

2G Energy AG

Deutschland / Cleantech
 Primary exchange: Frankfurt
 Bloomberg: 2GB GR
 ISIN: DE000A0HL8N9

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 34,00

35,5%

Medium

VOM KWK-PRODUKT- ZUM ENERGIESYSTEMLÖSUNGSANBIETER

2G Energy hat sich seit ihrer Gründung 1995 zu einer führenden Anbieterin von KWK-Anlagen in Deutschland entwickelt und ein globales Vertriebsnetz aufgebaut. Als Zwei-Mann-Unternehmen gestartet (Christian Grotholt und Ludger Gausling – 2G), um Kraft-Wärme-Kopplungsanlagen herzustellen (zwei Arten der Energiegenerierung, Strom & Wärme – 2G), hat sich 2G zu einem sehr soliden, wachstumsstarken und profitablen Mittelständler mit über 900 Mitarbeitern entwickelt. Lag der Umsatz beim Börsengang im Jahr 2007 noch bei unter €30 Mio., betrug dieser 2023 schon €365 Mio. und hat sich damit mehr als verzehnfacht. Mit dem Einstieg in das Großwärmepumpengeschäft im letzten Jahr vollzieht 2G einen weiteren großen Entwicklungsschritt vom KWK-Produktanbieter zum Anbieter von Energiesystemlösungen. Vereinfacht könnte man sagen: KWK-Anlagen und Wärmepumpen (WP) kombiniert – auch 2G. Wir halten den Zeitpunkt für die Erweiterung des Geschäftsmodells für ideal. Früh genug, um sich auf das bevorstehende strukturelle Wachstum im Bereich Großwärmepumpen gründlich vorzubereiten und mit einer ausreichend breiten Produktpalette den in neue Größendimensionen strebenden Großwärmepumpen-Markt zu durchdringen. Und früh genug, um sich im Markt für Energiesystemlösungen, die KWK und WP kombinieren, einen Wettbewerbsvorsprung zu verschaffen. Denn der Wärmemarkt muss dringend dekarbonisiert werden (bisher noch zu 80% fossil) und KWK und WP im Doppelpack sind gelebte Sektorkopplung, die Strom- und Wärmeproduktion intelligent miteinander verbinden und sowohl grünen Strom und grüne Wärme liefern können, selbst in den Zeiten, in denen Wind und Sonne als Energiequellen ausfallen. 2G Energiesystemlösungen bilden eine dezentrale Rückgrattechnologie für die Energiewende, die bekanntlich nicht nur eine Stromwende, sondern auch eine Wärmewende und eine Verkehrswende sein muss, um das von der deutschen Bundesregierung gesetzte Net-Zero-Ziel im Jahr 2045 zu erreichen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die 2G-Aktie mit einem unveränderten Kursziel von €34.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	266,35	312,63	365,06	397,64	443,49	510,01
Jährliches Wachstum	8,0%	17,4%	16,8%	8,9%	11,5%	15,0%
EBIT (€ Mio.)	17,93	21,95	27,64	34,95	43,43	51,09
EBIT-Marge	6,7%	7,0%	7,6%	8,8%	9,8%	10,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	12,61	16,39	17,95	23,61	29,46	34,77
EPS (verwässert) (€)	0,77	0,91	1,00	1,32	1,64	1,94
DPS (€)	0,13	0,14	0,17	0,22	0,26	0,31
FCF (€ Mio.)	4,01	-4,39	3,56	9,35	16,34	11,28
Nettoverschuldungsgrad	-15,5%	-6,6%	-3,4%	-7,3%	-13,5%	-14,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	19,93	13,48	12,57	18,86	31,26	37,87

RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind regulatorische Änderungen, Internationalisierung, hohe Gaspreise in Kombination mit niedrigen Strompreisen.

UNTERNEHMENSPROFIL

2G Energy AG ist eine führende Anbieterin von Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen (KWK) und Produzentin von Großwärmepumpen. Das Unternehmen offeriert eine breite KWK- und WP-Produktpalette (KWK: 20 kW bis 4,5 MW, WP: 100 kW - 2,6 MW). Die Zentrale des international agierenden Unternehmens liegt in Heek, Deutschland.

HANDELSDATEN

Stand: 26. Apr 2024

Schlusskurs	€ 25,10
Aktien im Umlauf	17,94 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 450,29 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 20,05 / 29,65
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	22.581

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	25,1	19,1	15,3
EV/Sales	1,2	1,1	1,0
EV/EBIT	16,2	12,8	10,3
Div.-Rendite	0,7%	0,9%	1,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

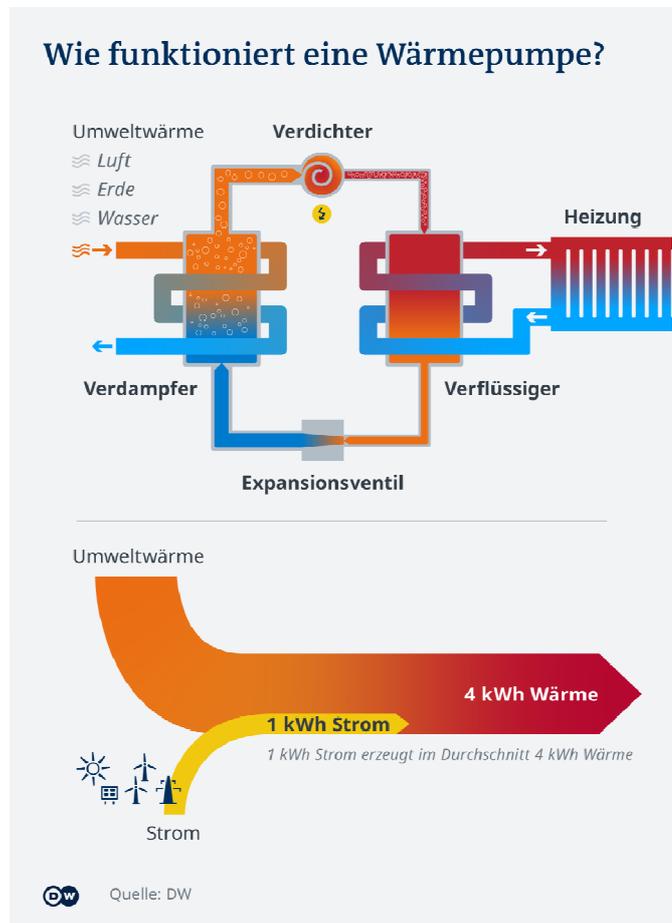
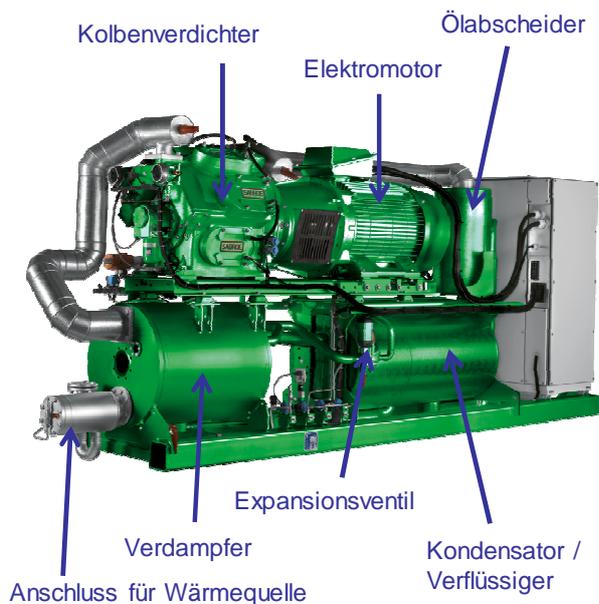
Liquide Mittel	€ 12,57 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 188,71 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 10,26 Mio.
Bilanzsumme	€ 227,45 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 73,45 Mio.
Eigenkapital	€ 123,99 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Christian Grotholt	29,6%
Ludger Gausling	15,5%
Free Float	54,9%

Wie funktionieren Wärmepumpen? Da viele institutionelle Investoren das Wärmepumpengeschäft weniger gut kennen dürften als das KWK-Geschäft, bieten wir an dieser Stelle noch einmal einen Einblick in die Technologie und den WP-Markt. Wärmepumpen entziehen Wärmequellen wie Luft, dem Erdreich, Wasser oder Abwärme die thermische Energie und führen sie mithilfe eines Mediums, dem Kältemittel, dem Wärmepumpenkreislauf zu. Durch die Verdichtung des Kältemittels erhöhen sich Druck und Temperatur. Wird die Wärme schließlich an die Wärmesenke abgegeben, nimmt auch die Temperatur des Kühlmittels ab, wodurch es wieder flüssig wird. Im Expansionsventil erreicht das Kühlmittel durch Senkung des Drucks wieder seine Ausgangstemperatur – und der Kreislauf kann erneut beginnen (vgl. Abbildung 1). Die Kompression zur Hebung der Wärme auf ein höheres Temperaturniveau erfolgt unter Einsatz eines Elektromotors. Dabei und beläuft sich die eingesetzte Strommenge auf einen Bruchteil der erzeugten Wärme. So haben 2Gs Großwärmepumpen einen Leistungskoeffizienten (engl.: COP-Wert, COP= Coefficient of Performance) zwischen 3 und 5, d.h., sie produzieren aus 1 kWh Strom 3 - 5 kWh Wärme. Damit liegt die Effizienz der Wärmepumpen bei 300% - 500%. Der Effizienzvorteil ist umso größer, je kleiner der erforderliche Temperaturhub ist. Unter Temperaturhub versteht man die Differenz zwischen der Temperatur der genutzten Wärmequelle (Inputtemperatur) und der in der Wärmepumpe erzeugten Outputtemperatur (die sogenannte Vorlauftemperatur), die z. B. in ein Wärmenetz oder einen Industrieprozess eingespeist wird. Der Verdichter ist die teuerste Einzelkomponente der Wärmepumpe. Er gibt den Temperatur- und Leistungsbereich sowie die Effizienz maßgeblich vor. Im Verdichter erfolgt die Temperaturerhöhung durch eine Druckerhöhung.

Abbildung1: 2G-Großwärmepumpe und schematische Darstellung der Funktionsweise einer Wärmepumpe



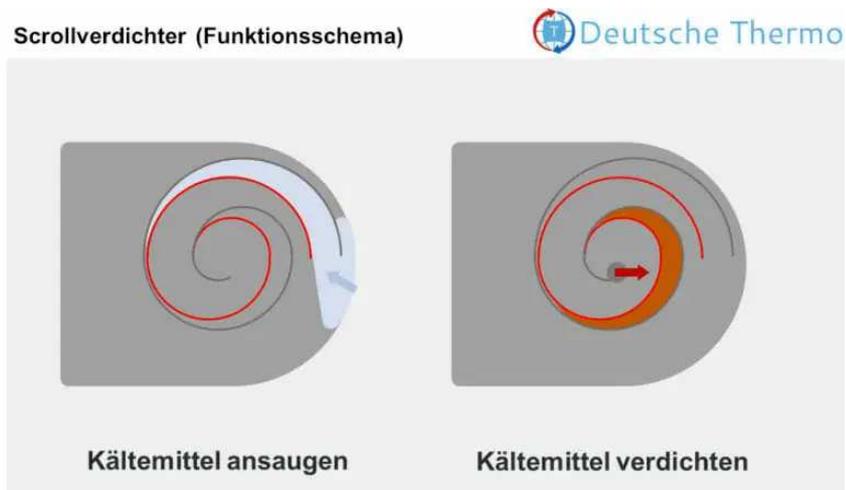
Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy, DW

Beim Verdichter nutzt 2G zwei verschiedene Technologien:

- Scrollverdichter
- Kolbenverdichter

Der 1905 erfundene Scrollverdichter besteht aus zwei ineinander gesetzten Spiralen, einer feststehenden und einer beweglichen. Durch die fortlaufende Rotation der beweglichen Spirale verkleinern sich die Kammern kontinuierlich und verdichten das Gas (vgl. Abbildung 2). Der Scrollverdichter läuft relativ leise, hat wenige bewegliche Teile und ist weitgehend wartungsfrei.

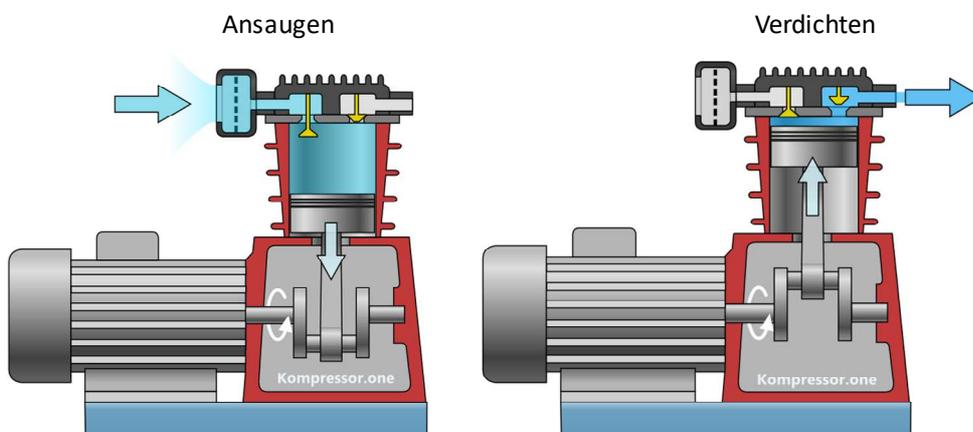
Abbildung 2: Funktionsweise eines Scrollverdichters



Quelle: First Berlin Equity Research, Deutsche Thermo, https://www.deutsche-thermo.de/wp-content/uploads/2022/03/funktionsweise_scrollverdichter-768x449.jpg.webp

Der Kolbenverdichter saugt das gasförmige Kältemittel durch einen sich in einem Zylinder bewegenden Kolben über ein Ansaugventil an, wenn sich der Kolben nach unten bewegt. Bewegt er sich nach oben, wird das angesaugte Gas verdichtet und über ein Druckventil abgegeben (vgl. Abbildung 3). Kolbenverdichter sind robust und können hohen Temperaturen und Drücken standhalten.

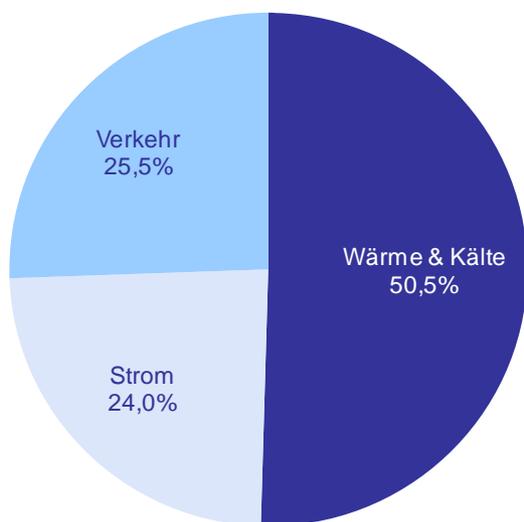
Abbildung 3: Funktionsweise eines Kolbenverdichters



Quelle: First Berlin Equity Research, Kompressor.one (<https://www.kompressor.one/07-seiten/5140-kolbenkompressor.php>)

Warum sind Großwärmepumpen so wichtig für die Energiewende? Werden Wärmepumpen mit Grünstrom betrieben, produzieren sie CO₂-freie Wärme, und das, wie eben beschrieben, sehr effizient. Sollten die volatilen Stromquellen Sonne und Wind nicht zur Verfügung stehen, kann eine mit grünem Wasserstoff betriebene KWK-Anlage CO₂-freien Strom zur Wärmeproduktion liefern. Die Möglichkeit der CO₂-freien Wärmeproduktion macht Großwärmepumpen zu einer Schlüsseltechnologie für den klimaneutralen Betrieb von Wärmenetzen und die Bereitstellung industrieller Prozesswärme bis 200 °C. Nach der Studie „Roll-out von Großwärmepumpen“ der Agora Energiewende vom Juni 2023 können Großwärmepumpen in Deutschland bis 2045 ca. 70% der Fernwärmeversorgung sicherstellen und somit einen Großteil des Erdgases ersetzen. Bisher basiert die Wärmeproduktion in Deutschland nur zu 18% auf erneuerbaren Energien. Bis 2045 sollen die übrigen 82%, die noch auf fossiler Energie basieren, ebenfalls dekarbonisiert werden. Die Größe dieser Aufgabe wird deutlich, wenn man bedenkt, dass der Wärmesektor (Wärme und Kälte ohne Strom) für 51% des deutschen Endenergieverbrauchs verantwortlich ist, der Stromsektor dagegen nur für 24% (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Endenergieverbrauch nach Wärme & Kälte, Strom und Verkehr



Quelle: First Berlin Equity Research, Umweltbundesamt, AG Energiebilanzen, April 2023

Im Jahr 2022 betrug der Endenergieverbrauch in Deutschland im Wärmesektor 1.162 TWh, davon waren 212 TWh erneuerbaren Ursprungs. Damit fehlen noch 950 TWh. Im Strombereich lag der Endenergieverbrauch bei 550 TWh und der Anteil der erneuerbaren Energien bei 254 TWh, was einem Anteil von 46% entspricht. Damit müssten – bei einer rein statischen Betrachtung – noch 296 TWh dekarbonisiert werden. Die im Wärmebereich noch zu dekarbonisierende Energiemenge ist damit mehr als dreimal so groß wie im Strombereich.

2G erschließt sich mit Großwärmepumpen ein neues Wachstumsfeld Mit der 2023 getätigten Übernahme des niederländischen Wärmepumpenherstellers NRGTEQ B.V. (ca. 10 Mitarbeiter, Umsatz ca. €1,5 - €3,0 Mio.) hat 2G ihren Einstieg ins Großwärmepumpengeschäft beschleunigt. NRGTEQ hat bisher über 200 Großwärmepumpen hauptsächlich im Benelux-Raum verkauft. Für 2024 rechnen wir mit einem Wärmepumpen-Umsatzbeitrag im niedrigen einstelligen Millionen Euro-Bereich. 2G erwartet im laufenden Jahr einen Wärmepumpen-Auftragseingang von bis zu €10 Mio., im ersten Quartal waren es bereits €1,9 Mio. Mittelfristig will 2G mit dem Verkauf von Großwärmepumpen in den Kernmärkten Deutschland und Großbritannien ähnlich hohe Umsätze und Margen erzielen wie mit KWK-Anlagen.

2Gs Großwärmepumpen-Produktpalette steht Es ist noch kein Jahr seit der Übernahme des niederländischen Wärmepumpenherstellers vergangen, da ist 2Gs neue Wärmepumpen-Produktpalette bereits fertig konzipiert (vgl. Abbildung 5). 2G afilea Großwärmepumpen sind als Luft-Wasser- und Wasser-Wasser-Geräte erhältlich. Dadurch können verschiedene Arten vorhandener Wärmequellen erschlossen werden. In einstufiger Ausführung können die Wasser-Wasser-Wärmepumpen Temperaturhübe bis 70 K realisieren und Vorlauftemperaturen von bis zu 90 °C erreichen. Für Anwendungen mit höheren Temperaturhüben sind zweistufige Konzepte möglich – bis hin zu projektspezifischen Sonderlösungen mit Vorlauftemperaturen von 90 °C bis 130 °C. Die Leistung der 2G-Wärmepumpen bewegt sich im Bereich von 100 kW bis 2.600 kW.

Abbildung 5: Großwärmepumpen-Produktgruppen

Produktgruppe	Heizleistung (kW)	Warmwasser	Heizbetrieb bei Umgebungstemperatur bis	Verdichter
afilea air series R454B	22 - 464	bis zu 60°C	-20°C	Scrollverdichter
afilea air series compact R290	103 - 333	bis zu 55°C	-15°C	Kolbenverdichter
afilea air series modular R290	88 - 890	bis zu 70°C	-20°C bis +40°C	Scrollverdichter
afilea water series R513A-VSD	121 - 261	bis zu 90°C	-	Kolbenverdichter
afilea water series R717-VSD	600 - 2.600	bis zu 90°C	-	Einstufige Hochdruck-Ammoniak-Wärmepumpe mit Hubkolbenverdichtern

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

2G hat bereits einen Prototypen mit 200 kW thermischer Leistung und einer Vorlauftemperatur bis 90 °C vorgestellt und arbeitet an der Konstruktion eines Wärmepumpenprototyps mit 1 MW thermischer Leistung und ebenfalls bis 90 °C Vorlauftemperatur.

Green Cube: die KWK-WP-Kombilösung 2G möchte nicht nur Großwärmepumpen verkaufen, sondern setzt große Hoffnungen in Energiesystemlösungen, die KWK-Anlagen mit Wärmepumpen kombinieren. Der Green Cube ist eine schlüsselfertige Gesamtlösung aus KWK-Anlage, Großwärmepumpe und systemdienlicher Steuerung, die mittels der 2G-Software die Kommunikation zwischen KWK-Anlage und Wärmepumpe übernimmt. Das modular konfigurierbare Standardprodukt kann auf die individuellen Bedarfe der Kommunen vor Ort zugeschnitten werden und bestehende Wärmequellen, Wind- und Solarparks, Bioenergie, Wasserstoff und Speicher einbetten. Die Leistung bewegt sich im Bereich von 100 kW thermisch/elektrisch bis 2.600 kW thermisch/elektrisch und ist kaskadierbar. Die standardisierte Containerlösung fungiert als komplette Energiezentrale, die eine wirtschaftliche Strom- und Wärmeproduktion mit Dekarbonisierung und einem hohen Maß an Versorgungssicherheit verbindet. Mit dem Green Cube vollzieht 2G den Schritt vom Produktanbieter zum Anbieter von Energiesystemlösungen für eine kombinierte Strom- und Wärmeversorgung. 2G setzt damit die seit Jahren vielbeschworene Sektorkopplung in einem System um – dem Green Cube. So kann 2G zum Beispiel mit seiner g-box 50 und einer 200 kW Wärmepumpe ein Wohnquartier mit 50 Einheiten wirtschaftlich versorgen.

Sehr großes Marktpotenzial in Deutschland Im Jahr 2023 waren Großwärmepumpen mit einer Gesamtleistung von 60 MW installiert. Der deutsche Markt steht damit noch am Anfang seiner Entwicklung. Um die Klimaziele bis 2045 zu erreichen, hält der Energiewende-Think-Tank Agora Energiewende einen durchschnittlichen jährlichen Zubau von mindestens 4.000 MW für notwendig. Dabei definiert Agora Wärmepumpen ab einer Leistung von 500 kW als Großwärmepumpen. 2G spricht schon ab einer Leistung von 100 kW von Großwärmepumpen.

Günstiger Einstiegszeitpunkt für 2G Der Einstiegszeitpunkt ist günstig gewählt, denn 2G hat ausreichend Zeit, die von NRGTEQ hergestellten Großwärmepumpen in die 2G-Produktionsstätte in Heek zu integrieren und dort einen industrialisierten Produktionsprozess aufzubauen, so wie dies in den letzten Jahren mit KWK-Anlagen gelungen ist. Ab 2026 rechnen wir mit einem deutlichen Anziehen der Nachfrage nach Großwärmepumpen, da die Kommunen aufgrund des beschlossenen Wärmeplanungsgesetzes verpflichtet sind, Wärmepläne zu erstellen. Große Kommunen müssen dies bis Mitte 2026 tun, die übrigen bis Mitte 2028. Viele Stadtwerke dürften mit kleineren Insellösungen starten (z.B. Wärmeversorgung eines Schulzentrums, Nutzung lokaler Abwärme aus der Industrie oder aus Kläranlagen). Wir gehen weiterhin davon aus, dass viele Industriebetriebe schon früher in die Umsetzung der Wärmewende einsteigen, um vor der großen Welle an kommunalen Bestellungen zu sein. Damit ergeben sich für 2G gute Chancen, ihre Großwärmepumpen an kommunale Versorger und Industriebetriebe zu vermarkten.

Starke Vertriebsmannschaft auch im WP-Bereich Für den Großwärmepumpenvertrieb hat 2G Ulrich Brinkmann, einen sehr erfahrenen Vertriebsmanager gewonnen, der vorher 17 Jahre bei Johnson Controls gearbeitet und dort zuletzt den Vertrieb in Deutschland geleitet hat. Wir gehen davon aus, dass 2Gs vollcontainerisierte Plug & Play-Lösungen den Vertrieb vereinfachen, da Einfachheit und Schnelligkeit der Installation für die Kommunen wichtige Auswahlkriterien sein werden. Auch dürfte 2G ihre umfangreiche Projekterfahrung aus dem KWK-Bereich helfen, um die maßgeschneiderten Großwärmepumpenlösungen vor Ort zur Zufriedenheit des Kunden umzusetzen. Dabei sollte 2G ihre hohe Reputation aus dem KWK-Bereich ausspielen.

Hohe Synergien zwischen KWK-Anlage und Wärmepumpe In der Forschung & Entwicklung und beim Produktdesign bestehen umfangreiche Synergien zwischen beiden Technologien, die sich im Wesentlichen nur bezüglich Motor (KWK) und Verdichter (Wärmepumpe) unterscheiden. In der Beschaffung kann 2G weitgehend auf dieselben Zulieferer zurückgreifen wie bisher. Auch die Kundenbasis ist für beide Produkte weitgehend dieselbe. Ebenso sind Projektplanung, Montage, Inbetriebnahme und digitale Steuerung & Überwachung im Prinzip identisch. Damit ist die Wärmepumpe eine sinnvolle Erweiterung des 2G-Produktportfolios, zumal 2G in der Vergangenheit auf Kundenwunsch bereits Wärmepumpen verbaut hat.

STARKE BILANZ

In unserer letzten Publikation vom 12. April haben wir bereits die Gewinn- und Verlustrechnung und die Kapitalflussrechnung analysiert. Mit dem Jahresbericht hat 2G nun auch den Nettogewinn veröffentlicht, der bei €18,0 Mio. lag, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahreswert von 10% entspricht. Der Gewinn pro Aktie lag bei €1,00 (Vj.: €0,91). Der Dividendenvorschlag beläuft sich auf €0,17 pro Aktie (+21% J/J), was einer Ausschüttungsquote von 17% entspricht.

Der Jahresbericht bietet einen tiefen Einblick in die Bilanz, die weiterhin sehr stark ist. So verfügt 2G über eine solide Cashposition von €12,6 Mio. (Vj.: €13,5 Mio.). Auch die Nettocashposition (Cashposition abzüglich Finanz- und Leasingverbindlichkeiten) besteht weiter (2,4 Mio. versus €6,1 Mio. im Vorjahr). Das Eigenkapital erhöhte sich durch den Nettogewinn auf €124 Mio. (+14% J/J). Die Eigenkapitalquote baute ihr hohes Niveau weiter aus und stieg von 51,3% auf 54,5% (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). 2G verfügt über eine Bilanz, die sich in jeder Hinsicht sehen lassen kann.

Abbildung 6: Bilanz, ausgewählte Positionen

Alle Zahlen in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Liquide Mittel	12,6	13,5	-7%
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	8,3	6,3	31%
Leasingverbindlichkeiten	1,9	1,0	80%
Nettocashposition	2,4	6,1	-61%
Eigenkapital	124,0	108,6	14%
Eigenkapitalquote	54,5%	51,3%	+3,2 PP
Bilanzsumme	227,5	211,6	7%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Stabile Working Capital-Quote Das Working Capital stieg um 17% J/J auf €111 Mio. (vgl. Abbildung 7 auf der nächsten Seite). Dies entsprach weitgehend dem Umsatzanstieg; entsprechend blieb die Working Capital-Quote im Wesentlichen stabil (30,4% versus 30,2% im Vj.).

Abbildung 7: Working Capital-Entwicklung

Angaben in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Vorräte	109,8	102,6	7,0%
+ Forderungen L&L	58,6	57,1	2,6%
- Verbindlichkeiten L&L	17,1	20,5	-16,5%
- Erhaltene Anzahlungen	40,4	44,7	-9,6%
Working Capital	110,9	94,6	17,3%
Umsatz	365,1	312,6	16,8%
Working Capital / Umsatz (%)	30,4%	30,2%	+0,2 PP

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

PROFITABLES WACHSTUM VORAUS

Wir sind überzeugt, dass 2G Energy weiter wachsen wird und ihre EBIT-Marge sukzessive in Richtung 10% ausweitet. Die Margensteigerung sollte durch Effizienzgewinne und Kostendegression erreicht werden. Insbesondere die Materialkostenquote dürfte sinken, da die Einkaufspreise durch die geringere Inflation den Verkaufspreisen weniger stark vorauslaufen. Die Guidance von 2G, die traditionell beim Umsatz konservativ ist, sieht für das laufende Jahr einen Umsatz von bis zu €390 Mio. vor bei einer EBIT-Marge von 8,5% bis 10,0% (vgl. Abbildung 8). Wir unterstellen einen Anstieg der EBIT-Marge von 7,6% auf 8,8%.

Abbildung 8: Guidance für 2024 & 2025

Angaben in € Mio.	2024E	FBe	2025E	FBe
Umsatz	360 - 390	397,6	bis 450	443,5
EBIT-Marge	8,5% - 10,0%	8,8%	n.a.	9,8%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy AG

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seine Umsatzguidance leicht übertreffen wird und unterstellen einen Umsatz von €398 Mio. Unterfüttert wird unsere Prognose von einem Auftragsbestand zum Jahresbeginn in Höhe von €156 Mio. und einem starken Auftragseingang im ersten Quartal von €51,7 Mio. (+26% J/J). Daher halten wir im Neuanlagengeschäft nach dem sehr starken 2023 (+22% J/J auf €200,0 Mio.) eine



Steigerung um 5% auf €211 Mio. für erreichbar. Das starke Neuanlagengeschäft im Vorjahr sollte dem Service-Geschäft einen Schub geben, da die neuen Anlagen üblicherweise mit einem Servicevertrag verkauft werden. Deswegen prognostizieren wir für das laufende Jahr einen Anstieg von 13% auf €187 Mio. (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: FB-Umsatzprognose für 2024

Angaben in € Mio.	2024E	2023A	Delta
Neuanlagen	210,7	200,0	5%
Service	186,9	165,1	13%
Gesamt	397,6	365,1	9%

Quelle: First Berlin Equity Research, 2G Energy

2G-Aktie weiterhin ein klarer Kauf Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €34. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Angesichts der guten kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten halten wir die Aktie mit einem 2025E-KGV von 15 für attraktiv bewertet.



BEWERTUNGSMODELL

Angaben in € Mio.	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nettoumsatz	397,64	443,49	510,01	566,11	622,72	684,99	746,64	806,38
Wachstum J/J	9%	12%	15%	11%	10%	10%	9%	8%
EBIT	34,95	43,43	51,09	56,61	62,27	68,50	74,66	80,64
EBIT-Marge	8,8%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
NOPLAT	24,12	29,97	35,25	39,63	43,59	47,95	52,27	56,45
+ Abschreibungen und Amortisation	5,57	5,88	6,61	7,36	8,72	10,27	11,20	12,10
= Operativer Cashflow (netto)	29,69	35,85	41,86	46,99	52,31	58,22	63,46	68,54
- Gesamte Investitionen (CAPEX und WC)	-19,84	-19,00	-30,10	-26,09	-27,26	-29,30	-29,69	-30,02
CAPEX	-8,40	-8,90	-9,40	-10,19	-10,27	-10,62	-11,20	-12,10
Working Capital	-11,44	-10,10	-20,70	-15,90	-16,98	-18,68	-18,49	-17,92
+/- Sonstiges (inkl. Rückstellungen, etc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
= Freier Cashflow (FCF)	9,85	16,85	11,76	20,90	25,05	28,93	33,77	38,53
GW der FCFs	10,15	15,87	10,13	16,45	18,03	19,03	20,31	21,18

€ Mio.	
GW der FCFs explizite Periode (2024E-37E)	263,12
GW der FCFs in der Terminalperiode	335,89
Unternehmenswert (EV)	599,01
Nettokasse / (Nettoverbindlichkeiten)	2,39
Minderheitenanteile	0,02
Shareholder Value	601,42
Anzahl ausstehender Aktien (Mio.)	17,94
Fairer Wert pro Aktie (€)	33,52

Terminales Wachstum	3,0%
Terminale EBIT-Marge	10,0%

WACC	9,4%
Eigenkapitalkosten	9,7%
Fremdkapitalkosten vor Steuern	4,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	2,8%
EK-Anteil	95,0%
FK-Anteil	5,0%
Kursziel (€)	34,00

Sensitivitätsanalyse

WACC	Terminale EBIT-Marge	Fairer Wert pro Aktie (€)						
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
12,4%		16,72	18,20	19,67	21,15	22,62	24,09	25,57
11,4%		19,16	20,81	22,46	24,11	25,76	27,41	29,07
10,4%		22,29	24,17	26,04	27,92	29,80	31,68	33,55
9,4%		26,45	28,63	30,80	33,52	35,15	37,33	39,50
8,4%		32,23	34,81	37,40	39,98	42,57	45,15	47,74
7,4%		40,72	43,90	47,09	50,27	53,45	56,63	59,81
6,4%		54,35	58,48	62,62	66,75	70,89	75,02	79,16

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2031 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2037



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz	266,3	312,6	365,1	397,6	443,5	510,0
Bestandsveränderungen	2,6	26,0	5,8	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Gesamtleistung	268,9	338,8	371,0	397,8	443,7	510,2
Materialkosten	-171,3	-224,1	-238,3	-253,3	-283,8	-331,5
Rohrertrag	97,7	114,7	132,7	144,5	159,9	178,7
Personalaufwand	-49,4	-57,0	-64,3	-69,1	-73,8	-80,0
Sonstige betriebliche Erträge	3,4	4,4	3,1	4,8	5,3	6,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-29,7	-35,3	-36,9	-39,6	-42,0	-47,0
EBITDA	21,9	26,6	34,3	40,5	49,3	57,7
Abschreibungen	-3,9	-4,7	-6,7	-5,6	-5,9	-6,6
Betriebsergebnis (EBIT)	17,9	22,0	27,6	35,0	43,4	51,1
Finanzergebnis	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	17,7	23,5	27,1	34,2	42,7	50,4
Andere Erträge/ Aufwendungen	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-5,1	-7,1	-9,1	-10,6	-13,2	-15,6
Minderheitenbeteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	12,6	16,4	17,9	23,6	29,5	34,8
Gewinn pro Aktie in €	0,77	0,91	1,00	1,32	1,64	1,94
Gewinn pro Aktie verwässert (in €)	0,77	0,91	1,00	1,32	1,64	1,94
Kennzahlen						
Rohrertragsmarge (Rohrertrag / Gesamtleistung)	36,3%	33,9%	35,8%	36,3%	36,0%	35,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	8,2%	8,5%	9,4%	10,2%	11,1%	11,3%
EBIT-Marge (EBIT / Umsatz)	6,7%	7,0%	7,6%	8,8%	9,8%	10,0%
Nettogewinn-Marge	4,7%	5,2%	4,9%	5,9%	6,6%	6,8%
Steuersatz	28,7%	30,2%	33,6%	31,0%	31,0%	31,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Personalaufwand	18,5%	18,2%	17,6%	17,4%	16,6%	15,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,2%	11,3%	10,1%	10,0%	9,5%	9,2%
Abschreibungen und Amortisation	1,5%	1,5%	1,8%	1,4%	1,3%	1,3%
Wachstum J/J						
Umsatzerlöse	8,0%	17,4%	16,8%	8,9%	11,5%	15,0%
Betriebsergebnis	9,1%	22,5%	25,9%	26,5%	24,3%	17,6%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	5,3%	30,0%	9,5%	31,6%	24,8%	18,0%



BILANZ

Angaben in Mio. €	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktiva						
Umlaufvermögen	142,6	179,7	188,7	212,3	236,8	268,6
Zahlungsmittel	19,9	13,5	12,6	18,9	31,3	37,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	43,4	57,1	58,6	68,6	75,3	86,6
Vorräte	72,2	102,6	109,8	117,0	123,2	137,8
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7,1	6,5	7,8	7,8	7,0	6,3
Anlagevermögen	27,1	31,9	38,7	41,6	44,6	47,4
Sachanlagen	22,6	26,8	28,4	31,8	35,4	38,8
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,5	5,0	10,3	9,7	9,1	8,5
Finanzanlagen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Summe Aktiva	169,7	211,6	227,5	253,8	281,4	316,0
Passiva						
Verbindlichkeiten	75,2	103,0	103,4	109,3	111,4	115,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,3	6,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Verbindlichkeiten aus L&L	11,5	20,5	17,1	22,9	25,7	30,9
Rückstellungen	17,7	21,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	40,7	54,7	53,6	53,6	52,9	52,2
Summe Eigenkapital	94,5	108,6	124,0	144,6	170,1	200,1
Gezeichnetes Kapital*	4,5	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Kapitalrücklage	16,4	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Gewinnrücklage	74,3	88,5	103,9	124,5	150,0	180,1
Sonstige Rücklagen	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Minderheitenanteile	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	169,7	211,6	227,5	253,8	281,4	316,0

*2022: Aktiensplit

Kennzahlen

Current ratio (x)	2,6	2,3	2,6	2,7	2,9	3,1
Eigenkapitalquote	55,7%	51,3%	54,5%	57,0%	60,4%	63,3%
Net Gearing	-15,5%	-6,6%	-3,4%	-7,3%	-13,5%	-14,8%
Eigenkapital je Aktie (in €)	21,1	6,1	6,9	8,1	9,5	11,2
Nettoverbindlichkeiten	-14,6	-7,1	-4,3	-10,6	-22,9	-29,6
Zinsdeckungsgrad	87	72	49	48	59	73
Durchschn. Working Capital/Umsatz	25,4%	26,7%	28,2%	29,5%	28,9%	28,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	13,3%	15,1%	14,5%	16,3%	17,3%	17,4%
Kapitalverzinsung (ROCE)	16,7%	17,3%	18,9%	20,9%	22,9%	23,5%
Lagerumschlag (Tage)	99	120	110	107	101	99
Forderungsumschlag (Tage)	59	67	59	63	62	62
Kreditorenlaufzeit (Tage)	24	33	26	33	33	34



CASHFLOWRECHNUNG

Angaben in € Mio.	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoergebnis	12,6	16,4	18,0	23,6	29,5	34,8
+ Abschreibungen / Amortisation	3,9	4,7	6,7	5,6	5,9	6,6
- Investitionen in Working Capital	-6,4	-21,7	-16,3	-11,4	-10,1	-20,7
+/- Sonstiges	-1,3	5,7	3,4	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	8,9	5,0	11,7	17,7	25,2	20,7
- CAPEX	-4,9	-9,4	-8,2	-8,4	-8,9	-9,4
Freier Cashflow	4,0	-4,4	3,6	9,3	16,3	11,3
Zugänge aus Akquisitionen	-1,2	-0,3	-3,5	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	3,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1,8	-9,7	-11,4	-8,4	-8,9	-9,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,3	1,0	1,9	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,0	-2,2	-2,5	-3,0	-3,9	-4,7
Erw erb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzieller Cashflow	1,6	-1,6	-1,2	-3,0	-3,9	-4,7
Veränderung liquide Mittel	8,6	-6,4	-0,9	6,3	12,4	6,6
Wechselkursbedingte Veränderungen	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel, Jahresanfang	10,5	19,7	13,3	12,5	18,9	31,3
Liquide Mittel, Jahresende	19,7	13,3	12,5	18,9	31,3	37,9
Freier Cashflow pro Aktie in €	0,89	-0,24	0,20	0,52	0,91	0,63
Wachstum J/J						
Operativer Cashflow	-	-43,8%	135,4%	51,4%	42,2%	-18,1%
Freier Cash Flow	-	n.a.	n.a.	162,2%	74,8%	-31,0%
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-	n.a.	-24,9%	151,6%	29,4%	18,2%
Freier Cashflow pro Aktie	-	n.a.	n.a.	162,2%	74,8%	-31,0%

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 Regulations (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

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

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, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 29. April 2024 um 15:14 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2024 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. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels 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.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von 2G Energy AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: 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.

Darüber hinaus bietet First Berlin 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:

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- 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;

In Bezug auf die Finanzanalysen 2G Energy AG bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: 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.

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.

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. November 2010	€ 3,30	Buy	€ 4,50
2...87	↓	↓	↓	↓
88	28. April 2023	€ 24,70	Buy	€ 32,00
89	2. Juni 2023	€ 28,80	Add	€ 33,00
90	24. August 2023	€ 22,45	Buy	€ 33,00
91	13. September 2023	€ 25,00	Buy	€ 34,00
92	4. Dezember 2023	€ 23,15	Buy	€ 34,00
93	26. Januar 2024	€ 22,60	Buy	€ 34,00
94	29. Februar 2024	€ 22,40	Buy	€ 34,00
95	12. April 2024	€ 22,50	Buy	€ 34,00
96	Heute	€ 25,10	Buy	€ 34,00

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 INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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