



29. August 2013

**technotrans AG**

**”Not macht erfinderisch” – Aufnahme der Coverage**

Kaufen – Kursziel 13,00 EUR



**Bankhaus Lampe**

## INHALTSVERZEICHNIS

”Not macht erfinderisch” - Aufnahme der Coverage .....	2
Unternehmensporträt.....	3
Investment Case .....	4
Not macht erfinderisch.....	4
Wettbewerbsanalyse .....	6
Wachstum.....	9
Solide Bilanz.....	14
Verlauf des ersten Halbjahres .....	15
Unternehmensbewertung .....	16
Unternehmenshintergrund .....	19
Kennzahlen .....	20
Disclosures .....	23

**technotrans AG**

"NOT MACHT ERFINDERISCH" - AUFNAHME DER COVERAGE

**Kaufen - Kursziel 13,00 EUR**

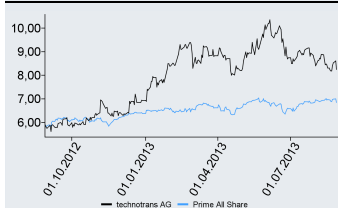
(n.a. - Kursziel - EUR)

29.08.2013

Schlusskurs 27.08.2013 (ETR)	8,25 EUR
Bloomberg	TTR1 GY
WKN	AOXYGA
Branche	Maschinenbau

**Kursperformance**

52 Wochen Hoch	10,35 EUR
52 Wochen Tief	5,62 EUR
Relativ zu Prime All Share	11,7 %
YTD	11,7 %
1 Monat	-8,2 %
3 Monate	-11,9 %
12 Monate	25,7 %

**Daten zur Aktie:**

EV (Mio. EUR; 2013)	48
Marktkapital (Mio. EUR)	60
Anzahl der Aktien (Mio.)	6,9
Streubesitz	88,1%
Handelsvol. Ø (Mio. EUR)	0,11

**Hauptaktionäre:**

Treasury shares	6,6 %
Lazard Feres Gestion	5,3 %
Teslin Capital Management	3,0 %

**Nächster Termin:**

Quartalszahlen	05.11.2013
----------------	------------

**Änderungen im Modell:**

	Umsatz	EBIT	EPS
14e	---	---	---
15e	---	---	---
16e	---	---	---

Gordon Schönell, CIIA, CEFA  
 Telefon: +49 (0)211 4952-455  
 gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

technotrans ist ein deutsches Unternehmen, spezialisiert auf Flüssigkeits-Technologien mit Kernkompetenzen in der Temperierung, Filtration und Separation, Mess- und Dosier- sowie Prozesssteuerung. Getreu dem Motto "Not macht erfinderisch" befindet sich das Unternehmen in einer Umbruchphase, nach einem Einbruch im Geschäft als Zulieferer in die Druckmaschinenindustrie. Das dort über Jahrzehnte erworbene Know-how wird jetzt in andere Industrien übertragen, um wieder auf den Wachstumspfad zurückzukehren.

**WACHSTUM DURCH ERSCHLIEBUNG NEUER MÄRKTE**

- Leicht modifiziert wird die Technologie aus den Druckmaschinen auch in anderen Industrien gebraucht, wie etwa die Laser- und Batteriekühlung sowie die Filtration und Separation von Flüssigkeiten in Werkzeugmaschinen. In diesen neuen Märkten trauen wir der Gesellschaft in den nächsten Jahren ein Umsatzwachstum von etwa 20% p. a. zu.
- Durch ein stabiles Service-Geschäft (Umsatzanteil rund 35% bis 40%) mit einer hohen EBIT-Marge (2012: ~17%) verfügt technotrans trotz Krise im Druckmaschinenmarkt über eine solide Bilanz, die anorganisches Wachstum zulässt. Seit 2011 wurden bereits drei Unternehmen übernommen. Wir gehen davon aus, dass weitere folgendes werden, wobei hier die Generierung von Mehrwert in der Nutzung von Synergien durch das große Vertriebs- und Servicenetzwerk von technotrans liegen.
- Selbst als Zulieferer in die Druckmaschinenindustrie trauen wir technotrans ein leichtes Wachstum durch die Erschließung neuer Kunden im Digital- und Flexodruck zu. Im Digitaldruck war man bisher kaum vertreten.

**STETIGE VERBESSERUNG DER ERGEBNISSE**

2013 sollte der Umsatzanteil außerhalb der Druckindustrie bei rund 30% liegen. Durch das hohe Wachstum in den neu erschlossenen Kundengruppen sehen wir den Umsatzanteil von Non-Printing im Jahr 2015 bei rund 40% (ohne weitere Zukäufe). Damit sind wir deutlich vorsichtiger als technotrans selber.

Mit einer höheren Auslastung der Kapazitäten (ohne nennenswerte Investitionen) und der Hebung von Synergien dürfte damit auch die EBIT-Marge steigen. 2012 erzielte die Gesellschaft zwar eine gute Marge im Service (16%), allerdings ein leicht negatives EBIT im Neugeschäft. Ab 2014 sollte dann auch in diesem Segment endlich wieder eine positives EBIT erzielt werden.

**AUFNAHME DER COVERAGE MIT KURSZIEL 13,00 €**

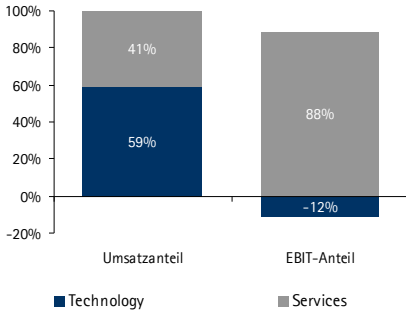
Wir nehmen die Coverage mit einem Kursziel von 13,00 € und der Anlageempfehlung Kaufen auf. Das Kursziel setzt sich zusammen aus einem DCF-Modell (17,00 €), einem Cash-Flow-Yield-Modell (17,00 €) sowie einem SOTP-Modell (14,00 €). Aufgrund der geringen Liquidität und eingeschränkter Visibilität aufgrund der Erschließung neuer Märkte berücksichtigen wir einen Abschlag von 20%. Bei einem Umsatzwachstum 2012 bis 2015 von 10% p. a. liegt das KGV<sub>2014</sub> bei günstigen 9x (deutscher Maschinenbau aktuell ~15x).

in Mio. EUR	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	97,3	90,7	106,7	114,4	124,4
EBIT	4,8	5,4	6,2	9,8	12,6
EBIT-Marge	4,9%	5,9%	5,8%	8,6%	10,1%
Nettofinanzverbind.	5,6	-9,4	-6,0	-10,6	-14,9
Freier Cash-flow	3,6	13,2	-4,3	5,7	7,1
EPS (in EUR)	0,47	0,48	0,57	0,94	1,24
DPS (in EUR)	0,00	0,12	0,20	0,47	0,62
Dividendenrendite	0,0%	1,7%	2,4%	5,7%	7,5%
EV/Umsatz	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3
EV/EBIT	6,8	6,6	7,7	4,4	3,1
Kurs-Gewinn-Verhältnis	8,9	14,4	14,4	8,8	6,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

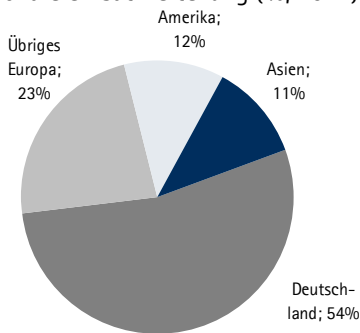
## UNTERNEHMENS PORTRÄT

Umsatz- und EBIT-Anteil nach Segmenten (%), 2012

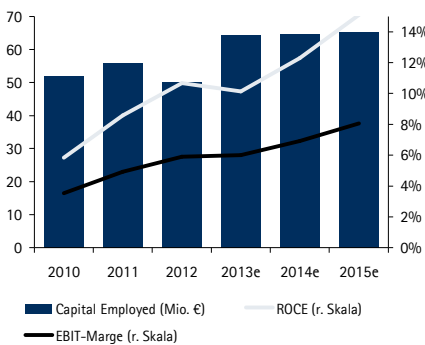


Quelle: Unternehmensangaben

Regionale Umsatzverteilung (%), 2012

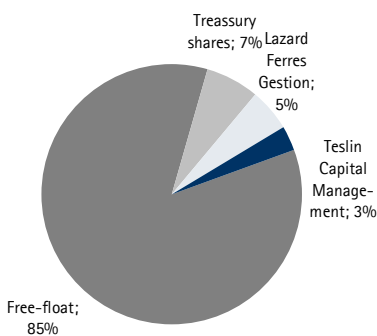


Quelle: Unternehmensangaben



Quelle: Unternehmensangaben, BHL Schätzungen

Aktionärstruktur (Stand 2013)



Quelle: Unternehmensangaben

### GESCHÄFTSMODELL

Der Maschinenbauer technotrans AG ist spezialisiert auf Flüssigkeiten-Technologien und hat seine Kernkompetenzen dort in der Temperierung, Filtration und Separation, Mess- und Dosiertechnik sowie Prozesssteuerung. 2013 dürften rund 70% der Umsätze mit der Druckmaschinenindustrie erzielt werden, wo die Gesellschaft u. E. einen Marktanteil von über 60% hat. Da dieser Markt in den letzten Jahren deutlich geschrumpft ist, hat technotrans 2010 begonnen, das über Jahrzehnte in dieser Industrie erlangte Know-how auf andere Industrien zu übertragen, um wieder Wachstumsperspektiven zu haben. Hierzu zählen u. a. der Werkzeugmaschinenbau, die Batteriekühlungen und die Lasertechnik, ein Bereich der zuletzt durch zwei Akquisitionen gestärkt wurde.

### WACHSTUMSTREIBER

- Erschließung neuer Kundengruppen außerhalb der Druckindustrie
- Steigerung der Marktanteile in der Laserkühlung durch internationalere Aufstellung der zuletzt gekauften Unternehmen
- Weitere Akquisitionen von Unternehmen mit ähnlicher Technologie und anschließende Internationalisierung deren Aufstellung
- Erhöhung der Umsätze mit Digitaldruckmaschinenherstellern
- Produkte für Flexodruckmaschinen, wo technotrans bisher nicht vertreten war

### RENTABILITÄT

Während technotrans im Segment Services derzeit eine gute EBIT-Marge von 17% erzielt, sind die Ergebnisse im Neugeschäft schwach (EBIT 2013e: -0,4). Hier muss der Hebel angesetzt werden, wobei der Treiber hier vor allem eine höhere Auslastung der Kapazitäten ist. Bei einer EBIT-Marge auf Konzernebene in 2012 von 5,9% lag der ROCE bei rund 10,1%.

Durch die Erschließung neuer Kundengruppen, leichtes Wachstum in der Druckmaschinenindustrie und die Generierung von Synergien im Rahmen der Akquisitionen erwarten wir in den kommenden Jahren Umsatzzuwächse und damit bessere EBIT-Margen Richtung 9% bis 10% in 2015.

### MANAGEMENT

CEO: Henry Brickenkamp  
 CFO: Dirk Engel  
 CTO: Dr. Christof Soest  
 IR: Thessa Roderig

### AKTUELLE EREIGNISSE

### HAUPTWETTBEWERBER

in Mio. € (Stand 2012)	Umsatz	EBIT	Market Cap
Baldwin	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

## INVESTMENT CASE



## NOT MACHT ERFINDERISCH

**70% der Umsätze noch mit der Druckmaschinenindustrie**

Die technotrans AG sieht sich selbst als Systemanbieter für Flüssigkeiten-Technologie. Mit dieser Technologie ist technotrans im Wesentlichen als Zulieferer für die Druckmaschinenhersteller tätig. Die Aktivitäten innerhalb der Druckindustrie haben 2012 rund 85% zum Umsatz beigetragen. Der Anteil dürfte durch die Erschließung neuer Kundengruppen sinken. Aus heutiger Sicht werden 2013 u. E. bereits rund 30% des Gesamtumsatzes außerhalb der Druckindustrie erzielt werden.

**Hoher Umsatzeinbruch durch Krise im Druckmaschinenmarkt**

Im Zuge der strukturellen Veränderungen im Markt für Druckmaschinen (35% bis 40% Markteinbruch seit 2007) und den damit verbundenen Umsatzeinbrüchen der in diesem Markt tätigen OEMs, verzeichnete auch technotrans hohe Umsatzeinbußen (-40% im Zeitraum 2007 bis 2012).

**Marktanteil von 60% in der Druckindustrie**

Als führender Systemanbieter von Anlagen für die Druckindustrie umfasst die Produktpalette eine Vielzahl von Anlagen und Geräten, die Prozesse im Bereich Flüssigkeiten-Technologie rund um den Druck steuern und kontrollieren. Dort dürfte technotrans einen Marktanteil von über 60% haben. Zu den Produkten zählen: Feuchtmittelaufbereitung, Farbversorgung, Farbwerktemperierung, Filtrationssysteme, Sprühfeuchtwerke, Zentrale Kühlsysteme, Lackaufbereitung, Wasseraufbereitung.

**Erschließung neuer Geschäftsfelder**

technotrans hat in der Folge der strukturellen Veränderungen in der Druckmaschinenindustrie verstärkt das Know-how, welches man sich dort über Jahrzehnte angeeignet hat, auf andere Industrien übertragen, um wieder Wachstumsperspektiven zu haben. Hierzu zählen die Lasertechnik, ein Bereich der zuletzt durch zwei Akquisitionen (Termotek und KLH) gestärkt wurde, und der Maschinenbau. Die Produkte für die verschiedenen Industrien haben eine große Ähnlichkeit, was an diesem Kühlgerät deutlich wird:

**Akquisitionen in der Laserindustrie**

## KÜHLSYSTEM

DIGITALDRUCK



LASERINDUSTRIE



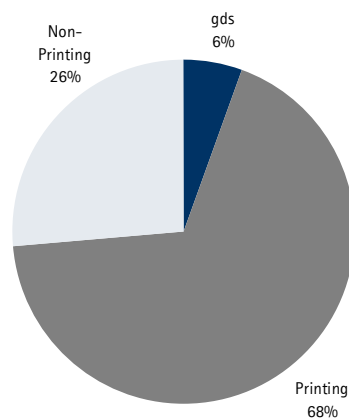
Quelle: technotrans AG

Von außen sind die Geräte nicht zu unterscheiden und ähneln sich auch von innen so sehr, dass rund 95% der Teile gleich sind.

Zusätzlich erzielt technotrans mit der Tochtergesellschaft gds AG noch Umsätze mit technischen Dokumentationen und Übersetzungsdienstleistungen. gds ist ein Kind der technotrans und hat anfänglich allein die "Bedienungsanleitungen" in den verschiedensten Sprachen verfasst.

Der Bereich Non-Printing umfasst 2013 noch zu 90% Systeme zur Laserkühlung.

#### UMSATZVERTEILUNG 2013



Quelle: Bankhaus Lampe

Im Neukundengeschäft werden die Umsätze mit den OEMs erzielt, während im Service die Umsätze mit den Anwendern der Maschinen erzielt werden.

## WETTBEWERBSANALYSE

Nachhaltig starke Marktposition in der Druckmaschinenindustrie

### MARKTFÜHRER IN DER DRUCKINDUSTRIE

In der Druckindustrie ist technotrans im Bereich der Flüssigkeitstechnologie Weltmarktführer mit einem Marktanteil von mindestens 60%. Der einzig größere Wettbewerber ist das US-Unternehmen Baldwin. Während technotrans eine stärkere Marktposition im Bereich des Bogenoffsetdrucks innehat, hat Baldwin sich mit seiner Produktpalette deutlicher auf den Rollenoffsetdruck ausgerichtet. Diese Marktposition halten wir für nachhaltig:

1. Der Druckmaschinenmarkt ist von strukturellen Veränderungen betroffen. Die Wachstumsperspektiven sind allenfalls als gering einzustufen.
2. Der für technotrans als Zulieferer der Druckmaschinenhersteller relevante Markt ist ein Nischenmarkt mit einem jährlichen Volumen von allenfalls 150 bis 200 Mio. € Umsatzpotenzial.

Kunden in der Druckmaschinenindustrie sind alle namhaften OEMs

Kunden in dieser Industrie sind im Wesentlichen die Hersteller der großen, klassischen Druckmaschinen. Zu nennen sind hier Heidelberger Druckmaschinen, Koenig & Bauer, manroland, Goss, Mitsubishi, Komori, Ryobi, Wifag und Müller Martini. Im Digitaldruck sind es u. a. Kodak und Hewlett-Packard und im Flexodruck Windmüller & Hölscher.

Die Komponenten von technotrans können je nach Größe der Druckmaschine rund 1% bis 5% der Anschaffungskosten ausmachen. Nicht alle Komponenten sind für den Druckprozess zwingend erforderlich. Teilweise werden sie nur zu Prozessoptimierung und aufgrund ökologischer Gesichtspunkte eingebaut (Filtration).

Es ist nicht davon auszugehen, dass bei den durchwachsenden Aussichten für den Druckmaschinenmarkt neue Anbieter in den Markt kommen und sich damit die Wettbewerbssituation verändert.

Starke Marktposition in der Laserkühlung in Deutschland

### FRÜHES STADIUM AUßERHALB DER DRUCKINDUSTRIE

Die bisher vor allem in der Laserkühlung tätige Tochtergesellschaft Termotek (Umsatz 2012: ~9,5 Mio. €) ist in Deutschland und einigen anderen europäischen Ländern im Bereich Diodenlaserkühlung mit einem Marktanteil von 75% führend. Seit Zugehörigkeit zu technotrans wurde auch der US-amerikanische Markt angegangen. Zurzeit sind ca. 40.000 Termotek-Kühler weltweit im Einsatz.

KLH (Umsatz 2012: ~15 Mio. €) erzielt rund 75% der Umsätze mit Systemen zur Laserkühlung. Darüber hinaus gehören auch Tauchkühler für flüssige Medien zum Produktangebot (Einsatz u. a. in der Lebensmittelindustrie). Die Umsätze in der Laserkühlung werden überwiegend mit dem Weltmarktführer im Bereich von Laserschneidemaschinen Trumpf erzielt.

Der Markt für Laserkühlungen ist stark fragmentiert. Viele Unternehmen, die in diesem Markt tätig sind, haben auch Kühlsysteme für andere Anwendungsbereiche im Angebot, so wie es zum Beispiel auch Termotek (Serverkühlung) und auch technotrans (Kühlsysteme Druckmaschinen) haben.

### Einzelne Referenzprojekte in sonstigen Industrien

Bei den sonstigen Aktivitäten von technotrans außerhalb der Laser- und Druckmaschinenindustrie handelt es sich bisher meist um einzelne Referenzprojekte, wie bei der Kühlung von Batterien in Zügen von Siemens oder bei der Sprühbeölung in Pressen. Wir haben allerdings das Gefühl, dass diese Projekte First-Mover-Charakter haben, d. h. technotrans damit einen bisher nicht existierenden Markt erschließt. So ist etwa Siemens auf technotrans zugekommen, da man vom Kühlungs-Know-how von technotrans erfahren hat.

### Frühes Stadium außerhalb der Druckindustrie, ...

Zum jetzigen Zeitpunkt muss man zwar festhalten, dass viele Projekte Start-up-Charakter haben. Was diese Projekte allerdings von klassischen Start-ups unterscheidet ist unseres Erachtens

### ... aber gute Grundlagen

- die Skalierbarkeit durch ein weltweites Vertriebsnetz
- weltweite Verfügbarkeit von Serviceleistungen
- der Kompetenzbeweis durch Marktführerschaft in der Druckindustrie
- die solide Finanzierung der Gesellschaft

### Hohe Bedeutung des Service

#### MIT HOHEM SERVICE-ANTEIL GUT DURCH DIE KRISE

Mit rund 35% Umsatzanteil kommt dem Service eine bedeutende Rolle zu. Zu beachten ist hierbei allerdings, dass das Segment Services nicht nur die Serviceleistungen im Maschinenbau sondern auch die Umsätze der Tochter gds enthält (rund 6 Mio. € Umsatz in 2013).

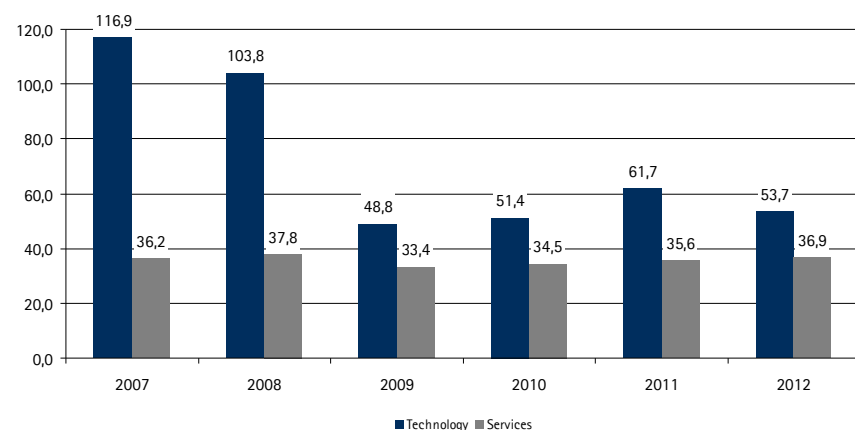
Ohne Berücksichtigung von gds beträgt der Service-Anteil aber immer noch 30%, ein Wert mit dem sich technotrans in unserer Maschinenbau-Coverage in der Spitzengruppe wiederfindet.

### EBIT-Marge im Service bei rund 17%

Während das Neugeschäft eingebrochen ist, lagen die Umsätze im Service in 2012 auf dem Niveau von 2007. Die EBIT-Marge im Service befand sich in den vergangenen Jahren stets bei über 10% (2008: 10,6%) und konnte im Zeitverlauf stetig verbessert werden (16,6% in 2012). Wir schätzen, dass die EBIT-Marge bei gds bei rund 10% liegen dürfte und damit im Maschinenbau bei rund 17%.

Mit diesen guten Werten ist technotrans solide durch die Druckmaschinenkrise gekommen. Die Erträge im Service haben bis auf 2009 in jedem Jahr die Verluste aus dem Neugeschäft kompensieren können.

#### UMSATZENTWICKLUNG TECHNOLOGY UND SERVICES (MIO. €)



Quelle: technotrans AG, Bankhaus Lampe



Hohes technisches Know-how durch lange Erfahrung mit Druckmaschinen

Transfer des Know-how auf andere Industrien

### ERSCHLIEßUNG WEITERER TECHNOLOGIENAHER MÄRKTE

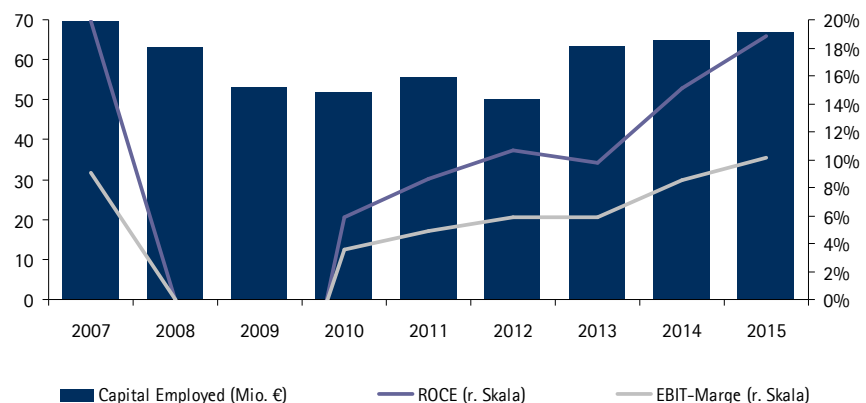
Eine Stärke der Gesellschaft, und dies ist auch Kern der Equity-Story, ist das hohe technische Know-how des Unternehmens. Mit den Systemen für die Druckindustrie dürfte technotrans unseres Erachtens technologisch führend sein. Dabei sollte man im Hinterkopf haben, dass Druckmaschinen zu den technisch anspruchsvollsten Maschinen innerhalb des Maschinenbaus zählen.

Von den rund 750 Mitarbeitern arbeiten 80 Mitarbeiter als Ingenieure. Das in der Druckindustrie gesammelte Know-how bietet eine solide Grundlage für die Erschließung neuer Kundengruppen. Die Ingenieure von technotrans haben viele Ideen bezüglich eines Know-how-Transfers. technotrans hat sich allerdings auch bereits außerhalb der Druckindustrie einen Namen gemacht. So hat sich beispielsweise Siemens aktiv mit einer Anfrage für Kühlsysteme für Energiespeicher an technotrans gewendet.

Unter anderem bei folgenden Projekten hat man durchaus namhafte Referenzkunden, d. h. ein Proof-of-Concept scheint gegeben zu sein:

- System zur präzisen Sprühbeölung in der Umformtechnik. Auf der Euroblech (2012) präsentierte technotrans erstmals die selbst entwickelte Sprühbeölung für Anwendungen in der Umformtechnik.
- Kühlschmiermittelaufbereitung: Hier konnte die mit der Sauer GmbH, einer Tochtergesellschaft der Gildemeister AG, dem Weltmarktführer bei Werkzeugmaschinen, ein namhafter Kunde gewonnen werden. Mit dem vom technotrans entwickelten Gerät toolsmart kann das Schmiermittel zeitgleich gefiltert und temperiert werden
- Ausstattung von Straßenbahnen (gebaut von Siemens) in Katar mit Kühlsystemen für Energiespeicher. Hier wird es 2014 die ersten Auslieferungen geben. Den Kunden Siemens sehen wir für technotrans dabei als sehr gute Referenz.

### ENTWICKLUNG VON CAPITAL EMPLOYED, ROCE UND EBIT-MARGE



Quelle: Bankhaus Lampe

Mit der oben beschriebenen Aufstellung konnte technotrans im letzten Peak einen ROCE von guten 20% erzielen. Mit den schwächeren Ergebnissen in den Folgejahren sank dieser, steigt jetzt aber wieder kontinuierlich an. Ausschlaggebend hier sind wieder bessere Ergebnisse bei einem konstanten Capital Employed.

## WACHSTUM

Einfluss auf das Wachstum von technotrans werden u. E. folgende drei Aspekte haben:

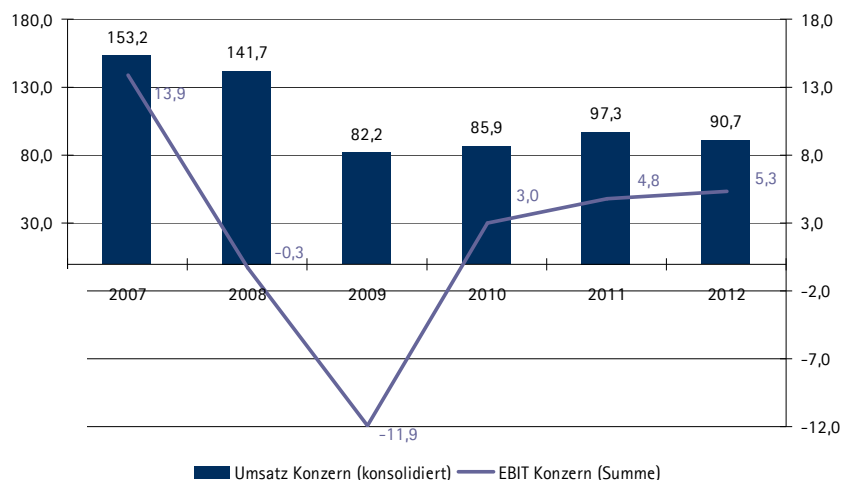
1. **Entwicklung der Endmärkte:** Als Zulieferer für die Druckmaschinenindustrie nimmt technotrans eine weltweit führende Rolle ein. Es ist nicht zu erwarten, dass der Marktanteil von mehr als 60% noch nennenswert gesteigert werden kann. Hier kommt somit vor allem der Entwicklung des Endmarktes die entscheidende Rolle zu.
2. **Etablierung außerhalb der Druckindustrie:** Außerhalb der Druckindustrie ist technotrans erst seit kurzem aktiv. Die Umsatzvolumina sind hier teils noch sehr gering. Hier geht es um die Gewinnung von Marktanteilen.
3. **Akquisitionen:** Anorganisches Wachstum zur Stärkung bestehender Aktivitäten.

### ENTWICKLUNG ENDMARKT DRUCKMASCHINEN

Das Marktvolumen für Druckmaschinen ist in den letzten Jahren deutlich geschrumpft. 2008 betrug das Volumen noch rund 9,0 Mrd. €. Im Zuge der Wirtschaftskrise brach es auf 3,9 Mrd. € ein, erholte sich aber im Gegensatz zu anderen Wirtschaftszweigen des Maschinenbau nur geringfügig. Diese Entwicklung hat zur Insolvenz der Nr. 3 manroland und zur Beinahe-Insolvenz der Heidelberger Druckmaschinen AG geführt.

Entsprechend der Entwicklung der Druckmaschinenindustrie hat auch technotrans einen deutlichen Umsatzeinbruch in den letzten Jahren hinnehmen müssen, verzeichnete allerdings nur in einem Jahr einen größeren Verlust.

### UMSATZ- UND EBIT-ENTWICKLUNG



Quelle: technotrans AG

Gründe für den starken Rückgang des Marktvolumens sind u. E.:

- Abwanderung von Content in das Internet und einem damit verbundenen Rückgang des Druckvolumens. Unter anderem schlossen Zeitungen ihre Redaktionen. Allerdings ist der Rückgang im Druckvolumen deutlich geringer als beim Equipment.

Markt für Druckmaschinen hatte sich zwischenzeitlich mehr als halbiert, da ...

... Content in das Internet abgewandert ist

... die Zahl der Druckereien überproportional abgenommen hat

- Trotz eines relativ geringen Rückgangs des Druckvolumens ist in Deutschland in der Krise rund ein Drittel der Druckereien (vornehmlich kleinere) insolvent gegangen. Deren (Über-)Kapazitäten konnten gut durch größere, auch mit Überkapazitäten kämpfenden Druckereien aufgefangen werden. Letztlich reduziert sich damit aber der Bedarf an Druckmaschinen, auch wenn es Neugründungen in den Emerging Markets gibt.

... notwendige Investitionen aufgeschoben werden

- Drucker schieben notwendige Investitionen stetig vor sich her, da die Zukunft zu ungewiss ist. Dies sehen wir vor allem als Problem im Zeitungsdruck an.

... höherer Output der Maschinen die Nachfrage negativ beeinflusst

- Durch technische Fortschritte bei den Druckmaschinen steigt deren Leistung. Dies führt zu einem Kannibalisierungsprozess. Wo früher drei Maschinen benötigt wurden, werden heute nur noch zwei Maschinen gebraucht. Diese höhere Leistung bekommen die Maschinenbauer allerdings nur unzureichend bezahlt.

Stabiles Marktvolumen erwartet

Wir gehen davon aus, dass der Markt für die klassischen Druckmaschinen (Bogenoffset- und Rollenoffset) keine Renaissance erleben wird und sich im besten Fall seitwärts bewegen wird.

Chancen für technotrans durch ...

Wir sehen für technotrans allerdings die Chance, sich etwas besser als der Druckmaschinenmarkt zu entwickeln:

... Gewinnung von Kunden im Digitaldruck

1. Digitaldruck soll mittelfristig rund 10 Mio. p. a. beitragen: Außerhalb des Offsetdrucks kam die Technologie von technotrans bisher kaum zum Einsatz, weil die Leistungsfähigkeit der Maschinen weit hinter dem Offsetdruck zurückblieb. Die Digitaldruckmaschinen werden aber schneller, was Kühlösungen nötig macht, wo wiederum technotrans ins Spiel kommt. Mit Hewlett-Packard konnte ein führendes Unternehmen im Digitaldruck als Kunde gewonnen werden. 2014 dürften sich die Umsätze hier auf rund 2 bis 3 Mio. € belaufen.

... erstmals Produkte für den Flexodruck

2. Know-how-Transfer in den Flexodruck mit einer Farbversorgungslösung.

... Verkauf von Mehrwerten

3. Verkauf von Mehrwerten: Hier zielt technotrans vor allem auf das Thema Schonung von Ressourcen ab, mit damit einhergehenden Kostensenkungspotenzialen bei den Druckereien und dem Wunsch der Kunden nach "Green Printing".

Durch Akquisitionen vollständige Produktpalette in der Laserkühlung

#### MARKTEINTRITT LASERKÜHLUNG

Im Juli 2010 wurde eine Kooperation mit der Termotek AG (~10 Mio. € Umsatz in 2013) beschlossen und gestartet, Anfang 2011 wurden 75,1% der Anteile übernommen, Ende 2011 wurde auf 100% aufgestockt. Termotek ist spezialisiert auf Laserkühlungen, womit es Parallelen zur Kühltechnik in der Druckindustrie gibt.

2012 startete technotrans eine Kooperation mit KHL Kältetechnik (Umsatz in 2013: 15 Mio. €) und kaufte schließlich Anfang 2013 65% der Anteile. Damit festigte das Unternehmen den Status als Full-Line-Anbieter in der Lasertechnik, d. h. technotrans ist nun in der Lage, von der kleinsten Leistungsstufe (Termotek) über das mittlere Leistungssegment (technotrans selber) bis zu den großen Leistungsklassen, die nun KLH abdeckt, eine vollständige Produktpalette in der Laserkühlung anzubieten.

## Lasertechnik mit hohem Potenzial

## Markt für Laserbearbeitungsmaschinen mit höherem Wachstum als klassische Werkzeugmaschinen

Die Herangehensweise mit anfänglichen Kooperationen zeigt die Besonnenheit des Management bei der Strategie, anorganisch zu wachsen.

### ENTWICKLUNG ENDMARKT LASERTECHNIK

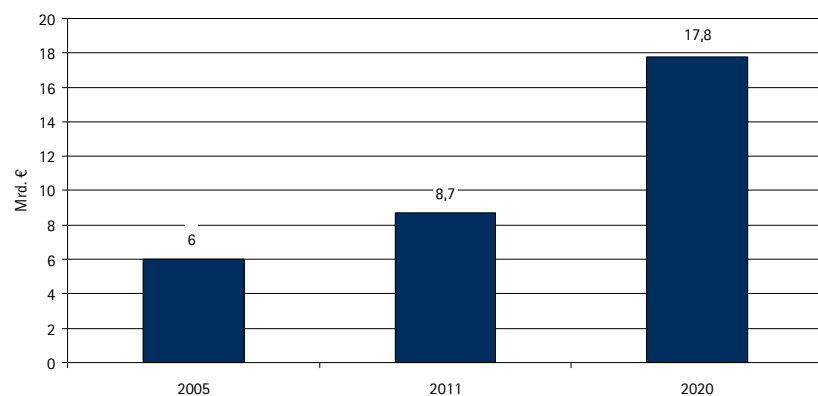
Wir sehen die Zukunft für technotrans in der Laserindustrie bei der Materialverarbeitung, d. h. im Schneiden, Schweißen, Beschriften, Gravieren etc. Der Markt für Lasersysteme und Laserquellen zur Materialbearbeitung dürfte 2011 global ein Volumen von rund 8,7 Mrd. € aufgewiesen haben. Es ist zu erwarten, dass der Markt in den nächsten Jahren deutlich wachsen wird. Die Gründe dafür sind

- hohe Vielfalt an Produkten aus unterschiedlichsten Materialien
- Steigerung der Effizienz im Produktionsprozess
- Ressourcenschonender Materialeinsatz
- Hohe Fertigungsgeschwindigkeit
- Hohe Genauigkeit, Miniaturisierung

Bereits heute hat das Marktvolumen für Lasersysteme für die Materialbearbeitung rund 12% des Marktvolumens für klassische Werkzeugmaschinen erreicht. Laut VDMA hat sich das Volumen des Lasersystemmarktes seit 1993 mehr als verfünffacht, während sich der Markt für Werkzeugmaschinen verdreifacht hat.

Es ist zu erwarten, dass das Marktvolumen in den nächsten Jahren durchschnittlich mit dem 1,5x fachen des globalen Wirtschaftswachstums zulegen sollte.

### MARKTVOLUMEN FÜR LASERSYSTEME



Quelle: Optech Consulting, 2013 (in "Photonik Branchenreport 2013")

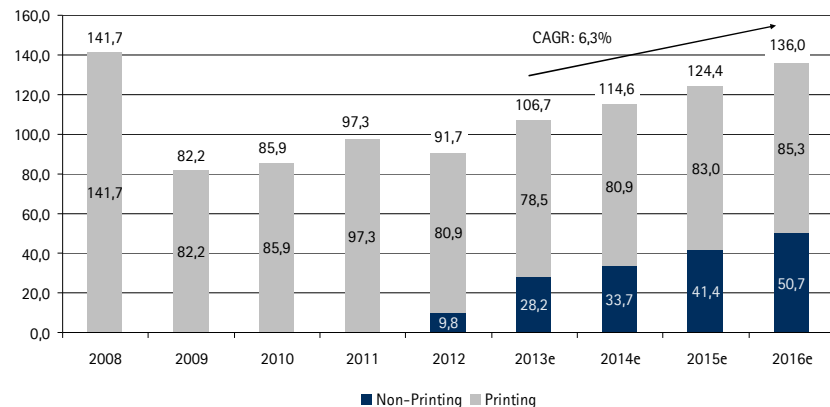
Bei Lasern und Lasersystemen für die Materialverarbeitung hat Deutschland mit einem Anteil von rund 20% eine führende Position inne. Zu nennen sind hier u. a. der Weltmarktführer Trumpf, Jenoptik und RofinSinar (USA/ Deutschland). Bei Laserstrahlquellen liegt deren Anteil bei rund 35%.

### SONSTIGE ENDMÄRKTE

In den weiteren Aktivitäten wie den Systemen zur Sprühbeölung in der Umformtechnik, Kälte- und Filtrationsaggregaten im Werkzeugmaschinenmarkt, Kühlschmiermittelaufbereitung agiert technotrans als Zulieferer für den Maschinenbau.

Synergien durch weltweites Vertriebs- und Servicenetzwerk	Wir gehen davon aus, dass dieser Markt langfristig auch wachsen wird. Allerdings kommt diesem Wachstum für technotrans als Neueinsteiger nur eine geringe Bedeutung zu, da man hier fast bei null anfängt. Ebenso verhält es sich mit den Aktivitäten in der Batteriekühlung.
Etablierung außerhalb der Druckindustrie	<p><b>GEWINNUNG VON MARKTANTEILEN / AKQUISITIONEN</b></p> <p>Insbesondere außerhalb der Druckmaschinenindustrie hat die Gesellschaft unseres Erachtens noch das Potenzial, Marktanteile zu gewinnen. Wir denken, dass die zuletzt akquirierten Unternehmen vom weltweiten Vertriebs- und Servicenetzwerk von technotrans profitieren werden, welches aufgrund der guten Stellung in der Druckindustrie existiert. So ist für die OEMs bei der Auswahl der Zulieferer eine zeitnahe Ersatzteilversorgung ein wichtiges Auswahlkriterium. technotrans verfügt über 100% eigene Tochtergesellschaften in Nord- und Südamerika, Australien, Singapur, China, Indien, VAE, Italien, Frankreich und Großbritannien.</p> <p>Als Zulieferer in die Umformtechnik, in den Werkzeugmaschinenbau und bei der Batteriekühlung, gilt es im Wesentlichen Fuß zu fassen. Wichtig ist, dass es technotrans gelingt, die entwickelten Produkte breit in den Markt zu streuen. Die Anlaufkurve kann hier erfahrungsgemäß lang sein, wie etwa beim System toolsmart, wo man bereits seit 2011 mit Gildemeister zusammenarbeitet, allerdings bislang noch keine weiteren Kunden für Serienlieferungen gewinnen konnte.</p> <p>Ausgehend von rund 2,5 Mio. € Umsatz in diesen Märkten dürfte der Umsatz in den nächsten Jahren deutlich zu legen. Die Projektpipeline sieht vielversprechend aus. Aus diesem Grund traut sich technotrans selber eine Verzehnfachung der Umsätze auf 25 Mio. € bis 2015/2016 zu.</p> <p>Wir sind hier allerdings vorsichtiger und kalkulieren in unserem Modell mit einem Wachstum auf 14 Mio. € bis 2016.</p> <p>Akquisitionen werden unseres Erachtens auch in nächster Zeit ein Wachstumstreiber für die Gesellschaft sein. Wir denken, dass Zukäufe in den Bereichen getätigt werden, die jetzt gerade von technotrans angegangen werden. Wir erwarten nicht, dass weitere Zukäufe im Bereich Laser getätigt werden.</p>
Geringes Wachstum in der Druckindustrie	<p><b>UMSATZWACHSTUM VON MINDESTENS 5% IN DEN NÄCHSTEN JAHREN</b></p> <p>Wir erwarten, dass</p>
Wachstum außerhalb der Druckindustrie >10% p.a.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. im Bereich Printing allenfalls sehr geringe Umsatzzuwächse, getrieben durch eine stärkere Durchdringung des Marktes für Digital- und Flexodruck und Marktanteilsgewinne, erzielt werden können.</li> <li>2. im Bereich Non-Printing (ohne gds) mittelfristig ein organisches Wachstum von 20% p. a. möglich ist. Da in vielen Bereichen ein Track-Record fehlt, ist die Prognose hier mit größeren Unsicherheiten verbunden. Mit Blick auf die Umsätze außerhalb der Druck- und Laserindustrie erwarten wir bis 2015 einen Anstieg von 2,5 Mio. € auf 14 Mio. €.</li> <li>3. die Umsätze von gds zwischen 10% bis 15% p.a. steigen</li> <li>4. das Segment Technology organisch stärker wachsen sollte als das Segment Services, da sich bedeutende Serviceumsätze erfahrungsgemäß erst mit einer gewissen Verzögerung einstellen</li> </ol>
Neugeschäft dürfte stärker wachsen	Insgesamt würde dies zu einem CAGR im Zeitraum 2013–2016 von rund 6,3% führen.

## UMSATZSZENARIO (IN MIO €)



Quelle: Bankhaus Lampe, technotrans

## VERBESSERUNG DER ERTRAGSKRAFT

Wie bereits oben beschrieben kommt dem Service mit rund 35% Umsatzanteil eine bedeutende Rolle zu.

### Hebel für Ertragsverbesserung liegt im Neugeschäft

Die EBIT-Marge im Service lag in den vergangenen Jahren stets bei über 10% (2008: 10,6%) und konnte im Zeitverlauf stetig verbessert werden (16,6% in 2012). Wir schätzen, dass die EBIT-Marge bei gds in 2012 bei rund 10% und damit im Maschinenbau bei rund 17% gelegen haben dürfte.

Im Segment Technology dagegen erwirtschaftet technotrans seit Jahren Verluste. In den letzten beiden Jahren lagen diese aber jeweils nur noch bei knapp unter 1 Mio. €.

Wir gehen davon aus, dass sich die Margen im Service durch Synergien mit den akquirierten Unternehmen allenfalls noch leicht steigern lassen.

### Die beiden wesentlichen Trigger für Ertragsverbesserungen sind ...

... höheres Volumen in den Fabriken

... Integration der Zukäufe

Der entscheidende Punkt für eine Verbesserung der Ertragskraft liegt somit im Turn-around des Neugeschäfts. Die Treiber hier sind:

1. **Höheres Volumen in den Fabriken** durch eine Übertragung des in der Druckmaschinenindustrie erworbenen Know-hows in angrenzende Bereiche. Wichtig hierbei ist es, die Forschungs- und Entwicklungsbudgets effizient zu nutzen.
2. **Erfolgreiche Integration der Akquisitionen** in der Lasertechnik und damit Hebung von Synergien (vor allem im Einkauf und Vertrieb). So plant technotrans ein Plattformkonzept in der Kühlung über die gesamte Gruppe. Durch ein Baukastensystem ist es möglich, bis zu 95% an gleichen Komponenten in Systemen für verschiedene Industrien zu verbauen.

Dass das Management hier bereits ansetzt, zeigt die Tatsache, dass im Zuge der Akquisition von KLH Kältetechnik die eigene Produktion von technotrans von Beijing nach Taicang zu KLH verlagert wurde. Durch die Verlagerung zu KLH wird die gemeinsame Auslastung der Kapazitäten optimiert, eine höhere Flexibilität bei kurzfristigen Nachfrageschwankungen erzielt und durch die Reduktion der Strukturkosten nachhaltig die Wettbewerbsfähigkeit abgesichert.

Während Termotek 2013 eine EBIT-Marge von rund 10% erzielen dürfte, wird diese bei KLH u. E. lediglich bei rund 3% bis 4% liegen – mit der klaren Notwendigkeit, diese Richtung 10% zu verbessern.

Wir gehen davon aus, dass sich die EBIT-Marge in dem betrachteten Zeitraum bis 2015 von 5,9% in 2012 auf rund 10,1% verbessern sollte.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich dann auch wieder ein positives EBIT im Segment Technology einstellen, wenngleich wohl noch nicht im Gesamtjahr.

### UMSATZENTWICKLUNG IM DETAIL (IN MIO €)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	cagr 2012 - 2015
<b>Technology</b>									
Sales	103,8	48,8	51,4	61,7	53,7	68,0	73,7	81,4	14,9%
yoy		-53,0%	5,3%	20,0%	-12,9%	26,6%	8,4%	10,5%	
Printing	103,8	48,8	51,4	61,7	43,9	42,0	42,8	43,7	-0,2%
yoy		-53,0%	5,3%	20,0%	-28,8%	-4,4%	2,0%	2,0%	
Non-Printing	0,0	0,0	0,0	0,0	9,8	26,0	30,9	37,7	56,7%
yoy		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	165,3%	18,7%	22,3%	
EBIT	-4,3	-16,2	-2,6	-0,9	-0,8	-0,4	2,8	5,2	n.a.
EBIT-margin	-4,1%	-33,1%	-5,1%	-1,5%	-1,5%	-0,6%	3,8%	6,4%	
<b>Services</b>									
Sales	37,8	33,4	34,5	35,6	36,9	38,7	40,7	42,9	5,1%
yoy		-11,7%	3,3%	3,2%	3,8%	4,8%	5,1%	5,5%	
Printing	37,8	33,4	34,5	35,6	32,9	32,5	33,2	33,8	0,9%
yoy		-11,7%	3,3%	3,2%	-7,5%	-1,3%	2,0%	2,0%	
Non-Printing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	1,5	n.a.
yoy		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	208,5%	144,7%	
gds	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	6,0	6,9	7,6	23,8%
yoy		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,0%	15,0%	10,0%	
EBIT	4,0	4,2	5,6	5,7	6,1	6,6	6,9	7,3	5,9%
EBIT-margin	10,6%	12,7%	16,2%	16,0%	16,6%	17,0%	17,0%	17,0%	
<b>technotrans AG</b>									
Sales	141,7	82,2	85,9	97,3	90,7	106,7	114,4	124,4	11,1%
yoy		-42,0%	4,5%	13,2%	-6,8%	17,7%	7,2%	8,7%	
Printing	141,7	82,2	85,9	97,3	76,9	74,5	76,0	77,5	0,3%
yoy		-42,0%	4,5%	13,2%	-21,0%	-3,1%	2,0%	2,0%	
Non-Printing	0,0	0,0	0,0	0,0	13,8	32,2	38,4	46,8	50,3%
yoy		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	133,3%	19,2%	22,1%	
EBIT	-0,3	-11,9	3,0	4,8	5,3	6,2	9,7	12,5	32,8%
EBIT-margin	-0,2%	-14,5%	3,5%	4,9%	5,9%	5,8%	8,5%	10,1%	

Quelle: Bankhaus Lampe, technotrans

### SOLIDE BILANZ

Eigenkapitalquote von 55%,  
Net-Cash-Position von  
1 Mio €

Zum Ende des zweiten Quartals wies technotrans eine Eigenkapitalquote von rund 55% sowie Nettofinanzverbindlichkeiten von 0,064 Mio. € auf. Die Gesellschaft hat zudem in den letzten Jahren eigene Aktien zurückgekauft. Der Bestand belief sich Ende 2012 auf rund 450.000 Stück. Der durchschnittliche Kaufpreis lag bei 13,42 €. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses entspricht das einem Gegenwert von rund 4 Mio. €. Diese Aktien werden teilweise als Weihnachtsgeld an die Mitarbeiter ausgegeben (2012: 22.629 Stk.; 2011: 43.740 Stk., 2010: 28.620 Stk.).

Wie bereits weiter oben beschrieben, bietet diese solide Bilanz die Voraussetzung zur Finanzierung von zukünftigem organischen und anorganischen Wachstum.

Geringer Investitionsbedarf

Die Investitionen sollten sich in den nächsten Jahren auf rund 1,5% des Umsatzes belaufen, also sich Richtung 2 Mio. € bewegen. Da technotrans eine sehr geringe Fertigungstiefe aufweist und lediglich zugelieferte Bauteile montiert, ist kein teurer Maschinenpark notwendig. Die Kapazitäten am Hauptsitz in Sassenberg sind nicht ausgelastet. In Zeiten eines guten Geschäftes als Druckzulieferer hat man deutlich mehr Umsatz generieren können. Somit sollten also in den nächsten Jahren keine größeren Investitionen in Kapazitätserweiterungen zu erwarten sein. Die Abschreibungen (rund 3 Mio. p.a.) dürften somit in den nächsten Jahren über den Investitionen liegen.

Ausschüttungsquote von mittelfristig 50% des Jahresüberschuss

Mittelfristig wird eine Ausschüttungsquote von 50% des Jahresüberschuss angestrebt.

#### VERLAUF DES ERSTEN HALBJAHRES

Erstes Halbjahr unter den Erwartungen

Das erste Halbjahr erreichte nach den Aussagen des Managements nicht die Erwartungen. Die Guidance wurde dennoch bestätigt, wobei angabegemäß jetzt eher das untere Ende der Guidance realistisch erscheint (Umsatz 110 Mio. € plus/minus 5%; EBIT-Marge: 6% bis 7%).

Guidance dennoch bestätigt

Während technotrans mit einem Umsatz zum Halbjahr von 52,5 Mio. € u. E. auf einem guten Weg ist, die Umsatz-Guidance zu erreichen, muss die Marge noch zulegen. Da kaum Margenverbesserung aufgrund einer höheren Auslastung zu erwarten sind, müssen die positiven Effekte aus der Verbesserung der internen Abläufe bzw. der Integration der Akquisitionen kommen.

Margen dürften im zweiten Halbjahr zulegen

Da im ersten Halbjahr Anlaufkosten für einige Projekte das Ergebnis belastet haben und wir positive Effekte bei der Integration der zuletzt akquirierten KLH erwarten, sind wir der Meinung, dass eine EBIT-Marge von rund 5,8% möglich sein dürfte.

Die hohen Umsatzzuwächse, getrieben durch das Segment Technology, sind auf die Akquisition von KHL zurückzuführen (erstmalige Konsolidierung in Q1).

#### ENTWICKLUNG IM ERSTEN HALBJAHR

technotrans [€ m]	Q2/2013	Q2/2012	% yoy	HY/2013	HY/2012	% yoy
Umsatz	26,2	21,6	21,5%	52,5	42,0	25,1%
Technology	16,5	12,8	29,0%	33,4	24,3	37,3%
Services	9,7	8,8	10,5%	19,1	17,6	8,3%
EBIT	1,2	0,9	32,7%	2,3	1,8	28,9%
EBIT-Marge	4,6%	4,2%	0,4 PP	4,4%	4,3%	0,1 PP
Technology	-0,4	-0,5	na	-0,9	-1,1	na
EBIT-Marge	-2,4%	-3,9%	1,4 PP	-2,7%	-4,4%	1,7 PP
Services	1,6	1,4	14,4%	3,2	2,9	11,7%
EBIT-Marge	16,5%	15,9%	0,6 PP	16,8%	16,2%	0,5 PP
Nettoergebnis	0,6	0,5	25,8%	1,3	0,5	>100%
Ergebnis je Aktie	0,10	0,08	25,8%	0,20	0,08	>100%

Quelle: technotrans AG, Bankhaus Lampe



## UNTERNEHMENSBEWERTUNG

### Drei Bewertungsmodelle

Wir bewerten die Aktie von technotrans anhand eines DCF-Modells, welches u. E. die Wachstumschancen der Gesellschaft am besten abbildet, sowie eines Cash-Flow-Yield-Modells und eines SOTP-Modells.

### CASH-FLOW-YIELD-MODELL

#### Cash-Flow-Yield-Modell: 16,00 €

Dem Cash-flow-Rendite-Modell liegen folgende Annahmen zugrunde:

- Als Investment wird ein schuldenfreies Unternehmen angenommen (Unternehmenswert (EV) abzüglich Schulden/Barmittel und anderen Verbindlichkeiten).
- Als Renditebetrag wird das EBITDA abzüglich der Minderheiten, normalisierten Steuern sowie Investitionen, die benötigt werden, um die existierenden Produktionsfähigkeiten zu erhalten (Maintenance Capex), verwendet.
- Das Investment soll nachhaltige Rendite auf jährlicher Basis generieren. Das Modell impliziert, dass der Investor eine Rendite nach Steuern von 7% auf den Kaufpreis anstrebt, basierend auf einem KGV von 14x ( $7\% = 7/100 \rightarrow 100/7 = 14x$ ), welches ungefähr dem langjährigen historischen Durchschnitt des DAX® (10J: 14,3x bzw. 20J: 15,7x) und des MDAX® (10J: 13x bzw. 20J: 15,7x) entspricht.

Ist die ermittelte Rendite geringer, ist die Aktie zu teuer, liegt sie höher, ist die Aktie ein Kauf.

CF Yield			
in €m	2013e	2014e	2015e
Hurdle rate	7%	7%	7%
EBIT	6,2	9,8	12,6
+ depreciation of fixed assets	2,0	2,0	2,0
+ amortisation of goodwill	0,0	0,0	0,0
+ amortisation of intangible assets	1,3	1,3	1,3
- maintenance capex	-3,3	-3,3	-3,3
- minorities	-0,2	-0,3	-0,3
= adj. Cash Flow	6,0	9,5	12,3
- normalized tax	-1,7	-2,8	-3,6
= adj. CF after tax	4,3	6,7	8,7
fair EV = adj. CF/hurdle rate	61	96	125
- net debt (cash)	-6,0	-10,6	-14,9
- pension provisions	0,0	0,0	0,0
= fair market capitalization	67	107	140
actual market capitalization	63,7	63,7	63,7
No. of shares (million)	6,4	6,4	6,4
Fair value per share (EUR)	10,43	16,61	21,73
premium (-) / discount (+) in %	5%	68%	119%

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Unter Anwendung des Cash-Flow-Modells gelangen wir auf Basis des Jahres 2014 zu einem fairen Wert der Aktie von 16,00 €.

## DISCOUNTED-CASH-FLOW-MODELL

Discounted-Cash-Flow-Modell: 17,00 €

Im DCF-Modell gelangen wir auf Basis eines WACC von 8,7%, eines langfristigen Cash-Flow-Wachstums von 1,5% sowie einer EBIT-Marge im Terminal Value von 7,1% zu einem fairen Wert der Aktie von 17,00 €.

## Berechnung des WACC

Risikoloser Zins	1,5%	Steuerquote	29,0%
Beta	120,0%	steuerlich abzugsfähiger Teil	1,3%
Marktprämie	8,5%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,2%
erwartete Eigenkapitalrendite	11,7%	Quote Fremdkapital	35,0%
Eigenkapitalquote (Zielstruktur)	65,0%	Anteil Fremdkapitalkosten	1,1%
Anteil Eigenkapitalkosten	7,6%		
Fremdkapitalkosten	4,5%	WACC nach Steuern	8,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## DCF-Modell

technotrans AG	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	TV
Umsatz	106,7	114,4	124,4	135,8	136,0	136,0	138,1
EBIT	6,2	9,8	12,6	15,8	15,8	9,7	9,8
EBIT-Marge	5,8%	8,6%	10,1%	11,6%	11,6%	7,1%	7,1%
Steuern	-1,8	-2,8	-3,7	-4,6	-4,6	-2,8	-2,9
NOPAT	4,4	7,0	9,0	11,2	11,2	6,9	7,0
Abschreibungen	3,3	3,3	3,3	3,8	3,6	3,3	3,3
Capex	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5
Veränderung des Working Capitals	-5,3	-1,8	-2,0	-2,3	-0,1	0,0	0,0
Andere Cash-wirksame Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Cash-flow	0,5	6,4	8,0	10,2	12,3	7,7	7,9
Diskontierungsperiode in Jahren	0,3	1,3	2,3	3,3	4,3	5,3	5,3
WACC	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Barwertfaktor	0,97	0,89	0,82	0,76	0,70	0,64	0,64
Wachstum in der TV-Phase							1,5%
Terminal Value							108,7
Barwert	0,5	5,7	6,6	7,7	8,6	4,9	69,5
Summe der Barwerte							103,5
Finanzanlagen							1,1
Minderheiten							-1,1
Rückstellungen für Pensionen							0,0
Nettofinanzverbindlichkeiten							6,0
Faire Marktkapitalisierung							109,5
Anzahl der Aktien in Mio.							6,4
Fairer Wert je Aktie (in €)							17,00

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## Sensitivität DCF-Modell

Beta	Cash-flow-Wachstum in der TV-Phase				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
0,8	20,90	22,30	23,90	25,90	28,50
1,0	17,80	18,70	19,80	21,10	22,60
1,2	15,60	16,20	17,00	17,80	18,80
1,4	13,80	14,30	14,90	15,50	16,20
1,6	12,50	12,80	13,30	13,70	14,20

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## SUM-OF-THE-PARTS-ANALYSE

SOTP-Modell: 14,00 €

Im SOTP-Modell bewerten wir die drei Geschäftsbereiche Printing, Laser Technology und gds auf Basis der Multiples EV/Umsatz und EV/EBIT. Für die Bereiche Printing und Laser ziehen wir die untere Peer-Group heran. Für gds unterstellen wir mangels Peer-Unternehmen die Multiples.

Wir gelangen so zu einem fair Wert der Aktie von 14,00 €.

Peer-Group-Analyse									
	Kurs (in €)	EV/Umsatz 2013e	EV/Umsatz 2014e	EV/EBIT 2013e	EV/EBIT 2014e	KGV 2013e	KGV 2014e	KBV 2013e	KBV 2014e
<b>Laser-Technology</b>									
JENOPTIK AG	10,24	1,1	1,0	13,2	10,6	16,1	12,6	1,7	1,5
Coherent, Inc.	41,36	1,5	1,3	10,7	8,9	16,3	13,9	1,9	1,7
LPKF Laser & Electronics AG	12,41	2,4	2,2	14,0	11,9	19,9	16,9	4,2	3,7
Rofin-Sinar Technologies Inc.	16,87	1,0	0,9	12,0	7,9	19,1	14,3	1,2	1,1
IPG Photonics Corporation	41,03					17,7	15,7	3,2	2,7
Han's Laser Technology	1,43					20,2	15,8		
Newport Corporation	11,27	0,8	0,7	11,3	6,0	29,3	15,8	1,8	1,7
GSI Group Inc.	6,26					21,5	14,6		
SINGULUS TECHNOLOGIES AG	1,38	0,6	0,5	81,6	11,0		27,5	0,9	0,9
<b>Printing Industry</b>									
Koenig & Bauer AG	14,45	0,1	0,1	8,8	2,8	49,8	9,8	0,5	0,5
Heidelberger Druckmaschinen AG	2,10	0,3	0,4	8,2	8,8	17,5	12,6	1,2	1,0
Bobst Group SA	24,44	0,5	0,5	12,1	7,8	17,5	10,4	0,9	0,8
Komori Corporation	9,27	0,4	0,4	6,5	5,6	15,2	14,1	0,7	0,7
Mittelwert Laser		1,2	1,1	23,8	9,4	20,0	16,4	2,1	1,9
Median Laser		1,1	0,9	12,6	9,8	19,5	15,7	1,8	1,7
Mittelwert Druckindustrie		1,0	0,9	25,5	7,9	25,4	16,3	2,0	1,8
Median Druckindustrie		0,8	0,7	12,0	7,9	20,2	15,8	1,5	1,4

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

Operative Einheiten	Umsatz 14e	EBIT 14e	EV/EBIT Multiple	Enterprise Value [€ m]	EV/Sales	Enterprise Value [€ m]
Printing	76,0	5,9	7,9	46,6	0,7	52,9
Laser Technology	26,5	2,6	9,8	25,8	0,9	25,1
Sonstige Bereiche	11,9	1,2	9,0	10,7	0,9	10,7
<b>Summe Operatives Geschäft</b>	<b>114,4</b>	<b>9,7</b>		<b>83,1</b>		<b>88,7</b>
Netto Liquidität				6,0		6,0
Pensionsverbindlichkeiten				0,0		0,0
Minderheiten				1,1		1,1
<b>Marktkapitalisierung</b>				<b>88,0</b>		<b>93,6</b>
<b>Anzahl Aktien [Mio. Stück]</b>				<b>6,4</b>		<b>6,4</b>
<b>Fairer Wert pro Aktie [€]</b>				<b>13,68</b>		<b>14,56</b>
<b>Fairer Wert pro Aktie Mittelwert [€]</b>						<b>14,12</b>

Quelle: Bankhaus Lampe Research

**Kursziel: 13,00 €**

Bei unserer Kurszielfindung gewichten wir die drei Bewertungsverfahren zu jeweils einem Drittel. Wir halten es darüber hinaus für gerechtfertigt, einen Abschlag auf diesen Wert von 20% vorzunehmen. Gründe dafür ist der Micro-Cap-Charakter der Aktie mit einer entsprechend geringen Liquidität.

So kommen wir zu unserem Kursziel von 13,00 € was entsprechend zu einem Kurspotenzial von 50% führt.

**Kursziel**

	Wert (in €)	Gewichtung
SOTP	14,12	33,3%
Discounted-Cash-flow-Modell	17,00	33,3%
Cash Flow Yield	16,61	33,3%
Discount	20,0%	
<b>Kursziel</b>	<b>12,73</b>	

Quelle: Bankhaus Lampe Research

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

### MANAGEMENT

#### Henry Brickenkamp (geb. 1968)



ist seit 2005 für das Unternehmen tätig. Bevor er 2006 Mitglied des Vorstandes der technotrans AG wurde, war Brickenkamp im Unternehmen als Vertriebsleiter tätig. Im Mai 2008 wurde er zum Vorstandssprecher bestellt und ist neben seiner Funktion als CEO für die Bereiche Ressort Products & Markets verantwortlich.

#### Dirk Engel (geb. 1967)



ist seit 2004 im Unternehmen tätig. Bevor er 2006 als Finanzvorstand die Verantwortung für den Bereich Ressort Finance & Administration übernahm, war er als Leiter Finanz- und Rechnungswesen angestellt.

#### Dr. Christof Soest (geb. 1964)



nach seiner Tätigkeit als technischer Geschäftsführer der Gbr. Becker GmbH wurde Dr. Soest im Juni 2011 zum Vorstand bestellt. In seinem Verantwortungsbereich liegt das Ressort Technology & Operations.

### AUFSICHTSRAT

Der Aufsichtsrat umfasst sechs Mitglieder. Aufsichtsratsvorsitzender ist mit Heinz Harling der ehemalige Vorstandsvorsitzende von technotrans (1998–2008). Mit Helmut Ruwisch gehört u. a. der ehemalige CEO der Indus AG (bis 2012) zum Aufsichtsrat.

## KENNZAHLEN

## technotrans AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2011		2012		2013e		2014e		2015e	
Umsatz	97,3	100,0%	90,7	100,0%	106,7	100,0%	114,4	100,0%	124,4	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	13,2%		-6,8%		17,7%		7,2%		8,7%	
Umsatzkosten	-66,5	-68,4%	-59,0	-65,1%	-72,3	-67,8%	-75,2	-65,8%	-80,6	-64,8%
Veränderung zum Vorjahr	10,0%		-11,2%		22,6%		4,0%		7,1%	
Bruttoergebnis vom Umsatz	30,8	31,6%	31,7	34,9%	34,4	32,2%	39,1	34,2%	43,8	35,2%
Veränderung zum Vorjahr	20,9%		2,8%		8,5%		13,8%		11,9%	
Vertriebs- und Marketingkosten	-14,4	-14,8%	-13,5	-14,8%	-14,6	-13,7%	-15,2	-13,3%	-16,2	-13,0%
Veränderung zum Vorjahr	7,7%		-6,7%		8,8%		3,6%		6,6%	
Allgemeines und Verwaltung	-11,5	-11,8%	-10,8	-11,9%	-11,5	-10,8%	-11,9	-10,4%	-12,4	-10,0%
Veränderung zum Vorjahr	13,0%		-5,7%		6,4%		3,6%		4,4%	
Forschung und Entwicklung	-2,0	-2,1%	-2,2	-2,5%	-2,5	-2,3%	-2,6	-2,3%	-2,9	-2,3%
Veränderung zum Vorjahr	-17,1%		9,5%		11,6%		5,2%		8,7%	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	1,9	2,0%	0,2	0,2%	0,5	0,5%	0,4	0,3%	0,3	0,2%
Veränderung zum Vorjahr	-45,9%		-88,8%		>100%		-22,6%		-25,0%	
EBITDA	8,0	8,2%	8,3	9,2%	9,5	8,9%	13,1	11,4%	15,9	12,8%
Veränderung zum Vorjahr	25,0%		4,2%		14,5%		37,5%		21,5%	
Abschreibungen	2,3	2,4%	2,0	2,2%	2,0	1,9%	2,0	1,7%	2,0	1,6%
Veränderung zum Vorjahr	-31,3%		-12,6%		-0,6%		0,0%		0,0%	
EBITA	5,7	5,8%	6,3	7,0%	7,5	7,1%	11,1	9,7%	13,9	11,2%
Veränderung zum Vorjahr	87,0%		11,1%		19,3%		47,4%		25,4%	
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,9	0,9%	0,9	1,0%	1,3	1,2%	1,3	1,1%	1,3	1,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		6,5%		37,0%		0,0%		0,0%	
EBIT	4,8	4,9%	5,4	5,9%	6,2	5,8%	9,8	8,6%	12,6	10,1%
Veränderung zum Vorjahr	57,7%		11,9%		16,2%		57,3%		28,8%	
Finanzergebnis	-0,9	-0,9%	-0,7	-0,8%	-0,8	-0,7%	-0,8	-0,7%	-0,8	-0,6%
Veränderung zum Vorjahr	-23,6%		-23,3%		11,7%		0,0%		0,0%	
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,9	4,0%	4,7	5,2%	5,5	5,1%	9,0	7,9%	11,8	9,5%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		19,9%		16,9%		65,3%		31,2%	
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
EBT	3,9	4,0%	4,7	5,2%	5,5	5,1%	9,0	7,9%	11,8	9,5%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		19,9%		16,9%		65,3%		31,2%	
Steuern	-0,9	-0,9%	-1,6	-1,7%	-1,6	-1,5%	-2,7	-2,4%	-3,6	-2,9%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		79,8%		0,2%		71,0%		31,2%	
Steuerquote	22,6%		33,8%		29,0%		30,0%		30,0%	
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	3,0	3,1%	3,1	3,4%	3,9	3,6%	6,3	5,5%	8,3	6,7%
Veränderung zum Vorjahr	99,0%		2,5%		25,4%		63,0%		31,2%	
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-0,2	-0,2%	-0,3	-0,3%	-0,3	-0,2%
Nettogewinn (ber.)	3,0	3,1%	3,1	3,4%	3,7	3,4%	6,0	5,3%	8,0	6,4%
Veränderung zum Vorjahr	99,0%		0,0%		18,9%		63,7%		32,7%	
Anzahl der Aktien	6,4		6,4		6,4		6,4		6,4	
EPS (in EUR)	0,47		0,48		0,57		0,94		1,24	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## technotrans AG - Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2011		2012		2013e		2014e		2015e	
<b>Langfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>28,6</b>	<b>42,5%</b>	<b>22,4</b>	<b>34,6%</b>	<b>31,8</b>	<b>39,1%</b>	<b>30,9</b>	<b>36,8%</b>	<b>30,3</b>	<b>34,7%</b>
Sachanlagen	15,8	23,5%	14,2	22,0%	16,1	19,8%	16,2	19,2%	16,4	18,7%
Immaterielle Vermögenswerte	4,4	6,6%	4,8	7,4%	10,8	13,3%	9,5	11,3%	8,2	9,4%
Finanzielle Vermögenswerte	0,4	0,6%	0,1	0,2%	1,1	1,4%	1,2	1,4%	1,3	1,5%
sonstige langfristige Vermögenswerte	8,0	11,9%	3,2	5,0%	3,8	4,7%	4,1	4,9%	4,5	5,1%
<b>Kurzfristige Vermögensgegenstände</b>	<b>38,6</b>	<b>57,5%</b>	<b>42,3</b>	<b>65,4%</b>	<b>49,5</b>	<b>60,9%</b>	<b>53,2</b>	<b>63,2%</b>	<b>57,1</b>	<b>65,3%</b>
Vorräte	14,0	20,9%	13,5	20,8%	16,0	19,7%	17,2	20,5%	18,7	21,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	10,0	14,9%	8,7	13,4%	11,0	13,5%	11,9	14,1%	12,9	14,8%
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	1,8	2,7%	1,5	2,3%	2,5	3,1%	2,7	3,2%	2,9	3,3%
Wertpapiere	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-	0,0	-
Flüssige Mittel	12,8	19,0%	18,7	28,9%	20,0	24,6%	21,4	25,4%	22,5	25,8%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>67,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>64,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>81,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>84,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>87,5</b>	<b>100,0%</b>

Passiva (in Mio. EUR)	2011		2012		2013e		2014e		2015e	
<b>Eigenkapital</b>	<b>37,3</b>	<b>55,5%</b>	<b>40,9</b>	<b>63,2%</b>	<b>49,5</b>	<b>60,9%</b>	<b>54,2</b>	<b>64,5%</b>	<b>59,2</b>	<b>67,7%</b>
Eigenkapital (vor Dritten)	37,3	55,5%	40,9	63,2%	48,4	59,5%	53,1	63,2%	58,1	66,4%
Minderheitenanteile	0,0	0,0%	0,0	0,0%	1,1	1,4%	1,1	1,3%	1,1	1,3%
<b>Langfristiges Fremdkapital</b>	<b>9,8</b>	<b>14,6%</b>	<b>8,6</b>	<b>13,3%</b>	<b>15,1</b>	<b>18,6%</b>	<b>12,2</b>	<b>14,5%</b>	<b>9,4</b>	<b>10,7%</b>
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Sonstige Rückstellungen	1,1	1,7%	0,9	1,4%	1,1	1,3%	1,2	1,4%	1,3	1,4%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,7	12,9%	6,4	9,9%	11,0	13,5%	7,8	9,3%	4,6	5,3%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0%	1,3	2,0%	3,0	3,7%	3,2	3,8%	3,5	4,0%
<b>Kurzfristiges Fremdkapital</b>	<b>20,1</b>	<b>29,9%</b>	<b>15,2</b>	<b>23,5%</b>	<b>16,7</b>	<b>20,6%</b>	<b>17,7</b>	<b>21,0%</b>	<b>18,9</b>	<b>21,6%</b>
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	9,7	14,5%	2,9	4,5%	3,0	3,7%	3,0	3,6%	3,0	3,4%
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	4,4	6,6%	4,9	7,5%	5,7	7,1%	6,1	7,3%	6,7	7,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	4,1	6,2%	4,5	6,9%	6,2	7,6%	6,6	7,8%	7,2	8,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8	2,7%	3,0	4,6%	1,8	2,2%	1,9	2,3%	2,1	2,4%
<b>Summe Passiva</b>	<b>67,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>64,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>81,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>84,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>87,5</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## technotrans AG - Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Nettogewinn (ber.)	3,0	3,1	3,7	6,0	8,0
Abschreibungen	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,9	0,9	1,3	1,3	1,3
Veränderung Rückstellungen	-1,7	0,3	1,0	0,5	0,6
Sonstiges	1,7	1,2	0,0	-0,2	-0,5
<b>Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,6</b>	<b>11,4</b>
Änderung der Vorräte	2,4	0,5	-2,5	-1,2	-1,5
Änderung der Forderungen aus LuL	1,2	1,9	-2,3	-0,9	-1,0
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-2,4	-0,2	1,7	0,4	0,6
Änderung des sonstigen Working Capitals	-1,6	1,2	-2,2	-0,1	-0,1
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>5,9</b>	<b>11,0</b>	<b>2,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-1,4	-1,4	-1,9	-2,1	-2,2
Auszahlungen für Akquisitionen	-1,0	-0,8	-4,1	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,1
Ergebnis aus Anlageabgängen	0,2	4,4	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>-7,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>3,6</b>	<b>13,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>7,1</b>
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	-3,8	-7,2	4,7	-3,2	-3,2
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow	0,0	0,0	1,7	0,2	0,3
Dividendenzahlungen	-0,3	0,0	-0,8	-1,3	-3,0
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-4,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,9</b>
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-0,5	5,9	1,3	1,4	1,1
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	13,1	12,8	18,7	20,0	21,4
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-0,3	5,9	1,3	1,4	1,1
<b>Liquide Mittel zum Periodenende</b>	<b>12,8</b>	<b>18,7</b>	<b>20,0</b>	<b>21,4</b>	<b>22,5</b>

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

technotrans AG – Kennzahlen					
	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Ergebniskennzahlen</b>					
EPS	0,47	0,48	0,57	0,94	1,24
Buchwert je Aktie	5,86	6,35	7,69	8,43	9,20
Freier Cash-flow je Aktie	0,57	2,05	-0,67	0,88	1,10
Dividende je Aktie	0,00	0,12	0,20	0,47	0,62
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,1	4,2	5,1	3,3	2,5
EV/EBIT	6,8	6,6	7,7	4,4	3,1
Kurs-Gewinn-Verhältnis	8,9	14,4	14,4	8,8	6,6
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,7	1,1	1,1	1,0	0,9
Dividendenrendite	0,0%	1,7%	2,4%	5,7%	7,5%
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>					
EBITDA-Marge	8,2%	9,2%	8,9%	11,4%	12,8%
EBIT-Marge	4,9%	5,9%	5,8%	8,6%	10,1%
Nettoumsatzrendite	3,1%	3,4%	3,4%	5,3%	6,4%
Return on capital employed (ROCE)	8,6%	10,7%	9,8%	15,1%	18,9%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Kapitalumschlag	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
Operating Leverage	-0,6	-0,1	-0,2	-0,6	-0,3
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd.)	148	140	139	143	149
EBIT/Mitarbeiter (in Tsd.)	7	8	8	12	15
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	55,5%	63,2%	60,9%	64,5%	67,7%
Nettofinanzverbind.	5,6	-9,4	-6,0	-10,6	-14,9
Nettofinanzverbind./ Eigenkapital	15,1%	-23,0%	-12,1%	-19,5%	-25,2%
Zinsdeckung	5,2	7,4	7,8	0,0	0,0
Nettofinanzverbind./ EBITDA	0,70	-1,13	-0,63	-0,81	-0,94
Working Capital	19,9	17,7	20,8	22,6	24,5
Veränderung Working Capital	0,4	-2,2	3,1	1,8	2,0
WC / Umsatz	20,4%	19,5%	19,5%	19,7%	19,7%
Lagerdauer (Tage)	53	54	55	55	55
Inkassoperiode (Tage)	37	35	38	38	38
Zahlungsziel Lieferanten (Tage)	16	18	21	21	21
Geldumschlag (Tage)	74	71	72	72	72
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	0,61	0,71	0,96	1,03	1,12
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	-11,8%	3,3%	7,5%	5,5%	11,1%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	-601,3%	-176,6%	27,0%	26,9%	33,0%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	-201,9%	-166,9%	34,4%	25,9%	37,2%
Ausschüttungsquote	0,0%	25,0%	35,0%	50,0%	50,0%
Freier Cash-flow	3,6	13,2	-4,3	5,7	7,1
Free Cash-flow-Rendite	13,4%	29,5%	-8,1%	10,7%	13,3%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## DISCLOSURES

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (01.07.2013):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	43,3%	66,7%
Halten	38,1%	33,3%
Verkaufen	16,4%	0,0%
Unter Beobachtung	2,2%	0,0%

### Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten

Die von der Bankhaus Lampe KG im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen Maßnahmen basieren u. a. auf der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche, der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren, Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche und der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der Bankhaus Lampe KG. Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren:

Gesellschaft	Disclosure
technotrans AG	2, 7

1. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
2. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
3. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
4. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
5. Innerhalb der letzten zwölf Monate hat die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
6. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
7. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen sind Designated Sponsors für Aktien dieser Gesellschaft.
8. Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.
9. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der Bankhaus Lampe KG und/oder eines mit der Bankhaus Lampe KG verbundenen Unternehmens ist Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
10. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
11. Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
12. Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von der Bankhaus Lampe KG erstellt worden.
13. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Lead-Manager.
14. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Co-Lead-Manager.
15. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Co-Manager.
16. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Selling Agent.
17. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Listing Partner.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt



#### Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Bankhaus Lampe KG.

#### Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien:

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt und wird nur durch solche Personen eingegangen werden. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.  
29 August 2013

**HEAD OF FINANCIAL MARKETS**

Leonhard Uphues  
Fon + 49 (0)211 4952-285  
leonhard.uphues@bankhaus-lampe.de

**HEAD OF EQUITY**

Ralf Menzel  
Fon + 49 (0)211 4952-282  
ralf.menzel@bankhaus-lampe.de

**EQUITY SALES**

Ulrich Klingmüller, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-784  
ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

Udo Bodewig  
Fon + 49 (0)211 4952-863  
udo.bodewig@bankhaus-lampe.de

Charlotte Craigie (London)  
Fon + 44 (0)203 405 3299  
cc@lampe-capital.com

Frank Habbig  
Fon + 49 (0)211 4952-868  
frank.habbig@bankhaus-lampe.de

Guido Rohlfing  
Fon + 49 (0)211 4952-832  
guido.rohlfing@bankhaus-lampe.de

**EQUITY SALES TRADING**

Nils Carstens  
Fon + 49 (0)211 4952-758  
nils.carstens@bankhaus-lampe.de

Kevin Chua  
Fon + 44 (0)203 405 1038  
kc@lampe-capital.com

Matthias Rolke  
Fon + 49 (0)211 4952-755  
matthias.rolke@bankhaus-lampe.de

**RESEARCH**

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst, DVFA  
Fon + 49 (0)211 4952-311  
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Götz Fischbeck, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-677  
goetz.fischbeck@bankhaus-lampe.de

Sebastian Hein, CIAA, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-606  
sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Christian Ludwig, CFA  
Fon + 49 (0)211 4952-126  
christian.ludwig@bankhaus-lampe.de

Neil Smith, ACA  
Fon + 49 (0)211 4952-478  
neil.smith@bankhaus-lampe.de

**RESEARCH & SALES SUPPORT**

Claus Kampermann  
Fon + 49 (0)211 4952-476  
claus.kampermann@bankhaus-lampe.de

Ian Pulham  
Fon + 49 (0)211 4952-713  
ian.pulham@bankhaus-lampe.de

Claudia Stein  
Fon + 49 (0)211 4952-104  
claudia.stein@bankhaus-lampe.de

**BANKHAUS LAMPE RESEARCH**

Jägerhofstraße 10 | 40479 Düsseldorf | research@bankhaus-lampe.de | Fon + 49 (0)211 4952-678 | Fax + 49(0)211 4952-49

**CAPITAL MARKET ANALYSIS**

Dr. Alexander Krüger  
Fon + 49 (0)211 4952-187  
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Frank Albrecht  
Fon + 49 (0)211 4952-830  
frank.albrecht@bankhaus-lampe.de

Matthew Bryce-Smith (London)  
Fon + 44 (0)203 405 1037  
mbs@lampe-capital.com

Mary Foster (London)  
Fon + 44 (0)203 405 1039  
mf@lampe-capital.com

Peter Lohren  
Fon + 49 (0)211 4952-782  
peter.lohren@bankhaus-lampe.de

Carla dos Santos Reichert  
Fon + 49 (0)211 4952-786  
carla.reichert@bankhaus-lampe.de

Nils Christoph Becker  
Fon + 49 (0)211 4952-869  
nils.christoph.becker@bankhaus-lampe.de

Tim Deemann  
Fon + 49 (0)211 4952-955  
tim.deemann@bankhaus-lampe.de

Theresa Dick  
Fon + 49 (0)211 4952-289  
theresa.dick@bankhaus-lampe.de

Marc Gabriel, CIAA, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-313  
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Dr. Karsten Iltgen  
Fon + 49 (0)211 4952-351  
karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

Andreas Schäfer, CFA  
Fon + 49 (0)211 4952-819  
andreas.schaefer@bankhaus-lampe.de

Wolfgang Specht, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-637  
wolfgang.specht@bankhaus-lampe.de

Stephanie Berghaeuser  
Fon + 49 (0)211 4952-678  
stephanie.berghaeuser@bankhaus-lampe.de

Elke Röhling-Kampmann  
Fon + 49 (0)211 4952-635  
elke.roehling-kampmann@bankhaus-lampe.de

**EQUITY STRATEGY**

Martin Gilles  
Fon + 49 (0)211 4952-841  
martin.gilles@bankhaus-lampe.de

Justin Barnebeck  
Fon + 49 (0)211 4952-753  
justin.barnebeck@bankhaus-lampe.de

William Casement (London)  
Fon + 44 (0)203 405 3297  
wc@lampe-capital.com

André Gollmer  
Fon + 49 (0)211 4952-751  
andre.gollmer@bankhaus-lampe.de

Oliver Marx, CIAA, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-178  
oliver.marx@bankhaus-lampe.de

Brigitte Vigener  
Fon + 49 (0)211 4952-834  
brigitte.viegenger@bankhaus-lampe.de

John Blackley  
Fon + 44 (0)203 405 3298  
jb@lampe-capital.com

Silke Neubauer  
Fon + 49 (0)211 4952-221  
silke.neubauer@bankhaus-lampe.de

Heiko Feber  
Fon + 49 (0)211 4952-413  
heiko.feber@bankhaus-lampe.de

Michael Gorny  
Fon + 49 (0)211 4952-969  
michael.gorny@bankhaus-lampe.de

Dr. Georg Kanders, Investmentanalyst DVFA  
Fon + 49 (0)211 4952-718  
georg.kanders@bankhaus-lampe.de

Gordon Schönell, CIAA, CEFA  
Fon + 49 (0)211 4952-455  
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

Nicole Juskowiak  
Fon + 49 (0)211 4952-607  
nicole.juskowiak@bankhaus-lampe.de

Nicole Reckin  
Fon + 49 (0)211 4952-128  
nicole.reckin@bankhaus-lampe.de