

# TubeSolar AG

Deutschland / Erneuerbare Energien  
 Düsseldorf  
 Bloomberg: 9TS  
 ISIN: DE000A2PXQD4

Erfolgreiche  
 Kapitalerhöhung &  
 Beteiligung

## BEWERTUNG KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

**BUY**  
**€ 9,40**  
 35,3%  
 High

## BETEILIGUNG SICHERT ZUGRIFF AUF DÜNNSCICHT-PV

Nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung im Dezember 2020, in der TubeSolar eine Mio. Aktien zu €6,00 pro Aktie bei Anteilseignern und institutionellen Investoren platzierte, hat das Unternehmen jetzt einen Vertrag über eine \$2,5 Mio. Beteiligung an dem US-amerikanischen Dünnschicht-Photovoltaikhersteller Ascent Solar Technologies, Inc (ASTI), abgeschlossen. ASTI produziert CIGS (Kupfer Indium Gallium Selen) -Zellen und -Module. Damit sichert sich TubeSolar einen Anteil von zukünftig ca. 15% an ASTI und hat neben dem europäischen Lieferanten eine zweite Bezugsquelle für die Dünnschichtfolie, die in die TubeSolar-Röhren integriert wird. Wir halten die Beteiligung für einen richtigen und wichtigen Schritt, um eine starke Abhängigkeit von nur einem Lieferanten zu vermeiden, insbesondere bei einem so zentralen Input. Außerdem dürfte die Kooperation mit Ascent Solar es TubeSolar erleichtern, auf dem US-Markt für Agro-PV, dem wir sehr großes Wachstumspotenzial beimessen, Fuß zu fassen. Wir werden unser Modell anpassen, nachdem die Transaktion abgeschlossen ist. Unser Kursziel lautet weiterhin €9,40, und unsere Empfehlung bleibt bei Kaufen.

**€6 Mio. Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung** Viele Aktionäre haben von ihrem Bezugsrecht Gebrauch gemacht. Die nicht bezogenen Aktien wurden im Rahmen einer Privatplatzierung von institutionellen Anlegern gezeichnet, wobei die Nachfrage das Angebot überstieg. Durch die Maßnahme erhöht sich das Grundkapital um eine Mio. Aktien auf 11 Mio. Aktien. Die zusätzlichen Mittel in Höhe von €6 Mio. werden für die anteilige Finanzierung der hochautomatisierten Fertigung und für den Beteiligungserwerb genutzt.

**Strategische Beteiligung an Ascent Solar** TubeSolar beteiligt sich mit \$2,5 Mio. an ASTI, erhält dafür Aktien zu \$0,0001 pro Aktie und wird damit zukünftig ca. 15% am Unternehmen halten. ASTI produziert Dünnschichtzellen und -module auf Basis einer CIGS-Technologie auf einem flexiblen Plastiksubstrat.

(b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Umsatz (€ Mio.)	0,00	0,00	0,00	0,00	25,60	84,24
Jährliches Wachstum	na	na	na	na	na	229,1%
EBIT (€ Mio.)	0,00	-0,25	-2,66	-1,17	0,46	13,46
EBIT-Marge	na	na	na	na	1,8%	16,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	0,00	-0,25	-2,94	-1,10	-0,88	9,60
EPS (verwässert) (€)	0,00	-0,03	-0,29	-0,09	-0,06	0,62
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	0,00	-0,25	-8,93	-21,24	-39,29	-24,92
Nettoverschuldungsgrad	0,0	-37,5%	-7,5%	33,5%	40,5%	75,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,00	3,95	2,02	7,78	20,49	0,57

### RISIKEN

Wesentliche Risiken: Technologisches Risiko, Finanzierungsrisiko, Produkt- und Produktionsrisiko, zunehmender Wettbewerb.

### UNTERNEHMENSPROFIL

Die TubeSolar AG ist eine Herstellerin von Solarmodulen. Die patentierte Technologie, bei der Solarzellen in eine Glasröhre integriert werden, zielt insbesondere auf die Stromerzeugung auf Flächen, die gleichzeitig landwirtschaftlich genutzt werden. TubeSolar sitzt in Augsburg.

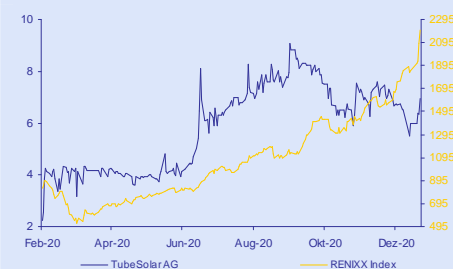
### HANDELSDATEN

Stand: 7. Jan 2021

Schlusskurs	€ 6,95
Aktien im Umlauf	11,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 76,45 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,26 / 9,07
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	4.045

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2020

Liquide Mittel	€ 2,06 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 2,25 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 9,56 Mio.
Bilanzsumme	€ 12,61 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 3,03 Mio.
Eigenkapital	€ 9,41 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

TSG 1. Vermögensverw. GmbH	55,2%
BD Vermögensverw. GmbH	11,1%
Solar Invest International SE	9,7%
BF Holding GmbH	5,1%
Free Float	18,9%



Die Module zeichnen sich durch ihr sehr geringes Gewicht und große Flexibilität aus. ASTIs einzigartiger monolithischer Integrationsprozess erzielt eine relativ hohe Moduleffizienz und eine sehr gute Haltbarkeit. Damit bietet Ascent Solar eine attraktive Alternative zum bisherigen europäischen Dünnschichtzulieferer. Mit der Beteiligung an Ascent Solar erschließt sich Tubesolar eine zweite Lieferquelle für Dünnschichtfolie und reduziert damit die einseitige Abhängigkeit von einem einzigen Lieferanten. Die Dünnschichtfolie, die in TubeSolars Glasröhren integriert wird (siehe dazu unser Initiating Coverage vom 29.10.2020), ist ein zentraler Input für die TubeSolar Module. Perspektivisch ist die Kooperation mit dem US-Unternehmen auch von Vorteil bei der Erschließung des US-Marktes für Agro-Photovoltaik.

**Ascent Solar überzeugt mit technologischer Stärke und intelligenter Strategie** Ascent Solar wurde 2005 gegründet und produziert in Thornton, Colorado in einer Produktionsstätte mit einer nominellen Kapazität von 30 MWp. ASTI agiert bewusst nicht in den PV-Massenmärkten für Freiflächen- und Dachanlagen, um dem harten Wettbewerb mit sehr niedrigen Preisen pro Watt peak zu entgehen. Stattdessen ist das Unternehmen in Nischenmärkten aktiv, in denen es die Vorteile seines Produkts ausspielen kann. Dabei konzentriert sich ASTI auf hochwertige PV-Anwendungen für Kunden aus den Segmenten Weltraum, Luftfahrt, Verteidigung und Freizeit. Das Unternehmen verfügt über mehr als 80 US- und internationale Patente und veröffentlichte Patenteinreichungen. Gegenwärtig testet die Japan Aerospace Exploration Agency (JAXA) ASTIs Technologie. Die japanische Weltraumagentur plant eine Mission zum Jupiter.

Ascent Solar gehört zu den wenigen Überlebenden in der Dünnschicht-PV-Branche. Die meisten Dünnschicht-PV-Unternehmen mussten aufgrund der sehr starken Kosten- und Preissenkungen bei der konkurrierenden kristallinen Siliziumtechnologie aufgeben. Dieser sehr hohe Wettbewerbsdruck ist auch an Ascent Solar nicht spurlos vorbeigegangen, was sich im sehr niedrigen Aktienkurs von ca. \$0,006 und einer zuletzt schwachen Bilanz widerspiegelt. Das Unternehmen befindet sich gegenwärtig in der Endphase einer finanziellen Restrukturierung, aus der es nach unserer Einschätzung finanziell gestärkt und saniert hervorgehen wird. Daher geben ältere Bilanzen kein aktuelles und adäquates Bild von ASTI, und aktuelle Zahlen sind bisher nicht veröffentlicht.

**Ist die Beteiligung an Ascent Solar eine gute Investition für TubeSolar?** Beim gegenwärtigen Kurs von ca. \$0,006 pro Aktie ist Ascent Solar mit ca. \$109 Mio. bewertet (gegenwärtig 18,1 Mrd. Aktien). TubeSolar erwirbt die Aktien zu einem Preis von \$0,0001 pro Aktie. Dies entspricht ungefähr 1/60stel des gegenwärtigen Aktienkurses und ist damit gegenwärtig eine sehr günstige Einstiegsmöglichkeit für TubeSolar. Allerdings unterliegt der Aktienkurs von Ascent Solar sehr starken Schwankungen, so lag er in der Woche vor Weihnachten noch bei ca. \$0,002. Von Januar bis Ende September 2020 schwankte der Kurs zwischen \$0,0001 und \$0,0002.

Mit einem von uns erwarteten Liefervertrag mit TubeSolar kann ASTI zukünftig eine Grundaustlastung ihrer Kapazität gewährleisten, was zu einer Senkung der Kosten pro Watt führen sollte. Nach unserer ersten Einschätzung besitzt Ascent Solar eine starke und durch Patente sehr gut abgesicherte technologische Basis, einen erprobten und funktionierenden Produktionsprozess und eine überzeugende Produktpalette für hochpreisige Nischenmärkte. Vor diesem Hintergrund scheint uns eine Beteiligung der TubeSolar an ASTI in Höhe von \$2,5 Mio., die unter Berücksichtigung noch ausstehender Kapitalanpassungen zukünftig einem Anteil von ca. 15% am Grundkapital der Ascent Solar entsprechen dürfte, eine gute Investition zu sein.

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein auf unveränderten Schätzungen beruhendes aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €9,40. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	0	0	25.600	84.240	140.000	167.500	192.777	218.715
NOPLAT	-2.925	-1.166	458	11.771	24.166	28.021	30.863	34.481
+ Abschreibungen	1.192	2.910	6.492	10.495	13.420	15.304	16.125	14.742
= Operativer Cashflow (netto)	-1.733	1.744	6.950	22.266	37.586	43.325	46.987	49.223
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-7.180	-23.055	-44.909	-45.015	-29.914	-11.948	-12.992	-14.215
Capex	-6.880	-22.190	-44.256	-40.421	-24.662	-8.360	-9.131	-9.802
Working Capital	-300	-865	-653	-4.593	-5.252	-3.589	-3.861	-4.413
= Freier Cashflow (FCF)	-8.913	-21.311	-37.960	-22.749	7.672	31.377	33.995	35.009
<b>GW der FCFs</b>	<b>-8.913</b>	<b>-18.905</b>	<b>-29.817</b>	<b>-15.822</b>	<b>4.723</b>	<b>17.105</b>	<b>16.410</b>	<b>14.963</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2020E-2034E)	45.249
GWs der FCFs in der Terminalperiode	51.260
Unternehmenswert (EV)	96.509
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten (p.f.)	41.803
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	138.312
Aktienanzahl (verwässert und abdiskontiert)	14.687
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>9,42</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		8,9%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Eigenkapitalkosten	14,6%								
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,0%	9,9%	14,19	14,36	14,55	14,76	15,01	15,29	15,61
Normaler Steuersatz	30,0%	10,9%	12,21	12,31	12,43	12,57	12,72	12,88	13,07
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,5%	11,9%	10,60	10,67	10,74	10,83	10,92	11,02	11,13
EK-Anteil	85,0%	12,9%	9,28	9,32	9,37	9,42	9,47	9,54	9,60
FK-Anteil	15,0%	13,9%	8,17	8,20	8,23	8,26	8,29	8,33	8,37
		14,9%	7,24	7,25	7,27	7,29	7,31	7,33	7,36
<b>Kursziel</b>	<b>9,40</b>	15,9%	6,44	6,45	6,46	6,47	6,48	6,49	6,51

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2027 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2034



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Umsatz</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>25.600</b>	<b>84.240</b>	<b>140.000</b>	<b>167.500</b>
Herstellungskosten	0	1.956	2.500	12.800	42.120	72.545	89.841
<b>Bruttogewinn</b>	<b>0</b>	<b>-1.956</b>	<b>-2.500</b>	<b>12.800</b>	<b>42.120</b>	<b>67.455</b>	<b>77.659</b>
Personalkosten	297	2.142	2.904	4.084	9.821	10.698	13.082
Sonstige betriebliche Erträge	177	512	6.000	2.995	1.348	1.400	1.675
Sonstige betriebliche Aufwendungen	134	1.625	3.347	4.762	9.688	11.200	11.893
<b>EBITDA</b>	<b>-254</b>	<b>-1.466</b>	<b>1.744</b>	<b>6.950</b>	<b>23.959</b>	<b>46.957</b>	<b>54.360</b>
Abschreibungen & Amortisation	0	1.192	2.910	6.492	10.495	13.420	15.304
<b>EBIT</b>	<b>-254</b>	<b>-2.658</b>	<b>-1.166</b>	<b>458</b>	<b>13.464</b>	<b>33.537</b>	<b>39.055</b>
Nettofinanzergebnis	0	-12	-400	-1.710	-2.175	-2.300	-2.275
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-254</b>	<b>-2.670</b>	<b>-1.566</b>	<b>-1.252</b>	<b>11.289</b>	<b>31.237</b>	<b>36.780</b>
Steuern	0	267	-470	-376	1.693	9.371	11.034
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-254</b>	<b>-2.937</b>	<b>-1.096</b>	<b>-876</b>	<b>9.596</b>	<b>21.866</b>	<b>25.746</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,62</b>	<b>1,41</b>	<b>1,66</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge	n.m.	n.m.	n.m.	50,0%	50,0%	48,2%	46,4%
EBITDA-Marge	n.m.	n.m.	n.m.	27,1%	28,4%	33,5%	32,5%
EBIT-Marge	n.m.	n.m.	n.m.	1,8%	16,0%	24,0%	23,3%
Nettomarge	n.m.	n.m.	n.m.	-3,4%	11,4%	15,6%	15,4%
Steuersatz	0,0%	-10,0%	30,0%	30,0%	15,0%	30,0%	30,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>							
Personalkosten	n.m.	n.m.	n.m.	16,0%	11,7%	7,6%	7,8%
Abschreibungen und Amortisation	n.m.	n.m.	n.m.	25,4%	12,5%	9,6%	9,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.m.	n.m.	n.m.	18,6%	11,5%	8,0%	7,1%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	229,1%	66,2%	19,6%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2839,8%	149,1%	16,5%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	127,9%	17,7%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>3.950</b>	<b>2.325</b>	<b>8.983</b>	<b>23.645</b>	<b>10.951</b>	<b>24.402</b>	<b>57.618</b>
Liquide Mittel	3.950	2.025	7.783	20.489	565	5.937	34.039
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0	200	200	2.104	6.924	11.960	14.852
Vorräte	0	100	1.000	1.052	3.462	6.505	8.727
Sonstige Forderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>7.070</b>	<b>14.364</b>	<b>35.058</b>	<b>72.822</b>	<b>102.749</b>	<b>113.991</b>	<b>107.046</b>
Sachanlagen	0	6.742	28.494	67.080	97.689	109.478	102.859
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	0	7.397	6.339	5.518	4.835	4.288	3.962
Sonstige	7.070	225	225	225	225	225	225
<b>Aktiva</b>	<b>11.020</b>	<b>16.689</b>	<b>44.041</b>	<b>96.468</b>	<b>113.700</b>	<b>138.393</b>	<b>164.664</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>418</b>	<b>417</b>	<b>452</b>	<b>1.755</b>	<b>4.391</b>	<b>8.219</b>	<b>23.744</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	0	0	0	0	0	1.000	15.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	65	65	100	1.403	4.039	6.866	8.391
Rückstellungen (kurzfristig)	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	352	352	352	352	352	352	352
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>61</b>	<b>2.667</b>	<b>19.082</b>	<b>44.082</b>	<b>49.082</b>	<b>48.082</b>	<b>33.082</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	0	1.000	16.000	41.000	46.000	45.000	30.000
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	61	1.667	3.082	3.082	3.082	3.082	3.082
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>10.541</b>	<b>13.604</b>	<b>24.507</b>	<b>50.631</b>	<b>60.227</b>	<b>82.092</b>	<b>107.839</b>
Gezeichnetes Kapital	10.000	11.000	12.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Kapitalrücklage	795	5.795	16.295	40.295	40.295	40.295	40.295
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-254	-3.191	-4.288	-5.164	4.432	26.298	52.044
<b>Passiva</b>	<b>11.020</b>	<b>16.689</b>	<b>44.041</b>	<b>96.468</b>	<b>113.700</b>	<b>138.393</b>	<b>164.664</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	9,45	5,57	19,85	13,47	2,49	2,97	2,43
Quick ratio (x)	9,45	5,33	17,64	12,87	1,71	2,18	2,06
Nettoverbindlichkeiten	-3.950	-1.025	8.217	20.511	45.435	40.063	10.961
Net Gearing	-37,5%	-7,5%	33,5%	40,5%	75,4%	48,8%	10,2%
Eigenkapitalquote	95,7%	81,5%	55,6%	52,5%	53,0%	59,3%	65,5%
Buchwert je Aktie (in €)	1,05	1,36	2,04	3,62	3,89	5,30	6,96
Return on Equity (ROE)	-2,4%	-21,6%	-4,5%	-1,7%	15,9%	26,6%	23,9%
Forderungsumschlag in Tagen	0,0	0,0	0,0	30,0	30,0	31,2	32,4
Vorratsumschlag in Tagen	0,0	18,7	146,0	30,0	30,0	32,7	35,5
Kreditorenlaufzeit in Tagen	0,0	12,1	14,6	40,0	35,0	34,5	34,1



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>EBIT</b>	<b>-254</b>	<b>-2.658</b>	<b>-1.166</b>	<b>458</b>	<b>13.464</b>	<b>33.537</b>	<b>39.055</b>
Abschreibungen	0	1.192	2.910	6.492	10.495	13.420	15.304
<b>EBITDA</b>	<b>-254</b>	<b>-1.466</b>	<b>1.744</b>	<b>6.950</b>	<b>23.959</b>	<b>46.957</b>	<b>54.360</b>
Veränderungen Working Capital	0	-300	-865	-653	-4.593	-5.252	-3.589
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	0	-279	70	-1.334	-3.868	-11.671	-13.309
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-254</b>	<b>-2.045</b>	<b>949</b>	<b>4.962</b>	<b>15.497</b>	<b>30.034</b>	<b>37.462</b>
Investitionen in Sachanlagen	0	-6.880	-22.190	-44.000	-40.000	-24.000	-7.614
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	-256	-421	-662	-746
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-254</b>	<b>-8.925</b>	<b>-21.241</b>	<b>-39.294</b>	<b>-24.924</b>	<b>5.372</b>	<b>29.102</b>
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0</b>	<b>-6.880</b>	<b>-22.190</b>	<b>-44.256</b>	<b>-40.421</b>	<b>-24.662</b>	<b>-8.360</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	0	1.000	15.000	25.000	5.000	0	-1.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	6.000	12.000	27.000	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0</b>	<b>7.000</b>	<b>27.000</b>	<b>52.000</b>	<b>5.000</b>	<b>0</b>	<b>-1.000</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-254</b>	<b>-1.925</b>	<b>5.759</b>	<b>12.706</b>	<b>-19.924</b>	<b>5.372</b>	<b>28.102</b>
Cash am Anfang der Periode	0	3.950	2.025	7.783	20.489	565	5.937
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>-254</b>	<b>2.025</b>	<b>7.783</b>	<b>20.489</b>	<b>565</b>	<b>5.937</b>	<b>34.039</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,15</b>	<b>0,50</b>	<b>1,55</b>	<b>3,03</b>	<b>3,51</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	422,9%	212,3%	93,8%	24,7%
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	441,8%
Finanzieller Cashflow	n.m.	n.m.	285,7%	92,6%	-90,4%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	n.m.	n.m.	n.m.	241,6%	211,4%	96,0%	15,8%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH  
 Mohrenstr. 34  
 10117 Berlin  
 Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: [info@firstberlin.com](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

**Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst**

**Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 8. Januar 2021 um 14:31 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2021 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. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist

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

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

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

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

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

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014**

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

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

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

**RISIKOBEWERTUNG**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	29. Oktober 2020	€ 6,60	Buy	€ 9,40
2...1	↓	↓	↓	↓
2	4. Dezember 2020	€ 7,15	Buy	€ 9,40
3	Heute	€ 6,95	Buy	€ 9,40



### **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 Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

## **HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)**

### **ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONSQUELLEN**

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

### **ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN**

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

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

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

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

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

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

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

### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

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

### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

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

### **VERVIELFÄLTIGUNG**

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

**SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

**ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

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

**KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

**QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

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