25. Juni 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

artec technologies AG

Rückzug eines Wettbewerbers bietet neue Chancen

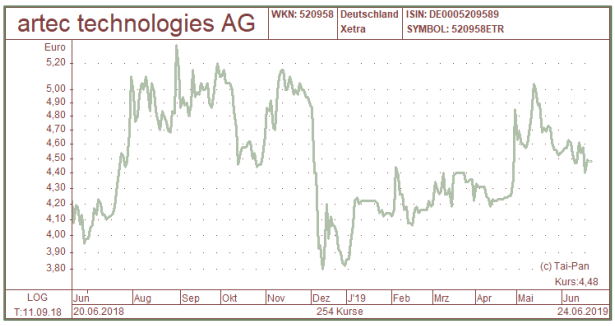
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 4,48 Euro | **Kursziel:** 8,70 Euro

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Diepholz
Branche:	Software
Mitarbeiter:	ca. 30
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE0005209589
Ticker:	A6T:GR
Kurs:	4,48 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	2,6 Mio. Stück
Market-Cap:	11,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	11,6 Mio. Euro
Free Float:	ca. 40 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,35 / 3,34 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	13,4 Tsd. Euro / Tag

Die 2016 eingeleitete Refokussierung in Richtung eines höher skalierbaren und berechenbareren Geschäftsmodells hat sich im letzten Jahr erstmals in Form höherer Umsätze und deutlich verbesserter Ergebnisse ausgezahlt. Insgesamt konnte artec 2018 den Umsatz auf 2,9 Mio. Euro verdoppeln und das Ergebnis ins Plus drehen. Die eigene Prognose wie auch unsere Schätzungen hat das Unternehmen damit zwar nicht ganz erreicht, doch dies lag hauptsächlich daran, dass sich mehr Kunden als erwartet anstelle des Kaufs von Einmallizenzen für das Miet-Modell entschieden haben. Dies dürfte wiederum durch die wiederkehrenden Einnahmen das Wachstum in 2019 und in den Folgejahren unterstützen, das zusätzlich von einer neuen Situation auf dem Markt für Compliance-Systeme für TV-Sender profitieren dürfte. Durch den überraschenden Rückzug eines großen Wettbewerbers bietet sich den verbleibenden Anbietern nun die Chance zur Marktanteilssteigerung, was artec durch eine schnelle und konsequente Stärkung der vertrieblichen Aktivitäten nutzen will. Auf Basis der Annahme, dass dies inkl. der Akquise der hierfür notwendigen Finanzierung gelingt, verfügt artec über überzeugende Perspektiven, deren Abbildung in unserem Bewertungsmodell in einem fairen Wert von 8,70 Euro je Aktie resultiert.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	2,47	1,46	2,94	4,11	5,75	7,77
EBIT (Mio. Euro)	-0,41	-0,78	0,03	0,17	0,68	1,28
Jahresüberschuss	-0,31	-0,80	0,04	0,16	0,64	1,22
EpS	-0,13	-0,34	0,02	0,05	0,22	0,43
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13
Umsatzwachstum	-28,7%	-40,9%	100,8%	40,0%	40,0%	35,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	267,0%	310,1%	90,0%
KUV	5,18	8,77	4,37	3,12	2,23	1,65
KGV	-	-	300,8	82,0	20,0	10,5
KCF	-	61,9	-	23,8	15,0	8,7
EV / EBIT	-	-	383,8	77,2	18,9	10,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%

Umsatz verdoppelt

Wie es sich bereits nach den starken Halbjahreszahlen abgezeichnet hatte, konnte artec im letzten Geschäftsjahr ein kräftiges Umsatzwachstum ausweisen. Getrieben von den teilweise aufsehenerregenden Vertriebserfolgen, die das Unternehmen seit dem Herbst 2017 vermeldet hat, wurden die Erlöse auf 2,9 Mio. Euro verdoppelt. Dafür gesorgt haben unter anderem die Gewinnung mehrerer Landesmedienanstalten (inzwischen sind es fünf) für das XENTAURIX-System, eines großen europäischen Medienhauses (Presseberichten zufolge handelt es sich um Springer) als ersten großen Cloud-Kunden und zahlreicher Neukunden aus dem BOS-Bereich (Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben). Letzterer umfasst einerseits ein breit gestreutes Geschäft mit speziell für die Anforderungen dieser Kundengruppe entwickelten und optimierten Lösungen für den Vor-Ort-Einsatz und andererseits große Projekte, in denen Infrastruktur und Kapazitäten für die Erfassung und Auswertung von audiovisuellen Daten erstellt wurden und werden. Schließlich hat sich auch das Geschäft in Katar wiederbelebt und zu dem rasanten Umsatzwachstum beigetragen.

Geschäftszahlen	2017	2018	*Änderung*
Umsatz	1,46	2,94	*+100,8%*
EBITDA	-0,44	0,42	-
EBITDA-Marge	*-30,1%*	*14,3%*	
EBIT	-0,78	0,03	-
EBIT-Marge	*-53,1%*	*1,1%*	
Vorsteuerergebnis	-0,78	0,03	-
Vorsteuermarge	*-53,5%*	*0,9%*	
Konzernergebnis	-0,80	0,05	-
Nettomarge	*-54,8%*	*1,5%*	
Free-Cashflow	-0,39	-0,75	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Ehrgeizige Prognose leicht verfehlt

Allerdings haben sich im letzten Jahr noch nicht alle vielversprechenden Geschäftsgelegenheiten in Katar realisieren lassen. Zusammen mit der – teilweise überraschenden – großen Bereitschaft einiger Kunden, sich statt für das herkömmliche Lizenzmodell für das Mieten der artec-Systeme zu entscheiden, sorgte dies für eine leichte Verfehlung des von artec kommunizierten Umsatzziels (3,0 bis 3,2 Mio. Euro). Auch unsere Umsatzschätzung, die wir auf 3,2 Mio. Euro taxiert hatten, hat sich vor diesem Hintergrund als etwas zu optimistisch erwiesen.

Rückkehr in die Gewinnzone

Das gilt wegen der im Vergleich mit unserer Umsatzschätzung nun fehlenden Deckungsbeiträge auch für unsere Ergebnisschätzungen. Während wir das EBITDA, EBIT und den Jahresüberschuss bei 0,7 Mio. Euro, 0,1 Mio. Euro und 0,1 Euro erwartet hatten, lagen die gemeldeten Werte bei 0,4 Mio. Euro 0,03 Mio. Euro und 0,05 Mio. Euro. Dennoch wurde damit eine sehr starke Ergebnisverbesserung erzielt, mit der artec nach zwei defizitären Jahren wieder in die Gewinnzone vorgestoßen ist. Dazu beigetragen hat erneut die strikte Kostendisziplin, die sich in einem deutlich unterproportionalen Anstieg des Materialaufwands (+64 Prozent) und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+59 Prozent) bemerkbar gemacht hat. Der Personalaufwand ist sogar absolut zurückgegangen (-9 Prozent), was artec unter anderem mit niedrigeren Überstundenkosten begründet.

Operativer Cashflow negativ

Trotz der deutlichen Ergebnisverbesserung, die sich beim EBITDA auf 0,85 Mio. Euro belaufen hat, hat sich der operative Cashflow im Vorjahresvergleich um 0,3 Mio. Euro auf -0,1 Mio. Euro verschlechtert. Dazu beigetragen hat vor allem ein starker Aufbau der Forderungen aus Leistungen und Lieferungen, die sich um 80 Prozent auf 0,7 Mio. Euro erhöht haben. Auf der Passivseite der Bilanz sorgte wiederum der Rückgang der sonstigen Verbindlichkeiten um fast 0,3 Mio. Euro für eine Cashflow-Belastung, hinter dem die Rückzahlung einer Zwischenfinanzierung aus dem Aktionärskreis steht. Den Forderungsaufbau begründet artec teilweise mit dem hohen Umsatzanteil im vierten Quartal, vor allem aber mit dem Verweis auf die veränderte Kundenstruktur (mehr Behörden)

und den im Durchschnitt deutlich längeren Zahlungszielen. In Verbindung mit den investitionsbedingten Auszahlungen, die sich um 9 Prozent auf -0,6 Mio. Euro erhöht haben, resultierte daraus ein negativer Free-Cashflow in Höhe von -0,8 Mio. Euro. Der größte Teil der Investitionsauszahlungen entfiel erneut auf die Produktentwicklung (eigene und eingekaufte), die im Umfang von rund 0,6 Mio. Euro aktiviert wurde. Darüber hinaus hat artec in die Kapazitätserweiterung des Rechenzentrums in Bremen investiert.

Bankverschuldung fast komplett abgebaut

Finanziert wurde der negative Free-Cashflow mit den Einnahmen der im Februar 2018 platzierten zehnprozentigen Kapitalerhöhung, aus der artec einen Bruttoemissionserlös von 0,93 Mio. Euro erzielt hat. Hierdurch betrug der Finanzierungs-Cashflow knapp +0,8 Mio. Euro, wobei die Differenz auf die nahezu vollständige Rückzahlung der Bankkredite zurückzuführen ist. Diese betrugen zum Jahreswechsel nur noch 18 Tsd. Euro, während sich die liquiden Mittel auf 46 Tsd. Euro belaufen haben.

Bilanzbild verbessert

Durch die Kapitalerhöhung, den leichten Jahresgewinn und den Rückgang der Bankkredite sowie der sonstigen Verbindlichkeiten hat sich die Eigenkapitalquote im Jahr 2018 um elf Prozentpunkte auf 93,6 Prozent verbessert. Absolut erhöhte sich das Eigenkapital um ein Drittel auf 3,9 Mio. Euro. Die Aktivseite wird demgegenüber weiterhin von den selbstgeschaffenen immateriellen Vermögensgegenständen geprägt, deren Gewicht sich aber im letzten Jahr um knapp fünf Prozentpunkte auf 48 Prozent reduziert hat.

Marktentwicklungen bedingen Strategiefortschreibung

Die sehr positive Entwicklung im letzten Jahr war eine Folge der zuvor vollzogenen strategischen Neujustierung und der in diesem Zusammenhang getätigten hohen Investitionen in die Produktentwicklung. Ein wichtiges Element dieser Neuausrichtung war die stärkere Fokussierung auf standardisierte, möglichst Cloud-basierte Lösungen im XENTAURIX-Bereich und auf den BOS-Markt im MULTIEYE-Geschäft. Beide Entscheidungen haben sich somit als richtig erwiesen. Vor dem Hintergrund der sich im Markt ergebenden Chancen hat sich artec aber dennoch entschieden, die Strategie in beiden Bereichen erneut anzupassen.

Neue Chancen mit XENTAURIX

Dies betrifft vor allem das Geschäft mit dem XENTAURIX-System, in dem sich durch den überraschenden Rückzug eines führenden Wettbewerbers ausgerechnet in dem reifen Marktsegment „Compliance-Systeme für TV-Sender“ großes Potenzial für rasche Marktanteilsgewinne eröffnet hat. Bei dem Wettbewerber handelt es sich um das Unternehmen Volicon, das 2016 durch Verizon Digital Media Services, eine Tochter des amerikanischen Medien- und Telekommunikationsgiganten Verizon, übernommen wurde, und nach Schätzungen von artec über eine Installationsbasis von mehr als 1.000 Systemen zur Aufzeichnung und Archivierung von TV-Programmen verfügt. Um dieses Window of Opportunity zu nutzen, will artec zeitnah seine Vertriebskapazitäten für XENTAURIX kräftig aufstocken. Um dies möglichst schnell und gleichzeitig ohne einen zu starken Fixkostenaufbau zu erreichen, plant artec dabei vor allem einen Rückgriff auf externe Vertriebler mit überwiegend erfolgsabhängiger Vergütung. Ein erster Neukunde konnte durch diese Konstellation bereits in Frankreich gewonnen werden, wobei artec in diesem Fall auch davon profitiert hat, dass der betreffende Sender zum selben Konzern gehört wie der katarische Kunde, der im letzten Jahr seine Anlage deutlich aufgestockt hat und nach Unternehmensangaben mit deren Performance sehr zufrieden ist.

Starke Positionierung im BOS-Bereich

Von großer Kundenzufriedenheit berichtet artec auch bezüglich der neuen Produkte und Lösungen im BOS-Bereich. Dies trifft auch auf das große Projekt bei einer Bundesbehörde zu, dessen Fertigstellung sich zwar durch externe Faktoren verzögert hat, das aber in den nächsten Wochen in den Pilotbetrieb wechseln

soll. Doch schon jetzt verzeichnet artec nach eigenen Angaben ein lebhaftes Interesse von anderen Behörden. Im Idealfall könnte artec mit dem kombinierten Angebot dieses Zentralsystems, der bereits im Markt bewährten Konfigurations- und Managementsoftware BOS-Manager und der entsprechenden Kameras und Recorder ein aufeinander abgestimmtes Ökosystem mit hohem Cross-Selling-Potenzial etablieren.

Einseitige Abhängigkeit soll vermieden werden

Trotz dieser vielversprechenden Perspektiven, mit denen das Unternehmen in der Konzentration auf den BOS-Bereich bestätigt wird, will artec nun doch auch den zivilen Bereich stärker adressieren. Einerseits, um auch dieses Potenzial zu nutzen, und andererseits, um keine einseitige Abhängigkeit von staatlichen Auftraggebern entstehen zu lassen. Damit sollen Risiken wie die Abhängigkeit von öffentlichen Budgets oder auch von politischen Entscheidungsprozessen begrenzt werden. Um den industriellen Bereich zu adressieren, setzt artec nun aber auf ein überarbeitetes Modell. Dieses umfasst sowohl eine neue Produktlinie (MULTIEYE NEXT), die als Plattform offen für Tools und Module anderer Hersteller (auch aus Übersee, was im BOS-Bereich mitunter problematisch sein könnte) ist, als auch die Marktbearbeitung, die nun sehr stark im Partnermodell (bis zum White-Label-Angebot) erfolgen soll. Inhaltlich konzentriert sich artec hier auf mittlere und große Projekte, deren konkrete Umsetzung im Idealfall aber von den Partnern verantwortet wird.

Weitere Kapitalmaßnahme angekündigt

Da die Nutzung der neuen Chancen im XENTAURIX-Markt vor allem vertriebliche Vorleistungen erfordert und da die veränderte Kundenstruktur zu höheren Vorrats- und Forderungsbeständen führt, die artec teilweise über mehrere Monate vorfinanzieren muss, erwägt das Unternehmen eine baldige Kapitalmaßnahme zur Stärkung der eigenen Liquidität. Noch ist es nach Unternehmensangaben offen, um was für eine Transaktion es sich handeln wird, doch wir gehen davon aus, dass artec nicht zuletzt aufgrund der ausgeprägten Kreditaversion schwerpunktmäßig wieder zum Mittel der Kapitalerhöhung greifen wird. Das hatten wir bisher bereits in unserem Schätzmodell unterstellt und mit einer zehnprozentigen Kapitalerhöhung im Jahr 2019 kalkuliert. Diese Annahme lassen wir unverändert, woraus sich auf dem aktuellen Kursniveau ein Bruttomittelzufluss von rund 1,1 Mio. Euro ergibt.

Hohe Wachstumsraten

Auch wenn sich unsere Schätzungen für 2018 als etwas zu optimistisch erwiesen haben, war die grundsätzliche Entwicklung von artec überzeugend. Mit seiner Aufstellung und vor allem mit der Innovationsstärke stößt das Unternehmen auf eine rege Nachfrage, auch die Schwerpunktlegung auf den BOS-Bereich zahlt sich immer mehr aus. Dementsprechend sehen wir auch für die Zukunft gute Chancen für hohe Umsatzzuwächse und für eine steigende Profitabilität und halten folglich an unserem Schätzszenario fest. Wie schon bisher, kalkulieren wir für 2019 und 2020 mit einem Umsatzwachstum um jeweils 40 Prozent, das wir anschließend schrittweise auf immer noch beachtliche 15 Prozent zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums zurückführen. In Verbindung mit dem gegenüber unseren bisherigen Schätzungen etwas geringeren Ausgangswert aus 2018 liegt die Umsatzreihe nun etwas niedriger als bisher, impliziert aber immer noch ein sehr hohes Umsatzwachstum auf rund 23,5 Mio. Euro im Jahr 2026. Für 2019 liegt die Umsatzerwartung nun bei 4,1 Mio. Euro (bisher: 4,5 Mio. Euro).

Andere Zusammensetzung

Allerdings setzen sich die Umsatzerlöse nun etwas anders zusammen als in unseren bisherigen Schätzungen. Während das Geschäft mit der XENTAURIX-Cloud und neuen Kundengruppen wie etwa Presseverlagen nach der spektakulären Gewinnung des ersten großen Kunden noch nicht die erhoffte Dynamik erreicht hat, bietet der Rückzug von Volicon eine überraschende Chance, im angestammten und eigentlich fest verteilten Markt für Compliance-Lösungen für TV-Sender schnell und deutlich zu wachsen. Dies bedeutet aber zunächst mehr Vertrieb und teilweise auch mehr Projektgeschäft, was die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells gegenüber dem hauptsächlich

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	4,11	5,75	7,77	10,49	13,63	17,04	20,45	23,52
Umsatzwachstum		40,0%	35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
EBIT-Marge	4,0%	11,7%	16,5%	20,8%	23,7%	26,5%	28,3%	29,9%
EBIT	**0,17**	**0,68**	**1,28**	**2,18**	**3,23**	**4,51**	**5,79**	**7,02**
Steuersatz	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	30,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,01	0,03	0,06	0,22	0,97	1,49	1,91	2,32
NOPAT	**0,16**	**0,64**	**1,22**	**1,96**	**2,26**	**3,02**	**3,88**	**4,70**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,53	0,39	0,43	0,46	0,49	0,52	0,53	0,58
+ 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	0,69	1,04	1,65	2,42	2,75	3,54	4,40	5,28
- Zunahme Net Working Capital	-0,15	-0,18	-0,17	-0,12	-0,16	-0,19	-0,23	-0,27
- Investitionen AV	-0,57	-0,59	-0,59	-0,62	-0,64	-0,66	-0,68	-0,69
Free Cashflow	**-0,03**	**0,27**	**0,88**	**1,68**	**1,95**	**2,68**	**3,49**	**4,32**

SMC Schätzmodell

Cloud-getriebenen Konzept reduziert. Auch erfordert das Wachstum im Compliance-Markt die rasche Einwerbung zusätzlicher Finanzierungsmittel, ohne die artec die sich bietenden Chancen nach eigener Aussage nur in einem deutlich geringeren Umfang nutzen könnte. Insofern stehen unsere Schätzungen nun stärker unter dem Vorbehalt eine ausreichenden Finanzierung.

Margen etwas vorsichtiger

Die Vorleistungen für die Vertriebsoffensive im Compliance-Markt und die gegenüber unseren bisherigen Schätzungen etwas niedrigere Umsatzbasis haben sich in vorsichtigeren Margen- und Ergebniserwartungen niedergeschlagen. Das gilt vor allem für das laufende Jahr, für das wir nun mit einer EBIT-Marge von 4,0 Prozent kalkulieren, während wir bisher bereits einen Anstieg in den zweistelligen Bereich unterstellt hatten. In absoluten Zahlen erwarten wir somit ein EBIT von 0,2 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nahezu in gleicher Höhe. Anschließend haben wir aber unverändert einen deutlichen Margenanstieg unterstellt und halten an der Zielmarge von knapp 30 Prozent (auf EBIT-Basis) weiter fest. Voraussetzung für dieses hohe Profitabilitätsniveau ist der fortgesetzte Aufbau des hochskalierbaren Cloud-Geschäfts unter Beibehaltung der bisherigen Kostendisziplin. Den aus diesen Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die obige Tabelle zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen. Anschließend arbeiten wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie schon bisher, mit einem 50-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge und kalkulieren dementsprechend mit einem Wert von 14,9 Prozent. Das „ewige“ Cashflow-Wachstum taxieren wir unverändert auf 1,0 Prozent p.a.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 8,9 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,5 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,3, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent), FK-Kosten von 5,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 10 Prozent zugrunde liegen.

Kursziel: 8,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 24,9 Mio. Euro bzw. 8,70 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel setzen. Damit signalisiert unser Modell für die artec-Aktie ein sehr hohes Kurspotenzial von über 90 Prozent. Dabei haben wir, wie oben ausgeführt, bereits eine weitere Kapitalerhöhung unterstellt und mit einer verwässerten Aktienzahl von 2,9 Mio. Stück gerechnet. Da der hohe Innovationsgrad der artec-Lösungen und der immer noch vorherrschende Projektcharakter des Geschäfts für ausgeprägte Schwankungen der Umsätze und Margen sowohl der Höhe nach als auch bezüglich des zeitlichen Musters sorgen, belassen wir die Beurteilung des Prognoserisikos unverändert und vergeben hierfür weiterhin fünf von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
7,9%	11,24	10,63	10,11	9,66	9,27
8,4%	10,29	9,79	9,36	8,98	8,65
8,9%	9,49	9,07	**8,70**	8,38	8,09
9,4%	8,79	8,43	8,12	7,85	7,60
9,9%	8,18	7,87	7,61	7,37	7,15

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 7,15 und 11,24 Euro je Aktie.

Fazit

artec hat im letzten Geschäftsjahr den Umsatz verdoppelt und nach zwei Verlustjahren die Rückkehr in die Gewinnzone geschafft. Damit haben sich die Weichenstellungen und Vorleistungen der Jahre 2016 und 2017 erstmals in Umsatz und Ertrag ausgezahlt. Auch wenn die unternehmenseigene Prognose wie auch unsere Schätzungen am Ende etwas unterschritten wurden, befindet sich das Unternehmen auf einem guten Weg. Dies umso mehr, als die leichte Verfehlung des Umsatzziels größtenteils darauf zurückzuführen ist, dass unerwartet viele Kunden für das Abonnement-Modell optiert haben, woraus sich nun ein höherer Grundstock an wiederkehrenden Einnahmen ergibt.

Auch die Perspektiven für 2019 und die weiteren Jahre sind überzeugend. artec berichtet über eine lebhafte Neukundenakquise in beiden Produktbereichen: Im BOS-Bereich steht ein referenzträchtiges Projekt unmittelbar vor dem Abschluss und das Geschäft in Katar hat sich wiederbelebt. Darüber hinaus hat der überraschende Rückzug eines führenden Wettbewerbers neues Potenzial in dem Marktsegment „Compliance-Systeme für TV-Sender“ eröffnet, das artec nun mit forcierten vertrieblichen Anstrengungen in einen steigenden Marktanteil ummünzen will. Um dies zu realisieren, wird das Unternehmen aber zeitnah zusätzliche Finanzierungsmittel akquirieren müssen.

Auf Basis der Erwartung, dass dies gelingt, und dass artec damit das Window of Opportunity nutzen kann, kalkulieren wir in unserem Bewertungsmodell mit einem hohen Umsatzwachstum und mit steigenden Margen. Angesichts der vorteilhaften Markttrends, die einen rasch steigenden Bedarf für Lösungen zur massenhaften Aufzeichnung, Speicherung und vor allem Auswertung von audiovisuellen Daten erwarten lassen, sehen wir auch die weiteren Perspektiven von artec positiv und bestätigen bei einem Kursziel von 8,70 Euro unser Urteil „Speculative Buy“. Das spekulative Element ist dem ausgeprägten Projektcharakter des artec-Geschäfts geschuldet, der für starke Schwankungen der Erlöse und noch stärker der Gewinne sorgt.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	3,17	3,21	3,40	3,57	3,72	3,88	4,02	4,18	4,29
1. Immat. VG	2,08	2,06	2,19	2,30	2,40	2,49	2,56	2,63	2,67
2. Sachanlagen	0,05	0,12	0,18	0,23	0,29	0,36	0,43	0,51	0,59
II. UV Summe	0,97	2,35	2,84	3,94	5,45	6,86	8,71	11,04	13,83
PASSIVA									
I. Eigenkapital	3,88	5,17	5,81	7,03	8,63	10,11	12,01	14,39	17,17
II. Rückstellungen	0,09	0,10	0,11	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18
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	0,17	0,29	0,32	0,36	0,41	0,48	0,57	0,67	0,79
BILANZSUMME	**4,14**	**5,57**	**6,25**	**7,52**	**9,18**	**10,74**	**12,74**	**15,23**	**18,13**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	2,94	4,11	5,75	7,77	10,49	13,63	17,04	20,45	23,52
Gesamtleistung	3,42	4,51	6,16	8,19	10,92	14,08	17,50	20,90	23,97
Rohertrag	2,47	3,28	4,44	5,86	7,77	9,99	12,38	14,77	16,92
EBITDA	0,42	0,70	1,07	1,71	2,64	3,72	5,03	6,31	7,60
EBIT	0,03	0,17	0,68	1,28	2,18	3,23	4,51	5,79	7,02
EBT	0,03	0,16	0,68	1,28	2,18	3,24	4,52	5,81	7,05
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,04	0,16	0,64	1,22	1,96	2,27	3,03	3,89	4,73
JÜ	0,04	0,16	0,64	1,22	1,96	2,27	3,03	3,89	4,73
EPS	0,02	0,05	0,22	0,43	0,69	0,79	1,06	1,36	1,65

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-0,14	0,54	0,85	1,48	2,30	2,60	3,36	4,18	5,03
CF aus Investition	-0,62	-0,57	-0,59	-0,59	-0,62	-0,64	-0,66	-0,68	-0,69
CF Finanzierung	0,80	1,14	0,00	0,00	-0,37	-0,79	-1,13	-1,52	-1,95
Liquidität Jahresanfa.	0,00	0,04	1,15	1,41	2,30	3,62	4,79	6,35	8,34
Liquidität Jahresende	0,04	1,15	1,41	2,30	3,62	4,79	6,35	8,34	10,73

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	100,8%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
Rohertragsmarge	84,0%	79,7%	77,1%	75,4%	74,1%	73,2%	72,7%	72,2%	71,9%
EBITDA-Marge	14,3%	17,0%	18,6%	22,0%	25,2%	27,3%	29,5%	30,9%	32,3%
EBIT-Marge	1,1%	4,0%	11,7%	16,5%	20,8%	23,7%	26,5%	28,3%	29,9%
EBT-Marge	0,9%	4,0%	11,7%	16,5%	20,8%	23,8%	26,5%	28,4%	30,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,5%	3,8%	11,1%	15,7%	18,7%	16,6%	17,8%	19,0%	20,1%

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
Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

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

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt

4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

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 Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.

8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde

9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH

10) 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: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 24.06.2019 um 18:15 Uhr fertiggestellt und am 25.06.2019 um 07:40 Uhr veröffentlicht.

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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
05.11.2018	Speculative Buy	8,60 Euro	1), 3)
11.09.2018	Speculative Buy	8,40 Euro	1), 3)
28.06.2018	Speculative Buy	8,40 Euro	1), 3), 4)
27.02.2018	Speculative Buy	7,50 Euro	1), 3)
07.12.2017	Speculative Buy	5,90 Euro	1), 3)
20.07.2017	Speculative Buy	6,20 Euro	1), 3)

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.