26,4 MW) trägt zum hohen Ergebnis bei.

Gewinn- und Verlustrechnung: Rekordgewinne für 2016E und 2017E erwartet

Wir gehen für 2016E von einem Umsatz von €131,6 Mio. aus. Der Umsatzsprung gegenüber dem Vorjahr (+64%) erklärt sich aus der umfangreichen Errichtungs- und Verkaufstätigkeit in 2016. So lag die Errichtung bereits zum Halbjahr 2016 bei 159 MW (Gesamtjahr 2015: 93 MW) und sollte in H2/16 ebenfalls auf hohem Niveau gelegen haben. Die Projektverkäufe lagen in H1/16 bereits bei 107 MW (Gesamtjahr 2015: 100 MW). Für 2017E gehen wir davon aus, dass ABO Wind das sehr hohe Niveau von 2016E annähernd wieder erreicht. Dafür spricht die Rekordzahl an Genehmigungen von 296 MW in H1/16. Damit hat die Halbjahreszahl die Zahlen für die kompletten Jahre 2015 (187 MW) und 2014 (242 MW) bereits jeweils übertroffen.

Abbildung 18: Umsatzschätzung 2016E-2018E

Segmentumsatz in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Projekterrichtung	39,31	104,90	91,70	81,00
Planungsleistung	34,41	19,90	31,00	42,00
Betriebsführung & Service	5,58	6,37	7,36	8,23
Sonstiges	0,92	0,40	0,50	0,50
Umsatz insgesamt	80,22	131,57	130,56	131,73

Quelle: First Berlin Equity Research

Der Umsatzsprung in 2016E führt zu einem deutlich höheren Rohertrag (Umsatz abzüglich Materialaufwand), allerdings sollte die Rohertragsmarge aufgrund des höheren Gewichts der Errichtungstätigkeit auf 33,2% sinken. Für 2017 unterstellen wir aufgrund des verbesserten Produktmixes einen Anstieg der Rohertragsmarge auf 35,8%.

Beim EBIT prognostizieren wir einen Anstieg auf €17,3 Mio. in 2016E und auf €17,8 Mio. in 2017E. Unter dem Strich erwarten wir in 2016E ein Rekordnettoergebnis von €10,5 Mio. oder €1,37 pro Aktie. Für 2017E gehen wir von einer nochmaligen Steigerung auf €10,9 Mio. bzw. EPS von €1,43 aus. Für 2018E unterstellen wir aufgrund des durch die Ausschreibungen in Deutschland erzeugten intensiveren Wettbewerbs einen Margenrückgang (vgl. Abbildung 19 auf der nächsten Seite).

Abbildung 19: Ergebnisschätzungen 2016E-2018E

in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Umsatz	80,22	131,57	130,56	131,73
<i>Wachstum</i>	-18,0%	64,0%	-0,8%	0,9%
Gesamtleistung	101,13	145,57	148,36	149,70
<i>Wachstum</i>	-6,0%	43,9%	1,9%	0,9%
Rohertrag	30,19	43,68	46,73	46,86
<i>Marge</i>	37,6%	33,2%	35,8%	35,6%
EBITDA	20,11	25,97	26,71	25,08
<i>Marge</i>	25,1%	19,7%	20,5%	19,0%
EBIT	14,15	17,31	17,83	16,07
<i>Marge</i>	17,6%	13,2%	13,7%	12,2%
EBT	11,39	15,46	15,85	13,96
<i>Marge</i>	14,2%	11,7%	12,1%	10,6%
Nettoergebnis	7,77	10,51	10,94	9,63
<i>Marge</i>	9,7%	8,0%	8,4%	7,3%
EPS (verwässert, in €)	1,02	1,37	1,43	1,26

Quelle: First Berlin Equity Research

Bilanz: Solidität dürfte ausgebaut werden

Das grundsolide Bilanzbild sollte auch in den nächsten Jahren bestimmend bleiben. Auf der Aktivseite unterstellen wir steigende Vorräte. Wesentlicher Bestandteil der Vorräte sind die unfertigen Erzeugnisse und Leistungen, die ein Indikator für den zukünftigen Erfolg von ABO Wind sind. Wir rechnen mit einer Erhöhung der Eigenkapitalquote von 41,5% in 2015 auf 48,7% in 2018E. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass die Nettoverschuldung von €21,5 Mio. in 2015 auf €3,8 Mio. in 2018E zurückgeht. Das Net Gearing dürfte von 41,4% in 2015 auf 4,9% in 2018E sinken.

Abbildung 20: Bilanzplanung 2016E-2018E

in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Immaterielle Vw. & Goodwill	0,33	0,39	0,42	0,43
Sachanlagen	4,20	4,70	5,02	5,24
Finanzanlagen	5,14	5,14	5,14	5,14
Anlagevermögen insgesamt	9,67	10,24	10,57	10,81
Vorräte	36,44	36,12	36,75	39,53
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	10,32	12,62	14,31	14,44
Sonstige Forderungen inkl. Ford. geg. verb. Unt.	44,82	44,82	44,82	44,82
Wertpapiere	14,66	14,66	14,66	14,66
Liquide Mittel	9,51	18,55	26,81	33,25
Umlaufvermögen insgesamt	115,74	126,76	137,34	146,69
Eigenkapital	51,99	60,36	69,15	76,64
<i>Eigenkapitalquote</i>	41,5%	44,1%	46,8%	48,7%
Mezzanine Kapital	13,74	13,74	13,74	13,74
Rückstellungen	11,48	11,48	11,48	11,48
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	29,01	31,01	32,01	34,01
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	2,00	2,00	3,00	3,00
Finanzverbindlichkeiten, insgesamt	31,01	33,01	35,01	37,01
Nettoverschuldung	21,51	14,46	8,20	3,76
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	41,4%	24,0%	11,9%	4,9%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	6,23	7,22	7,35	7,44
Bilanzsumme	125,40	136,99	147,91	157,49

Quelle: First Berlin Equity Research



Cashflowrechnung

Wir gehen für 2016E-2018E von positiven operativen Cashflows im niedrigen zweistelligen Millionen Euro-Bereich aus. Bei Investitionen von €2,2 Mio. p.a. führt dies in 2016E zu einem freien Cashflow von €10,8 Mio. In 2017E dürfte der freie Cashflow ein ähnliches Niveau erreichen (€10,4 Mio.) erreichen. Die sehr gute Finanzlage erlaubt es ABO Wind, bei kaum veränderter Finanzschuld weiterhin Dividenden zu zahlen und die Höhe der Zahlung im Vergleich zur Dividendenzahlung für 2015 (€0,25 pro Aktie) zu steigern. Für 2016E-2018E unterstellen wir eine Dividende von €0,28 pro Aktie pro Jahr.

Abbildung 21: Cashflowplanung 2016E-2018E

in € Mio.	2015A	2016E	2017E	2018E
Operativer Cashflow	-5,26	13,04	12,61	10,93
CAPEX	-2,11	-2,24	-2,22	-2,24
Freier Cashflow	-7,37	10,80	10,39	8,70
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2,40	-2,24	-2,22	-2,24
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	7,65	-1,76	-2,12	-2,25
Nettocashflow	0,01	9,04	8,26	6,44

Quelle: First Berlin Equity Research

MARKTUMFELD

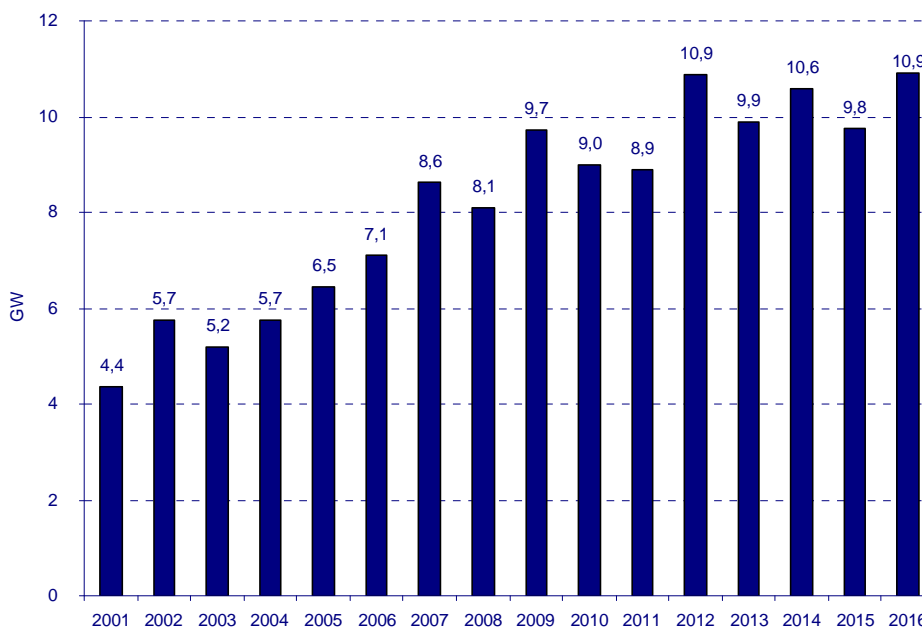
Außer in Deutschland hat ABO Wind bisher in Europa Windparks in Frankreich, Irland, Spanien, Großbritannien und Finnland realisiert. In diesen Ländern ist das Unternehmen auch mit Tochtergesellschaften vertreten. Außerhalb Europas ist ABO Wind in Argentinien aktiv und hat zuletzt ein Büro in Iran eröffnet. 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. Außerdem werfen wir einen Blick auf den argentinischen und iranischen Windmarkt.

DER EU-WINDMARKT

Der Interessenvertretung der europäischen Windindustrie, WindEurope, zufolge betrug die in der EU Ende 2016 installierte Windkapazität 154 GW, davon 141 GW onshore. Die Windkraft hat damit die Kohle überholt und steht nunmehr mit einem Anteil von fast 17% an der Stromgesamtkapazität an zweiter Stelle. In 2016 produzierte die Windkraft fast 300 TWh Strom und deckte damit über 10% der EU-Stromnachfrage ab. Die Neuinstallationen betragen 12,5 GW, davon 10,9 GW onshore. Damit stieg die neu installierte Kapazität an Land um 11%. Insgesamt erreichte die Windkraft einen Anteil von 51% bei den Neuinstallationen von Stromproduktionskapazitäten. Die Investitionen in Onshore-Windenergie beliefen sich 2016 EU-weit auf €9,3 Mrd.

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 22). Die kumulierte Onshore-Windkraftkapazität hat sich von knapp 13 GW in 2001 auf 141 GW in 2016 mehr als verzehnfacht.

Abbildung 22: EU-Neuinstallationen Onshore-Windkraft 2001-2016 in GW

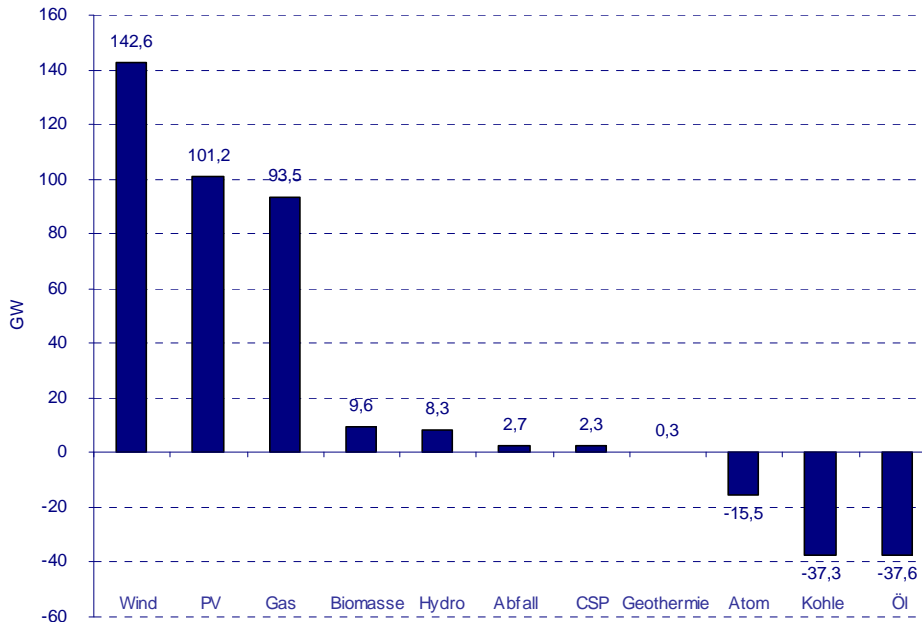


Quelle: First Berlin Equity Research, WindEurope 2016

Der eminente Bedeutungsgewinn der Windkraft für die europäische Stromproduktion lässt sich am besten umseitig aus Abbildung 23 ablesen, die die kumulierte Nettoinstallation von Stromerzeugungskapazitäten über verschiedene Technologien von 1995 – 2016 darstellt.

Die Windkraft liegt mit fast 142 GW noch vor Fotovoltaik (101 GW) Gas (94 GW) und an der Spitze, während sich die Kapazitäten bei der Atomkraft (-16 GW), der Kohle (-37 GW) und beim Öl (-38 GW) netto deutlich reduziert haben.

Abbildung 23: EU-Nettoinstallationen 1995-2016 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 zur installierten Onshore-Basis in 2016 von 141 GW bedeutet dies fast eine Verdoppelung und entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 4,3%.

Im Ländervergleich lag Deutschland Ende 2016 bei der kumulierten installierten Windkraftkapazität (on- und offshore) mit 50 GW mit Abstand an der Spitze, gefolgt von Spanien (23 GW), Großbritannien (fast 15 GW) und Frankreich mit 12 GW.

WindEurope zufolge lag Deutschland bei den Neuinstallationen in der EU in 2016 mit 5,4 GW (davon 4,6 GW onshore) klar an erster Position und erreichte damit einen Marktanteil von 44%. Im Onshore-Bereich lag der Marktanteil bei 48%. An zweiter Position lag Frankreich (1,6 GW), gefolgt von den Niederlanden (0,9 GW, größtenteils offshore) und Großbritannien (0,7 GW). In 2016 beliefen sich die Investitionsvolumina in Großbritannien auf €12,7 Mrd. (überwiegend offshore), in Deutschland auf €5,3 Mrd. (on- und offshore) und in Frankreich auf €1,1 Mrd.

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 war Deutschland wieder europäischer Spitzenreiter bei der Neuinstallation von Windkraft an Land. WindEurope zufolge betrug der Bruttozubau 4,6 GW. 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. Per 31. Dezember 2016 waren der



Bundesnetzagentur Genehmigungen für Projekte mit einer Gesamtkapazität von 6.128 MW gemeldet worden. Der Bundesverband WindEnergie (BWE) und der Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) gehen für 2017 von einem Zubau von 4,5 bis 5,0 GW aus. Die Anfangsvergütung für die ersten 5 Jahre liegt Anfang 2017 bei 8,38 €/Ct/kWh und die anschließende Grundvergütung bei 4,66 €/Ct/kWh. Die Anfangsvergütung verlängert sich wie bisher entsprechend der Qualität des Standortes. Die Anfangsvergütung dürfte im Jahresverlauf durch weitere Degressionsschritte auf voraussichtlich 7,68 €/Ct/kWh sinken.

Das EEG 2017 sieht Ausschreibungen für Windkraft in Höhe von 2,8 GW p.a. für 2017-2019 vor. In 2017 sind drei Ausschreibungen vorgesehen (Mai: 800 MW, August: 1.000 MW und November: 1.000 MW). Wir gehen davon aus, dass die Projekte, die in 2017 den Zuschlag erhalten, in 2018 gebaut werden. Da manche Projekte, die vor dem 31.12.2016 genehmigt wurden, erst in 2018 gebaut werden dürften, gehen der BWE und der VDMA für 2018 von einem Zubau von 3,0 bis 3,5 GW aus. In 2019 dürfte der Zubau dann auf 2,8 GW zurückgehen und das Marktvolumen damit deutlich sinken. Die Ausschreibungen dürften auch zu sinkenden Förderniveaus führen. Das EEG 2017 sieht für die Auktionen einen Höchstpreis von 7,00 €/Ct/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.

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 (durchschnittlich 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 €/Ct/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 €/Ct/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 im Januar wieder mehrere Tage über 100 €/MWh. Im Februar ging der Börsenstrompreis deutlich zurück und pendelte zwischen ca. 40-60 €/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. Ende 2016 hatte Irland eine kumulierte Windkraftkapazität von 2,8 GW. Gegenüber 2015 konnte die neu installierte Kapazität WindEurope zufolge um 71% auf 384 MW gesteigert werden. Das Investitionsvolumen lag 2016 bei €891 Mio.

Finnland

Ende 2016 betrug die kumulierte Windkapazität in Finnland 1,5 GW. Nach Neuinstallationen von 379 MW in 2015 erhöhten sich diese in 2016 auf 570 MW. Das Investitionsvolumen belief sich dabei auf €656 Mio. 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.

Spanien

Zwar hat Spanien europaweit die zweitgrößte installierte Basis an Windkraft in Europa, aber der spanische Markt liegt seit der Abschaffung der Einspeisevergütungen in 2013 am Boden. Nachdem in 2015 gar keine Windkraftanlagen installiert wurden, konnten in 2016 zumindest 49 MW an das Netz angeschlossen werden. In 2016 schrieb die spanische Regierung 500 MW in einer umgekehrten Auktion aus. Die Unternehmen boten Rabatte auf eine von der Regierung festgelegte, leistungsbezogene Investitionsvergütung (Standardinvestitionswert bei Windkraft: 1,2 Mio. €/MW). Die erfolgreichen Bieter kamen 2016 auf einen Rabatt in Höhe von 100% und werden somit den erzeugten Strom zu Marktpreisen ohne Investitionsvergütung veräußern, vorausgesetzt, die Projekte werden tatsächlich fertiggestellt. In 2017 will die spanische Regierung in einer neuen Erneuerbare-Energien-Auktion Kapazitäten von über 3 GW vergeben. Spanien will bis 2020 einen Anteil erneuerbarer Energien am Endenergieverbrauch von 20% erreichen. Laut Angaben des spanischen Energieministeriums liegt der gegenwärtige Wert bei 17,3%. Das Szenario des europäischen Windverbands sieht bis zum Jahr 2020 einen weiteren Zubau in Spanien um ca. 3 GW vor. Bis zum Jahr 2030 könnte sich die Windkraftkapazität sogar auf gut 44 GW annähernd verdoppeln.

Großbritannien

Großbritannien hat ausgezeichnete Windbedingungen und verfügt der Internationalen Energieagentur (IEA) zufolge über ca. 40% der gesamten europäischen Windressourcen. Innerhalb des Vereinigten Königreichs sind die Bedingungen für Windkraft in Schottland sowie in Nordirland am besten. Schottland strebt an, bis zum Jahr 2020 die Stromversorgung vollständig aus erneuerbaren Energien zu bestreiten. Seit dem Auslaufen der Förderung für Windenergie an Land in 2015 befindet sich der Onshore-Markt in Großbritannien im Rückwärtsgang. In 2015 halbierte sich der Zubau (on- und offshore) im Jahresvergleich auf 975 MW, an Land wurden lediglich 403 MW installiert (2014: 923 MW onshore). In 2016 betrug der Zubau insgesamt (on- und offshore) 736 MW. Im Szenario für das Jahr 2020 erwartet der Branchenverband WindEurope Windkraft-Kapazitäten an Land von 11,5 GW. Ende 2015 waren es rund 8,4 GW. Bis 2030 soll die Windkraft an Land der Prognose zufolge sogar eine Nennleistung von 17,0 GW aufweisen. Die Windkraft auf hoher See soll bis dahin auf 23,0 GW ausgebaut worden sein.

ARGENTINIEN

Argentinien dürfte der weltweit beste Standort für Windenergie sein. Das im Süden gelegene Patagonien bietet Windgeschwindigkeiten von bis zu zwölf Metern pro Sekunde schon auf 60 Meter Höhe. Aber auch weiter nördlich herrschen verglichen mit Europa immer noch hervorragende Bedingungen: großflächige Standorte mit Windgeschwindigkeiten von bis zu neun Metern pro Sekunde. Auf ungefähr 70% des Territoriums herrschen Windgeschwindigkeiten von durchschnittlich sechs Metern pro Sekunde. Aufgrund des fehlenden Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten waren die Erfolgsaussichten für Windkraftprojekte lange Zeit sehr gering. In 2015 kamen lediglich 8 MW Windkraftleistung hinzu; damit erhöhte sich die kumulierte Windkraftkapazität auf 279 MW. Erst nach der Einigung der neuen Regierung mit den Gläubigern in 2015 konnte Argentinien an die internationalen Finanzmärkte zurückkehren, was zu einer deutlichen Belebung der Geschäftsaktivität in der Windbranche geführt hat. Mit dem im Oktober 2015 veröffentlichten Gesetz Nummer 27.191 verpflichtet die neue argentinische Regierung große Energieverbraucher dazu, ab 2018 zumindest 8% ihres Energiemixes aus erneuerbaren Quellen zu decken. Das Gesetz formuliert ehrgeizige Ausbauziele und will den Anteil erneuerbarer Energien an der Stromproduktion bis 2025 auf 20% steigern. Im Jahr 2016 lag ihr Anteil bei ca. 2%. Bei einer im August 2016 durchgeführten Ausschreibung von 1 GW Leistung erhielten zwölf Windprojekte mit einer Gesamtleistung von 708 MW den Zuschlag. Der durchschnittliche Preis lag bei umgerechnet 6,26 €/kWh.

IRAN

Mit ca. 75 Mio. Einwohnern und einer Fläche von gut 1,6 Millionen Quadratkilometern zählt Iran zu den 20 bevölkerungsreichsten und größten Staaten der Erde. Das Land verfügt dank seiner Lage entlang großer Windkorridore über umfangreiche Windressourcen, die Potenzial für ca. 100 GW Windkraftkapazität bieten. Um die steigende Energienachfrage der wachsenden Bevölkerung zu befriedigen, setzt die Regierung auch auf Erneuerbare Energien. Bislang sind ca. 350 MW ans Stromnetz angeschlossen. Bis 2018 sollen rund 4.500 MW Windkraftleistung hinzukommen. Iran garantiert einen festen Einspeisetarif, der für Windstrom anfänglich zwischen 3.400 und 4.200 iranischen Rial pro kWh liegt. Dies entspricht gegenwärtig ca. 9,88 - 12,20 €/kWh. Die Dauer der Förderung beträgt 20 Jahre. Die Netze und die Infrastruktur sind bereits gut ausgebaut. Nach der erst kürzlich erfolgten politischen Öffnung sind allerdings noch einige Hürden zu überwinden. Bislang finanzieren internationale Banken keine Windkraftprojekte in Iran. Auch für Umweltverträglichkeitsprüfungen und Netzanschlussbedingungen müssen noch Strukturen etabliert werden, die internationalen Standards entsprechen.



MANAGEMENT

Vorstand

Dr. Jochen Ahn (*1960) ist promovierter Physikochemiker. Gemeinsam mit Matthias Bockholt gründete er 1996 die "Ahn & Bockholt Planungsgesellschaft zur Nutzung der Windkraft & anderer regenerativer Energien", die heutige ABO Wind AG. Die beiden Gründer sind noch immer Mehrheitseigentümer und Vorstände des Unternehmens. Vor 1996 arbeitete Jochen Ahn als Windkraft-Fachgutachter beim hessischen Umweltministerium.

Matthias Bockholt (*1966) ist Elektrotechniker und war beim hessischen Umweltministerium mit der Beurteilung von Solarenergieprojekten betraut. Dort lernte er Dr. Jochen Ahn kennen, mit dem er im Alter von 30 Jahren die heutige ABO Wind AG ins Leben rief.

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 Erneuerbaren-Energien-Branche tätig. So hat er sich bei einer Investmentfondsgesellschaft um ökologische Produkte gekümmert und leitete bei einem international tätigen Entwickler und Betreiber erneuerbarer Energieprojekte die Projektfinanzierung.

Aufsichtsrat

Jörg Lukowsky ist seit 2000 Vorsitzender des Aufsichtsrats. Der Rechtsanwalt ist seit 1992 als Fachanwalt für Steuerrecht und Arbeitsrecht in der Wiesbadener Kanzlei Fuhrmann Wallenfels tätig. Herr Lukowsky ist auch Aufsichtsratsvorsitzender der Tochtergesellschaften Eurowind AG und ABO Kraft & Wärme AG.

Dr. Joachim Nitsch gehört dem Aufsichtsrat der ABO Wind AG seit 2012 an. Der Ingenieurwissenschaftler leitete von 1976 bis 2005 die Abteilung Systemanalyse und Technikbewertung am Institut für Technische Thermodynamik des DLR in Stuttgart. Dr. Nitsch ist als selbstständiger energiewissenschaftlicher Berater und Gutachter tätig.

Norbert Breidenbach gehört dem Aufsichtsrat der ABO Wind AG seit 2015 an. Der Elektrotechniker ist Mitglied des Vorstands der Frankfurter Mainova AG, die ca. 10% der Aktien der ABO Wind AG hält. Herr Breidenbach hat diverse Mandate bei mehr als 20 nicht börsennotierten Tochter- und Beteiligungsunternehmen der Mainova AG inne.

Jürgen Koppmann gehört dem Aufsichtsrat der ABO Wind AG seit 2015 an. Nach dreizehn Jahren als Vorstand bei der Nürnberger Umweltbank machte sich der gelernte Bankkaufmann und studierte Betriebswirt 2015 selbstständig und ist im Bereich der ökologisch-sozialen Immobilienwirtschaft aktiv.

Josef Werum gehört dem Aufsichtsrat der ABO Wind AG seit 2015 an. Der Elektrotechniker und Energiewirtschaftler ist geschäftsführender Gesellschafter der in.power GmbH Mainz, die Strom aus erneuerbaren Quellen vermarktet. Herr Werum hat einen Lehrauftrag für Regenerative Energien und Elektrizitätswirtschaft an der Hochschule Darmstadt und ist zugelassener Händler an der Strombörse EPEX.



AKTIONÄRS- & AKTIENINFORMATIONEN

Aktieninformationen	
ISIN	DE0005760029
WKN	576002
Bloomberg Symbol	AB9 GR
Aktien im Umlauf	7.646.000
Transparenzstandard	Freiverkehr
Land	Deutschland
Sektor	Cleantech
Subsektor	Windkraft

Quelle: Börse Frankfurt, First Berlin Equity Research

Aktionärsstruktur	
Familie Ahn	30%
Familie Bockholt	30%
Mainova	10%
BWVA	07%
Freefloat	23%

Quelle: ABO Wind AG



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Umsatz	97.826	80.220	131.570	130.560	131.730
Bestandsveränderungen	9.782	20.906	14.000	17.803	17.968
Gesamtleistung	107.608	101.126	145.570	148.363	149.698
Herstellungskosten	60.758	50.029	87.889	83.827	84.865
Bruttogewinn	37.068	30.191	43.681	46.733	46.865
Personalkosten	20.472	23.463	27.110	29.350	30.800
Sonstige betriebliche Erträge	1.553	1.686	5.500	1.929	1.946
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7.720	9.209	10.100	10.400	10.900
EBITDA	20.211	20.111	25.971	26.714	25.079
Abschreibungen & Amortisation AV	1.146	1.438	1.666	1.883	2.007
Abschreibungen UV	8.795	4.521	7.000	7.000	7.000
EBIT	10.270	14.152	17.305	17.832	16.072
Nettofinanzergebnis	-2.009	-2.767	-1.850	-1.984	-2.113
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0
EBT	8.261	11.386	15.456	15.848	13.959
Steuern	3.010	3.613	4.946	4.913	4.327
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	5.251	7.773	10.510	10.935	9.632
EPS (verwässert)	0,69	1,02	1,37	1,43	1,26
Kennzahlen					
Bruttomarge auf Gesamtleistung	34,4%	29,9%	30,0%	31,5%	31,3%
Bruttomarge auf Umsatz	37,9%	37,6%	33,2%	35,8%	35,6%
EBITDA-Marge	20,7%	25,1%	19,7%	20,5%	19,0%
EBIT-Marge	10,5%	17,6%	13,2%	13,7%	12,2%
Nettomarge	5,4%	9,7%	8,0%	8,4%	7,3%
Steuersatz	36,4%	31,7%	32,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz					
Personalkosten	20,9%	29,2%	20,6%	22,5%	23,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	11,5%	7,7%	8,0%	8,3%
Abschreibungen & Amortisation AV	1,2%	1,8%	1,3%	1,4%	1,5%
Abschreibungen UV	9,0%	5,6%	5,3%	5,4%	5,3%
Jährliches Wachstum					
Gesamtumsatz	n.a.	-18,0%	64,0%	-0,8%	0,9%
Operatives Ergebnis	n.a.	37,8%	22,3%	3,0%	-9,9%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	48,0%	35,2%	4,0%	-11,9%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<u>Vermögen</u>					
Umlaufvermögen, gesamt	103.068	115.738	126.756	137.339	146.688
Liquide Mittel	9.498	9.505	18.548	26.811	33.252
Wertpapiere	12.570	14.656	14.656	14.656	14.656
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.499	10.317	12.616	14.308	14.436
Vorräte	25.384	36.443	36.119	36.746	39.526
Sonstige Forderungen	47.866	43.394	43.394	43.394	43.394
Anlagevermögen, gesamt	8.933	9.666	10.237	10.574	10.806
Sachanlagen	3.846	4.201	4.704	5.016	5.236
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	383	326	394	419	431
Finanzanlagen	4.704	5.139	5.139	5.139	5.139
Sonstige	0	0	0	0	0
Aktiva	112.001	125.404	136.992	147.912	157.494
<u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u>					
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	39.115	30.551	31.770	32.896	32.987
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	4.281	2.000	2.000	3.000	3.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.196	6.234	7.224	7.349	7.440
Rückstellungen (kurzfristig)	18.876	11.476	11.476	11.476	11.476
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.762	10.841	11.070	11.070	11.070
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	26.964	42.863	44.863	45.863	47.863
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.011	29.010	31.010	32.010	34.010
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	15.953	13.853	13.853	13.853	13.853
Anteile Dritter	0	0	0	0	0
Eigenkapital	45.922	51.990	60.359	69.154	76.645
Gezeichnetes Kapital	7.646	7.646	7.646	7.646	7.646
Kapitalrücklage	13.542	13.542	13.542	13.542	13.542
Gewinnrücklagen	24.760	30.865	39.234	48.029	55.519
Passiva	112.001	125.404	136.992	147.912	157.494
<u>Kennzahlen</u>					
Current ratio (x)	2,63	3,79	3,99	4,17	4,45
Quick ratio (x)	1,99	2,60	2,85	3,06	3,25
Nettoverbindlichkeiten	-6.776	6.849	-194	-6.457	-10.898
Net Gearing	-14,8%	13,2%	-0,3%	-9,3%	-14,2%
Buchwert je Aktie (in €)	6,01	6,80	7,89	9,04	10,02
Return on Equity (ROE)	11,4%	14,9%	17,4%	15,8%	12,6%
Forderungsumschlag in Tagen	24,2	46,9	35,0	40,0	40,0
Vorratsumschlag in Tagen	152,5	265,9	150,0	160,0	170,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	19,2	45,5	30,0	32,0	32,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIT	10.270	14.152	17.305	17.832	16.072
Abschreibungen auf SA u. imm. VG *	1.146	1.438	1.666	1.883	2.007
EBITDA	11.416	15.590	18.971	19.714	18.079
Veränderungen Working Capital	-20.327	-9.045	-985	-2.194	-2.817
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	3.498	-11.805	-4.946	-4.913	-4.327
Operativer Cashflow	-5.413	-5.260	13.040	12.608	10.934
Investitionen in Sachanlagen	-1.671	-1.949	-1.974	-1.958	-1.976
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-292	-164	-263	-261	-263
Freier Cashflow	-7.376	-7.373	10.803	10.388	8.695
Akquisitionen und Verkäufe	141	265	0	0	0
Andere Investitionen	-558	-551	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.380	-2.399	-2.237	-2.220	-2.239
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.517	9.334	150	16	-113
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	-1.529	-1.682	-1.911	-2.141	-2.141
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	988	7.652	-1.761	-2.124	-2.254
FOREX & sonstige Effekte	-4	15	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-6.809	7	9.043	8.264	6.441
Cash am Anfang der Periode	16.307	9.498	9.505	18.548	26.811
Cash zum Ende der Periode	9.498	9.505	18.548	26.811	33.252
EBITDA je Aktie	2,64	2,63	3,40	3,49	3,28
Jährliches Wachstum					
Operativer Cashflow	n.a.	-2,8%	-347,9%	-3,3%	-13,3%
Freier Cashflow	n.a.	0,0%	-246,5%	-3,8%	-16,3%
Financial Cashflow	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA je Aktie	n.a.	-0,5%	29,1%	2,9%	-6,1%

* 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	Today	€7,80	BUY	€14,00

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

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

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

Copyright© 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.