

20. Juli 2017

**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## artec technologies AG

Geschäftsmodellerweiterung birgt hohe Chancen, erfordert aber Geduld

Urteil: **Speculative Buy** (zuvor: Buy) | Kurs: **4,163 Euro** | Kursziel: **6,20 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

Sitz:	Diepholz
Branche:	Software
Mitarbeiter:	27
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0005209589
Kurs:	4,163 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	2,37 Mio. Stück
Market Cap:	9,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	9,6 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 35 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	6,77 / 4,15 Euro
Ø Umsatz (12 M):	18,1 Tsd. Euro

artec hat im letzten Jahr einen strategischen Wandel eingeleitet und will sein Geschäftsmodell um ein cloud-basiertes Angebot für die Erfassung, Speicherung und vor allem vielfältige Analyse von Multimediaten aus unterschiedlichsten Quellen erweitern. Die mit dem Umstieg verbundene Kapazitätsbeanspruchung und die zusätzlichen Kosten haben die letztjährigen Zahlen belastet und werden auch 2017 dafür sorgen, dass der Umsatz und vor allem das Ergebnis weit unter den von uns früher unterstellten Niveaus ausfallen werden. Trotzdem halten wir den eingeschlagenen Weg für richtig, weil artec sich damit nicht nur zusätzliches Marktpotenzial erschließt, das die bisher adressierten Nischen im Erfolgsfall um ein Vielfaches übersteigt, sondern auch, weil damit die ausgeprägte Abhängigkeit von wenigen Großprojekten entscheidend reduziert werden könnte. Das von artec vorgestellte Konzept wirkt überzeugend, weswegen wir dem Vorhaben hohe Erfolgchancen einräumen. Auf dieser Basis haben wir unser Schätzmodell aktualisiert und dabei auch die längere Übergangsphase berücksichtigt, in der die Umsatz- und Gewinnreihe unter unseren bisherigen Schätzungen ausfallen dürften. In Summe sehen wir den fairen Wert nun bei 6,20 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	2,44	3,47	2,47	2,50	3,25	4,87
EBIT (Mio. Euro)	0,11	0,64	-0,41	-0,43	-0,05	0,44
Jahresüberschuss	0,52	0,46	-0,31	-0,41	-0,07	0,31
EpS	0,24	0,22	-0,13	-0,17	-0,03	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	33,0%	42,4%	-28,7%	1,0%	30,0%	50,0%
Gewinnwachstum	-	-10,7%	-	-	-	-
KUV	4,04	2,84	3,98	3,94	3,03	2,02
KGV	19,0	21,3	-	-	-	38,4
KCF	43,5	10,1	-	172,2	21,1	11,7
EV / EBIT	89,0	15,1	-	-	-	21,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Strategieänderung in 2016

Im letzten Jahr hat artec einen Strategiewandel eingeleitet, mit dem das Unternehmen zukünftig ein höheres, stetigeres und im Mehrjahresdurchschnitt profitableres Wachstum erzielen will. Kern der Strategieerweiterung ist der Auf- und Ausbau eines cloud-basierten Produktgeschäfts rund um die Plattform XENTAURIX, mit dem ein höherer Standardisierungsgrad erreicht und weitere Zielbranchen erschlossen werden sollen.

## Focus auf Cloud Computing, Big Data und Analytics

Inhaltlich soll der Schwerpunkt nun deutlich stärker auf die Themen Cloud Computing, Big Data und Analytics gelegt werden. Dabei will artec seinen Kunden anbieten, Livedaten und/oder gespeicherte Daten aus einer Vielzahl unterschiedlicher Quellen (Fernsehen, Streaming-Dienste, Social-Media, Kameraaufzeichnungen etc.) nicht nur zu erfassen und aufzubereiten, sondern im Hinblick auf die kundenspezifisch vorgegebenen Fragestellungen auch zeitnah zu analysieren und auf dieser Basis eine datenbasierte Entscheidungsunterstützung zu liefern. Beispiele für solche Cloud-Computing-Anwendungen sind Zuschauerreaktionen auf Werbeschaltungen, Medien- und Social-Media-Stimmungsanalyse im Hinblick auf gesellschaftliche oder politische Themen bzw. auf bestimmte Produkte, das automatisierte Aufspüren und Ahnden von Verstößen gegen das Urheberrecht oder gegen Jugendschutzvorschriften und vieles mehr.

## Neue Zielbranchen

Mit dieser Geschäftserweiterung will artec den noch bestehenden Fokus auf den engen und in Summe stagnierenden Markt für die Aufzeichnungs- und Mittschnittsysteme für Fernsehender auf andere Branchen und andere Anwendungsgebiete erweitern. Dazu zählen u.a. Medien-Beobachtung und Verwertungsgesellschaften, Medien-, News- und Werbeagenturen, Medien- und Marktforschungsunternehmen, Landesmedien- und private Sendeanstalten, Regierungs- und Landespressestellen, PR-Agenturen, Großunternehmen, Verlagshäuser und Sicherheitsor-

gane. Da die meisten dieser Gruppen die Aufzeichnung und Auswertung von multimedialen Daten noch nicht systematisch betreiben, handelt es sich hierbei größtenteils um Marktsegmente, die noch erschlossen werden müssen, die aber anschließend hohes Wachstumspotenzial versprechen.

## Analytics-Angebot erfolgskritisch

Um diese potenziellen Neukunden zu überzeugen, bedarf es vor allem mächtiger Analysewerkzeuge. Um das entsprechende Angebot möglichst umfassend gestalten zu können, ist XENTAURIX als eine offene Plattform konzipiert, an die unterschiedliche Lösungen von Drittanbietern angedockt werden können. Denkbare Erweiterungen wären zum Beispiel automatische Spracherkennung und Übersetzung, Nachrichtengruppierung und die automatisierte Identifikation von Fake News.

## Hohe Investitionen

Trotz dieses Partnermodells ist die Strategieerweiterung mit hohen Investitionen verbunden, die teils bereits 2016 getätigt wurden und teils für dieses Jahr vorgesehen sind. Diese betreffen vor allem die Weiterentwicklung der Software (modernes Design, benutzerfreundliche Bedienung, Umstieg auf HTML5, Einbindung weiterer Datenquellen, Entwicklung bzw. Integration weiterer Tools wie Fingerprinting), eine Modernisierung und Erweiterung des Rechenzentrums in Bremen (vor allem in Form einer Erweiterung des erfassten Senderspektrums) und nicht zuletzt den Aufbau geeigneter Vertriebsstrukturen für das erweiterte Geschäftsmodell.

## Konzentration im Sicherheitsbereich

Um die verfügbaren Ressourcen auf das neue Thema konzentrieren zu können, hat artec auch im Geschäftsbereich Videosicherheit eine strategische Wende vollzogen. Vor allem in Reaktion auf den zunehmenden Wettbewerbsdruck asiatischer Anbieter, die inzwischen auch technologisch aufgeholt haben, will sich artec zukünftig auf die Bedürfnisse von Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben

konzentrieren, für die die Herkunft eines Anbieters ein entscheidendes Kriterium darstellt.

## Umsatzrückgang in 2016

Die Vorarbeiten für diesen umfassenden Strategiewechsel haben die knappen Ressourcen von artec im letzten Jahr stark beansprucht. Darüber hinaus hat auch der Großauftrag aus Katar, der viele der für das Cloud-Produkt vorgesehenen Funktionalitäten bereits umfasste und dessen Dauer aufgrund von eben diesen Innovationen und der teilweise herausfordernden technischen Rahmenbedingungen (z.B. bezüglich der Qualität der Satellitensignale) die ursprüngliche Planung weit überschritten hat, die Kapazitäten erheblich belastet. Dadurch fehlten sie im „Brot-und-Butter-Geschäft“, weswegen andere Aufträge nicht angenommen werden konnten. Im Vergleich mit dem Vorjahr, in dem die damaligen Großprojekte schnell und reibungslos abgeschlossen werden konnten, führte dies zu einem kräftigen Umsatzrückgang um fast 29 Prozent auf 2,5 Mio. Euro. Wir hatten hingegen einen moderaten Zuwachs auf 3,7 Mio. Euro erwartet.

Geschäftszahlen	GJ 2015	GJ 2016	Änderung
Umsatz	3,47	2,47	-28,7%
EBITDA	1,03	-0,11	-
EBITDA-Marge	29,7%	-4,5%	
EBIT	0,64	-0,41	-
EBIT-Marge	18,4%	-16,7%	
Vorsteuerergebnis	0,64	-0,41	-
Vorsteuermarge	18,3%	-16,6%	
Jahresüberschuss	0,46	-0,31	-
Netto-Marge	13,3%	-12,7%	

In Tsd. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Rote Zahlen

Die fehlenden Deckungsbeiträge sowie die erhöhten Personalkosten (+15,6 Prozent) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+36,1 Prozent, teils wegen der Kapitalerhöhung im März 2016) sorgten für eine massive Ergebnisverschlechterung. Obwohl sich die erhöhten Aktivierungen von Entwicklungs-

leistungen (+31 Prozent auf 0,6 Mio. Euro) ergebnislastend ausgewirkt haben, rutschte das EBITDA um 1,1 Mio. Euro auf -0,1 Mio. Euro ab. Auch die anderen Ergebniskennziffern sind in die roten Zahlen gerutscht. Während wir das EBIT und das Nettoergebnis bei jeweils 0,1 Mio. Euro erwartet hatten, lagen die tatsächlich erreichten Werte mit -0,4 Mio. Euro resp. -0,3 Mio. Euro weit darunter.

## Bilanz mit Kapitalerhöhung gestärkt

Das hohe Defizit hat sich in einem operativen Cash-Verbrauch von 0,3 Mio. Euro niedergeschlagen (nach +1,0 Mio. Euro im Vorjahr). Da durch die hohen Investitionen in die Produktentwicklung auch der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit von -0,5 Mio. Euro auf -0,7 Mio. Euro zugenommen hat, hat sich der Free-Cashflow im letzten Jahr auf -1 Mio. Euro summiert. Finanziert wurde dies durch die Zuflüsse der im März 2016 erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung, in deren Rahmen 215 Tsd. neue Aktien zum Stückpreis von 4,60 Euro emittiert und ein Bruttomittelzufluss von fast 1 Mio. Euro erzielt wurden. Durch diese Kapitalerhöhung lag das Eigenkapital zum Bilanzstichtag trotz des Jahresverlustes mit 3,7 Mio. Euro um 22 Prozent über dem Vorjahreswert, die Eigenkapitalquote legte infolgedessen von 92 auf fast 96 Prozent zu.

## Wachstum erst in 2018

Im Rahmen der Hauptversammlung hat artec eine Umsatzprognose für die Jahre bis 2019 vorgelegt und damit die Aktionäre darauf vorbereitet, dass die Übergangsphase auch 2017 noch anhalten wird. Dementsprechend erwartet der Vorstand für das laufende Jahr einen Umsatz auf Vorjahresniveau, dieser soll aber anschließend in nur zwei Jahren in etwa verdoppelt werden. Um die noch erforderlichen Vorleistungen finanzieren zu können, hat artec auch eine weitere Kapitalmaßnahme als möglich bezeichnet.

## Weitreichende Modelländerungen

Die Erweiterung des Geschäftsmodells und die dazu erforderlichen Investitionen sowie die deutlich unter unseren bisherigen Erwartungen liegenden Zahlen für 2016 bzw. Prognosen für 2017 haben uns veran-

lasst, unsere Schätzungen umfassend zu modifizieren. Grundsätzlich halten wir den eingeschlagenen Weg für richtig. Mit der Ergänzung des bisherigen Geschäftsmodells baut sich artec ein weiteres Standbein auf, das künftig ein stabiles und gut kalkulierbares Gegengewicht zum volatilen Projektgeschäft darstellen soll. Auch dürften durch den Wegfall des umfangreichen Initialprojekts und der anfänglichen hohen Investitionssumme die Kundengewinnung spürbar erleichtert und die Skalierbarkeit bei artec verbessert werden. Damit sollte perspektivisch vor allem das Wachstumshindernis der limitierten Verfügbarkeit von Programmierkapazitäten gelindert werden. Der Umbau und der Verzicht auf die noch vor einem Jahr geplanten Kapazitätserweiterungen im Projektgeschäft bedeuten aber zunächst geringere Erlöse und höhere Aufwendungen. Insgesamt verschieben sich die Umsatz- und vor allem Ergebnisreihen deutlich nach hinten, was auch die Unsicherheit unserer Schätzungen erhöht.

### Steilere Umsatzkurve

Konkret haben wir unsere Umsatzerwartung für das laufende Jahr gegenüber dem letzten Ansatz mehr als

halbiert, auf 2,5 Mio. Euro. Obwohl wir in Erwartung einer erfolgreichen Umsetzung der aktuellen Pläne die Wachstumsraten für die Folgejahre auf bis zu 50 Prozent p.a. erhöht haben, liegt die unterstellte Umsatzreihe aufgrund der deutlich reduzierten Basis fast bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums unter den alten Schätzungen. Für 2024 kalkulieren wir nun mit einem Umsatz von fast 18 Mio. Euro.

### Jahresüberschuss erst ab 2019

Die unterstellte Umsatzentwicklung schlägt sich entsprechend in den erwarteten Ergebnissen nieder. Während wir bisher schon für 2017 und 2018 mit deutlichen Überschüssen und einer EBIT-Marge oberhalb von 15 Prozent kalkuliert hatten, haben wir nun beim EBIT und beim Nettoergebnis eine Verlustphase bis 2018 angenommen. Für das EBITDA erwarten wir hingegen bereits für das laufende Jahr wieder ein ausgeglichenes Ergebnis und für 2018 schon einen deutlichen Überschuss. Die besseren Skalierungsmöglichkeiten des cloud-basierten Geschäftsmodells haben wir in Form der stark steigenden Margen berücksichtigt, die wir auf der EBIT-

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	2,50	3,25	4,87	6,82	9,21	11,97	14,97	17,96
Umsatzwachstum		30,0%	50,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%
EBIT-Marge	-17,3%	-1,4%	9,0%	15,0%	20,1%	23,2%	25,3%	26,0%
<b>EBIT</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,44</b>	<b>1,02</b>	<b>1,85</b>	<b>2,78</b>	<b>3,79</b>	<b>4,66</b>
Steuersatz	5,0%	15,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,02	-0,01	0,13	0,31	0,56	0,83	1,14	1,40
<b>NOPAT</b>	<b>-0,41</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,31</b>	<b>0,72</b>	<b>1,30</b>	<b>1,95</b>	<b>2,65</b>	<b>3,26</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,48	0,56	0,62	0,67	0,71	0,76	0,80	0,84
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>0,07</b>	<b>0,52</b>	<b>0,93</b>	<b>1,38</b>	<b>2,01</b>	<b>2,70</b>	<b>3,45</b>	<b>4,11</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,01	-0,02	-0,03	-0,05	-0,06	-0,08	-0,10	-0,12
- Investitionen AV	-0,75	-0,77	-0,81	-0,85	-0,89	-0,94	-0,98	-1,02
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,08</b>	<b>0,49</b>	<b>1,05</b>	<b>1,68</b>	<b>2,37</b>	<b>2,97</b>

SMC Schätzmodell



Ebene bis 2024 auf 26 Prozent anwachsen lassen.

### Rahmendaten des Modells angepasst

Die Tabelle auf der vorigen Seite fasst die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2017 bis 2024 zusammen, weitere detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich auch im Anhang. Eine wichtige Änderung haben wir hinsichtlich des Sicherheitsabschlags für die EBIT-Marge nach Abschluss des Detailprognosezeitraums vorgenommen. Da wir im Rahmen der Wertermittlung stark steigende Margen unterstellen, was zwar nach unserer Einschätzung plausibel, aber nicht gesichert ist, haben wir aus Vorsichtsüberlegungen die EBIT-Marge zur Ermittlung des Terminal Value (also ab 2025) mit einem 50-prozentigen Sicherheitsabschlag auf den Wert des Jahres 2024 versehen. Folglich haben wir zur Berechnung des Terminal Value eine EBIT-Marge von 13 Prozent unterstellt. Eine weitere Änderung der Modellparameter betrifft den risikolosen Zinssatz, den wir in Reaktion auf die anhaltende Niedrigzinsphase in allen unseren Modellen von 3,5 auf 2,5 Prozent abgesenkt haben. Dadurch hat sich der von uns verwendete WACC-Wert von 9,6 auf 8,9 Prozent ermäßigt.

### Neues Kursziel: 6,20 Euro je Aktie

Die in ihrer Wirkung teils entgegengesetzten Modelländerungen haben in Summe eine Reduktion des von uns geschätzten fairen Wertes auf 14,6 Mio. Euro bzw. auf 6,17 Euro je Aktie bedingt, woraus wir das neue Kursziel von 6,20 Euro ableiten. Wir haben dabei mit einer unveränderten Aktienzahl kalkuliert. Den zusätzlichen Kapitalbedarf bis zum Breakeven, den wir auf ca. 0,5 Mio. Euro schätzen, haben wir innerhalb des Modells durch Fremdkapital gedeckt, was wir angesichts der sehr hohen Eigenkapitalquote für gerechtfertigt halten.

### Prognoserisiko angehoben

Die Änderung des Geschäftsmodells dürfte im Erfolgsfall für eine nicht nur dynamischere, sondern auch stetigere Umsatz- und Ertragsentwicklung sorgen. Für eine Übergangszeit bedingt sie aber eine spürbar erhöhte Unsicherheit, weil artec damit Neuland betritt und weil vor allem noch nicht mit einer ausreichenden Sicherheit absehbar ist, inwiefern das neue Angebot im Markt angenommen wird. artec berichtet diesbezüglich über vielversprechende Gespräche, aber der breite Markterfolg ist damit noch nicht garantiert. Darüber hinaus bedingt die Geschäftsmodelländerung eine deutliche Verschiebung der von uns geschätzten Umsätze und Erträge in die Zukunft, was per se die Schätzunsicherheit erhöht. So entstammt der von uns ermittelte faire Unternehmenswert zu drei Vierteln dem Terminal Value, also dem Barwert der Cashflows der Jahre ab 2025. Diesem deutlich erhöhten Schätzrisiko tragen wir durch eine Hochstufung auf fünf von sechs Punkten Rechnung.

### 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 4,88 und 8,28 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,9%	8,28	7,77	7,33	6,95	6,62
8,4%	7,50	7,07	6,71	6,39	6,10
8,9%	6,83	6,47	6,17	5,89	5,65
9,4%	6,25	5,95	5,69	5,45	5,25
9,9%	5,75	5,49	5,27	5,06	4,88

## Fazit

---

Nach zwei sehr erfolgreichen Jahren musste artec im letzten Jahr wieder deutlich rückläufige Erlöse hinnehmen und ein negatives Ergebnis vermelden. Ursächlich dafür war u.a. ein Großprojekt, das die Kapazitäten sehr stark beansprucht und damit für andere Vorhaben blockiert hat. Damit hat sich ein dem bisherigen Geschäftsmodell immanentes Risiko, die Abhängigkeit von wenigen Großprojekten, nach zwei problemlosen Jahren in 2016 deutlich manifestiert.

Diese Entwicklung dürfte dazu beigetragen haben, dass artec eine Erweiterung des Geschäftsmodells in Richtung eines cloud-basierten, stärker standardisierten Angebots eingeleitet hat, mit dem zudem ein deutlich größeres Gewicht auf Mehrwertdienste wie Analytics und Entscheidungsunterstützung gelegt werden soll. Damit will sich die Gesellschaft komplett neue Kundenkreise erschließen und das Wachstumspotenzial entscheidend vergrößern.

So richtig, vielversprechend und langfristig wohl auch alternativlos diese Weichenstellung ist, für die Übergangszeit bedingt sie weniger Projektumsatz (durch gebundene Kapazitäten), gestiegene Aufwendungen und ein zunächst höheres Risiko.

Die Berücksichtigung der deutlich unter unseren bisherigen Erwartungen ausgefallenen bzw. nun zu erwartenden Resultate für 2016 und 2017 und der teils gegenläufigen kurz- und langfristigen Effekte der Geschäftsmodellerweiterung haben sich in unserem Bewertungsmodell in einem insgesamt reduzierten fairen Wert niedergeschlagen. Auf Basis der Grundannahme, dass die neue Cloud-Strategie aufgeht, sehen wir den fairen Wert nun bei 6,20 Euro. Da wir aber die Einstufung des Prognoserisikos unserer Schätzungen angehoben haben, ändern wir das Rating nun auf „Speculative Buy“. Die Aktie bietet somit weiterhin hohe Chancen, birgt im Moment aber auch erhöhte Risiken.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	2,70	2,96	3,18	3,37	3,55	3,73	3,90	4,09	4,27
1. Immat. VG	1,58	1,81	1,97	2,10	2,19	2,27	2,33	2,39	2,43
2. Sachanlagen	0,04	0,08	0,13	0,19	0,28	0,38	0,49	0,62	0,76
II. UV Summe	1,16	1,01	1,27	1,40	1,74	2,21	3,43	5,09	7,05
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	3,70	3,29	3,22	3,48	4,14	5,20	6,63	8,32	10,26
II. Rückstellungen	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15
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	0,09	0,61	1,15	1,19	1,05	0,63	0,58	0,73	0,91
<b>BILANZSUMME</b>	<b>3,86</b>	<b>3,99</b>	<b>4,46</b>	<b>4,77</b>	<b>5,30</b>	<b>5,95</b>	<b>7,34</b>	<b>9,19</b>	<b>11,33</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	2,47	2,50	3,25	4,87	6,82	9,21	11,97	14,97	17,96
Gesamtleistung	3,06	3,00	3,76	5,40	7,36	9,76	12,54	15,55	18,56
Rohertrag	2,03	2,07	2,62	3,79	5,11	6,72	8,59	10,61	12,63
EBITDA	-0,11	0,05	0,51	1,06	1,69	2,56	3,54	4,59	5,50
EBIT	-0,41	-0,43	-0,05	0,44	1,02	1,85	2,78	3,79	4,66
EBT	-0,41	-0,43	-0,08	0,37	0,94	1,79	2,76	3,79	4,68
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,31	-0,41	-0,07	0,26	0,66	1,25	1,93	2,65	3,27
JÜ	-0,31	-0,41	-0,07	0,26	0,66	1,25	1,93	2,65	3,27
EPS	-0,13	-0,17	-0,03	0,11	0,28	0,53	0,82	1,12	1,38



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	-0,29	0,06	0,47	0,84	1,28	1,90	2,61	3,35	4,00
CF aus Investition	-0,70	-0,75	-0,77	-0,81	-0,85	-0,89	-0,94	-0,98	-1,02
CF Finanzierung	0,99	0,50	0,50	0,00	-0,22	-0,70	-0,67	-0,97	-1,33
Liquidität Jahresanfa.	0,24	0,23	0,04	0,24	0,27	0,48	0,79	1,79	3,20
Liquidität Jahresende	0,23	0,04	0,24	0,27	0,48	0,79	1,79	3,20	4,85

### Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-28,7%	1,0%	30,0%	50,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%
Rohermargemarge	82,1%	83,0%	80,8%	77,8%	74,9%	73,0%	71,7%	70,9%	70,3%
EBITDA-Marge	-4,5%	2,0%	15,7%	21,7%	24,8%	27,8%	29,5%	30,6%	30,6%
EBIT-Marge	-16,7%	-17,3%	-1,4%	9,0%	15,0%	20,1%	23,2%	25,3%	26,0%
EBT-Marge	-16,6%	-17,3%	-2,5%	7,5%	13,8%	19,4%	23,1%	25,3%	26,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	-12,7%	-16,4%	-2,1%	5,3%	9,7%	13,6%	16,2%	17,7%	18,2%

# 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)

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 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
20.04.2017	Buy	6,80 Euro	1), 3)
02.11.2016	Buy	6,80 Euro	1), 3)
20.04.2016	Buy	6,60 Euro	1), 3), 4), 5)
08.09.2015	Buy	4,90 Euro	1), 3), 4), 5)

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