

20. Juli 2015  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

# Twintec AG

## Operativ im Plan

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **1,072 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

**Sitz:** Königswinter  
**Branche:** Abgasnachbehandlung  
**Mitarbeiter:** 74  
**Rechnungslegung:** HGB

**ISIN:** DE000A0LSAT7  
**Kurs:** 1,072 Euro  
**Marktsegment:** Entry Standard  
**Aktienzahl:** 35,52 Mio. Stück  
**Market Cap:** 38,1 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 40,9 Mio. Euro  
**Free-Float:** 16,7 %  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 1,60 / 0,941 Euro  
**Ø Umsatz (12 M):** 64,4 Tsd. Euro

Im letzten Geschäftsjahr hat Twintec den angekündigten operativen Turnaround vollzogen und bei einem um 40 Prozent erhöhten Umsatz einen EBITDA-Überschuss von 1,8 Mio. Euro erwirtschaftet. Auch wenn der gute Eindruck durch hohe außerplanmäßige Abschreibungen auf den Bilanzansatz der Schweizer Tochter Baumot etwas getrübt wurde, sehen wir das Unternehmen damit weiterhin auf einem guten Weg. Dies umso mehr, als auch der sonstige Newsflow optimistisch stimmt. Dies betrifft sowohl den Fortgang der Projekte zur Vorbereitung von OEM-Serienlieferungen auf Basis der innovativen B-NOx-SCR-Technologie als auch die Markterschließung im Ausland und insbesondere in China, wo Twintec jüngst einen Großauftrag akquirieren konnte.

Vor diesem Hintergrund halten wir an unserem Schätzmodell fest und rechnen trotz der für 2015 reduzierten Erwartungen auf Sicht der nächsten Jahre mit sehr hohen Umsatz- und Ergebniszuwächsen. Unser Urteil bleibt dementsprechend „Buy“, das Kursziel lautet 2,10 Euro und impliziert ein hohes Kurspotenzial für die Twintec-Aktie.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	30,2	20,9	29,2	26,3	36,0	50,4
EBITDA (Mio. Euro)	-2,1	-2,5	1,8	0,7	2,1	3,2
Jahresüberschuss	-4,3	-8,8	-7,8	-2,3	-0,4	0,9
EpS	-0,44	-0,30	-0,24	-0,07	-0,01	0,03
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	-
Umsatzwachstum	31,7%	-31,1%	40,0%	-10,0%	37,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,26	1,83	1,30	1,45	1,06	0,76
KGV	-	-	-	-	-	40,5
KCF	-	-	56,6	333,5	22,4	14,6
EV / EBITDA	-	-	22,2	61,7	19,5	12,7
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

## Umsatzsprung in 2014

Im letzten Geschäftsjahr hat Twintec 29,2 Mio. Euro Erlöst und damit den Vorjahreswert von 20,6 Mio. Euro um 40 Prozent übertroffen. Das Resultat lag auch über unserer Schätzung von 28,4 Mio. Euro. Dank reduzierter Bestandsminderungen und von 0,3 auf 1,1 Mio. Euro erhöhter aktivierter Eigenleistungen legte die Gesamtleistung noch stärker, um fast 50 Prozent, auf 30,6 Mio. Euro, zu. Den Anstieg verdankt Twintec dabei ausschließlich der erstmalig ganzjährigen Konsolidierung der Tochter Baumot, die einen Umsatzbeitrag von 13,4 Mio. Euro (Vorjahr: 0,8 Mio. Euro) gebracht hat. Insbesondere hat sich durch die Integration der schweizerischen Tochter der OEM-Umsatz erhöht. Vor allem dank der Abarbeitung eines großen Auftrags eines osteuropäischen Landmaschinenherstellers über die Lieferung von Rußfiltersystemen legten die Umsätze mit dieser Kundengruppe von 3,3 auf 12,9 Mio. Euro zu.

Geschäftszahlen	Q1 2014	Q1 2015	Änderung
Umsatz	20,85	29,18	+40,0%
EBITDA	-2,46	1,84	-
EBITDA-Marge	-11,8%	6,3%	-
EBIT	-8,24	-8,26	-
EBIT-Marge	-39,5%	-28,3%	-
Vorsteuerergebnis	-8,64	-8,77	-
Vorsteueremarge	-41,4%	-30,0%	-
Jahresüberschuss	-8,79	-7,77	-
Netto-Marge	-42,2%	-26,6%	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Operativer Turnaround vollzogen

Die erhöhte Umsatzbasis in Kombination mit der deutlichen Erhöhung der Rohmarge hat die Erwirtschaftung des ersten positiven EBITDA-Ergebnisses seit dem Jahr 2010 ermöglicht. Mit 1,8 Mio. Euro wurde eine Verbesserung um 4,3 Mio. Euro erzielt und unsere Schätzung von 1,9 Mio. Euro fast erreicht.

## Sonderabschreibungen belasten

Erwartungsgemäß blieb das EBIT aufgrund der hohen Abschreibungen auf die immateriellen Vermögensgegenstände aus der Baumot-Übernahme defizitär. Zusätzlich zu den planmäßigen Abschreibungen in Höhe von 3,1 Mio. Euro wurden zudem außerplanmäßige Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert, den Kundenstamm und die Marke der Baumot vorgenommen, die sich auf 6,7 Mio. Euro summierten. Damit reagierte Twintec auf die sprunghafte Aufwertung des Schweizer Franken zum Jahresanfang, die die Kosten- und Wettbewerbsposition der schweizerischen Aktivitäten schlagartig verschlechtert hatte. In Reaktion darauf wurde der Standort in Glattpark bis auf eine kleine Vertriebs-einheit aufgelöst, die übrigen Aktivitäten werden an den deutschen Standorten zusammengeführt. Da dies nach Unternehmensangaben ohne nennenswerten Kapazitätsaufbau in Deutschland erfolgen soll, erwartet Twintec nach Abschluss der Maßnahme einen weiteren Kostensenkungseffekt. Das letzte Jahr blieb durch die Sonderabschreibung aber hochdefizitär, der EBIT-Verlust blieb mit 8,3 Mio. Euro auf Vorjahresniveau, nach Steuern wurde ein Fehlbetrag von 7,8 Mio. Euro ausgewiesen.

## Nächste Kapitalerhöhung platziert

Da die Ergebnisbelastung aus den Abschreibungen nicht liquiditätswirksam ist, folgte der operative Cashflow dem EBITDA und konnte von 0,02 auf 0,67 Mio. Euro deutlich verbessert werden. Gleichzeitig hat Twintec nach der Aktienemission im Januar im Juni eine weitere Kapitalerhöhung durchgeführt und in deren Rahmen 1,0 Mio. neue Aktien zum Stückpreis von 1,00 Euro an institutionelle Investoren platziert. Damit dürfte die Eigenkapitalquote nach unseren Schätzungen trotz des hohen Verlustes aktuell immer noch zwischen 55 und 60 Prozent liegen.

## Großauftrag aus China

Erfreuliches konnte Twintec im Juni aus China vermelden. Nachdem die Rheinländer in der Provinz Shandong als erster westlicher Hersteller die Zulassung für die Nachrüstung von On-Road-Fahrzeugen mit Russpartikelfiltersystemen erhalten haben, folgte im Juni der erste große Auftrag. Die Bestellung, die Twintec über seinen chinesischen Partner erhalten hat, der die Abwicklung vor Ort übernehmen wird, betrifft die Nachrüstung von Stadtbussen und hat ein Volumen im niedrigen siebenstelligen Bereich. Da die mit dem Auftrag abgedeckte Tranche nur einen Bruchteil der allein in Shandong zur Nachrüstung anstehenden Busse darstellt, rechnet Twintec mit weiteren Aufträgen noch im laufenden Jahr. Darüber hinaus dürfte der Auftrag auch eine Signalwirkung für den Zulassungsprozess in anderen Provinzen entfalten und dort den Durchbruch erleichtern.

## Verzögerungen in den USA

Eine Zulassung hat Twintec inzwischen auch für Kolumbien erhalten. Demgegenüber hat sich der Pro-

zess für die USA etwas verzögert, statt der Zulassung bis zur Jahresmitte geht Twintec nun davon aus, diese bis zum Jahresende zu erhalten. Ursächlich dafür ist vor allem der harte Winter gewesen, wodurch sich das Ansammeln der erforderlichen 1.000 Betriebsstunden deutlich verzögert hat. Insgesamt sieht sich Twintec aber auch in Nordamerika weiter auf einem guten Weg und erwartet dort im Anschluss an die Zulassung die zeitnahe Erteilung erster Aufträge.

## Planmäßiger Fortgang der OEM-Projekte

Fortschritte meldet Twintec auch hinsichtlich des Fortschritts der Projekte, in denen mit potenziellen OEM-Kunden die SCR-Technologie B-NOx getestet und weiterentwickelt wird. Das Unternehmen berichtet von weiterhin guten Ergebnissen und geht unverändert von einem breiten Markterfolg dieser Technologie aus. Um den Durchbruch zu beschleunigen, wurde im Geschäftsbericht aber auf die Möglichkeit eines Zusammenschlusses oder einer Übernahme eines OEM-Entwicklungsdienstleisters hingewiesen. Ein weiterer Schwerpunkt liegt zudem auf der Entwicklung von Produkten für den Aftermarket, also für das Austausch- und Ersatzteilgeschäft.

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	26,3	36,0	50,4	68,0	88,4	110,5	132,6	152,5
Umsatzwachstum		37,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
EBIT-Marge	-8,3%	-0,8%	2,4%	4,5%	6,6%	7,4%	8,0%	8,5%
<b>EBIT</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,6</b>	<b>13,0</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,7	1,0	1,3
<b>NOPAT</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>5,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	2,4	2,0	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>0,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,7</b>	<b>7,0</b>	<b>9,0</b>	<b>11,1</b>	<b>13,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-0,8	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>

SMC Schätzmodell

Hier konnten die Rheinländer bereits ein Austausch-SCR-System für LKW fertig stellen und am Markt einführen, ein Austauschsystem für Dieselpartikelfilter für PKW soll zeitnah in die Vermarktung gehen.

### Vorsichtige Prognose für 2015

Mit der Vorlage der Geschäftszahlen 2014 hat das Management auch eine konkrete Prognose für das laufende Jahr abgegeben. In Übereinstimmung mit den bisherigen Ankündigungen, das Jahr 2015 sei noch ein Übergangsjahr, erwartet das Unternehmen einen rückläufigen Umsatz in der Größenordnung von 25 bis 28 Mio. Euro und ein zwar positives, aber im Vergleich mit dem Vorjahr signifikant niedrigeres EBITDA von 0,5 Mio. Euro. Das im Vorjahresvergleich rückläufige Umsatzvolumen ist dabei vor allem dem hohen OEM-Auftrag aus Osteuropa geschuldet, der bereits 2014 weitestgehend abgearbeitet worden ist.

### EBIT-Schätzungen ab 2016 angehoben

Insgesamt entspricht die Entwicklung von Twintec damit unseren Erwartungen. Dies gilt sowohl für den – operativen – Verlauf im letzten Geschäftsjahr als auch für den Fortgang der zukunftsgerichteten Aktivitäten. Nicht in unseren Schätzungen enthalten waren die außerplanmäßigen Abschreibungen, die letztes Jahr das Ergebnis massiv belastet hatten. Dafür aber sind die immateriellen Vermögensgegenstände nun deutlich niedriger als zunächst angenommen, weswegen wir die Schätzungen für die Abschreibungen für die kommenden Jahre abgesenkt haben. In Verbindung mit in etwa gleichbleibenden EBITDA-Erwartungen resultiert hieraus eine im Vergleich mit unserer Erststudie erhöhte EBIT-Reihe, die Ziel EBIT-Marge im Jahr 2022 liegt nun bei 8,5 Prozent (bisher: 8,1 Prozent).

### Erwartungen für 2015 reduziert

Nach unten angepasst haben wir hingegen unsere Schätzungen für Umsatz und Ergebnis in 2015. Mit unseren bisherigen Ansätzen von 29 Mio. Euro Umsatz und einem EBITDA von 1,6 Mio. Euro liegen wir vor allem beim Ergebnis deutlich oberhalb der unternehmensseitigen Prognose, weswegen wir aus

Vorsichtsüberlegungen die Erwartungen nun auf 26,3 Mio. Euro bzw. 0,7 Mio. Euro anpassen. Demgegenüber haben wir die Umsatzerwartung ab 2016 weitgehend unverändert gelassen, den unterstellten Umsatzanstieg auf 36,0 Mio. Euro sehen wir durch die Impulse aus China, den USA sowie aus dem Aftermarket begründet, bevor 2017 plangemäß das OEM-Seriengeschäft die Rolle als Wachstumstreiber übernimmt.

### Kursziel leicht reduziert: 2,10 Euro je Aktie

Die Auswirkungen der Änderungen auf das Ergebnis unseres Schätzmodells bleiben minimal. In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 9,3 Prozent) sehen wir den fairen Wert nun bei 75,4 Mio. Euro. Bezogen auf die im Zuge der jüngsten Kapitalerhöhung erhöhte Aktienzahl von 35,5 Mio. entspricht das 2,12 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 2,10 Euro ableiten. Das Prognoserisiko taxieren wir unverändert auf vier von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 8,3 und 10,3 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,69 und 2,82 Euro je Aktie. Damit weist die Aktie selbst im restriktivsten Fall noch ein hohes Kurspotenzial von über 50 Prozent auf.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum					
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
8,3%		2,82	2,65	2,51	2,38	2,27
8,8%		2,57	2,43	2,30	2,20	2,10
9,3%		2,35	2,23	<b>2,12</b>	2,03	1,95
9,8%		2,15	2,05	1,96	1,89	1,81
10,3%		1,99	1,90	1,82	1,75	1,69

## Fazit

---

Mit der Vorlage der Abschlusszahlen für 2014 hat Twintec den angekündigten operativen Turnaround vollzogen und damit einen wichtigen Meilenstein der strategischen Neuausrichtung erreicht. Auch der sonstige Newsflow zu der operativen Entwicklung stimmt zuversichtlich. Die Produktentwicklung und die Serienvorbereitung kommen nach Unternehmensangaben gut voran, mit den erhaltenen bzw. kurz vor der Erteilung stehenden Zulassungen macht die Erschließung ausländischer Märkte gute Fortschritte und der jüngste Großauftrag aus China belegt, dass die Strategie der Auslandsexpansion funktioniert. Eine unliebsame Überraschung war hingegen die hohe außerplanmäßige Abschreibung auf den Bilanzansatz der Baumot AG, die das letztjährige Ergebnis stark belastet hat. Kann Twintec die Verlagerung der Aktivitäten aus der Schweiz aber tatsächlich ohne leistungsseitige Einbußen vollziehen und sogar die Kosten reduzieren, würde sich der Vorgang zukünftig sogar positiv auswirken. Auf EBIT-Ebene rechnen wir ohnehin nun mit positiven Effekten, weil

Abschreibungen, mit denen wir erst für die kommenden Jahre gerechnet hatten, nun teilweise bereits in der Vergangenheit vorgenommen wurden und die künftigen Ergebnisse nicht mehr belasten werden.

In Summe sehen wir Twintec weiter auf Kurs. Die diesjährige Umsatz- und Ergebnisdelle wird zwar aller Voraussicht nach stärker ausfallen als von uns zunächst angenommen, doch für unsere Wertermittlung ist das laufende Jahr ohnehin von einer nur nachrangigen Bedeutung. Entscheidend wird sein, ob es Twintec gelingt, seine Geschäftsbasis durch die Auslandsexpansion und den Eintritt in den Aftermarket zu verbreitern und vor allem, ob die Erwartungen im Zusammenhang mit dem Markterfolg der SCR B-NOx-Technologie erfüllt werden. Da wir hierfür nach wie vor eine hohe Wahrscheinlichkeit sehen, halten wir an unserem „Buy“-Rating fest, unser Kursziel liegt nun bei 2,10 Euro.

# 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	13,5	11,5	9,7	8,4	7,7	7,4	7,3	7,5	7,9
1. Immat. VG	10,3	8,6	7,0	5,8	4,9	4,3	3,7	3,3	3,0
2. Sachanlagen	3,3	2,9	2,7	2,6	2,8	3,1	3,6	4,2	4,9
II. UV Summe	8,3	12,1	13,8	16,4	20,3	26,4	34,0	42,8	50,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	12,3	13,4	13,0	13,9	16,6	21,9	29,0	37,0	44,3
II. Rückstellungen	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,4	3,9	3,8	3,7	3,5	3,2	2,7	2,5	2,4
2. Kurzfristiges FK	3,8	3,7	4,0	4,4	5,0	5,7	6,6	7,6	8,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>22,0</b>	<b>23,5</b>	<b>23,4</b>	<b>24,8</b>	<b>28,0</b>	<b>33,7</b>	<b>41,3</b>	<b>50,4</b>	<b>58,6</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	29,2	26,3	36,0	50,4	68,0	88,4	110,5	132,6	152,5
Rohertrag	13,0	10,4	14,2	20,1	27,4	36,6	46,0	55,5	64,2
EBITDA	1,8	0,7	2,1	3,2	4,8	7,3	9,5	12,0	14,4
EBIT	-8,4	-2,2	-0,3	1,2	3,1	5,8	8,1	10,6	13,0
EBT	-8,8	-2,3	-0,4	1,0	2,8	5,7	8,3	11,0	13,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-7,8	-2,3	-0,4	0,9	2,7	5,3	7,6	10,0	12,2
JÜ	-7,8	-2,3	-0,4	0,9	2,7	5,3	7,6	10,0	12,2
EPS	-0,24	-0,07	-0,01	0,03	0,07	0,15	0,21	0,28	0,34



## 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	0,7	0,1	1,7	2,6	3,9	6,2	8,3	10,5	12,8
CF aus Investition	-0,6	-0,8	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8
CF Finanzierung	0,6	3,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-1,2	-2,4	-5,5
Liquidität Jahresanfa.	1,0	1,7	4,3	5,3	7,0	9,6	14,2	19,9	26,5
Liquidität Jahresende	1,7	4,3	5,3	7,0	9,6	14,2	19,9	26,5	31,9

### Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	40,0%	-10,0%	37,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
Rohermargemarge	44,4%	39,5%	39,4%	39,8%	40,3%	41,4%	41,6%	41,8%	42,1%
EBITDA-Marge	6,3%	2,5%	5,8%	6,4%	7,0%	8,2%	8,6%	9,0%	9,5%
EBIT-Marge	-28,7%	-8,3%	-0,8%	2,4%	4,5%	6,6%	7,4%	8,0%	8,5%
EBT-Marge	-30,0%	-8,8%	-1,2%	2,0%	4,2%	6,5%	7,5%	8,3%	8,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	-26,6%	-8,8%	-1,2%	1,9%	3,9%	6,0%	6,9%	7,5%	8,0%



# 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),

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 vorletzten 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
19.03.2015	Buy	2,20 Euro	1), 3), 4), 7)
15.12.2014	-	-	keine

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

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.