

## Twintec AG

Geduld ist weiter nötig, könnte sich  
aber auszahlen

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **0,60 Euro** | Kursziel: **1,50 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:	353
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0LSAT7
Kurs:	0,60 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	46,1 Mio. Stück
Market Cap:	27,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	40,8 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 54 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,155 / 0,535 Euro
Ø Umsatz (12 M):	37,2 Tsd. Euro

Die operative Entwicklung von Twintec ist im ersten Halbjahr 2016 enttäuschend verlaufen, weswegen das Unternehmen seine Prognose für 2016 reduziert hat. Den Umsatz erwarten die Rheinländer nun in der Spanne von 40 bis 44 Mio. Euro und das operative Ergebnis bei -2,0 bis -2,5 Mio. Euro. Ursächlich dafür war vor allem eine Schwäche im Dienstleistungsgeschäft der Tochter Kontec, die darunter zu leiden hatte, dass mehrere Kunden aus der Automobilbranche ihre Auftragsvergabe für externe Entwicklungsdienstleistungen als Folge des Abgaskandals massiv reduziert haben. Aber auch weitere Verzögerungen in den USA sowie die auf 2018 verschobene Verschärfung der Abgasvorschriften in der Türkei haben zu der Planverfehlung beigetragen. Auf der anderen Seite berichtet Twintec aber auch über zahlreiche vielversprechend verlaufende Entwicklungsprojekte mit potenziellen Neukunden (darunter auch mit mehreren aus dem PKW-Bereich), über hohe Auftragseingänge aus dem mittleren Osten sowie über ein vielversprechendes Nachrüstprogramm in England, die in Summe ab 2017 und vor allem ab 2018 für eine deutlich steigende Dynamik sorgen sollten.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	20,9	29,2	26,8	41,0	50,4	70,6
EBITDA (Mio. Euro)	-2,5	1,8	-4,2	-2,5	-0,1	4,3
Jahresüberschuss	-8,8	-7,8	-13,2	-5,9	-3,5	1,4
EpS	-0,30	-0,24	-0,41	-0,13	-0,08	0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-31,1%	40,0%	-8,1%	52,9%	23,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,33	0,95	1,03	0,67	0,55	0,39
KGV	-	-	-	-	-	20,0
KCF	-	41,1	-	15,3	-	7,3
EV / EBITDA	-	22,1	-	-	-	9,4
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

## Verzögerungen belasten

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres, über das Twintec aufgrund von Verzögerungen bei der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2015 erst Anfang Dezember berichtet hat, ist Twintec unter den eigenen wie auch unter unseren Erwartungen geblieben. Der Umsatz hat sich mit 19,8 Mio. Euro rechnerisch zwar um 122 Prozent erhöht, doch ist dies ausschließlich dem Konsolidierungseffekt der im Herbst 2015 übernommenen Kontec GmbH geschuldet. Korrigiert um diesen Effekt ist der Umsatz nach unseren Berechnungen um rund 30 Prozent auf 7,4 Mio. Euro zurückgegangen, wobei insbesondere das Produktgeschäft mit Dieselpartikelfiltern, Kaltlaufregelsystemen, Abgaskrümmern und Katalysatoren weiter deutlich rückläufig gewesen ist und sich mehr als halbiert hat (auf 2,3 Mio. Euro). Twintec begründet dies mit Verzögerungen bei der Erteilung der Zulassung für den amerikanischen Nachrüstmarkt, durch die es nicht gelungen ist, das erwartungsgemäß schrumpfende Nachrüstgeschäft in Europa zu kompensieren. Auch der chinesische Markt hat aufgrund des fehlenden Drucks durch die Einrichtung neuer Umweltzonen noch nicht die erwarteten Wachstumsbeiträge geleistet. Demgegenüber hat das Geschäft mit Beschichtungsdienstleistungen um ein Drittel auf 5,1 Mio. Euro zugenommen.

## Auftragsrückgang bei Kontec

Die in absoluten Zahlen größte Planverfehlung war allerdings in dem Bereich Design & Engineering zu verzeichnen, in dem die Tochter Kontec als externer Entwicklungsdienstleister für Motoren und Abgassysteme aktiv ist und der mit Halbjahreserlösen von 11,2 Mio. Euro den aktuellen Umsatzschwerpunkt darstellt. Die Planverfehlung begründet Twintec mit den Folgen des Volkswagen-Abgasskandals. Durch die hieraus resultierende Verunsicherung haben mehrere Kontec-Kunden nämlich ihre Budgets für externe Entwicklungsleistungen teils drastisch reduziert und erst im Verlauf des zweiten Halbjahrs begonnen, wieder neue Aufträge zu vergeben. Der damit verbundene Umsatzausfall dürfte sich nach unseren Schätzungen auf einen Betrag mindestens im mittleren siebenstelligen Bereich belaufen.

## Hoher Fehlbetrag

Die dadurch unzureichende Auslastung in Verbindung mit einmaligen Integrationskosten von Kontec, die Twintec auf rund 0,25 Mio. Euro beziffert, sorgen für einen operativen Fehlbetrag von -1,7 Mio. Euro. Gegenüber dem Vorjahr (-2,4 Mio. Euro) hat sich das EBITDA somit zwar verbessert, blieb aber unter den Erwartungen. Da sich zudem im Zuge der Kontec-Übernahme die Abschreibungen auf 2,6 Mio. Euro mehr als verdoppelt haben, hat sich der EBIT-Verlust von -3,7 auf -4,5 Mio. Euro ausgeweitet. Das gilt auch für das Vorsteuerergebnis, das sich von -3,8 auf -4,6 Mio. Euro verschlechtert hat. Dieses wurde zusätzlich von den deutlich gestiegenen Zinsaufwendungen (0,6 Mio. Euro nach 0,2 Mio. Euro im Vorjahr) belastet, profitierte aber gleichzeitig von einem außerordentlichen Ertrag in Höhe von 0,36 Mio. Euro, der aus der Auflösung einer früheren Wertberechtigung resultierte. Nach Berücksichtigung von Steuern hat Twintec im ersten Halbjahr einen Verlust von 4,5 Mio. Euro erwirtschaftet.

Geschäftszahlen	HJ 2015	HJ 2016	Änderung
Umsatz	8,88	19,77	+122,6%
EBITDA	-2,42	-1,69	-
EBITDA-Marge	-27,2%	-8,6%	
EBIT	-3,66	-4,50	-
EBIT-Marge	-41,2%	-22,8%	
Vorsteuerergebnis	-3,83	-4,60	-
Vorsteuermarge	-43,1%	-23,3%	
Jahresüberschuss	-4,79	-4,54	-
Netto-Marge	-54,0%	-23,0%	

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Operativer Cashflow negativ

Durch den hohen Verlust und durch eine Abschreibung auf den Unternehmenswert von Kontec, die ergänzend zu den im Sommer veröffentlichten vorläufigen 2015er Zahlen in dem erst im November vorgelegten endgültigen Abschluss für 2015 in Höhe von 4,3 Mio. Euro vorgenommen wurde, hat sich das Eigenkapital auf 9,7 Mio. Euro reduziert, gleich-

bedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 30,4 Prozent. Zudem bedingte der hohe Halbjahresverlust einen operativen Cash-Abfluss in Höhe von 1,8 Mio. Euro, zuzüglich der Auszahlungen für Investitionen resultierte hieraus ein Free-Cashflow von -2,2 Mio. Euro. Finanziert wurde dies durch eine Nettokreditaufnahme in Höhe von 2,3 Mio. Euro, so dass sich die Liquiditätsposition zum Halbjahresende um 0,1 Mio. Euro auf 0,7 Mio. Euro erhöhte.

### Finanzierung restrukturiert

Um die Finanzierung des Konzerns bis zum Erreichen nachhaltig positiver Cashflows auf eine stabilere Basis zu stellen, hat Twintec im Oktober ein umfassendes Maßnahmenpaket umgesetzt. Den Liquiditätseffekt dieser Maßnahmen beziffert das Unternehmen auf 7 Mio. Euro im laufenden Jahr sowie 5 Mio. Euro bis Ende 2018. Zu den Maßnahmen gehörte der Verkauf der Beschichtungstochter Interkat, die per 31. Oktober für 3,6 Mio. Euro (mit einem Buchgewinn von 2,3 Mio. Euro) veräußert wurde, die Vereinbarung einer Factoring-Linie im Volumen von 2,5 Mio. Euro sowie eine Sale-and-Lease-Back-Vereinbarung bezüglich einer Spezialimmobilie von Kontec, aus der ein Mittelzufluss von 0,9 Mio. Euro generiert wurde. Die Mittel nutzte Twintec, um eine teure Bankenfinanzierung im Volumen von 1,8 Mio. Euro zu tilgen. Darüber hinaus wurde ein teures Mezzanine-Darlehen neu verhandelt, was Twintec ein deutlich reduziertes Zinsniveau sowie eine Zins- und Tilgungsfreiheit bis Ende 2018 bescherte. Allein dadurch wird Twintec in den nächsten beiden Jahren den Kapitaldienst um 5 Mio. Euro reduzieren, die reine Zinsersparnis des Maßnahmenpakets beziffern die Rheinländer auf 0,7 Mio. Euro p.a.

### Prognose angepasst

Unter Berücksichtigung des Verkaufs von Interkat, die im ersten Halbjahr noch 5,1 Mio. Euro umgesetzt hatte, hat Twintec die Jahresprognose nun auf 40 bis 44 Mio. Euro reduziert, nach bisher 48 bis 52 Mio. Euro. Das EBITDA, dessen Prognose bereits mit der Vorlage der vorläufigen Jahreszahlen 2015 von zuvor 3,5 Mio. Euro auf 0,0 bis 0,5 Mio. Euro reduziert worden war, erwartet der Vorstand nun in der Bandbreite von -2,0 bis -2,5 Mio. Euro. Ange-

passt wurde auch die mittelfristige Prognose. Die Umsatzzielsetzung beziffert Twintec nun auf eine Bandbreite von 70 bis 90 Mio. Euro bis 2018, gleichbedeutend mit einer Abwärtsverschiebung der Spanne um 10 Mio. Euro. Das EBITDA-Ziel wurde nun etwas vager als zuvor formuliert, statt einer EBITDA-Marge von 8 Prozent strebt Twintec nun für 2018 eine Marge im oberen einstelligen Prozentbereich an.

### Mehrere Fortschritte

Auf dem Weg dorthin hat Twintec im laufenden Jahr ungeachtet der enttäuschenden Zahlen einige Fortschritte erzielt. Dazu zählen die im Frühjahr gemeldeten OEM-Aufträge aus der Türkei bzw. aus Osteuropa und die im September begonnene Serienlieferung von LKW-Dieselpartikelfiltern für den amerikanischen Ersatzteilmarkt. Zudem hat Twintec im zweiten Halbjahr nach eigenen Angaben von einer Verschärfung der Emissionsvorschriften im mittleren Osten profitiert und dort mehrere größere Aufträge akquiriert, die sich teils im zweiten Halbjahr, vor allem aber ab 2017 signifikant im Umsatz niederschlagen sollten. Auch hinsichtlich der Entwicklungsprojekte mit potenziellen OEM-Kunden berichtet Twintec von Projektfortschritten sowie vom Start neuer Vorhaben mit namhaften Pkw-Herstellern sowie mit einem weiteren Tier1-Lieferanten. Enttäuschend verläuft hingegen weiterhin der Zulassungsprozess für den amerikanischen Nachrüstmarkt. Die Zulassung, die ursprünglich schon im Jahresverlauf 2015 erwartet worden war, dürfte nach letzter Meldungslage wahrscheinlich erst Anfang 2017 erfolgen. Twintec betont in diesem Zusammenhang, dass die Verzögerungen ausschließlich verfahrensbedingt und dass die Tests allesamt mit den erwarteten Ergebnissen ausgefallen seien.

### Tiefpunkt durchschritten

Insofern scheint die Erteilung der Zulassung tatsächlich nur eine Frage der Zeit zu sein. Dies gilt auch für das Wachsen des OEM-Geschäfts, das Twintec mit zahlreichen Entwicklungsprojekten vorbereitet. Wir halten deswegen unsere bisherige Grundannahme, dass es Twintec gelingen wird, sich als ein wichtiger OEM-Lieferant von Abgassystemen zu etablie-

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	41,0	50,4	70,6	84,7	99,1	114,0	127,7	143,0
Umsatzwachstum		23,0%	40,0%	20,0%	17,0%	15,0%	12,0%	12,0%
EBIT-Marge	-18,6%	-7,2%	2,3%	4,0%	5,2%	5,9%	6,4%	6,8%
<b>EBIT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,7</b>
Steuersatz	0,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	15,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8	1,5
<b>NOPAT</b>	<b>-7,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	5,1	3,5	2,7	2,3	2,1	1,9	1,8	1,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>
- Zunahme Net Working Capital	2,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	3,2	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>

#### SMC Schätzmodell

ren, weiterhin für gerechtfertigt. Der Weg dorthin gestaltet sich aber eindeutig schwieriger und langwieriger als von uns zunächst erwartet. Mit den im laufenden Jahr bereits gewonnenen Aufträgen, der Erwartung der USA-Zulassung und dem möglichen Wiederaufleben des chinesischen Nachrüstmarktes lassen sich derzeit jedoch mehrere potenzielle Wachstumstreiber identifizieren, die dafür sorgen könnten, dass die Entwicklung von Twintec ab 2017 deutlich an Dynamik gewinnt. Dazu beitragen sollte auch das kürzlich beschlossene englische Förderprogramm zur Nachrüstung von Stadtbussen und Taxis mit SCR-Systemen. Es wird mit 180 Mio. britischen Pfund dotiert und soll ab Mitte 2017 zur Anwendung kommen. Dank der bereits vorhandenen Referenzen mit der Nachrüstung von englischen Schulbussen, der damit gesammelten positiven Erfahrungen, der bestehenden Marktpräsenz und der technologischen Überlegenheit des BNOx-Systems rechnen sich die Rheinländer große Chancen aus, einen Teil dieses Volumens für sich gewinnen zu können.

### Schätzungen reduziert

Wir haben deswegen die Grundstruktur unserer Schätzungen beibehalten und kalkulieren ab 2017

mit deutlich ansteigenden Umsätzen und einer verbesserten Profitabilität. Allerdings haben wir sowohl die Schätzungen für dieses Jahr reduziert (Umsatz) bzw. angehoben (Verlust) als auch die Entwicklungspfade für die Folgejahre konservativer ausgestaltet. Zum einen haben wir damit den Verkauf von Interkat und zum anderen die bisherigen Verzögerungen berücksichtigt, die ein etwas langsames Anlaufen der Umsätze erwarten lassen. So rechnen wir für 2017 mit einem Umsatz von 41,0 Mio. Euro (bisher: 50 Mio. Euro), für 2017 mit 50,4 Mio. Euro (65,0 Mio. Euro) und für das Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2023 mit 143 Mio. Euro (165 Mio. Euro). Aus Vorsicht haben wir auch die Rückkehr in die Gewinnzone erst für das übernächste Jahr modelliert, für 2017 rechnen wir nun mit einem geringen EBITDA-Fehlbetrag sowie mit einem vor allem noch abschreibungsbedingt hohen Nettoverlust von 3,6 Mio. Euro. Die Zielprofitabilität haben wir hingegen unverändert gelassen, zum Ende des Detailprognosezeitraums kalkulieren wir weiterhin mit einer EBITDA-Marge von 8 Prozent. Einen Überblick der sich aus diesen Annahmen ergebenden Inputparameter für unser DCF-Modell gibt die Tabelle auf dieser Seite, weitere Details zu dem von uns für die nächs-

ten acht Jahre unterstellten Geschäftsverlauf können dem Anhang entnommen werden.

### Neues Kursziel: 1,50 Euro je Aktie

Unter Beibehaltung der Rahmendaten des Modells (siehe dazu unsere Studie vom 28.07.2016) resultiert aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 69,3 Mio. Euro bzw. 1,50 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs signalisiert unser Modell somit ein Kurspotenzial von 150 Prozent. Allerdings geht dieses Potenzial mit einem signifikant erhöhten Risiko einher, wie die enttäuschende operative Entwicklung der letzten Quartale mit großer Klarheit verdeutlicht hat. Dementsprechend taxieren wir das Prognoserisiko unverändert auf fünf von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,3 und 9,3 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,19 und 2,05 Euro je Aktie. Damit weist die Aktie selbst im restriktivsten Fall noch ein rechnerisches Verdopplungspotenzial auf.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,3%	2,05	1,91	1,79	1,69	1,60
7,8%	1,85	1,73	1,64	1,55	1,48
8,3%	1,68	1,59	<b>1,50</b>	1,43	1,37
8,8%	1,54	1,46	1,39	1,33	1,27
9,3%	1,41	1,35	1,29	1,24	1,19

## Fazit

---

Der Wandel von Twintec zu einem OEM-Ausrüster von Abgastechnologie gestaltet sich trotz des grundsätzlichen regulatorischen Rückenwinds alles andere als einfach. Die Erschließung neuer Märkte und vor allem die Entwicklung von serienfertigen Produkten für potenzielle OEM-Kunden sind sehr langwierig, während das alte Geschäft, das vor allem aus der Nachrüstung mit Diesel-Partikelfiltern in Deutschland bestand, erwartungsgemäß mit hohem Tempo schrumpft. Darüber hinaus stockt bedingt durch die immer noch ausstehende US-Zulassung sowie durch die fehlende umweltpolitische Konsequenz in China der Aufbau des Geschäfts in Märkten mit noch attraktivem Nachrüstpotenzial.

Da sich zudem im laufenden Jahr auch das Entwicklungs- und Konstruktionsgeschäft der Tochter Kontec im Zuge der Verunsicherung nach dem Abgasskandal schwächer entwickelt hat, sind die von Twintec vorgelegten Halbjahreszahlen wie auch die neue Prognose enttäuschend ausgefallen.

Als wichtig erachten wir in diesem Zusammenhang, dass sich Twintec im Rahmen eines umfassenden Maßnahmenpakets im Oktober zusätzliche Liquidität im Umfang von 12 Mio. Euro gesichert und damit den erhöhten Finanzierungsbedarf aufgrund des verzögerten Breakeven weitgehend gedeckt hat. Weitere Finanzmittel könnten für mögliche Expansionsmaßnahmen bzw. bei neuen Rückschlägen zwar erforderlich werden, doch bei planmäßiger, organischer Entwicklung sehen wir die Finanzierung als weitgehend gesichert an.

Dieses Szenario halten wir ungeachtet der Rückschläge und Verzögerungen für wahrscheinlich, weswegen wir hieran auch bei unseren Schätzungen festhalten. Nach der Anpassung der Erwartungen vor allem für das laufende Jahr haben wir anhand unseres DCF-Modells einen fairen Wert von 1,50 Euro ermittelt, womit wir der Twintec-Aktie im Erfolgsfall ein sehr hohes Potenzial zutrauen. Dies allerdings bei einem ebenso deutlich erhöhten Risiko. Unser Urteil belassen wir deswegen auf „Speculative Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	20,5	15,5	13,0	11,5	10,5	10,0	9,8	9,8	10,1
1. Immat. VG	15,0	11,6	9,2	7,6	6,4	5,5	4,8	4,3	3,9
2. Sachanlagen	5,5	3,8	3,8	3,9	4,2	4,5	5,0	5,5	6,1
II. UV Summe	13,0	12,6	12,2	15,2	19,2	24,5	30,9	37,3	42,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	14,2	8,3	4,8	6,2	9,2	14,1	20,0	26,2	31,1
II. Rückstellungen	4,7	5,0	5,4	5,7	6,0	6,3	6,6	7,0	7,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	5,5	3,7	3,8	3,5	3,0	2,4	2,1	1,6	1,2
2. Kurzfristiges FK	9,3	8,0	8,3	8,4	8,6	8,7	9,0	9,4	9,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>33,7</b>	<b>25,1</b>	<b>22,2</b>	<b>23,7</b>	<b>26,8</b>	<b>31,5</b>	<b>37,7</b>	<b>44,1</b>	<b>49,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	26,8	41,0	50,4	70,6	84,7	99,1	114,0	127,7	143,0
Rohhertrag	14,1	29,7	36,8	51,7	62,2	73,1	84,0	94,0	105,3
EBITDA	-4,2	-2,5	-0,1	4,3	5,7	7,2	8,6	9,9	11,5
EBIT	-11,6	-7,6	-3,6	1,6	3,3	5,2	6,7	8,2	9,7
EBT	-12,3	-5,9	-3,7	1,5	3,3	5,3	7,0	8,6	10,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-13,2	-5,9	-3,5	1,4	3,1	4,8	6,4	7,8	8,8
JÜ	-13,2	-5,9	-3,5	1,4	3,1	4,8	6,4	7,8	8,8
EPS	-0,41	-0,13	-0,08	0,03	0,07	0,11	0,14	0,17	0,19



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	-2,1	1,8	-0,2	3,8	5,0	6,4	7,8	9,0	10,0
CF aus Investition	2,3	3,2	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0
CF Finanzierung	1,9	-2,5	0,1	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-2,3	-4,7
Liquidität Jahresanfa.	1,7	0,6	3,1	2,0	4,0	6,9	10,8	15,8	20,7
Liquidität Jahresende	0,6	3,1	2,0	4,0	6,9	10,8	15,8	20,7	24,0

### Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	-8,1%	52,9%	23,0%	40,0%	20,0%	17,0%	15,0%	12,0%	12,0%
Rohermargemarge	52,6%	72,4%	72,9%	73,3%	73,5%	73,7%	73,7%	73,6%	73,6%
EBITDA-Marge	-15,8%	-6,2%	-0,2%	6,1%	6,7%	7,3%	7,6%	7,8%	8,0%
EBIT-Marge	-43,3%	-18,6%	-7,2%	2,3%	4,0%	5,2%	5,9%	6,4%	6,8%
EBT-Marge	-46,0%	-14,3%	-7,4%	2,1%	3,9%	5,3%	6,2%	6,8%	7,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	-49,2%	-14,3%	-7,0%	2,0%	3,6%	4,9%	5,6%	6,1%	6,2%

# 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)

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
22.09.2016	Speculative Buy	1,60 Euro	1)
28.07.2016	Speculative Buy	1,60 Euro	1), 3), 4)
12.02.2016	Buy	2,00 Euro	1)
08.12.2015	Buy	2,00 Euro	1)
08.10.2015	Buy	2,00 Euro	1)
20.07.2015	Buy	2,10 Euro	1)
19.03.2015	Buy	2,20 Euro	1), 3), 4), 7)

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