

08. September 2015  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# artec technologies AG

Deutlich profitabler als erwartet

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **3,85 Euro** | Kursziel: **4,90 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Diepholz
<b>Branche:</b>	Software
<b>Mitarbeiter:</b>	23
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE0005209589
<b>Kurs:</b>	3,85 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Entry Standard
<b>Aktienzahl:</b>	2,15 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	8,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	8,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 29,0 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	4,205 / 1,17 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	8,0 Tsd. Euro

artec hat im ersten Halbjahr Wort gehalten und den Umsatz kräftig, um 35,7 Prozent auf 1,9 Mio. Euro, gesteigert. Noch eindrucksvoller ist der Ergebnissprung ausgefallen. Dank der vorteilhaften Zusammensetzung der Erlöse (hoher Softwareanteil) und der anhaltenden Kostendisziplin wurde das EBIT nahezu vervierfacht, der Halbjahresüberschuss legte um 70 Prozent zu. Die daraus resultierende EBIT-Marge von 25,7 Prozent liegt weit oberhalb dessen, was wir zu diesem Zeitpunkt für erreichbar gehalten hatten.

In Reaktion auf diese starken Zahlen haben wir deswegen unsere Schätzungen überarbeitet und insbesondere die Margenannahmen deutlich angehoben. Dadurch sowie durch die – zunächst noch vorsichtige – Integration des neu erschlossenen Geschäftsbereichs Streaming-Technologie hat sich der von uns ermittelte faire Wert auf 4,90 Euro je Aktie erhöht. Wir sehen demnach auf Basis der Erwartung, dass sich die positive operative Entwicklung der letzten anderthalb Jahre fortsetzt, für die Aktie weiteres Potenzial von fast 30 Prozent und belassen unser Urteil auf „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	2,2	1,8	2,4	3,7	4,9	5,9
EBIT (Mio. Euro)	0,2	-0,4	0,1	0,8	0,9	1,1
Jahresüberschuss	0,1	-0,2	0,5	0,6	0,7	0,9
EpS	0,05	-0,11	0,24	0,30	0,34	0,42
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	26,8%	-17,5%	33,0%	50,0%	33,7%	20,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	25,3%	13,2%	23,2%
KUV	3,73	4,52	3,40	2,27	1,69	1,41
KGV	84,2	-	16,0	12,8	11,3	9,1
KCF	-	30,60	38,14	13,65	11,13	8,65
EV / EBIT	47,8	-	77,5	10,8	9,5	7,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Hohes Umsatzwachstum

Wie es bereits anhand der Meldungen über den lebhaften Auftragseingang sowie der Ankündigungen des Vorstands zu erwarten war, hat artec im ersten Halbjahr ein sehr hohes Umsatzwachstum verzeichnet. Mit 1,9 Mio. Euro wurde der – starke – Vorjahreswert um 35,7 Prozent übertroffen. Gleichzeitig liegt der Umsatz bereits nach sechs Monaten über den Erlösen des gesamten Geschäftsjahres 2013. Die hohe Umsatzdynamik verdanken die Niedersachsen der sehr guten Auftragslage und insbesondere den zu Jahresanfang akquirierten Großaufträgen. So ist nach Unternehmensangaben der Auftrag der Aspire Zone Foundation, in dessen Rahmen ein System zur Aufzeichnung, Auswertung und Verteilung von TV-Sportübertragungen installiert werden sollte, inzwischen vollständig abgearbeitet worden. Auch bezüglich des zweiten Großauftrags, der Entwicklung eines 200-Kanal-Aufzeichnungssystems für eine Simulationstrainingsanlage im maritimen Bereich, berichtet artec über einen planmäßigen Projektfortschritt. Dass dies bei solchen Projektdimensionen nicht selbstverständlich ist, zeigt der im Februar gemeldete Auftrag aus dem Irak, der aufgrund kundenseitiger Verzögerungen noch nicht zur Auslieferung gekommen ist.

## Ergebnis sprunghaft verbessert

Das hohe Umsatzwachstum hat artec ohne nennenswerte Kostensteigerungen bewältigt. Dank des hohen Softwareanteils erhöhte sich der Materialaufwand nur um 7,9 Prozent, so dass die Rohmarge gegenüber dem Vorjahr um 3,7 Prozentpunkte auf 82,6 Prozent verbessert werden konnte. Bei einem 10-prozentigen Wachstum des Personalaufwands und den nahezu unveränderten sonstigen betrieblichen Aufwendungen legte das EBITDA um 140 Prozent auf 0,7 Mio. Euro zu, das EBIT hat sich nahezu vervierfacht, auf 0,5 Mio. Euro. Das entspricht nicht nur einer beeindruckenden EBIT-Marge von 25,7 Prozent, sondern liegt bereits deutlich über unserer bisherigen Schätzung für das Gesamtjahr. Dies gilt auch für das Vorsteuerergebnis und für den Nettogewinn, die um 276 Prozent resp. um 71 Prozent zugelegt haben.

Geschäftszahlen	HJ 2014	HJ 2015	Änderung
Umsatz	1.406,2	1.908,0	+35,7%
EBITDA	279,7	680,0	+143,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	19,9%	35,6%	
EBIT	126,3	490,0	+288,0%
<i>EBIT-Marge</i>	9,0%	25,7%	
Vorsteuerergebnis	129,4	486,0	+275,7%
<i>Vorsteueremarge</i>	9,2%	25,5%	
Jahresüberschuss	201,3	344,0	+70,9%
<i>Netto-Marge</i>	14,3%	18,0%	

In Tsd. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## An der Kapazitätsgrenze

Die sehr hohe Profitabilität verdankt artec einerseits dem sehr vorteilhaften Umsatzmix und andererseits der hohen Auslastung der bestehenden Kapazitäten. Sowohl in der Softwareentwicklung als auch im Vertrieb arbeitet das Unternehmen nach eigenen Angaben derzeit an der Kapazitätsgrenze und sucht deswegen händierend nach weiteren Mitarbeitern. Erste Einstellungen sind bereits vorgenommen worden, die betreffenden Mitarbeiter sollen im vierten Quartal anfangen.

## Hoher Forderungsaufbau

Da der Vertriebsausbau insgesamt finanzielle Vorleistungen über mehrere Monate erfordert, hat artec aufgrund der schmalen Liquiditätsbasis das Risiko bisher gescheut und die Erweiterung nur in kleineren Schritten verfolgt. Mit der verbesserten Ertragslage dürften nun auch die Spielräume für einen systematischen Ausbau des Vertriebs größer werden. Im ersten Halbjahr hat sich zwar das hohe Gewinnwachstum aufgrund des starken Forderungsaufbaus (+80 Prozent auf 1,2 Mio. Euro) noch nicht im gleichen Ausmaß in der Liquidität bemerkbar gemacht, doch artec rechnet für die zweite Jahreshälfte mit hohen Zuflüssen aus diesem Forderungsbestand und daher mit einem sehr deutlichen Cash-Überschuss.

## Weitere Beauftragungen absehbar

Ungeachtet der kapazitätsbedingten Vertriebsdefizite ist die Auftragslage weiterhin gut. Insbesondere berichtet artec über ein ausgeprägtes Interesse der Bestandskunden an weiteren Projekten bzw. an Ergänzungen der bisherigen Leistungsumfänge. So konnte jüngst ein weiterer Auftrag aus Katar gemeldet werden, in dessen Rahmen das bisherige Sendemittelschnittsystem bei der Qatar News Agency (QNA) deutlich erweitert und modernisiert werden soll, weitere Projekte mit Kunden aus dem Mittleren Osten befinden sich zudem nach Unternehmensangaben in der Verhandlungsphase. Aber auch für den Bereich Videosicherheit berichtet artec über anhaltendes Interesse von privaten und öffentlichen Kunden.

## Marktsegment mit vielfachem Potenzial erschlossen

Den Vorstoß in eine ganz andere Dimension könnte eine andere Entwicklung für artec bedeuten. Und zwar ist es dem Unternehmen gelungen, einen ehemaligen hochkarätigen Vertriebsmitarbeiter eines führenden Anbieters von Streaming-Technologie zu gewinnen, der von London aus für artec den Markt für TV- und Video-Streaming auf Settop Boxen, mobile Endgeräte und Smart-TV-Empfänger erschließen soll. Aufgrund des fehlenden Zugangs und des großen Wettbewerbsumfelds hatte artec diesen Milliardenmarkt bisher nicht adressiert und sich stattdessen auf Nischenanwendungen konzentriert. Mit dem neuen Vertriebsmitarbeiter, der weitgehend provisionsabhängig arbeiten und im Erfolgsfall ein ganzes Team aufbauen soll, verfügen die Niedersachsen nun über einen vielversprechenden Marktzugang. Der offizielle Start soll auf der Branchenmesse IBC erfolgen, die Mitte September in Amsterdam stattfindet. Artec wird dort seine neu entwickelten Produkte vorstellen (vor allem Encoder) und berichtet aus Basis der Vorgespräche über ein sehr reges Interesse potenzieller Kunden.

## Moderate Umsatzanpassung

Schon die Gewinnung eines kleinen Marktanteils würde es artec erlauben, die Umsatzentwicklung deutlich zu beschleunigen. Wir haben diesbezüglich

zunächst aber nur einen kleinen Effekt unterstellt und erstmalig für 2016 einen Umsatzbeitrag von 0,5 Mio. Euro eingeplant, der sich 2017 verdoppeln und anschließend im Durchschnittstempo der sonstigen Aktivitäten wachsen soll. Mit diesem betont vorsichtigen Ansatz tragen wir der Tatsache Rechnung, dass diese Aktivitäten noch am Anfang stehen und dass sich die Zusammenarbeit mit dem neuen Vertriebsmitarbeiter noch bewähren und der Markterfolg erst zeigen muss. Sollte die Entwicklung den geplanten positiven Verlauf nehmen, könnten sicherlich auch deutlich höhere Umsatz- und Ergebnisbeiträge realisiert werden, die wir aktuell noch als weiteres Upside-Potenzial außerhalb unseres Modells belassen. Weitere Änderungen an unserer Umsatzschätzung haben wir nicht vorgenommen, insbesondere haben wir unsere Erwartung für den diesjährigen Umsatz (3,7 Mio. Euro) unverändert gelassen.

## Marge deutlich angehoben

Sehr stark verändert haben wir hingegen unsere Annahmen bezüglich der realisierbaren Margen. In diesem Punkt hat uns artec im ersten Halbjahr sehr positiv überrascht. Der vorteilhafte Umsatzmix mit einem hohen Softwareanteil, in Kombination mit der hohen Auslastung und dem anhaltenden Kostenbewusstsein haben ein Profitabilitätsniveau ermöglicht, das wir erst bei deutlich höheren Umsätzen erwartet hätten. Auch wenn wir davon ausgehen, dass mit anderen Projekten zukünftig durchaus auch niedrigere Margen erzielt werden, und vor allem, dass artec das gegenwärtige Auslastungsniveau nicht auf Dauer erhalten kann und deswegen seine personellen Kapazitäten deutlich aufstocken muss, haben wir die innerhalb unseres Modells unterstellten Margen kräftig angehoben. So rechnen wir für 2015 nun mit einer EBIT-Marge von 21,2 Prozent, statt wie bisher mit lediglich 7,6 Prozent. Für 2016 kalkulieren wir aufgrund der zu erwartenden Investitionen in den Personalaufbau sowie der Anlaufkosten des neuen Encoder-Geschäfts mit einer etwas niedrigeren Profitabilität, doch mit 17,9 Prozent liegt der Wert sehr weit oberhalb unseres bisherigen Ansatzes. Die Fortschreibung der Änderungen resultiert am Ende unseres Detailprognosezeitraums in einer Ziel-EBIT-Marge von 20,9 Prozent, sieben Prozentpunkte über

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	3,65	4,89	5,87	6,46	7,11	7,82	8,60	9,46
Umsatzwachstum		33,7%	20,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	21,2%	17,9%	18,0%	18,8%	19,2%	19,8%	20,4%	20,9%
<b>EBIT</b>	<b>0,78</b>	<b>0,88</b>	<b>1,06</b>	<b>1,21</b>	<b>1,37</b>	<b>1,55</b>	<b>1,75</b>	<b>1,98</b>
Steuersatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,12	0,13	0,16	0,18	0,21	0,23	0,26	0,30
<b>NOPAT</b>	<b>0,66</b>	<b>0,75</b>	<b>0,90</b>	<b>1,03</b>	<b>1,16</b>	<b>1,31</b>	<b>1,49</b>	<b>1,68</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,33	0,27	0,23	0,25	0,27	0,29	0,30	0,32
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>1,00</b>	<b>1,03</b>	<b>1,14</b>	<b>1,29</b>	<b>1,44</b>	<b>1,61</b>	<b>1,80</b>	<b>2,01</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,38	-0,27	-0,19	-0,10	-0,11	-0,12	-0,13	-0,14
- Investitionen AV	-0,23	-0,25	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	-0,32	-0,33
<b>Free Cashflow</b>	<b>0,39</b>	<b>0,51</b>	<b>0,69</b>	<b>0,92</b>	<b>1,04</b>	<b>1,19</b>	<b>1,35</b>	<b>1,54</b>

SMC Schätzmodell

unserem bisherigen Ansatz. Die Tabelle auf dieser Seite fasst die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2015 bis 2022 zusammen, zu den Prämissen des Modells verweisen wir zudem auf unsere umfangreiche Studie vom 10. Juni 2015. Detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich auch im Anhang. Nach Abschluss des Detailprognosezeitraums kalkulieren wir unter Berücksichtigung eines 50-prozentigen Sicherheitsabschlags mit einer EBIT-Marge von 10,5 Prozent.

### Neues Kursziel: 4,90 Euro je Aktie

Die Modifikationen des Modells führen zu einem deutlich erhöhten fairen Wert. Diesen sehen wir anhand unseres Modells in dem von uns favorisierten Szenario (WACC von 8,9 Prozent und ewiges Cashflow-Wachstum von 1 Prozent) nun bei 10,6 Mio. Euro, bzw. bei 4,91 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 4,90 Euro ab. Das Prognose-

risiko taxieren wir unverändert auf vier von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,9 und 9,9 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 4,36 und 5,83 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,9%	5,83	5,55	5,32	5,11	4,93
8,4%	5,54	5,31	5,10	4,92	4,76
8,9%	5,30	5,09	4,91	4,76	4,61
9,4%	5,08	4,91	4,75	4,61	4,48
9,9%	4,90	4,74	4,60	4,48	4,36

## Fazit

---

Was sich aufgrund des gemeldeten Auftragseingangs bereits abgezeichnet hatte, konnte artec mit der Vorlage des Halbjahresberichts nun auch anhand der Zahlen belegen. Das erste Halbjahr ist sehr dynamisch verlaufen, gegenüber dem bereits starken Vorjahreszeitraum konnten die Niedersachsen die Erlöse um mehr als ein Drittel steigern. Noch deutlich stärker ist der Gewinn gestiegen, der damit weit oberhalb unserer Schätzungen lag. Mit einem EBIT von 490 Tsd. Euro wurde eine EBIT-Marge von mehr als 25 Prozent erreicht und der Vorjahreswert nahezu vervierfacht.

Nachfrageseitig dürfte sich die positive Entwicklung auch in den kommenden Quartalen fortsetzen, artec berichtet diesbezüglich über zahlreiche vielversprechende Auftragsanbahnungen. Auch der mittels eines neuen Vertriebssteams neu erschlossene weltweite

Markt für die Streaming-Technologie verspricht weiteres Potenzial, das im Erfolgsfall die Volumina des bisherigen Geschäftsmodells deutlich in den Schatten stellen könnte.

Der Engpass besteht inzwischen eher auf der Kapazitätsseite, doch mit ersten Einstellungen hat das Unternehmen darauf bereits reagiert. Wir rechnen mit weiteren neuen Mitarbeitern im Jahresverlauf und sehen uns in unserer bisherigen Einschätzung des Unternehmens bestätigt. Bezüglich der erreichbaren Profitabilität waren wir sogar deutlich zu vorsichtig, weswegen wir unsere Margenannahmen nun deutlich angehoben haben. Das aus diesen Änderungen resultierende neue Kursziel liegt bei 4,90 Euro, womit wir für die artec-Aktie trotz der zuletzt sehr positiven Performance weiteres Potenzial von fast 30 Prozent sehen. Unser Urteil lautet weiterhin „Buy“.

## Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	2,15	2,05	2,03	2,07	2,09	2,12	2,14	2,15	2,17
1. Immat. VG	1,06	1,06	1,11	1,22	1,31	1,39	1,47	1,53	1,59
2. Sachanlagen	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,06
II. UV Summe	0,89	1,79	2,58	3,48	4,57	5,51	6,52	7,53	8,67
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	2,56	3,21	3,95	4,85	5,91	6,81	7,71	8,60	9,61
II. Rückstellungen	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13
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	0,44	0,57	0,60	0,62	0,66	0,72	0,83	0,96	1,10
<b>BILANZSUMME</b>	<b>3,05</b>	<b>3,84</b>	<b>4,61</b>	<b>5,55</b>	<b>6,66</b>	<b>7,62</b>	<b>8,65</b>	<b>9,68</b>	<b>10,84</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	2,44	3,65	4,89	5,87	6,46	7,11	7,82	8,60	9,46
Gesamtleistung	2,83	4,01	5,25	6,26	6,86	7,51	8,24	9,03	9,91
Rohertrag	2,09	3,02	3,79	4,43	4,87	5,33	5,84	6,40	7,01
EBITDA	0,49	1,10	1,15	1,29	1,47	1,64	1,83	2,05	2,30
EBIT	0,11	0,78	0,88	1,06	1,21	1,37	1,55	1,75	1,98
EBT	0,11	0,76	0,86	1,06	1,25	1,43	1,63	1,86	2,11
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,52	0,65	0,73	0,90	1,06	1,22	1,39	1,58	1,80
JÜ	0,52	0,65	0,73	0,90	1,06	1,22	1,39	1,58	1,80
EPS	0,24	0,30	0,34	0,42	0,49	0,57	0,65	0,74	0,84

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
CF operativ	0,22	0,61	0,74	0,96	1,22	1,39	1,57	1,77	1,98
CF aus Investition	-0,32	-0,23	-0,25	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	-0,32	-0,33
CF Finanzierung	0,10	0,09	-0,05	-0,07	-0,05	-0,37	-0,49	-0,69	-0,79
Liquidität Jahresanfa.	0,00	0,00	0,47	0,92	1,54	2,44	3,16	3,94	4,69
Liquidität Jahresende	0,00	0,47	0,92	1,54	2,44	3,16	3,94	4,69	5,55

### Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	33,0%	50,0%	33,7%	20,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohtragsmarge	85,8%	82,7%	77,6%	75,5%	75,4%	75,0%	74,7%	74,4%	74,1%
EBITDA-Marge	20,2%	30,2%	23,5%	22,0%	22,7%	23,1%	23,5%	23,9%	24,3%
EBIT-Marge	4,4%	21,2%	17,9%	18,0%	18,8%	19,2%	19,8%	20,4%	20,9%
EBT-Marge	4,4%	20,9%	17,7%	18,1%	19,3%	20,1%	20,9%	21,6%	22,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	21,3%	17,8%	15,0%	15,4%	16,4%	17,1%	17,8%	18,4%	19,0%



# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

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

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://www.tai-pan.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,) 5)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte 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 Kurserwartung 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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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
10.06.2015	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4), 5)
12.03.2015	Buy	2,80 Euro	1), 3), 4), 5)
09.09.2014	Buy	2,50 Euro	1), 5)
01.07.2014	Buy	2,10 Euro	1), 3)
12.03.2014	Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: eine Studie, ein Update, 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.