

12. März 2014
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

artec technologies AG

Die Chance auf profitables
Wachstum ist jetzt da

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **1,45 Euro** | Kursziel: **2,10 Euro**

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

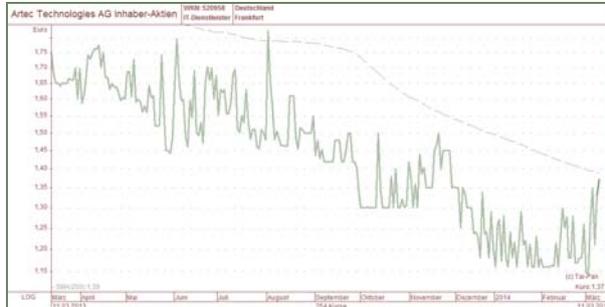
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	8
Strategie.....	10
Zahlen	12
Equity-Story	13
DCF-Bewertung.....	15
Fazit	17
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	18
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	19
Impressum & Disclaimer.....	20

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Diepholz
Branche:	Software
Mitarbeiter:	20 (Vollzeit)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0005209589
Kurs:	1,45 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	2,15 Mio. Stück
Market Cap:	3,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	3,2 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 20 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,95 / 1,23 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	1,9 Tsd. Euro

Kurzportrait

artec technologies hat seit der Börseneinführung im Jahr 2006 intensiv in Forschung und Entwicklung investiert und ein innovatives Produktportfolio aufgebaut, das bereits in vielen namhaften Referenzprojekten mit starker Signalwirkung den Praxistest bestanden hat. Damit verfügt die Gesellschaft nachweislich über eine sehr gute Stellung in aussichtsreichen Märkten. Bedingt durch die schwache Kapital- und Liquiditätsausstattung, die sich in Vertriebsengpässen bemerkbar machte, konnte sie dieses Potenzial in den letzten Jahren jedoch nicht adäquat nutzen. Inzwischen mehren sich aber die Anzeichen, dass artec am Beginn einer deutlich dynamischeren Phase steht. Nachdem im vergangenen Jahr trotz der beschränkten Mittel der Ausbau des Vertriebs eingeleitet wurde, zahlen sich die erbrachten Vorleistungen seit dem Jahreswechsel zunehmend in einem sprunghaft steigenden Auftragseingang aus, aus dem wir für das laufende Jahr die Erwartung einer kräftigen Umsatzerhöhung ableiten. Tritt diese Erwartung ein, stehen die Chancen gut, dass artec nun nachhaltig auf einen Pfad profitablen Wachstums einschwenkt. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert der Aktie bei 2,10 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	1,8	2,2	2,0	3,1	3,9	4,5
EBIT (Mio. Euro)	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,2
Jahresüberschuss	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2
EpS	0,08	0,05	-0,06	0,02	0,03	0,08
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-18,9%	26,8%	-9,9%	55,0%	25,0%	15,0%
Gewinnwachstum	-	-41,9%	-	-	48,5%	193,4%
KUV	1,78	1,40	1,56	1,01	0,80	0,70
KGV	18,4	31,7	-	74,7	50,3	17,2
KCF	11,55	-26,88	23,98	11,88	10,26	7,14
EV / EBIT	-	18,2	-	50,8	34,6	13,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Schwerpunkt HD-Videoüberwachungssysteme:** Der Ursprung und der geschäftliche Schwerpunkt von artec liegt in der Entwicklung und dem Vertrieb von hochauflösenden Videoüberwachungssystemen. Im Wettbewerb punktet artec dabei durch eine Kombination aus bewährter Technik, einer Vielzahl von Zusatzfunktionen und -modulen, der Konzentration auf die Bedürfnisse mittelständischer Kunden und einem hohen Individualisierungs- und Serviceniveau.
- **Technologische Führungsposition im Broadcast-Markt:** Mit einem Umsatzanteil von ca. einem Drittel stellt das Geschäft mit der Sendemitschnitt und -analysesoftware XENTAURIX noch das kleinere Standbein dar, verspricht aber bessere Wachstumschancen. Nicht zuletzt dank der einzigartigen Verknüpfung von Videodaten und Daten zum Zuschauerverhalten verfügt artec hier über ein Alleinstellungsmerkmal und mit dem erfolgreichen Großprojekt bei ProSiebenSat.1 über eine aussagekräftige Referenz.
- **Große Entwicklungskompetenz:** In beiden Geschäftsbereichen spielen kundenindividuelle Entwicklungs- und Anpassungsprojekte eine wichtige Rolle. Das Unternehmen profitiert hiervon durch eine starke Kundenbindung sowie durch eine im Konkurrenzvergleich große Zahl an Schnittstellen, Funktionen und Modulen, deren Entwicklung im Rahmen solcher Projekte von den Kunden bezahlt wurde und die nun die Standardsoftware ergänzen.
- **Vierversprechende Neuentwicklungen:** Aus solchen Projekten sind in der Vergangenheit Produkt- und Anwendungsideen hervorgegangen, mit denen artec Märkte auch außerhalb der klassischen Einsatzfelder zu erschließen versucht. Dazu gehören unter anderem Anwendungen auf den Gebieten des Marketing, der Fahrzeugflotten- und Parkraumbewirtschaftung sowie eine Lösung für den mobilen, zeitversetzten und individualisierten Fernsehempfang.
- **Fehlende Vertriebs- und Kapitalkraft:** Trotz dieser vielversprechenden Positionierung hat es artec bisher nicht geschafft, die bestehenden Potenziale in steigende Umsätze und Gewinne zu verwandeln. Vielmehr waren die letzten Jahre von stagnierenden Einnahmen und negativen Ergebnissen geprägt. Seit 2013 wird das Vertriebsteam nun neu aufgestellt, wobei allerdings die schwache Liquiditätsausstattung nur eine graduelle Anpassung ermöglicht.
- **Deutlich steigender Auftragseingang:** Obwohl der Vertriebsausbau noch nicht abgeschlossen ist, konnte artec zuletzt ein deutlich steigendes Interesse an seinen Produkten verzeichnen. Nach Unternehmensangaben gab es seit Jahresanfang mehrere nennenswerte Neu- und Folgeaufträge aus dem In- und Ausland, die auf eine deutlich verbesserte Geschäftsentwicklung hoffen lassen. Die sich hieraus ergebenden finanziellen Spielräume wird artec zunächst in den Kapazitätsausbau investieren müssen, weil das Unternehmen aktuell schon an der Auslastungsgrenze arbeitet.
- **Hohes Kurspotenzial:** Auf Basis der Erwartung, dass sich die aktuelle Geschäftsbelebung verstetigt und dass artec damit auf einen nachhaltigen Expansionskurs einscheren kann, gehen wir in unserem Bewertungsmodell von deutlichen Größendegressionseffekten aus. Der daraus resultierende faire Wert liegt bei 2,10 Euro je Aktie und bedeutet ein Kurspotenzial von 65 Prozent.

SWOT-Analyse

Stärken

- artec adressiert volumen- und wachstumsstarke Zielmärkte und verfügt dort über eine etablierte Marktposition.
- Attraktives Produktportfolio mit einer großen Funktionsvielfalt und technologischen Alleinstellungsmerkmalen.
- Hoher Anteil an kundenindividuellen Projekten trägt maßgeblich zur Weiterentwicklung der Software bei und sorgt für eine starke Kundenbindung.
- Zahlreiche namhafte Referenzen.
- Die Bilanz ist nahezu komplett frei von Bankschulden und weist eine hohe Eigenkapitalquote aus.

Chancen

- Mit dem Ausbau des Vertriebs adressiert artec seine größte bisherige Schwäche. Damit könnte die zentrale Wachstumshürde beseitigt werden.
- Das Unternehmen verfügt über eine große Pipeline an marktreifen Produkten und Lösungen in den Kernbereichen sowie auf angrenzenden Anwendungsfeldern.
- Besonderes hohes Potenzial verspricht im Erfolgsfall die Lösung für individualisiertes Mobile-TV.
- Der jüngste Auftragseingang lässt auf eine spürbare Belebung der Geschäftsentwicklung hoffen.
- Eine zunehmende Erlösdynamik würde die Realisierung großer Skalenpotenziale und damit ein stark überdurchschnittliches Gewinnwachstum ermöglichen.
- Die Aktie findet bisher wenig Beachtung, eine Neuentdeckung infolge einer verbesserten operativen Performance würde für eine Neubewertung sorgen.

Schwächen

- Die bisherige operative Entwicklung ist in Summe enttäuschend gewesen, in den letzten Jahren konnte artec kein Umsatzwachstum erzielen.
- Die schwache Kapital- und Liquiditätsausstattung stellen wichtige Wachstumshemmnisse dar.
- Insbesondere im Markt für Videoüberwachung sieht sich artec mit starker Konkurrenz von deutlich größeren Wettbewerbern konfrontiert.
- Die geringe Unternehmensgröße bedingt eine ausgeprägte Abhängigkeit von einzelnen Personen.
- Der Börsenhandel der artec-Aktie ist sehr illiquide.

Risiken

- Das neue Vertriebsteam muss noch aufgebaut und eingearbeitet werden, wofür das Unternehmen derzeit in Vorleistung geht.
- Die Projektabhängigkeit sorgt für eine relativ geringe Visibilität der Geschäftsentwicklung.
- Der Verlust von einzelnen Großkunden oder das Scheitern einzelner Großprojekte wären kurzfristig nur schwer zu kompensieren.
- Die Vermögensstruktur (latente Steuern, aktivierte Eigenleistungen) könnte im Krisenfall zu einer Zusatzbelastung werden.
- Der Fachkräftemangel könnte artec gerade aufgrund der geringen Unternehmensgröße vor besondere Herausforderungen stellen.

Profil

Spezialist für Videodaten

Die artec technologies AG wurde im Jahr 2000 gegründet und hat sich seitdem auf den Themenkomplex der softwaregestützten Aufzeichnung, Übertragung, Speicherung und Auswertung von Videodaten spezialisiert. Derzeit beschäftigt artec rund 20 Vollzeitkräfte, die sich auf den Stammsitz Diepholz und auf einen Entwicklungs- und Vertriebsstandort in Bremen verteilen. Geleitet wird das Unternehmen seit der Gründung von den Brüdern Ingo und Thomas Hoffmann, die Aktie wird seit dem Sommer 2006 im Entry Standard und im m:access der Münchener Börse gehandelt.

Kerngeschäft: HD-Videoüberwachung

Das umfassende Know-how, das unter anderem durch ein Patent für die zeitversetzte Wiedergabe von Videoinhalten abgesichert ist, setzt artec in zwei Produktlinien ein, mit denen zwei unterschiedliche Märkte adressiert werden. Den Unternehmenssprung und mit rund zwei Dritteln des Umsatzes auch weiterhin den Schwerpunkt stellen die Entwicklung und der Vertrieb von HD-Videoüberwachungssystemen dar, die unter der Marke MULTIEYE oder als OEM-Produkte großer Partner vermarktet werden (Geschäftsbereich HD-Video Überwachungssysteme). Den Kern dieser Systeme bildet dabei die eigene Software, die sich durch eine hervorragende Skalierbarkeit sowie durch eine im Konkurrenzvergleich einmalige Flexibilität hinsichtlich der eingesetzten Hardware auszeichnet. Derzeit verfügt die Software über standardmäßige Schnittstellen für rund 1.000 analoge und digitale Kameratypen von mehr als 100 Herstellern. Darüber hinaus bietet die Software ein hohes Maß an Benutzerfreundlichkeit sowie eine große Funktionsvielfalt, die modular hinzugebucht werden kann. Der Leistungsumfang erstreckt sich in der Regel aber über die reine Softwarelieferung hinaus. In vielen Fällen ist artec bereits in die Projektierung der Videoüberwachungsanlage eingebunden und liefert zusätzlich die benötigten Kameras, Server und Recorder. Die Anzahl der inzwi-

schen ausgelieferten und installierten Systeme beziffert das Unternehmen auf mehr als 20.000.

Neue Anwendungen mit Zusatzmodulen

Die MULTIEYE-Software beinhaltet inzwischen mehrere Module, deren Funktionalität über die reine Video-Sicherheitsüberwachung hinausgeht. Dazu gehört beispielsweise die ANPR Kennzeichenerkennungssoftware, mit der hochauflösend und zuverlässig die Fahrzeugkennzeichen identifiziert werden können. Neben klassischen Einsatzgebieten wie die Überprüfung der Zufahrtberechtigung und der automatischen Schrankenbedienung können damit auch Aufgaben des Flottenmanagements (Nachweis von Zu- und Abfahrten, Rückgabe und automatische Überprüfung von Mietfahrzeugen), die Optimierung des Parkplatzmanagements und des Marketing (Analyse von Kunden-Einzugsgebieten) verfolgt werden. Für Marketingzwecke eignet sich auch der People-Counter, mit dem insbesondere Einzelhändler mit Hilfe der Videokameras das Kundenaufkommen erfassen und in Echtzeit auswerten können. Mit diesen Erkenntnissen lassen sich die Öffnungszeiten und der Mitarbeiterinsatz optimieren, auch die Reaktionen auf Werbeaktionen, Info- und Aktionsstände können leicht überprüft und genauso wie der grundsätzliche Ladenaufbau im Hinblick auf eine verbesserte Kundenführung angepasst werden.

Wichtige Datenschutzfunktion

Da all diese Anwendungen datenschutzrechtlich sensible Bereiche betreffen, legt artec einen hohen Wert auf datenschutzrechtlich unbedenkliche Lösungen. In diesem Zusammenhang bieten die Niedersachsen unter dem Namen PrivacyShield ein weiteres Modul an, mit dem sich die Darstellung bewegter Objekte verschleiern lässt. Damit bleiben die Bewegungsprofile sichtbar, ohne dass die betreffenden Personen oder Fahrzeuge identifizierbar wären. Da die Speicherung der Daten aber ohne die Filterung erfolgt,

lässt sich die Anonymisierung im Bedarfsfall einzelfallgerecht wieder aufheben. Um an diesen Stellen etwaigem Missbrauch vorzubeugen, werden die Daten verschlüsselt gespeichert und der Zugang durch mehrere Maßnahmen gesichert (verteilte Schlüssel, strikte Berechtigungsverwaltung, physische Sicherung).

Broadcast-Software bietet Phantasie

Technologisch damit verwandt, aber mit Fokus auf einen völlig anderen Anwendungsbereich ist die zweite Produktlinie, ein Sendemitschnitt- und Analysesystem, das unter der Marke XENTAURIX vermarktet wird (Geschäftsbereich Media & Broadcast Systeme). Nutzer dieser Software sind hauptsächlich Fernsehstationen und Unternehmen aus der Werbe- und Medienbranche, die damit Fernsehinhalte softwaregestützt speichern, durchsuchen, analysieren, archivieren, verarbeiten und in Netzwerken verteilen können. Als Input dienen Fernsehsignale auf sämtlichen gängigen Verbreitungswegen (Kabel, Sat, Internet, DVB), bei ausreichender Hardwareausstattung lassen sich mit XENTAURIX problemlos mehrere Hundert Kanäle gleichzeitig erfassen und bearbeiten. Die Aufgaben, die mit XENTAURIX erfüllt werden, sind vielfältig. Die Spanne reicht von der Erfüllung von Dokumentations-, Nachweis- und Berichtspflichten, über die Recherche bis zur Erstellung und Verbreitung von Zusammenschnitten und Videoclips, zum Beispiel für die Internet-Mediatheken. Durch die Kombination mit den Reichweitedaten (z.B. von der AGF/GfK) stellt XENTAURIX zudem ein mächtiges Werkzeug zu einer effizienten Wettbewerbsbeobachtung und -analyse dar. Die Daten können feingranular mit den Meta- und Videodaten der entsprechenden Kanäle verknüpft werden, so dass sich die beobachteten Zuschauerbewegungen zeitlich exakt auf die gesendeten Inhalte zurückführen lassen. Wie die MULTIEYE-Software, zeichnet sich auch XENTAURIX durch eine hochgradig kunden- und nutzerindividuelle Gestaltung der Oberfläche sowie durch eine intuitive und benutzerfreundliche Bedienung aus.

Kundenindividuelle Entwicklung

Das Broadcast-Geschäft ist derzeit noch stark von einzelnen Kundenprojekten geprägt, in deren Rahmen artec die Software und einzelne Module anpasst und weiterentwickelt. Einen hohen Stellenwert haben in diesem Zusammenhang insbesondere zwei Kunden. Zum einen wurde XENTAURIX, das ursprünglich lediglich ein Sendemitschnittsystem zur Abdeckung der Compliance-Anforderungen gewesen ist, in einem Projekt für die ProSiebenSat.1 Media AG um das Modul zur Wettbewerbs- und Zuschauerwanderungsanalyse erweitert, mit dem artec nun im Konkurrenzvergleich über ein Alleinstellungsmerkmal verfügt. Derzeit wird für den Münchener Medienkonzern eine weitere Lösung entwickelt, mit dem die Reaktionen und Trends aus Social Media (Facebook, Twitter) in die Analyse einbezogen werden können. Zum anderen arbeitet artec bereits seit 2006 eng mit der führenden Nachrichtenagentur Katars zusammen, für die derzeit ein Sendemitschnittsystem für mehr als 200 TV- und Radiosender installiert wird. In bisherigen Projektphasen wurde beispielsweise die Suche in Metadaten um eine Volltextsuche in den Audiodaten sowie um die automatische Echtzeitübersetzung erweitert. Als neueste Entwicklung dieser Partnerschaft hat artec im letzten Jahr eine Mobile-TV-Plattform für geschlossene Benutzergruppen präsentiert. Damit lassen sich die vom Nutzer abonnierten Fernsehkanäle sowie individualisierte Videoclips in Echtzeit oder auch unbegrenzt zeitversetzt auf Tablets oder Smartphones streamen.

Zahlreiche Referenzen

Neben den beiden Leuchtturm-Projekten zählt artec inzwischen eine Vielzahl von weiteren namhaften Adressen zu den XENTAURIX-Kunden. Dazu gehören zum einen „klassische“ Fernsehunternehmen wie mehrere Anstalten der ARD, RTL, France 5, Euronews oder ABC Australien und zum anderen Kabelnetzbetreiber und Internetprovider wie Cable TV Hong Kong, Deutsche Telekom und Tiscali. Im Sicherheitsbereich zeigt sich artec hinsichtlich der Referenzen naturgemäß weniger freizügig, aber auch hier gehören prominente Namen aus unterschiedlichsten Sektoren (von der Ölförderung bis zu Muse-

en) zum Kundenkreis, darunter IKEA, H&M, FedEx, Bosch oder ZF.

Neue Anwendungsfelder

Ein weiterer prominenter Name ist die europäische Raumfahrtagentur, für die artec ein aus XENTAURIX- und MULTIEYE-Komponenten bestehendes System zur Unterstützung der Astronautenausbildung entwickelt hat. Dabei werden die Schulungen und Simulationen der Außeneinsätze mit hochauflösenden Kameras gefilmt und die Daten anschließend mitgeschnitten und archiviert. Auf dieser Basis wird

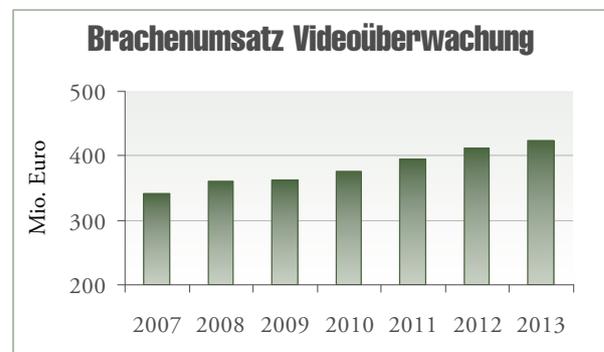
die Ausbildung nicht nur dokumentiert, sondern es werden auch kurze Tutorial-Clips erstellt, mit denen die Astronauten bei Bedarf die Ausbildungsinhalte jederzeit wieder abrufen können. Neben dieser Entwicklung, die die Niedersachsen unter dem Stichwort E-Learning vermarkten und die inzwischen auch von der Uni-Klinik Dublin zur Ausbildung des Pflegepersonals eingesetzt wird, hat artec bereits weitere Anwendungsfelder für die eigene Technologie identifiziert, die sukzessive erschlossen werden sollen.

Marktumfeld

Boombranche Videoüberwachung

Die Videoüberwachung ist weltweit ein milliarden-schwerer und rasch wachsender Markt. Seit dem Beginn der systematischen Aufstellung von Überwachungskameras in den fünfziger Jahren des letzten Jahrhunderts ist die Zahl der installierten Kameras stetig gestiegen, Schätzungen zufolge (IPVM) sind derzeit weltweit rund 100 Mio. Kameras im Einsatz. Der Gesamtmarkt für Videoüberwachung wird von Transparency Market Research auf 12,6 Mrd. US-Dollar im Jahr 2012 geschätzt. Getrieben von der Nachfrage der Schwellenländer, dem technischen Fortschritt und dem steigenden Sicherheitsbedürfnis wird bis 2019 ein weiteres durchschnittliches Wachstum von 19,1 Prozent p.a. erwartet, auf dann 42,5 Mrd. US-Dollar. Ein Löwenanteil des Marktes entfällt auf die Hardware, 2012 wurden weltweit mit den Kameras, Recordern, Encodern, Monitoren und Speichern 9,5 Mrd. US-Dollar umgesetzt. Geographisch ist Nordamerika der größte Markt (Anteil: 35 Prozent), gefolgt von der Region Asien-Pazifik (31 Prozent). In Deutschland ist der Markt wesentlich kleiner und weniger dynamisch. Nach Angaben des BHE (Bundesverband Sicherheitstechnik) haben die deutschen Anbieter für Videoüberwachungstechnik

im letzten Jahr Umsätze von 423 Mio. Euro erzielt, rund 2,4 Prozent mehr als 2012.



Quelle: BHE Bundesverband Sicherheitstechnik e.V.

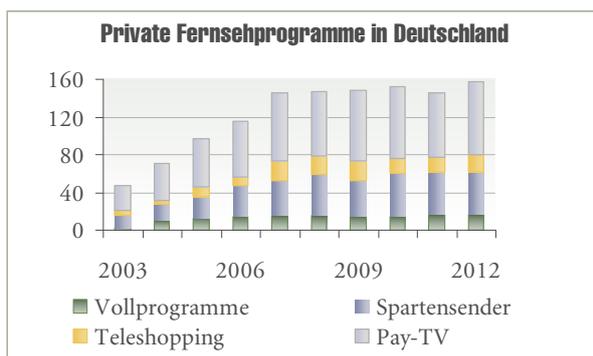
Starkes Wettbewerbsumfeld

In dem globalen Markt für Videoüberwachungstechnik ist eine unüberschaubare Anzahl an Unternehmen aktiv, die Spanne erstreckt sich von weltweit präsenten Großkonzernen bis zu lokalen Nischenanbietern. Als führende Player gelten insbesondere Hikvision Digital Technology Ltd. und Axis Communications, auf die laut Transparency Market Research ein Marktanteil von 9,4 resp. 5,2 Prozent entfällt. Aber auch Honeywell, Dahua Technology, Ca-

non, Bosch Security, Pelco, Panasonic und Siemens zählen zu den Platzhirschen. In dem von artec adressierten mittelständischen Markt spielen zudem weitere Unternehmen eine wichtige Rolle. Dazu gehören beispielsweise Milestone Systems aus Dänemark, die SeeTec AG aus Philippsburg und die Dallmeier electronic GmbH & Co. KG aus Regensburg.

Digitalisierung treibt Senderwachstum

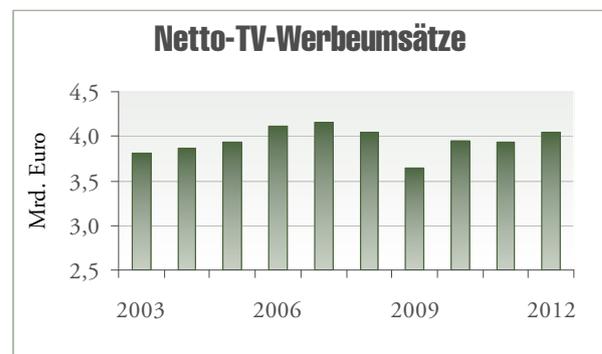
Die Digitalisierung des Mediensektors hat in den letzten Jahren eine explosionsartige Vermehrung der Zahl der Fernsehkanäle bedingt und treibt damit auch den Bedarf an effizienten Sendemitschnitt-, Bearbeitungs- und Archivierungssystemen. Selbst bei Außerachtlassung der massiv an Verbreitung gewinnenden IPTV- und Video on Demand-Angebote hat die Programmvielfalt Dimensionen angenommen, die noch vor wenigen Jahren unvorstellbar gewesen wäre. Allein in Deutschland hat sich die Zahl der privaten Sender zwischen 2003 und 2008 von 47 auf 147 verdreifacht und seitdem weiter auf 157 erhöht. Zusammen mit den regionalen und lokalen Sendern waren 2012 in Deutschland 421 private Fernsehkanäle aktiv (Quelle: ALM Jahrbuch 2013). Die Europäische Audiovisuelle Informationsstelle weist für Deutschland aktuell insgesamt 657 Kanäle aus, für die EU und die Beitrittsländer finden sich in der Statistik knapp 10.000 Einträge.



Quelle: ALM Jahrbuch, verschiedene Jahrgänge

Hoher Kostendruck

Allerdings bedingt diese dynamische Zunahme der Senderzahl kein vergleichbares Umsatzwachstum des TV-Marktes. Vielmehr bewirkt die Ausdifferenzierung des Kanalangebotes auch eine Zersplitterung des Marktes, der zudem, nicht zuletzt aufgrund der Konkurrenz durch Online-Werbung, unter stagnierenden Werbeeinnahmen, der nach wie vor wichtigsten Erlösquelle des Privatfernsehens, leidet. Nimmt man Deutschland als Beispiel, lagen nach Angaben des Zentralverbandes der deutschen Werbewirtschaft (ZAW) die Werbeumsätze der TV-Sender im Jahr 2012 bei 4,05 Mrd. Euro und damit zwar etwas höher als in den Jahren 2009 bis 2011, aber noch unterhalb der Werte, die vor der Finanzkrise erreicht wurden. Einnahmewachstum konnte die Branche zuletzt im Pay-TV (+70 Prozent seit 2009) und, wenn auch auf einem noch niedrigen Niveau, mit Download- und Streaming-Angeboten erzielen, die sich seit 2010 auf 123 Mio. Euro verdreifacht haben (Quelle: ALM Jahrbuch 2013).



Quelle: ALM Jahrbuch 2012-2013

Strategie

Innovationsführerschaft

Die Zunahme der Kanäle und der Distributionswege für Video-Content lässt den Bedarf an effizienten und flexiblen Werkzeugen steigen. Gleichzeitig erhöht die Stagnation der Werbeerlöse den Druck, die Platzierung der Werbespots zu optimieren und den Werbekunden ein möglichst genaues Reporting über das Programmumfeld und die Zuschauerreaktionen zu liefern. Gerade hinsichtlich des letztgenannten Aspekts verfügt artec dank des im ProSiebenSat.1-Projekt entwickelten und zukünftig gemeinsam mit den Münchenern vertriebenen Analysemoduls nach eigenen Angaben über ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal. Aber auch die nutzerfreundliche, intuitive Bedienbarkeit der Software, die mächtigen und schnellen Such- und Recherchemöglichkeiten und die im Hinblick auf internetbasierte und mobile Distributionskanäle sehr wichtige Möglichkeit zu einer effizienten Clip-Herstellung stellen zentrale Vertriebsargumente dar, mit denen sich XENTAURIX von den meisten alternativen Sendemitschnittsystemen unterscheidet.

Strikte Kundenorientierung

Diese technologisch führende Stellung im Broadcast-Segment verdankt artec nicht zuletzt der Strategie, kundenindividuelle Entwicklungen in konkret beauftragten Projekten zu realisieren. Damit kann artec die Entwicklungsleistungen genau auf die Kundenwünsche abstimmen, was sowohl die Zufriedenheit der bestehenden Kunden als auch die Vertriebsmöglichkeiten der Neuentwicklungen erhöht. Auf dieser Grundlage konnte das Unternehmen ein Portfolio aus bewährten und langjährigen Partnerschaften aufbauen, aus denen immer wieder neues Geschäft generiert wird. Die strikte Kundenorientierung stellt aber auch im Video-Überwachungsbereich ein zentrales Element der Strategie dar. Technologisch sind zwar einzelne Konkurrenzprodukte, die entweder auf den Hochrisikobereich (Industrieanlagen, Militär, Atomanlagen etc.) oder die für Überwachungssysteme in deutlich größeren Dimensionen (mit mehre-

ren tausend Kameras) ausgelegt sind, MULTIEYE überlegen, doch artec punktet in dem wettbewerbsintensiven Markt mit dem Fokus auf Mittelstandskunden, denen bewährte und flexible Technik und ein hohes Servicenniveau (als Abgrenzung zu preisgünstigen asiatischen Konkurrenten) angeboten wird.

Ausgeprägte Entwicklungskompetenz

Ein wichtiger Bestandteil der Kundenorientierung ist die große Funktionsvielfalt der beiden Produktlinien, die modular in Abhängigkeit von den jeweiligen Kundenwünschen zugeschaltet werden können. Bei Bedarf werden zudem weitere Funktionen und Schnittstellen kundenindividuell entwickelt. So verfügt MULTIEYE mit der großen Anzahl an Schnittstellen, der hochauflösenden Nummernschilderkennung, dem PeopleCounter und insbesondere mit der gerade für den deutschen Markt sehr wichtigen Datenschutzlösung PrivacyShield über eine Funktionsvielfalt, die nach Unternehmensangaben in dem für artec relevanten Marktsegment kein Wettbewerber im vergleichbaren Umfang vorweisen kann. Die hohe Entwicklungskompetenz des artec-Teams schlägt sich auch in den zahlreichen öffentlich geförderten Forschungs- und Entwicklungsprojekten nieder, an denen die Niedersachsen teilnehmen. So wird derzeit in Zusammenarbeit mit der Universität Braunschweig an dem sogenannten Audioradar gearbeitet, mit dem eine für den Mittelstand erschwingliche Lösung für die akustisch ausgelöste Kamerasteuerung und -fokussierung entwickelt werden soll.

Erschließung neuer Märkte

Die Entwicklungsaktivitäten beschränken sich aber nicht auf die Ergänzung der bisherigen Produkte, vielmehr erschließt sich artec im Rahmen von Entwicklungsprojekten systematisch neue Kundengruppen und Märkte. Ein Beispiel hierfür ist die Mobile-TV-Plattform, mit der in Verbindung mit einer eigenen Cloud-Lösung ganz neue Erlösquellen generiert werden könnten. Eine ähnliche Bedeutung

könnte die aktuell startende Entwicklung für einen Kabelnetzbetreiber haben, in deren Rahmen neue Möglichkeiten für die Platzierung von Werbung getestet werden. Aber auch der Videoüberwachungsbereich bietet abseits der klassischen Anwendung „Sicherheit“ zahlreiche weitere Optionen. Neben der Erfassung und Optimierung von Kundenströmen bestehen beispielsweise auch in den Bereichen Lebensmittelsicherheit und Tierschutz noch unerschlossene Potenziale. So etwa kann die Ausgestaltung und Einhaltung von Tierschutzbestimmungen mit Hilfe einer effizienten Videoüberwachung verbessert werden – eine Aufgabe, an der derzeit das Forschungszentrum für tiergerechte Haltung der Universität Bern mit Hilfe der artec-Technik arbeitet.

Hardware-Unabhängigkeit

Die Flexibilität hinsichtlich der adressierten Anwendungsgebiete verdankt artec der Tatsache, dass die beiden Softwareprodukte weitgehend unabhängig von der eingesetzten Hardware sind. Das Unternehmen bietet zwar in beiden Segmenten auch Hardware-Produkte unter dem eigenen Label an, die zudem vor allem im Video-Überwachungsbereich einen signifikanten Anteil der Erlöse ausmachen, doch handelt es sich hierbei größtenteils um eigens für artec konfigurierte Geräte aus Standardkomponenten. Dementsprechend besteht keinerlei Abhängigkeit von bestimmten Lieferanten. Etwas stärker festgelegt ist artec demgegenüber bezüglich der benötigten Betriebssysteme, denn bisher nutzen die Produkte der Niedersachsen Microsoft-Server. Auch die Benutzeroberfläche funktioniert bisher als ein Silverlight-Plugin für den Internet Explorer von Microsoft, soll aber demnächst auf HTML5-Standard umgestellt und damit browser- und systemunabhängig gestaltet und so auch für mobile Geräte geöffnet werden.

Vertriebsausbau

Die aussichtsreiche technologische Positionierung und die überzeugenden Perspektiven der adressierten Märkte bieten artec große Potenziale, vor deren Erschließung aber zunächst die Herausforderung des Aufbaus eines schlagkräftigen Vertriebs bewältigt werden muss. Dieser Aufgabe gilt seit dem letzten Jahr die höchste Priorität. Nachdem zuletzt ein branchenerfahrener Vertriebs- und Marketingexperte für den Broadcast-Bereich verpflichtet werden konnte, soll nun auch das MULTIEYE-Team entsprechend verstärkt werden. Zusätzliche Impulse verspricht sich artec von dem Start eines neuen Webshops, mit dem der Absatz von Standardlösungen vereinfacht werden soll. Hierfür wollen die Niedersachsen auch verstärkt Fremdprodukte ins Sortiment aufnehmen und so das Leistungsspektrum „nach unten“ erweitern. Weitere Standardisierung soll aber auch den Vertrieb und die Implementierung von XENTAURIX bei solchen Kunden erleichtern, die keinen Bedarf für eigene Anpassungen haben.

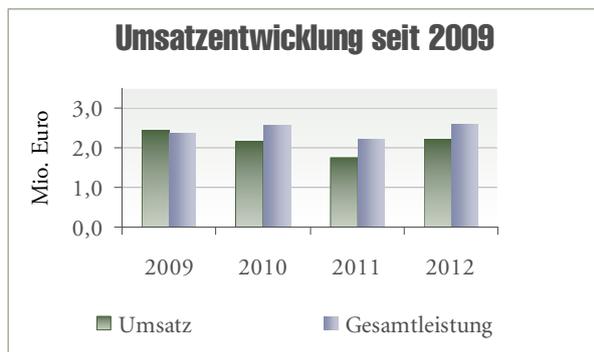
Kapitalbedarf

Die Umsetzung dieser Expansionsschritte und insbesondere der Ausbau des Vertriebs stehen schon länger auf der Agenda des Managements, wurden bisher aber durch die dünne Kapitaldecke gebremst. artec weist zwar mit 90 Prozent (Stand: 30.06.2013) eine hohe nominelle Eigenkapitalquote aus, doch verfügt das Unternehmen aufgrund des hohen Anteils von immateriellen Vermögensgegenständen und latenten Steuern über eine vergleichsweise schwache Liquidität. Da aber eine starke Ausweitung des Geschäftsvolumens über den starken Anstieg des Umlaufvermögens (Vorräte und Forderungen) ebenso die Liquidität beanspruchen würde wie die notwendigen Vorleistungen zum Ausbau des Vertriebsteams, konnte der Expansionskurs bisher nur graduell verfolgt werden.

Zahlen

Stagnierender Umsatz

Der Mangel an Wachstumskapital und die daraus resultierende Vertriebsschwäche in Verbindung mit dem Fokus auf die technische Produktentwicklung haben sich in den letzten Jahren in einer in Summe stagnierenden Umsatzentwicklung niedergeschlagen. Die Erlöse, die noch 2008 und 2009 oberhalb von 2,4 Mio. Euro gelegen hatten, haben sich bis 2011 reduziert und erst 2012 wieder auf 2,22 Mio. Euro erholt. Etwas freundlicher stellt sich die Entwicklung der Gesamtleistung dar, die mit den aktivierten Entwicklungsleistungen sowie mit den als sonstige Erträge gebuchten Einnahmen aus Forschungsprojekten zwei weitere für artec wichtige Ertragsquellen umfasst. Sie lag 2012 bei 2,59 Mio. Euro und damit höher als in den drei Vorjahren.

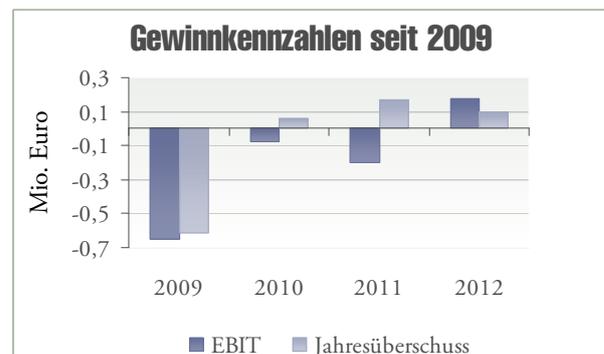


Quelle: Unternehmen

Nachhaltiger Breakeven steht noch aus

Das fehlende Umsatzwachstum hat naturgemäß auch die Ergebnisentwicklung belastet, der nachhaltige Vorstoß in die Gewinnzone konnte bisher nicht erreicht werden. Bis 2011 blieb artec auf Vorsteuerbasis defizitär, lediglich die Aktivierung von latenten Steuern ermöglichte in einzelnen Jahren den Ausweis eines positiven Nettoergebnisses. Der kumulierte Bilanzverlust belief sich zum 30. Juni 2013 auf 2,6 Mio. Euro. Das bisher beste Ergebnis konnte artec 2012 vermelden, als die Niedersachsen bei einem Umsatz von 2,2 Mio. Euro ein EBITDA von 0,3 Mio. Euro, ein EBIT von 0,2 Mio. Euro und ein

Vorsteuerergebnis von 0,2 Mio. Euro erwirtschaftet hatten.



Quelle: Unternehmen

Erstes Halbjahr 2013 mit Verlust

Die Berichterstattung zum Jahr 2013 steht noch aus, die letzten verfügbaren Zahlen beziehen sich auf die ersten sechs Monate des letzten Jahres. Demnach konnte artec zwischen Januar und Juni 2013 zwar den Umsatz um knapp 14 Prozent auf 0,95 Mio. Euro ausweiten, doch der Sechsmonatsverlust hatte sich im Vorjahresvergleich auf -0,12 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Ursächlich dafür war insbesondere der stark gestiegene Personalaufwand, der von 0,47 auf 0,61 Mio. Euro und damit doppelt so stark wie der Umsatz zulegte.

Geschäftszahlen	HJ 2012	HJ 2013	Änderung
Umsatz	0,84	0,95	+14,0%
EBITDA	0,00	-0,04	-
EBIT	-0,06	-0,13	-
Jahresüberschuss	-0,05	-0,12	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Sondereffekte belasten

Mit Hinweis auf die übliche Saisonalität, in deren Folge das vierte Quartal traditionell das stärkste ist, zeigte sich artec zur Jahresmitte noch zuversichtlich, sowohl den Umsatz als auch das Ergebnis im Gesamtjahr verbessern zu können. Allerdings musste die

Gesellschaft im letzten Herbst die Trennung vom bisherigen Vertriebschef verdauen. Neben den entsprechenden Einmalkosten bedeutete das, dass das Unternehmen gerade in der für das Jahresendgeschäft entscheidenden Phase über einen nur eingeschränkt funktionsfähigen Vertrieb verfügte. Gleichzeitig fielen in der zweiten Jahreshälfte bereits die Kosten für den im August verpflichteten neuen Ver-

triebsteamleiter für den Produktbereich MULTIEYE an, dessen Einarbeitungszeit somit in die schwierige Phase fiel. Inwiefern sich diese Effekte auf die Ergebnisse des letzten Jahres ausgewirkt haben, bleibt abzuwarten, doch wir gehen davon aus, dass artec vor diesem Hintergrund weder beim Umsatz noch beim Ergebnis an die Zahlen von 2012 anknüpfen konnte.

Equity-Story

Etablierte Marktposition

artec technologies ist seit 14 Jahren aktiv und hat sich in dieser Zeit als ein Spezialist für die HD-Videoüberwachung und für hochwertige Sendemittelschnitt- und Archivierungssysteme etabliert. Die Niedersachsen verfügen über eine weltweite Installationsbasis von 20.000 Systemen, über einen großen Bestand an namhaften Referenzkunden und über ein weites Netzwerk von Technologie- und Vertriebspartnern.

Attraktive Märkte

Die von artec adressierten Märkte zeichnen sich durch eine hohe Dynamik aus. Während die Videoüberwachung seit Jahrzehnten mit steigenden technischen Möglichkeiten immer mehr Verbreitung findet und heute weltweit einen Multimilliarden-Markt darstellt, vollzieht sich im Fernseh- und Hörfunksektor eine technologische Revolution (Digitalisierung, Internet, Mobile), die den Bedarf an effizienten und bezahlbaren Softwarelösungen zur Aufzeichnung, Analyse und Bearbeitung der Programme sprunghaft anwachsen lässt. In beiden Bereichen eröffnen sich dank des technischen Fortschritts zudem auch vielversprechende Geschäftsgelegenheiten in angrenzenden Feldern und Anwendungen. Dazu gehören beispielsweise Lösungen für die videogestützte Ausbildung oder für die Optimierung des Ladenaufbaus und der Produktplatzierung oder auch die Erschließung neuer Distributionswege für Video-Content in

Form eines personifizierten, mobil empfangbaren Fernsehprogramms.

Bewährte und innovative Produkte

Insbesondere im Broadcast-Bereich kann artec mit hochinnovativen Produkten aufwarten, die in Teilen im Markt einzigartige Funktionalitäten aufweisen. So lässt sich mit der engen und sehr fein einstellbaren Verknüpfung der Videodaten und der Daten des Zuschauerhaltens eine bisher unerreichte Analysetiefe erreichen, und das in Echtzeit. Aber auch mit seinen Innovationen zum Thema Mobile- und Cloud-TV gehört artec zu den technologisch führenden Anbietern auf diesem noch entstehenden Markt. Im Bereich der Videoüberwachung punktet das Unternehmen demgegenüber mit der Zuverlässigkeit, der Bedienfreundlichkeit und vor allem mit der Funktionsvielfalt der angebotenen Software sowie mit einem hohen Service- und Individualisierungsniveau. Im Hinblick auf das weitere Wachstum in Deutschland spielt vor allem das Modul für die effiziente und sichere Erfüllung der datenschutzrechtlichen Vorgaben eine wichtige Rolle.

Hohe Entwicklungskompetenz

Die Geschäftsentwicklung ist von zahlreichen Entwicklungsprojekten geprägt, in denen artec kundenspezifische Neuentwicklungen oder -anpassungen vornimmt. Damit kann sich das Unternehmen erfolgreich von Konkurrenten abheben, die lediglich

Standardware liefern. Auch stärkt diese Vorgehensweise die Kundenbindung. Darüber hinaus fließen die Ergebnisse solcher Projekte in der Regel in das Standardprodukt ein und tragen maßgeblich dazu bei, dass die artec-Software trotz der geringen Unternehmensgröße eine große Funktions- und Modulvielfalt aufweist. Die technologische Kompetenz nutzt das Unternehmen auch, um öffentlich geförderte Forschungs- und Entwicklungsaufträge zu akquirieren, aus denen ein weiterer Know-how-Zuwachs generiert wird.

Ausbau des Vertriebs

In den vergangenen Jahren war es artec noch nicht gelungen, die gute Positionierung und die technologische Expertise in entsprechendes Umsatz- und Gewinnwachstum umzumünzen. Bei seit Jahren stagnierenden Umsätzen war die Vergangenheit von Verlusten geprägt. Als zentrale Schwäche hat das Management in diesem Zusammenhang die nur unzureichenden Vertriebskapazitäten identifiziert und im letzten Jahr einen systematischen Ausbau des Vertriebsteams eingeleitet. Allerdings wurden diese Bemühungen 2013 noch durch die Trennung vom bisherigen Vertriebsleiter konterkariert. Nachdem aber letztes Jahr ein neuer Vertriebsleiter für den Produktbereich MULTIEYE und Anfang März nun auch ein neuer Experte für den internationalen Vertrieb im Broadcast-Segment verpflichtet werden konnten, dürfte der größte Engpass inzwischen behoben sein. Trotzdem will artec weiter in diesen Bereich investieren. Eine zusätzliche Belegung der Absatztätigkeit dürften zudem der Aufbau eines neuen Webshops und die Integration einer externen Produktlinie bringen, mit der das Angebot um preisgünstigere Standardprodukte erweitert werden soll.

Stark steigendes Auftragsvolumen

Der erfolgreiche Abschluss wichtiger Referenzprojekte und die Maßnahmen zur Stärkung des Vertriebs scheinen sich bereits in einem sprunghaft steigenden

Auftragseingang positiv bemerkbar zu machen. Seit Jahresanfang verspürt artec nach eigenen Angaben eine deutliche Belegung der Kundennachfrage und arbeitet derzeit an der Kapazitätsgrenze. Insbesondere im Broadcast-Bereich scheint die Entwicklung nun eine höhere Dynamik anzunehmen, wobei artec sowohl von großen Neukunden aus dem In- und Ausland als auch von Folgebeauftragungen berichtet.

Attraktive Perspektiven

Setzt sich dieser positive Trend auch im weiteren Jahresverlauf fort, könnte dies für artec der Start einer Phase mit einer deutlich dynamischeren Ertragsentwicklung sein. Denn mit den steigenden Erlösen erweitert sich auch der Investitionsspielraum, um die Vertriebskraft weiter auszubauen und insbesondere die technologisch starke XENTAURIX-Lösung international zu platzieren. Kann artec diesen Schritt erfolgreich gehen, könnten die Niedersachsen mit XENTAURIX einen signifikanten Marktanteil gewinnen. Dies gilt auch für die Monetarisierung der übrigen Neuentwicklungen wie der Mobile-TV-Lösung oder der E-Learning-Plattform.

Niedrige Aktienbewertung

Aufgrund der hinsichtlich der Geschäftszahlen enttäuschenden Vergangenheit sind diese Chancen im aktuellen Börsenkurs der artec-Aktie noch überhaupt nicht enthalten. Die Marktkapitalisierung liegt derzeit bei gerade mal 3,1 Mio. Euro. Da ein stärkeres Umsatzwachstum ein großes Potenzial für Skaleneffekte vor allem im Personalbereich erschließen und damit eine kräftige Profitabilitätsverbesserung ermöglichen sollte, bietet diese Bewertung, so denn das Wachstumsszenario eintritt, erhebliche Kurschancen.

DCF-Bewertung

Phase der Vorarbeiten abgeschlossen

Mit der Expertise auf einem potenzialträchtigen Technologiefeld, den innovativen und praxisbewährten Produkten und den guten Referenzen verfügt artec über die notwendigen Voraussetzungen, um in den kommenden Jahren auf einen nachhaltigen Wachstumskurs einzuschwenken. Wie die vergangenen Perioden gezeigt haben, ist dies allerdings kein Selbstläufer, insbesondere die Vertriebschwäche hat die Expansion zuletzt ausgebremst. Der letztes Jahr eingeleitete und im laufenden Jahr fortgesetzte systematische Ausbau des Vertriebs könnte deswegen das fehlende Mosaiksteinchen bedeuten, um die vielversprechenden Vorarbeiten der Vergangenheit endlich in profitables Wachstum umzumünzen. Dass dieses Vorhaben gelingt, ist die zentrale Annahme unserer Wertermittlung.

Wachstumssprung in 2014

Diese Annahme fußt insbesondere auf dem zuletzt sprunghaft verbesserten Auftragseingang, der das Unternehmen aktuell an der Kapazitätsgrenze arbei-

ten lässt. Nach dem wahrscheinlich schwächer als ursprünglich angekündigt ausgefallenen Geschäftsjahr 2013 scheint artec gerade im Broadcast-Bereich der Durchbruch gelungen zu sein. Nicht zu unterschätzen dürfte in diesem Zusammenhang auch die Signalwirkung der erfolgreichen Projektabwicklung bei ProSiebenSat.1 gewesen sein, die den Niedersachsen nicht nur ein vielversprechendes Softwaremodul (Zuschaueranalyse), sondern eben auch eine sehr namhafte Referenz an die Hand gegeben hat. In Erwartung, dass sich diese Entwicklung – auch dank des konjunkturellen Rückenwinds – in den kommenden Quartalen fortsetzt und dass artec den sich dadurch ergebenden finanziellen Spielraum für eine Aufstockung der personellen Kapazitäten nutzt, rechnen wir für 2014 mit einem Umsatz von 3,1 Mio. Euro. Auch für die Folgejahre basieren unsere Schätzungen auf der Annahme positiver Wachstumsraten, die wir aber aus Vorsichtsüberlegungen relativ rasch auf 10 Prozent p.a. abschmelzen lassen.

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	3,10	3,88	4,46	4,90	5,39	5,93	6,52	7,18
Umsatzwachstum		25,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	2,0%	2,4%	5,2%	6,4%	7,5%	8,6%	9,7%	10,8%
EBIT	0,06	0,09	0,23	0,32	0,41	0,51	0,63	0,77
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,01	0,01	0,03	0,05	0,06	0,08	0,09	0,12
NOPAT	0,05	0,08	0,20	0,27	0,34	0,43	0,54	0,66
+ Abschreibungen & Amortisation	0,21	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27	0,28	0,28
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cashflow	0,26	0,30	0,43	0,51	0,60	0,70	0,81	0,94
- Zunahme Net Working Capital	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03
- Investitionen AV	-0,21	-0,20	-0,22	-0,23	-0,30	-0,31	-0,32	-0,33
Free Cashflow	0,06	0,12	0,23	0,30	0,32	0,41	0,52	0,64

Erhebliche Skaleneffekte

Die Verbesserung der Erlössituation sollte mit deutlichen Skaleneffekten vor allem im Hinblick auf die Personalkosten einhergehen. Zum einen betrifft das die Overheadkosten, die derzeit noch angesichts der geringen Unternehmensgröße sehr stark auf die Ergebnisse durchschlagen und zum anderen sehen wir im XENTAURIX-Geschäft ein großes Potenzial für eine Gewichtsverschiebung zugunsten einer höheren Standardisierung. artec dürfte zwar auch weiterhin ein hohes Gewicht auf die kundenindividuelle Anpassung und Entwicklung legen, doch die Software ist inzwischen ausgereift genug, um auch im signifikanten Umfang „von der Stange“ verkauft zu werden. In Summe gehen wir deswegen davon aus, dass die Personalaufwandsquote trotz des unterstellten Personalaufbaus in den kommenden Jahren stetig abnimmt.

Zweistellige Zielmarge

Einen ähnlichen Verlauf erwarten wir für den Materialaufwand, der vor allem aus der bezogenen und weiterverkauften Hardware besteht. Da die Kunden nach Unternehmensaussagen verstärkt komplette Systeme aus einer Hand beziehen wollen, ist zum Beispiel der Kameraumsatz in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Zusammen mit der geplanten Integration einer weiteren Produktlinie, die mit einer Handelsmarge durchgereicht werden soll, dürfte dies für einen absolut deutlich steigenden Materialaufwand sorgen. In Relation zum Umsatz rechnen wir allerdings mit einer rückläufigen Materialaufwandsquote – eine Annahme, die der Erwartung des überdurchschnittlichen Wachstums des weniger hardwareintensiven XENTAURIX-Geschäfts geschuldet ist. Diese Effekte sollten nach unseren Berechnungen dazu führen, dass sich die EBIT-Marge von 2 Prozent in 2014 bis zum Ende des Detailprognosezeitraums auf 10,8 Prozent verbessert. Für das Nettoergebnis unterstellen wir dementsprechend eine schwarze Null für das laufende Jahr und einen Anstieg auf 0,7 Mio. Euro in 2021. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2014 bis 2021, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und

Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Das „ewige“ Wachstum (des Cashflows) nach 2021 taxieren wir auf 1 Prozent p.a.

Diskontierungszins 8,9 %

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen kalkulatorischen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen langfristigen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,3 resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,9 Prozent.

Kursziel: 2,10 Euro je Aktie

Auf Basis der Schätzungen und der von uns favorisierten Rahmenparameter (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,9 Prozent) resultiert aus unserem Bewertungsmodell ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 4,5 Mio. Euro. Umgerechnet auf die 2,15 Mio. Aktien entspricht das 2,10 Euro je Aktie. Damit signalisiert unser Bewertungsmodell ein Aufwärtspotenzial von rund 45 Prozent.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Die große Bedeutung einzelner Projekte sowie die geringe Unternehmensgröße, die den geschäftlichen Fortgang im hohen Maße von einzelnen Personen abhängig macht, sehen wir in diesem Zusammenhang als zusätzliche Unsicherheitsfaktoren, die eine leicht erhöhte Risikoeinstufung rechtfertigen. Wir taxieren das Prognoserisiko infolgedessen auf vier von maximal sechs Punkten.

Sensitivitätsanalyse

Der Befund einer Unterbewertung der artec-Aktie hält auch der Sensitivitätsanalyse Stand. Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,9 und 9,9 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 1,78 und 2,62 Euro.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,9%	2,62	2,46	2,33	2,21	2,11
8,4%	2,45	2,32	2,20	2,10	2,01
8,9%	2,31	2,19	2,09	2,00	1,93
9,4%	2,19	2,08	2,00	1,92	1,85
9,9%	2,08	1,99	1,91	1,84	1,78

Fazit

artec technologies hat es in der Vergangenheit nicht geschafft, die technologische Kompetenz und die gute Positionierung nachhaltig in profitables Wachstum umzumünzen. Doch inzwischen mehren sich die Vorzeichen, dass der Durchbruch unmittelbar bevorstehen könnte. Dank dem im letzten Jahr eingeleiteten Vertriebsausbau, dem erreichten Reifegrad der XENTAURIX-Software und der Signalwirkung der erfolgreichen Projektabwicklung mit dem Großkunden ProSiebenSat.1 stehen die Chancen nicht schlecht, dass die Umsatzentwicklung nun eine deutlich höhere Dynamik annimmt. Der zuletzt spürbar belebte Auftragseingang bestätigt diese Erwartung.

Auf Basis der Annahme, dass sich diese Anzeichen bestätigen und dass artec beginnend mit dem laufenden Jahr auf einen profitablen Expansionskurs einschert, resultiert aus unserem fundamentalen Bewertungsmodell ein fairer Wert von 2,10 Euro je Aktie. Damit sehen wir für die Aktie trotz der zurückhaltenden Annahmen bezüglich der erreichbaren Wachstumsraten und Margen ein Kurspotenzial von 45 Prozent. Wir beginnen unsere Coverage deswegen mit dem Rating „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
AKTIVA									
I. AV Summe	1,59	1,59	1,56	1,55	1,53	1,58	1,62	1,67	1,71
1. Immat. VG	0,98	1,05	1,09	1,12	1,15	1,18	1,21	1,24	1,27
2. Sachanlagen	0,05	0,07	0,09	0,12	0,13	0,15	0,17	0,18	0,20
II. UV Summe	1,11	1,33	1,47	1,72	2,05	2,37	2,77	3,30	3,94
PASSIVA									
I. Eigenkapital	2,17	2,21	2,27	2,45	2,72	3,01	3,39	3,85	4,43
II. Rückstellungen	0,04	0,04	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07	0,07	0,08
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Kurzfristiges FK	0,52	0,69	0,74	0,79	0,83	0,89	0,96	1,06	1,17
BILANZSUMME	2,73	2,95	3,06	3,30	3,61	3,97	4,42	4,99	5,68

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	2,00	3,10	3,88	4,46	4,90	5,39	5,93	6,52	7,18
Gesamtleistung	2,33	3,40	4,16	4,75	5,20	5,70	6,26	6,86	7,52
Rohertrag	1,53	2,32	2,87	3,28	3,61	3,97	4,36	4,80	5,28
EBITDA	0,03	0,27	0,32	0,47	0,56	0,66	0,78	0,91	1,06
EBIT	-0,12	0,06	0,09	0,23	0,32	0,41	0,51	0,63	0,77
EBT	-0,12	0,05	0,07	0,21	0,31	0,41	0,52	0,65	0,81
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,12	0,04	0,06	0,18	0,26	0,35	0,44	0,56	0,69
JÜ	-0,12	0,04	0,06	0,18	0,26	0,35	0,44	0,56	0,69
EPS	-0,06	0,02	0,03	0,08	0,12	0,16	0,21	0,26	0,32

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
CF operativ	0,13	0,26	0,30	0,44	0,53	0,63	0,73	0,86	1,00
CF aus Investition	-0,20	-0,21	-0,20	-0,22	-0,23	-0,30	-0,31	-0,32	-0,33
CF Finanzierung	0,15	0,13	-0,01	-0,02	-0,03	-0,07	-0,09	-0,09	-0,11
Liquidität Jahresanfa.	0,01	0,09	0,27	0,36	0,56	0,83	1,08	1,41	1,86
Liquidität Jahresende	0,09	0,27	0,36	0,56	0,83	1,08	1,41	1,86	2,42

Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	-9,9%	55,0%	25,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohtragsmarge	76,5%	74,7%	74,0%	73,6%	73,6%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%
EBITDA-Marge	1,5%	8,7%	8,2%	10,5%	11,5%	12,3%	13,1%	13,9%	14,7%
EBIT-Marge	-6,0%	2,0%	2,4%	5,2%	6,4%	7,5%	8,6%	9,7%	10,8%
EBT-Marge	-6,0%	1,6%	1,9%	4,8%	6,3%	7,6%	8,8%	10,0%	11,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	-6,0%	1,3%	1,6%	4,1%	5,3%	6,5%	7,5%	8,5%	9,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kursersparung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
-	-	-	-

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.