



# technotrans AG

## Es geht auch ohne Druck

19.05.2015

<b>Kaufen</b>	(Kaufen)
<b>20,00 EUR</b>	(15,00 EUR)

Schlusskurs 15.05.2015	15,49 EUR
Bloomberg: TTR1 GY	WKN: AOXYGA
Branche	Konsumgüter

### Kursperformance

52 Wochen Hoch	15,50 EUR
52 Wochen Tief	7,41 EUR
Relativ zu	Prime All Share
YTD	51,0%
1 Monat	12,5%
12 Monate	64,3%



### Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2015)	92,2
Marktkapital. (Mio. EUR)	100,6
Anzahl der Aktien (Mio.)	6,5
Streubesitz	85,1%

### Nächster Termin

Quartalszahlen	07.08.2015
----------------	------------

### Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015e	3,8%	11,5%	12,5%
2016e	4,7%	5,8%	6,3%
2017e	7,2%	17,4%	18,5%

### Analyst

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

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

technotrans AG - Es geht auch ohne Druck

Wir erwarten starkes Wachstum, insbesondere in den Non-Printing-Aktivitäten, und haben daher unsere Schätzungen erhöht. Angesichts der von uns unterstellten Wachstumsraten (EPS-CAGR<sub>2014-17e</sub> von 29%) erscheinen die aktuellen Bewertungsmultiples noch zu niedrig.

### INVESTMENT CASE

technotrans durchläuft seit 2011 einen erfolgreichen Transformationsprozess - weg von der 100%igen Umsatzerzielung mit der Druckmaschinenindustrie hin zu Exposure in zukunftssträchtige Hightech-Märkte. Der Umsatzanteil mit der Druckmaschinenindustrie belief sich im Jahr 2014 nur noch auf zwei Drittel, wobei davon fast 40% auf den recht stabilen und margenstarken Service entfallen. Wir gehen davon aus, dass dieser Transformationsprozess weiter erfolgreich vorangetrieben werden wird. Zahlreiche Aktivitäten stecken noch in der Anfangsphase, haben aber generell den Proof-of-Concept erbracht. Ein Übergang in eine Serienproduktion und die Vermarktung an andere Kunden führen zu deutlichen Umsatzzuwächsen. Das Umsatzwachstum im Zeitraum 2014 bis 2017 sehen wir bei 10%, das EPS-Wachstum bei 29%. Darüber hinaus zahlt die Gesellschaft eine attraktive Dividende.

### KATALYSATOREN

- Im Jahr 2016 erwarten wir einen Umsatzschub durch drei größere Projekte, darunter ein Projekt mit einem führenden Hersteller aus der Halbleiterindustrie.
- technotrans verfügt über eine solide Bilanz. In den letzten drei Jahren hat man zwei u. E. sehr gute Akquisitionen getätigt. Wir gehen davon aus, dass es weitere Käufe geben wird und halten einen Deal in H2 für durchaus realistisch.
- Das Jahr 2016 könnte noch einmal einen zusätzlichen Schub durch die Leitmesse für Druckindustrie (drupa) bekommen

### BEWERTUNG

Infolge höherer Schätzungen erhöht sich unser Kursziel auf 20,00 €. Dies entspräche einem KGV für 2015e von 21x bzw. für 2016 von 17x, was wir angesichts des Wachstumstempos als gerechtfertigt ansehen (EPS-CAGR<sub>2014-17e</sub>: 29%).

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	105,2	112,4	123,7	137,5	150,0
EBIT	4,6	6,8	9,3	11,7	14,4
EBIT-Marge	4,4%	6,1%	7,5%	8,5%	9,6%
Nettofinanzverbind.	-1,8	-5,6	-9,4	-12,6	-17,0
Freier Cash-flow	-3,4	4,8	5,8	6,0	8,1
EPS (in EUR)	0,47	0,67	0,93	1,18	1,48
DPS (in EUR)	0,20	0,33	0,46	0,59	0,74
Dividendenrendite	2,6%	3,6%	3,0%	3,8%	4,8%
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6
EV/EBIT	10,6	8,1	9,9	7,6	5,9
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,5	13,8	16,7	13,1	10,5

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

19.05.2015

# Unternehmensporträt

## SWOT

### Stärken/Chancen

- Hohes Engineering Know-how; gute Reputation
- Rund 40% Umsatzanteil margenstarker Serviceumsätze
- Solide Bilanz (EK-Quote von rund 55%)
- Know-how-Transfer in neue Industrien (außerhalb der Druckindustrie)
- Wachstum durch Akquisitionen außerhalb der Druckmaschinenindustrie

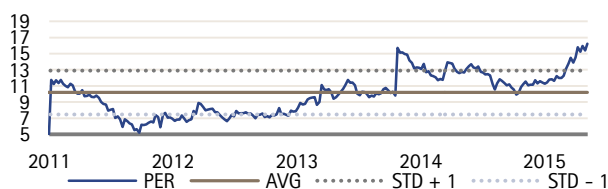
### MANAGEMENT

- Henry Brickenkamp (CEO)
- Dirk Engel (CFO)
- Dr. Christof Soest (CTO)

### KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2015: Umsatz von 116 bis 120 Mio. €
- 2015: EBIT von 7,8 bis 8,8 Mio. €

### HISTORISCHES KGV



### UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 07.08.2015 Quartalszahlen

### Schwächen/Risiken

- Hoher Umsatzanteil von Druckmaschinenherstellern; dort keine Wachstumsfantasie
- Große Akquisition kann vom Markt kritisch aufgenommen werden
- Risiko eines Holding-Discounts
- Oft langwieriger Prozess von Innovation zur Serienfertigung

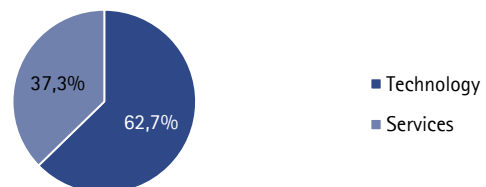
### UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Der Maschinenbauer technotrans ist spezialisiert auf Flüssigkeiten-Technologien und hat seine Kernkompetenzen in der Temperierung, Filtration und Separation, Mess- und Dosiertechnik sowie Prozesssteuerung. 2014 wurden rund 60% der Umsätze mit der Druckmaschinenindustrie erzielt, wo man u. E. einen Marktanteil von über 60% hat. Da dieser Markt zuletzt deutlich geschrumpft ist, hat technotrans 2010 begonnen, sein Know-how auf andere Industrien zu übertragen, um wieder Wachstumsperspektiven zu haben. Hierzu zählen u. a. Werkzeugmaschinenbau, Batteriekühlung und Lasertechnik - ein Bereich, der zuletzt durch zwei Akquisitionen gestärkt wurde.

### MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 2017: 150 Mio. € mit 50% Anteil Druck

### UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



### HAUPTAKTIONÄRE (%)

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

### BHL VS. KONSENSUS

	15e	16e	17e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	124	138	150
Konsensus	121	132	140
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	9	12	14
Konsensus	9	11	12
EPS (EUR)			
BHL	0,93	1,18	1,48
Konsensus	0,88	1,10	1,28

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Research Schätzungen

# Erfolgreich außerhalb der Druckindustrie

Exposure außerhalb der Druckindustrie bereits bei rund 35%

## TRANSFORMATIONSPROZESS LÄUFT VIELVERSPRECHEND

Die technotrans AG durchläuft seit 2011 einen erfolgreichen Transformationsprozess weg von einem Unternehmen, welches seine Umsätze zu 100% mit der Druckmaschinenindustrie erzielte, hin zu einem Unternehmen mit Exposure in zukunftsstrahlende Hightech-Märkte. Der Umsatzanteil mit der Druckmaschinenindustrie belief sich 2014 nur noch auf rund zwei Drittel, wobei davon fast 40% auf den recht stabilen und margenstarken Service entfallen.

Portfolio durch zwei gute Akquisitionen erweitert

Der Eintritt in neue Märkte gelang, indem technotrans das Know-how als Zulieferer der Druckmaschinenhersteller auf andere Industrien übertragen hat. Mit zwei Akquisitionen im Jahr 2011 (Termotek) und 2013 (KLH) hat man die Produktpalette erweitert.

Der Umsatzteil von aktuell rund 35% außerhalb der Druckindustrie entfällt im Wesentlichen auf Kühlsysteme für Laser. Der größte Kunde dürfte hier die deutsche Trumpf AG sein. Ähnliche Systeme finden auch bei der Kühlung von Batterien (Pilotprojekt mit Siemens für Straßenbahnen) und Gepäck-Scanner an Flughäfen Verwendung. Sprühbeölungssystem für die Stanz- und Umformtechnik sowie Aufbereitungs-, Filtrations-, Dosier- Mischsysteme für Kühlschmierstoffe runden das Portfolio außerhalb der Druckmaschinenindustrie ab.

Non-Printing wächst 30% in Q1

Die Aktivitäten außerhalb der Druckindustrie sind 2014 um rund 30% gewachsen. Im ersten Quartal 2015 setzte sich diese gute Performance weiter fort.

20% Umsatzwachstum p. a. außerhalb der Druckindustrie in den nächsten Jahren realistisch

## DREI VIELVERSPRECHENDE GROßPROJEKTE AB 2016

Wir glauben, dass die Umsätze außerhalb der Druckindustrie auch in den nächsten Jahren mit über 20% steigen werden. Das Umsatzziel des Managements von 150 Mio. € in 2017 halten wir vor diesem Hintergrund für realistisch. Der Umsatzanteil außerhalb der Druckmaschinenindustrie sollte dann bei rund 50% liegen.

Guidance für 2015 erscheint zu konservativ

Für 2015 erwartet das Management einen Umsatz zwischen 116 und 120 Mio. € sowie eine EBIT-Marge von 6,8% bis 7,3%. Angesichts eines Umsatzwachstums von 13% in Q1 sowie der Aussagen, dass Q2 bisher ähnlich stark verläuft und auch die Nachfrage aus der Druckindustrie gut sei, halten wir selbst das obere Ende der Guidance für übertreffbar.

Drei Großprojekte beflügeln 2016

Ab 2016 sollen drei Projekte die Wachstumsdynamik weiter beschleunigen:

1. Im Bereich der Laser-Kühlung zeichnen sich höhere Umsätze mit einem großen Schweizer Werkzeugmaschinenbauer ab
2. Ebenfalls im Bereich der Laser-Kühlung dürften ab 2016 erste nennenswerte Umsätze mit einem Kunden aus der Halbleiterindustrie für ein innovatives Projekt erzielt werden
3. Für einen der führenden Flexodruckmaschinenhersteller wird technotrans zukünftig die Einfärbereinheit liefern

## Projekte zur Kühlung von Gepäck-Scannern und medizinischen Geräten

### ZAHLREICHE PROJEKTE MIT BLOCKBUSTER-FANTASIE

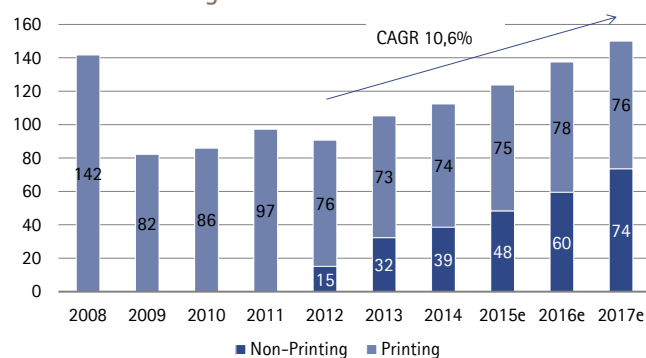
Mit den beiden Marktführern im Bereich von Gepäck-Scannern (u. a. Rapiscan) betreibt technotrans bereits erste gemeinsame Projekte. Da die Geräte immer leistungsfähiger werden, stellen die Hersteller von Luft- auf Wasserkühlung um. Im Bereich der Wasserkühlung ist man auf das Know-how von technotrans aufmerksam geworden. Ähnliche Anwendungsmöglichkeiten gibt es im Bereich der Medizintechnik.

## Kühlungen für Großbatterien

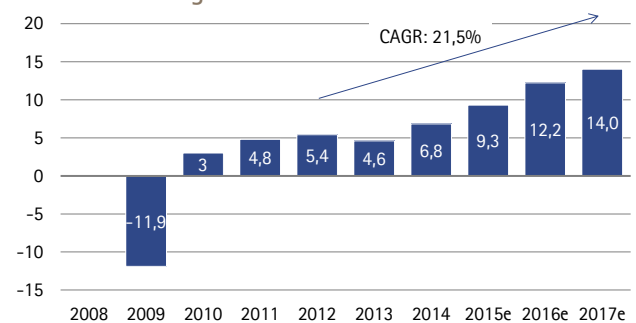
Bereits seit längerem arbeitet technotrans mit Siemens im Bereich der Batteriekühlung zusammen. Siemens wird bis Ende 2015 ein Straßenbahnnetz in Katars Hauptstadt Doha bauen. Die Straßenbahnen fahren oberleitungsfrei und werden durch ein Energiespeichersystem versorgt, wobei die Energiezufuhr jeweils an den Haltestellen erfolgt. Das Energiespeichersystem stammt vom französischen Unternehmen Saft, dem weltweit führendem Entwickler und Hersteller von High-Tech-Industriebatterien.

Im Bereich der Batteriekühlung arbeitet technotrans mittlerweile an neun Projekten. Da bisher keine Umsätze in diesem Bereich erzielt wurden, gibt es hier nur Aufwärtspotenzial.

### Umsatzentwicklung



### EBIT-Entwicklung



Quelle: technotrans, Bankhaus Lampe

## Starke Bilanz lässt weitere Akquisitionen zu

### WEITERE AKQUISITIONEN WAHRSCHEINLICH

technotrans verfügt über eine solide Bilanz. Die Eigenkapitalquote Ende 2014 lag bei 62%, die Netto-Cash-Position bei 5,6 Mio. €. Seitens der Banken stehen umfangreiche Kreditlinien für Akquisitionen zur Verfügung. Zudem besitzt das Unternehmen rund 360.000 eigene Aktien. Die Fire-Power für Akquisitionen wurde seitens des Managements mit bis zu 30 Mio. € beziffert.

## technotrans traut sich auch an große Unternehmen ran

Laut Management hat man stets mehrere Projekte in der Pipeline, darunter auch ein Unternehmen mit einem Umsatz von rund 100 Mio. €. Die Tatsache, dass man diesbezüglich in den letzten Monaten noch nicht tätig geworden ist, zeugt unseres Erachtens davon, dass unter anderem viel Wert auf eine vernünftige Bewertung gelegt wird.

Die Akquisitionen von Termotek und KLH dürften dabei die Blaupause darstellen: Unternehmen mit einer interessanten Technologie, die zum bisherigen Portfolio von technotrans passt, und einem beschränkten Vertriebs- und Service-Netzwerk. Die

Wir halten Akquisition im Werkzeugmaschinenbereich für wahrscheinlich

Umsätze von Termotek haben sich seit 2011 fast verdoppelt, die von KLH sind 2014 um rund 20% angestiegen. Da technotrans im Bereich der Laserkühlung durch die eigenen Aktivitäten und die Zukäufe die gesamte Produktpalette abdeckt, halten wir weitere Akquisitionen in diesem Bereich für unwahrscheinlich.

Da technotrans bereits in einigen Bereichen mit Werkzeugmaschinenbauern zusammenarbeitet, das Umsatzvolumen aber noch recht begrenzt ist, können wir uns vorstellen, dass die Marktpositionen dort noch verstärkt werden könnte.

Als größtes Risiko hinsichtlich Akquisitionen sehen wir nicht offensichtliche Synergien zum bisherigen Geschäft. technotrans als eine Ansammlung von mehreren Unternehmen, die wenig miteinander gemeinsam haben, dürfte mit einem Bewertungsabschlag quittiert werden.

Sehr hohe Marktanteile in der Druckindustrie

#### DRUCKINDUSTRIE: WEITER STABILE UMSÄTZE

Die Wurzeln von technotrans liegen im Bereich der Druckindustrie. Die Produktpalette umfasst eine Vielzahl von Anlagen und Geräten, die Prozesse im Bereich Flüssigkeiten-Technologie rund um den Druck steuern und kontrollieren. In diesen Bereichen hat technotrans sehr hohe Marktanteile, die teilweise fast monopolartig sein dürften. Zu den größten Kunden zählen die Heidelberger Druckmaschinen AG und die Koenig & Bauer AG. Zu den Produkten zählen: Feuchtmittelaufbereitung, Farbtemperierung, Farbwerktemperierung, Filtrationssysteme, Sprühfeuchtwerte, zentrale Kühlsysteme, Lackaufbereitung, Wasseraufbereitung. Rund 40% des Geschäftes in der Druckindustrie entfallen auf den margenstarken und stabilen Service.

Druckindustrie scheint den Boden gefunden zu haben

Der letzte große Umsatzeinbruch mit den Kunden aus der Druckindustrie verzeichnete technotrans im Jahr 2012. 2013 und 2014 waren die Umsätze in etwa stabil. Mit der Entwicklung zu Beginn des Jahres zeigt sich das Management zufrieden. Die Auftragslage der beiden großen Kunden Koenig & Bauer und Heidelberger Druckmaschinen ist derzeit mindestens stabil. Wir erwarten für die nächsten Jahre ebenfalls eine stabile Seitwärtsbewegung. Im klassischen Offsetdruck sehen wir kein Wachstum. Wachstumsmöglichkeiten dagegen gibt es im Flexo- und im relativ jungen Digitaldruck. Vereinzelt gelingt es noch, die Marktposition zu verbessern. So wurde technotrans vor kurzem von der Koenig & Bauer AG zum einzigen Zulieferer in diesem Bereich auserkoren. Zuvor lieferte auch noch ein Wettbewerber von technotrans zu.

Nächste drupa im Mai 2016 kann Nachfrage nochmal kurzfristig beflügeln

Für eine gewisse kurzfristige Geschäftsbelebung dürfte die Branchenleitmesse drupa 2016 sorgen. Einen Verkauf der Druckaktivitäten halten wir für sehr unwahrscheinlich und auch nicht für sinnvoll bzw. praktikabel.

# Erhöhung unserer Schätzungen

Turnaround im Neugeschäft nach sieben verlustträchtigen Jahren

Im Neugeschäft hat technotrans im Jahr 2014 seit sieben Jahren erstmals wieder ein positives EBIT erzielt. Die EBIT-Marge lag bei 0,5%. Unseres Erachtens ist der Schlüssel für eine weitere Margenverbesserung das Volumen. Abzüglich der letzten Akquisitionen war das Umsatzvolumen im Neugeschäft 2007 fast doppelt so hoch. Im Wesentlichen steht die Infrastruktur am Konzernsitz Sassenberg, sodass der Operating Leverage relativ hoch sein sollte (BHLe >20%). Für dieses Jahr erwarten wir bereits eine EBIT-Marge von rund 3%. Bis 2017 gehen wir in diesem Segment von einer Verbesserung der EBIT-Marge auf über 5% aus.

Operating Leverage u. E. größter Hebel für weitere Margenverbesserung

Marge stabil im Service bei guten 16% bis 17%

Die EBIT-Marge im Service-Geschäft ist sehr stabil. Seit 2010 liegt sie in jedem Jahr zwischen 16% und 17%. Ein ähnliches Niveau erwarten wir auch für die nächsten Jahre.

EBIT-Margen-Potenzial bis 9%

Insgesamt sehen wir es als realistisch an, dass technotrans bis 2017 eine EBIT-Marge von rund 9% erzielen sollte. Trotz starken Wachstums erwarten wir für die nächsten Jahre einen deutlich positiven Free Cash-flow. Größere Investitionen (ohne Akquisitionen) erwarten wir nicht. Die Free Cash-flow-Rendite liegt damit für die nächsten Jahre bei mindestens 7%. Auch Dividendenliebhaber kommen bei technotrans auf ihre Kosten. Wir erwarten für die nächsten Jahre weiterhin eine Ausschüttungsquote von 50%. Diese würde zu einer Dividende von 0,41 € für das Geschäftsjahr 2015 führen, was einer Rendite von rund 3,2% entspricht.

Q1-Ergebnisse über unseren Erwartungen

Da die Ergebnisse in Q1 besser ausgefallen sind, als wir erwartet hatten, haben wir unsere Schätzungen erhöht:

	New			Old			Changes in %		
	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	123,7	137,5	150,0	119,2	131,4	139,8	3,8%	4,6%	7,3%
Technology	82,5	93,2	103,4	78,2	87,6	93,8	5,5%	6,4%	10,2%
Services	41,3	44,3	46,6	41,0	43,8	46,0	0,6%	1,2%	1,3%
EBIT	9,3	12,2	14,0	8,3	11,0	12,3	11,9%	10,6%	13,8%
EBIT-Marge	7,5%	8,8%	9,3%	7,0%	8,4%	8,8%	0,5 PP	0,5 PP	0,5 PP
Technology	2,4	4,5	6,1	1,5	3,6	4,7	60,0%	26,2%	29,2%
Services	6,9	7,6	7,9	6,8	7,4	7,6	1,3%	3,0%	4,2%
Net profit	6,0	8,1	9,3	5,3	7,2	8,1	13,4%	11,8%	15,0%
Sales Printing	75,4	78,0	76,4	71,2	72,4	66,8	5,9%	7,7%	14,4%
Sales Non-Printing	48,3	59,5	73,6	48,0	59,0	73,0	0,7%	0,9%	0,8%

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Die Erhöhungen betreffen im Wesentlichen die Non-Printing-Aktivitäten. Da der Service-Anteil dieser Aktivitäten geringer ist als im Print-Geschäft, hat dies somit entsprechend auf Segment-Ebene einen größeren Einfluss auf das Segment Technology.

## Segmente

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	CAGR 2014 - 2017e
<b>Technology</b>							
Umsatz	53,7	66,0	73,8	82,5	93,2	103,4	11,9%
ggü. Vj.	-12,9%	22,8%	11,8%	11,7%	26,3%	25,4%	
Printing	43,9	42,0	42,5	43,5	46,0	44,4	1,5%
ggü. Vj.	-28,8%	-4,4%	1,2%	2,4%	8,2%	2,1%	
Non-Printing	9,8	24,0	31,3	39,0	47,2	59,0	23,5%
ggü. Vj.	n.a.	144,9%	30,4%	24,5%	50,8%	51,4%	
EBIT	-0,8	-1,8	0,4	2,4	4,5	6,1	n.a.
EBIT-Marge	-1,5%	-2,8%	0,5%	2,9%	4,9%	5,9%	
<b>Services</b>							
Sales	36,9	39,2	38,6	41,3	44,3	46,6	6,5%
ggü. Vj.	3,8%	6,2%	-1,6%	6,9%	14,8%	12,9%	
Printing	31,6	30,9	31,3	31,9	32,0	32,0	0,7%
ggü. Vj.	-11,1%	-2,2%	1,2%	1,9%	2,2%	0,3%	
Non-Printing	0,0	2,0	2,6	4,3	6,9	8,7	49,4%
ggü. Vj.	n.a.	n.a.	30,0%	66,5%	166,8%	100,3%	
gds	5,3	6,3	4,7	5,0	5,4	5,9	8,0%
ggü. Vj.	n.a.	18,9%	-25,4%	7,0%	14,5%	17,7%	
EBIT	6,1	6,5	6,4	6,9	7,6	7,9	7,4%
EBIT-Marge	16,6%	16,5%	16,6%	16,7%	17,2%	17,0%	
<b>technotrans AG</b>							
Sales	90,7	105,2	112,4	123,7	137,5	150,0	10,1%
ggü. Vj.	-6,8%	16,0%	6,8%	10,1%	22,3%	21,2%	
Printing	75,6	72,9	73,8	75,4	78,0	76,4	1,2%
ggü. Vj.	-22,3%	-3,5%	1,2%	2,2%	5,7%	1,3%	
Non-Printing	15,1	32,3	38,2	48,3	59,5	73,6	24,4%
ggü. Vj.	n.a.	113,9%	18,3%	26,5%	55,8%	52,2%	
EBIT	5,3	4,6	6,8	9,3	12,2	14,0	27,2%
EBIT-Marge	5,9%	4,4%	6,0%	7,5%	8,8%	9,3%	

Quelle: Bankhaus Lampe KG, technotrans AG

# Unternehmensbewertung

Kursziel 20,00 €

Mit unseren höheren Schätzungen kommen wir zu einem neuen fairen Wert in unserem DCF-Modell von 20,00 €. Dabei rechnen wir mit einem WACC von 8,8%, mit einem mittelfristigen Wachstum von 8% nach unserer Detailplanungsphase bis 2017 sowie mit einer EBIT-Marge von 8% im Terminal Value.

Unsere Kursziel von 20,00 € impliziert ein KGV für 2015 bzw. 2016 von rund 17x bzw. 13x sowie ein EV/EBIT von 10x bzw. 8x. Erscheinen diese Multiples angesichts der geringen Liquidität auf den ersten Blick vielleicht etwas hoch, sollte man jedoch berücksichtigen, dass der Nettogewinn mit rund 30% im Zeitraum 2014 bis 2017 wachsen dürfte.

technotrans AG DCF-Modell (Mio. €)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Ewige Rente
EBIT	9,3	12,2	14,0	15,1	16,3	17,7	19,1	20,6	18,2
Steuern	-2,8	-3,7	-4,2	-4,5	-4,9	-5,3	-5,7	-6,2	-5,4
NOPAT	6,5	8,5	9,8	10,6	11,4	12,4	13,3	14,4	12,7
+ Abschreibungen	3,3	3,3	3,4	3,7	4,0	3,4	3,4	3,4	3,4
- Capex	-2,5	-2,8	-3,0	-3,2	-3,5	-2,8	-3,0	-3,2	-3,4
+/- Veränderung des Working Cap.	-1,6	-2,7	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1	-3,4	-3,6	-3,7
+/- Andere Cash-wirksame Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Cashflow	5,8	6,4	7,7	8,4	9,0	9,8	10,4	11,0	9,0
Diskontierungsperiode in Jahren	0,6	1,6	2,6	3,6	4,6	5,6	6,6	7,6	8,6
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Barwert	5,5	5,6	6,2	6,2	6,2	6,2	6,0	5,8	78,2

## Berechnung des fairen Kurses pro Aktie

Summe der Barwerte	126
Anteil Ewige Rente	62%
+ Finanzanlagen	0,1
- Minderheiten	-1,0
- Pensionsverbind.	0,0
- Nettofinanzverbindlichkeiten (Jahresanfang)	5,6
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>131</b>
Anzahl der Aktien in Mio.	6,5

Fairer Wert je Aktie (in €)

20,00

## Sensitivitätsanalyse

Beta	Wachstumsfaktor Ewige Rente				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
1,4	23,4	25,2	27,3	30,1	33,8
1,6	20,4	21,6	23,1	24,9	27,2
1,8	18,1	19,0	20,0	21,3	22,8
2,0	16,3	16,9	17,7	18,6	19,7
2,2	14,8	15,3	15,9	16,6	17,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## WACC Modell

Risikoloser Zins (10-j. Bund)	1,00%
Marktprämie für das EK	6,5%
Beta	1,8
Erw. Rendite auf das EK	12,5%
Fremdkapitalkosten	4,00%
Steuerquote	30,0%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	2,80%

## Modell Annahmen

Anfangs-CAGR (ersten 3 Jahre)	27,1%
Mittelfrist-CAGR (Jahre 4-8)	8,0%
Wachstum Ewige Rente	3,0%
EBIT-Marge für Ewige Rente	8,0%



# Kennzahlen

## technotrans AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	105,2	112,4	123,7	137,5	150,0
Umsatzkosten	-72,1	-75,0	-82,0	-90,5	-98,6
Bruttoergebnis vom Umsatz	33,1	37,4	41,7	47,0	51,4
Vertriebs- und Marketingkosten	-15,0	-16,2	-17,0	-18,4	-19,7
Allgemeines und Verwaltung	-12,2	-12,6	-13,4	-14,1	-14,8
Forschung und Entwicklung	-3,0	-3,4	-4,0	-4,3	-4,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	1,7	1,5	2,0	1,5	1,5
EBITDA	7,8	9,9	12,6	15,0	17,7
Abschreibungen	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
EBITA	5,9	8,1	10,9	13,3	16,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	1,3	1,3	1,6	1,6	1,6
EBIT	4,6	6,8	9,3	11,7	14,4
Finanzergebnis	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,7	6,3	8,7	11,1	13,8
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,7	6,3	8,7	11,1	13,8
Steuern	-0,8	-1,9	-2,6	-3,3	-4,2
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	3,0	4,4	6,1	7,8	9,7
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettogewinn (ber.)	3,0	4,4	6,0	7,7	9,6
Anzahl der Aktien	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
EPS (in EUR)	0,47	0,67	0,93	1,18	1,48

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bruttomarge	31,5%	33,3%	33,7%	34,2%	34,3%
EBITDA-Marge	7,4%	8,8%	10,2%	10,9%	11,8%
EBITA-Marge	5,6%	7,2%	8,8%	9,6%	10,7%
EBIT-Marge	4,4%	6,1%	7,5%	8,5%	9,6%
EBT-Marge	3,6%	5,6%	7,1%	8,1%	9,2%
Nettoumsatzrendite	2,8%	3,9%	4,9%	5,6%	6,5%
Steuerquote	21,0%	29,5%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	16,0%	6,8%	10,1%	11,1%	9,1%
EBITDA	-6,1%	26,4%	28,0%	18,7%	18,3%
EBIT	-13,6%	47,6%	36,1%	25,4%	23,5%
EBT	-20,1%	67,5%	39,4%	27,1%	24,7%
Nettogewinn (ber.)	-2,5%	45,3%	37,2%	27,5%	25,1%
EPS	-3,0%	44,6%	37,2%	27,5%	25,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## technotrans AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	29,8	26,9	26,2	25,8	25,7
Sachanlagen	16,0	15,2	15,9	16,9	18,2
Immaterielle Vermögenswerte	10,9	10,1	8,5	6,9	5,3
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,9	1,6	1,8	2,0	2,1
Kurzfristige Vermögensgegenstände	43,2	47,6	50,6	54,3	60,0
Vorräte	14,3	15,4	16,9	18,8	20,5
Forderungen aus Lieferung und Leistung	10,2	12,9	13,6	15,1	16,4
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	16,7	17,2	17,9	17,8	20,3
Summe Aktiva	73,0	74,5	76,8	80,1	85,7
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	43,7	47,5	51,3	56,0	61,8
Eigenkapital (vor Dritten)	42,8	46,5	50,4	55,0	60,8
Minderheitenanteile	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Langfristiges Fremdkapital	14,3	10,9	8,0	5,1	3,4
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	11,6	8,3	5,1	1,9	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,8	1,5	1,7	1,8	2,0
Kurzfristiges Fremdkapital	15,0	16,1	17,5	19,0	20,5
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	4,5	5,4	5,9	6,6	7,2
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	3,9	4,6	5,1	5,7	6,2
Sonstige Verbindlichkeiten	3,2	2,9	3,2	3,5	3,8
Summe Passiva	73,0	74,5	76,8	80,1	85,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## technotrans AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	40,8%	36,1%	34,1%	32,2%	30,0%
Sachanlagen	21,9%	20,3%	20,7%	21,1%	21,2%
Immaterielle Vermögenswerte	14,9%	13,5%	11,1%	8,6%	6,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	59,2%	63,9%	65,9%	67,8%	70,0%
Vorräte	19,6%	20,7%	22,1%	23,5%	24,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	13,9%	17,4%	17,6%	18,8%	19,2%
Flüssige Mittel	22,9%	23,1%	23,2%	22,3%	23,7%
Passiva					
Eigenkapital	59,9%	63,7%	66,9%	69,9%	72,1%
Langfristiges Fremdkapital	19,6%	14,7%	10,4%	6,4%	4,0%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	15,9%	11,2%	6,7%	2,4%	0,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	20,5%	21,7%	22,7%	23,7%	23,9%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,5%	4,4%	4,3%	4,1%	3,8%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	5,4%	6,2%	6,6%	7,1%	7,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## technotrans AG – Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nettogewinn (ber.)	3,0	4,4	6,0	7,7	9,6
Abschreibungen	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	1,3	1,3	1,6	1,6	1,6
Veränderung Rückstellungen	-0,4	1,0	0,7	0,8	0,7
Sonstiges	0,3	2,2	-0,1	-0,3	-0,1
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	6,1	10,6	9,9	11,5	13,5
Änderung der Vorräte	1,2	-1,1	-1,5	-1,9	-1,7
Änderung der Forderungen aus LuL	-0,4	-2,8	-0,6	-1,5	-1,4
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-3,5	0,3	0,5	0,6	0,5
Änderung des sonstigen Working Capitals	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,1
Operativer Cash-flow	2,7	7,1	8,3	8,8	11,1
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-2,3	-1,4	-2,5	-2,8	-3,0
Auszahlungen für Akquisitionen	-4,2	-0,9	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Anlageabgängen	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-6,1	-2,3	-2,5	-2,8	-3,0
Freier Cash-flow	-3,4	4,8	5,8	6,0	8,1
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	2,4	-3,3	-3,2	-3,2	-1,9
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Dividendenzahlungen	-0,8	-1,3	-2,1	-3,0	-3,8
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	1,6	-4,6	-5,2	-6,0	-5,6
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-1,9	0,2	0,6	0,0	2,5
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	18,7	16,7	17,2	17,9	17,8
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-2,0	0,5	0,6	0,0	2,5
Liquide Mittel zum Periodenende	16,7	17,2	17,9	17,8	20,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## technotrans AG – Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Ergebniskennzahlen</b>					
EPS	0,47	0,67	0,93	1,18	1,48
Buchwert je Aktie	6,77	7,31	7,90	8,62	9,51
Freier Cash-flow je Aktie	-0,53	0,74	0,90	0,93	1,24
Dividende je Aktie	0,20	0,33	0,46	0,59	0,74
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,3	5,6	7,3	5,9	4,8
EV/EBIT	10,6	8,1	9,9	7,6	5,9
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,5	13,8	16,7	13,1	10,5
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,1	1,3	2,0	1,8	1,6
Dividendenrendite	2,6%	3,6%	3,0%	3,8%	4,8%
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>					
EBITDA-Marge	7,4%	8,8%	10,2%	10,9%	11,8%
EBIT-Marge	4,4%	6,1%	7,5%	8,5%	9,6%
Nettoumsatzrendite	2,9%	3,9%	4,9%	5,6%	6,4%
Return on capital employed (ROCE)	7,9%	11,6%	15,6%	19,0%	22,1%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Kapitalumschlag	47,9%	45,1%	41,7%	39,3%	37,7%
Operating Leverage	0,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2
Umsatz/Mitarbeiter	137.886	145.747	152.758	160.815	167.790
EBIT/Mitarbeiter	6.063	8.859	11.478	13.638	16.118
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	59,9%	63,7%	66,9%	69,9%	72,1%
Nettofinanzverbind. (in Mio. EUR)	-1,8	-5,6	-9,4	-12,6	-17,0
Nettofinanzverbind./ Eigenkapital	-4,1%	-11,8%	-18,3%	-22,5%	-27,5%
Zinsdeckung	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzverbind./ EBITDA	-0,23	-0,57	-0,75	-0,84	-0,96
Working Capital (in Mio. EUR)	20,6	23,7	25,4	28,3	30,8
Veränderung Working Capital (in Mio. EUR)	2,9	3,2	1,7	2,8	2,6
WC / Umsatz	19,6%	21,1%	20,5%	20,5%	20,5%
Lagerdauer (Tage)	50	50	50	50	50
Inkassoperiode (Tage)	35	42	40	40	40
Zahlungsziel Lieferanten (Tage)	14	15	15	15	15
Geldumschlag (Tage)	71	77	75	75	75
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	121,9%	82,6%	142,3%	158,1%	172,5%
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	7,0%	4,9%	10,9%	9,3%	10,1%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	15,1%	12,6%	20,2%	36,1%	28,2%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	25,7%	13,2%	24,8%	36,5%	29,8%
Ausschüttungsquote	42,9%	48,9%	50,0%	50,0%	50,0%
Freier Cash-flow (in Mio. EUR)	-3,4	4,8	5,8	6,0	8,1
Free Cash-flow-Rendite	-6,9%	8,0%	5,8%	6,0%	8,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

# Disclaimer

## Erklärung des/r Analysten

Der jeweilige Research-Analyst, dessen Name auf dem Deckblatt dieses Research-Reports zu finden ist, versichert, dass (a) alle in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten Ansichten seine persönliche Meinung zu den in diesem Research-Report erwähnten Wertpapieren und Unternehmen widerspiegeln und dass (b) seine Vergütung weder ganz noch teilweise jetzt oder in der Vergangenheit oder in der Zukunft direkt oder indirekt mit der/n in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten spezifischen Empfehlung/en in Zusammenhang steht.

## Bewertungssystem

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.

## Erklärung des Bewertungssystems

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.

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: technotrans AG (TTR1 GY), Schlusskurs (15.05.2015): 15,49 EUR, Analyst: Gordon Schönell (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
11.03.2015	11,69 EUR	Kaufen	15,00 EUR
26.08.2014	8,61 EUR	Kaufen	11,00 EUR

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (01.04.2015):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	52,5%	71,4%
Halten	33,8%	28,6%
Verkaufen	13,7%	0,0%
Unter Beobachtung	0,0%	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, der 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.

## Interessenkonflikte

Es gelten die zum Ende des der Veröffentlichung dieses Research-Reports vorausgehenden Monats offen gelegten potenziellen Interessenkonflikte, die sich aus den Beziehungen zwischen der Bankhaus Lampe KG, ihren Niederlassungen oder Tochtergesellschaften und den folgenden in dieser Studie genannten Unternehmen ergeben können (die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu zehn Tage ab Monatsende in Anspruch nehmen).

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

Gesellschaft	Disclosure
technotrans AG	5

- Die Bankhaus Lampe KG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreuen Finanzinstrumente der Gesellschaft durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (z. B. als Market Maker oder Designated Sponsor).

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, D-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 die Bankhaus Lampe KG.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien

In Großbritannien werden Publikationen über die Lampe Capital UK (Services) Limited, 2 Savile Row, London W1S 3PA verbreitet. Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Artikel 19 des britischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarktgesetzes „Financial Services and Markets Act 2000“ (Financial Promotions) i. d. F. von 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt bzw. nur von solchen Personen betrieben. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in den Vereinigten Staaten

Dieser Research-Report wurde von der Bankhaus Lampe KG, einer deutschen Universalbank, erstellt und genehmigt. Die Bankhaus Lampe KG ist in den Vereinigten Staaten nicht als Broker/Dealer registriert und unterliegt damit nicht den US-amerikanischen Vorschriften zur Erstellung von Research-Reports und zur Unabhängigkeit von Research-Analysten. Dieser Research-Report wird in den Vereinigten Staaten ausschließlich großen US-amerikanischen institutionellen Investoren („major U.S. institutional investors“) gemäß der Vorschrift über die Befreiung von der Registrierungspflicht nach Rule 15a-6 des US-Wertpapiergesetzes „U.S. Securities Exchange Act“ von 1934 in seiner geltenden Fassung zur Verfügung gestellt. Empfänger dieses Research-Reports, die beabsichtigen, aufgrund der in diesem Research-Report enthaltenen Informationen Wertpapiere oder darauf bezogene Finanzinstrumente zu kaufen oder verkaufen, dürfen diese Geschäfte ausschließlich über die International KBR Finance LLC, IKBR abwickeln. Die International KBR Finance LLC, IKBR ist schriftlich oder telefonisch erreichbar unter: International KBR Finance LLC, IKBR, 712 Fifth Avenue, 28th floor, New York, NY 10019, Tel.: +1-212-218 7410. Die International KBR Finance LLC, IKBR ist keine Tochtergesellschaft der Bankhaus Lampe KG. Unter keinen Umständen dürfen Empfänger dieses Research-Reports den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten über die Bankhaus Lampe KG abwickeln.

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

Weitere Auskünfte erteilt die Bankhaus Lampe KG.

19. Mai 2015

# Kontakte

## HEAD OF CAPITAL MARKETS & ADVISORY

---

**Ute Gerbaulet**

+ 49 (0)211 4952-656

ute.gerbaulet@bankhaus-lampe.de

## HEAD OF EQUITY

---

**Ralf Menzel**

+ 49 (0)211 4952-282

ralf.menzel@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES CONTINENTAL EUROPE

---

**Ulrich Klingmüller**

+ 49 (0)211 4952-784

ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES IN GB

---

**Yusuf Bilgic**

+ 44 (0)203 405 4318

yb@lampe-capital.com

VIA

INTERNATIONAL KBR FINANCE LLC CHAPERONE  
OF BANKHAUS LAMPE KG IN THE US

## EQUITY SALES IN US

---

**Jörg Hagenbuch**

+1 212 218 7411

jh@ikbrfinance.com

## EQUITY SALES TRADING CONTINENTAL EUROPE

---

**Nils Carstens**

+ 49 (0)211 4952-753

nils.carstens@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES TRADING IN GB

---

**Chris Ford**

+ 44 (0)203 405 1083

cf@lampe-capital.com

## EQUITY SALES TRADING IN US

---

**Kim Last**

+1 212 218 7412

kl@ikbrfinance.com

**Bankhaus Lampe Research**

Jägerhofstraße 10

D - 40479 Düsseldorf

research@bankhaus-lampe.de

📞 + 49 (0)211 4952-678

📠 + 49 (0)211 4952-494