

16. August 2019

Baumot Group AG

ISIN: DE000A2G8Y89

Ticker: TINC

CASE SUMMARY

» Jüngst erteilte Betriebszulassung für die eigenentwickelte Hardware-Nachrüstung von Dieselfahrzeugen erlaubt erneuten Eintritt in volumenträchtigen PKW-Markt in Deutschland

» Baumot als einer von nur vier Anbietern einer serienreifen Lösung in aussichtsreicher Position, um von der erwarteten Nachrüstungswelle zu profitieren

» Management erwartet Absatz von rund 137.000 Hardware-Kits bis 2022, was einem kumulierten Umsatz von rund 340 Mio. Euro und einem EBIT von 34 Mio. Euro entsprechen würde

» Selbst bei konservativerem Szenario ist eine spürbare Umsatz- und Gewinnsteigerung möglich

KEY FACTS

Sektor: Automobilzulieferer / Technologie

Kurs: 2,47 Euro

Marktkap.: 45,4 Mio. Euro

Streubesitz: 85,5 %

ANALYST

Pierre Gröning
+49 40 41111 37 83
p.groening@montega.de

Betriebszulassung für das BNOx System könnte Baumot auf die Überholspur befördern

Als einer der Technologieführer im Bereich der Abgasnachbehandlung bedient Baumot den weltweiten Markt für Systeme zur Emissionsreduktion. Die Lösungen, die von einfachen Rußfilterkats über Partikelfilter bis hin zu komplexen Stickoxidreduktionsanlagen reichen, werden branchenübergreifend in den Geschäftsfeldern OEM (Erstausrüstung) sowie bislang insbesondere im Retrofit (Nachrüstung) und Aftermarket (Ersatzteile) eingesetzt. Im Fokus stehen dabei vor allem On-Road-Fahrzeuge (PKW, LKW, Busse) und Off-Road-Einheiten wie etwa Bau- und landwirtschaftliche Maschinen. Die Systeme haben stets das primäre Ziel, den Schadstoffausstoß effizient zu senken, um Fahrzeuge an geltende Abgasnormen anzupassen.

Als solches ist das Geschäftsmodell von Baumot neben allgemeinen Megatrends wie steigendem Umweltbewusstsein in Industrie und Gesellschaft hauptsächlich von regulatorischen Rahmenbedingungen auf nationaler und supranationaler Ebene geprägt. Wesentliche Treiber der Equity Story liegen demnach vor allem in der Einführung bzw. Verschärfung von Emissions- und Abgasnormen, die einen Handlungsimpuls für öffentliche Institutionen ebenso wie Unternehmen und Privatpersonen darstellen. Insbesondere das volumenträchtige Geschäft der PKW-Nachrüstung unterliegt somit je nach Regulierungsentscheidungen in wichtigen Endmärkten substanziellen Schwankungen und hat eine den „Nachrüstungswellen“ entsprechende Umsatz- und Ertragsentwicklung zur Folge.

Diese Systematik wird bei einem Blick auf die historische Geschäftsentwicklung deutlich, etwa im Zuge der Einführung der „grünen“ Umweltplakette in Deutschland im Jahr 2007: Als elementarer Profiteur der daraus resultierenden letzten großen Nachrüstungswelle im heimischen Markt konnte Baumot alleine in dem betreffenden Geschäftsjahr den Gesamtumsatz um knapp 75% auf ca. 78,5 Mio. Euro steigern. In den Folgejahren lag das durchschnittliche jährliche Erlösniveau wieder bei weniger als der Hälfte dieses Spitzenwertes, während es im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 aufgrund verzögerter Einführungen strengerer Emissionsnormen und durch Dekonsolidierungseffekte mit rund 6,2 Mio. Euro den tiefsten Stand seit 2003 markierte.

Nachdem die Nachrüstung leichter und schwerer Nutzfahrzeuge wie etwa von LKW- und Bus-Flotten in den von Baumot adressierten internationalen Märkten (u.a. UK, Italien, Israel) in den vergangenen Jahren somit den einzigen relevanten Umsatztreiber darstellte (Auslandsanteil ca. 86% in 2018), rückt der Geschäftsbereich der PKW-Nachrüstung nun wieder zunehmend in den Fokus des Investment Cases. Kerntreiber hierfür ist eine seit Jahresbeginn veränderte Gesetzeslage in Deutschland, im Rahmen derer das Bundesverkehrsministerium konkrete technische Anforderungen an Hardware-Nachrüstsysteme für schadstoffreiche Dieselfahrzeuge veröffentlicht hat. Die Definition dieser verbindlichen Vorgaben war für Baumot von essenzieller Bedeutung, da sie die Grundlage für die finale Entwicklung der entsprechenden Systeme bildet und die Präsentation einer serienreifen Lösung ermöglicht.

Der Investment Case steht somit vor einem Wendepunkt: Als einer von derzeit nur vier am Markt aktiven Akteuren ist Baumot in der Lage, eine in der Praxis umsetzbare Nachrüstung von Dieselfahrzeugen anzubieten, die aufgrund ihres zu hohen Schadstoffausstoßes von städtischen Zufahrtsbeschränkungen oder -verboten betroffen sind. Die vom Kraftfahrt-Bundesamt jüngst erteilte Zulassung des Systems für erste Fahrzeugmodelle dürfte folglich die Voraussetzung für eine erneute PKW-Nachrüstungswelle in Deutschland geschaffen haben. Der damit einhergehende Nachfrageanstieg nach Baumots Lösungen hat u.E. das Potenzial, das Umsatz- und Ertragsniveau des Unternehmens in den kommenden Jahren wieder auf ein neues Level zu heben und den Aktienkurs spürbar positiv zu beeinflussen.

Eigenentwickeltes „BNOx System“ ermöglicht Nachrüstung von Dieselfahrzeugen

Kern der von Baumot angebotenen Lösung ist das eigenentwickelte „BNOx System“. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um ein Hardware-Nachrüstsystem zur Abgasnachbehandlung, mit dem schädliche Stickoxide („NOx“) unter realen Fahrbedingungen um bis zu 90% reduziert werden können. Mit Hilfe dieser Anwendung können somit auch Dieselfahrzeuge mit dem veralteten Standard „Euro 5“ von in bereits mehreren Städten existierenden bzw. zukünftig zu erwartenden Fahrverboten befreit werden.

Die Technologie basiert auf einem Generator, der Ammoniak-Gas produziert und dieses direkt in den Abgasstrang des Fahrzeugs einlässt. Für die Aufbereitung des Ammoniaks wird eine wässrige Harnstofflösung („AdBlue“) herangezogen, die sich in einem separaten Tank befindet und an jeder herkömmlichen Tankstelle nachgefüllt werden kann. Mit Hilfe von thermischer Energie aus dem im Auto produzierten Abgasstrom sowie einem zusätzlichen elektrischen Heizkatalysator (zur Sicherstellung der Funktionsweise bei niedrigen Temperaturen) wird das aus dem Harnstoff gewonnene Gas über einen Mischer schließlich in das Abgasnachbehandlungssystem eingeleitet. Dort bewirkt es innerhalb eines SCR-Katalysators („Selective Catalytic Reduction“) die beabsichtigte Stickoxidminderung. Die erforderliche Heizleistung und Dosiermenge wird dabei über ein Abgassteuergerät aus den Betriebsdaten sowie durch Temperatur- und NOx-Sensoren ermittelt, die in dem System verbaut sind.

Einer der zentralen Vorteile dieser Lösung liegt in der Tatsache, dass die Hardware als autarkes System agiert und für die Emissionsreduktion folglich kein Eingriff in die Fahrzeugarchitektur oder Motorsteuerung notwendig ist. Neben vergleichsweise geringen Integrationskosten reduziert sich dadurch auch die Komplexität des Einbaus deutlich, sodass die Nachrüstung praktisch von jeder durch Baumot autorisierten Fachwerkstatt durchgeführt werden kann.

Infolge der Nachrüstung ergibt sich für das Fahrzeug neben der erforderlichen Betankung mit AdBlue (ca. 2 Liter pro 1000km) auch ein leicht höherer Kraftstoffverbrauch, der laut Vorstand bei durchschnittlich rund 5% liegt (vs. 10-15% bei Benutzung der Klimaanlage). Die Mehrkosten im laufenden Betrieb sollten damit nicht höher als 1 Eurocent/km sein.

Alle Voraussetzungen dank jüngst erteilter Betriebszulassung erfüllt

Der offizielle Zulassungsprozess des Systems und somit der Startschuss für praktische Nachrüstungen in den Werkstätten ist für die ersten Fahrzeugmodelle mittlerweile abgeschlossen. Als Grundvoraussetzung zur Entwicklung einer serienreifen Lösung hatte das Bundesverkehrsministerium basierend auf dem bereits in 2018 veröffentlichten „Konzept für saubere Luft und die Sicherung der individuellen Mobilität in unseren Städten“ im Januar dieses Jahres erstmals konkrete technische Anforderungen an Nachrüstsysteme für Dieselfahrzeuge definiert. Die vorgegebenen Kriterien sehen dabei u.a. eine Funktionsweise bis zu einer Minimaltemperatur von -7 Grad Celsius sowie einer Kilometerleistung von 100.000 km oder einer Lebensdauer von bis zu 5 Jahren vor. Als Kernerfordernis gilt bei PKWs der Abgasnormen Euro 4 und 5, dass der NOx-Ausstoß nachgerüsteter Fahrzeuge nicht über dem Grenzwert von 270 mg/km liegen darf.

Nach mehreren Monaten erfolgter Nachrüstungen an Fahrzeugmodellen verschiedener Hersteller und erfolgreicher Tests durch Baumot sowie unabhängige Dritte wie ADAC und TÜV hatte das Unternehmen in den vergangenen Wochen daraufhin mehrere Fahrzeuge und die dazugehörigen Unterlagen für die Erteilung der Allgemeinen Betriebserlaubnis (ABE) beim Kraftfahrt-Bundesamt final vorbereitet. In einem ersten Schritt fokussierte sich Baumot dabei auf ausgewählte Fahrzeuge der gängigsten Volumenmodelle von Volkswagen (VW) und Daimler. Hierzu gehören etwa der VW Passat, die Mercedes-Benz E-Klasse sowie der Mercedes-Benz Sprinter für den Handwerker- und Lieferfahrzeugmarkt. Wie vom Management gestern verkündet wurde, wurde die erste ABE, und damit die Erlaubnis zur Auslieferung der Hardware-Kits, für die eingereichten Fahrzeugtypen von VW nun erteilt.

Mit der Modellauswahl verfolgt das Unternehmen zwei wesentliche strategische Ziele: Zum einen positioniert sich Baumot damit umgehend bei volumenstarken Modellen mit vergleichsweise hoher Penetration unter den Dieselfahrzeugen, die aufgrund ihres für gewöhnlich beträchtlichen Restwerts als Kerngruppe der potenziellen „Nachrüst-Targets“ infrage kommen. Zum anderen trägt die Auswahl der Tatsache Rechnung, dass nach Richtlinie des Bundesverkehrsministeriums bauähnliche Fahrzeugemissionstypen zur Erbringung des messtechnischen Nachweises in bestimmte „Prüffamilien“ zusammengefasst werden dürfen. Dies bedeutet für den Antragssteller, dass es nach Erteilung der ABE für eines der Fahrzeuge innerhalb dieser Prüfgruppen für die Zulassung der weiteren Fahrzeuge fortan keiner gesonderten Anträge mehr bedarf. Hieraus ergibt sich für Baumot die Möglichkeit einer schnellen und effizienten Markteinführung für zahlreiche weitere Modelle, da beispielsweise das für den VW Passat zugelassene System nun auch in anderen Fahrzeugen der gleichen Fahrzeugfamilie wie dem Audi A4 oder dem Skoda Octavia eingesetzt werden kann.

Nur wenige Anbieter serienreifer Systeme im Markt aktiv

Aufgrund seines äußerst volatilen Erlöspotenzials sowie der Abhängigkeit von regulatorischen Einflüssen ist der Nischenmarkt der Fahrzeugnachrüstung in Deutschland von einer oligopolistischen Struktur geprägt, die den wenigen aktiven Anbietern bei auftretenden Nachrüstungswellen aussichtsreiches Umsatzpotenzial bietet. Vergleichbar mit der Situation des letzten großen Nachfrageanstiegs im Jahr 2007 sind neben Baumot derzeit lediglich drei Akteure bekannt, die über eine serienreife Lösung zur Nachrüstung bestimmter Fahrzeugmodelle verfügen:

Dr Pley SCR Technology GmbH: Neben einigen ausgewählten Fahrzeugtypen von Daimler und BMW hat sich Dr Pley insbesondere auf die Nachrüstung von Volvo-Modellen spezialisiert, deren Adressierung Baumot nicht primär beabsichtigt. Für erste Volvo-Modelle hat das Unternehmen kürzlich eine ABE erhalten. Lösungen für Light Commercial Vehicles (LCVs) wie etwa Handwerker- und Lieferfahrzeuge sind von Dr Pley zunächst nicht geplant. Die Produktion der Hardware-Kits erfolgt wie bei Baumot über einen externen Partner (BOSAL RETROFIT GmbH).

HJS Emission Technology GmbH & Co. KG: Das Produktportfolio von HJS ist fast ausschließlich auf kommerzielle Fahrzeuge zugeschnitten und beinhaltet Nachrüstungssysteme für Kleintransporter und Nutzfahrzeuge über den öffentlichen Personennahverkehr bis hin zu Baumaschinen. Während das Unternehmen jüngst seine erste Betriebserlaubnis für Kommunalfahrzeuge eines bestimmten Daimler-Modells erhalten hat (z.B. Müllfahrzeuge), ist HJS nicht im volumenträchtigen PKW-Markt aktiv und konkurriert mit Baumot daher lediglich in Teilbereichen der LCVs. Darüber hinaus verfügt HJS im Gegensatz zu Baumot oder Dr Pley über keine externen Partner zur Fertigung und Distribution der Hardware-Komponenten, sodass die Produktionskapazität des mittelständischen Unternehmens limitiert erscheint.

Oberland Mangold GmbH: Auch Oberland Mangold hat sich bei der Entwicklung geeigneter Nachrüstungen hauptsächlich auf Transporter-Modelle konzentriert. Während das Unternehmen etwa bereits letztes Jahr ein funktionsfähiges System für den VW T5 präsentiert hat, wurden Lösungen für konkrete PKW-Modelle bisher nicht vorgestellt. Zudem ist bei Oberland Mangold auch unternehmensseitig seit mehreren Monaten kein aktueller Entwicklungsstand kommuniziert worden und derzeit keine Absicht eines zeitnahen Zulassungsantrags erkennbar. Über eine bevorstehende Betriebserlaubnis für erste Modelle ist daher zurzeit nichts Konkretes bekannt.

Mit seiner vom Wettbewerb abgrenzenden Fokussierung auf gängige Volumenmodelle von VW und Daimler sowie einer geplanten zeitnahen Ausweitung des Angebots auf artverwandte Fahrzeugtypen befindet sich Baumot u.E. somit in einer aussichtsreichen Position, um von der zu erwartenden Nachrüstungswelle substantziell zu profitieren.

Staatliche und OEM-seitige Zuschüsse bieten Fahrzeughaltern Anreiz zur Nachrüstung

Die Finanzierung der Nachrüstkosten variiert nach aktuellem Stand je nach Fahrzeugtyp und Herstellermarke, wobei der Endnutzer in vielen Fällen einen Zuschuss beantragen kann. Die Art der Bezuschussung unterscheidet sich dabei hinsichtlich der beiden Anwendungseinheiten der LCVs und PKWs.

LCVs: Halter von leichten Nutzfahrzeugen wie etwa Handwerker und Lieferdienste können gemäß einer veröffentlichten Richtlinie eine direkte Förderung durch die Bundesregierung beantragen. Förderberechtigt sind grundsätzlich gewerblich genutzte Fahrzeuge der Definitionsklassen N1 und N2 mit einem zulässigen Gesamtgewicht von 2,8t bis 7,5t. Voraussetzung ist jedoch, dass der Fahrzeughalter seinen Firmensitz in einer der 65 definierten Städte hat, die von Grenzwertüberschreitungen des Stickstoffdioxid-Ausstoßes betroffen ist, oder einen signifikanten Anteil seiner Aufträge in einer dieser Städte generiert (mind. 25% aller Aufträge oder des Umsatzes in der Stadt).

Die Höhe des Zuschusses ist abhängig von der Unternehmensgröße und beträgt 40 bis 60% der gesamten Nachrüstkosten, wobei der Höchstbetrag pro Fahrzeug bei einer Antragstellung bis zum 31. Mai für Fahrzeuge unter 3,5t auf 3.800 Euro und für Fahrzeuge über 3,5t auf 5.000 Euro begrenzt war. Seit dem 01. Juni sind diese Grenzwerte auf 3.000 Euro bzw. 4.000 Euro festgelegt.

PKWs: Für die Nachrüstung von PKWs soll der Zuschuss über die Hersteller erfolgen und zunächst für Fahrzeughalter gelten, die in definierten „Schwerpunktregionen“ oder deren Umkreis wohnen bzw. arbeiten. Diese Regionen umfassen nach aktuellem Stand 15 besonders stark belastete Städte mit einem Stickstoffdioxid-Jahresmittelwert von mehr als 50 Mikrogramm/Kubikmeter.

Da es im Gegensatz zu den LCVs bei den PKWs jedoch keine bindende Richtlinie gibt, erfolgt die Förderung im Ermessen der Hersteller. So haben bisher Daimler und VW zugesagt, Nachrüstungen mit einem Betrag von bis zu 3.000 Euro pro Fahrzeug zu unterstützen, während andere Hersteller von volumenträchtigen Modellen wie BMW oder Volvo derzeit noch zögerlich oder ablehnend auftreten. Anbieter wie Baumot oder Dr Pley gehen jedoch davon aus, dass im Zuge des steigenden Interesses und der wachsenden Nachfrage bei Fahrzeughaltern durch den Start der praktischen Nachrüstungen in den kommenden Monaten weitere Hersteller mit Finanzierungszusagen folgen dürften.

Bei von Baumot erwarteten Nachrüstkosten von rund 3.300 Euro pro PKW (inkl. MwSt. und Einbaukosten durch die Werkstatt) und einem um wenige Hundert Euro höheren Betrag pro LCV ergibt sich für Endnutzer somit neben den fundamentalen Vorteilen (Befreiung von Fahrverboten, Werterhalt des Fahrzeugs) auch ein signifikanter finanzieller Anreiz, der die Hürde einer positiven Entscheidung zur Nachrüstung spürbar senken dürfte.

Substanzielles Erlöspotenzial bei erfolgreicher Marktpenetration

Als Kerngruppe zielt Baumot mit seinem System zunächst auf sämtliche in Deutschland zugelassene Fahrzeuge mit Dieselmotor und der Abgasnorm „Euro 5“ (Zulassung bis August 2015), die die Grenzwerte der aktuell geltenden Emissionsanforderungen nicht mehr erfüllen und somit zunehmend von Fahrverboten betroffen sind (u.a. bereits in Hamburg).

Gemäß der offiziellen Jahresbilanz des Kraftfahrt-Bundesamts waren zu Beginn dieses Jahres rund 47,10 Mio. PKWs in Deutschland zugelassen, von denen mit 15,15 Mio. Einheiten ca. 32,2% Diesel als Kraftstoff nutzen (vs. 65,9% Benzin). Hiervon betrug der Anteil der Emissionsklasse „Euro 5“ zum gleichen Stichtag 35,7% (bzw. 27,1% bei allen PKWs). Hieraus ergibt sich ein Näherungswert von etwa 5,42 Mio. PKWs als adressierbare Zielgruppe für Baumot.

Da zunächst lediglich Fahrzeughalter gefördert werden, die in den 15 definierten Städten sowie den direkt angrenzenden Landkreisen wohnen bzw. arbeiten, dürfte der wesentliche Teil der Nachrüstungen u.E. auf eben diese Halter entfallen. Zieht man den laut statistischen Ämtern aktuellen Einwohneranteil dieser Städte an der bundesweiten Bevölkerung von rund 9,2% (per 31.12.2018) als Eingrenzungsfaktor heran, verbleibt eine

Zahl von ca. 0,50 Mio. PKWs mit Dieselmotor und Emissionsklasse „Euro 5“, die den betroffenen Städten zuzuordnen sind. Unter Einbezug des unmittelbaren Umlandes der angrenzenden Landkreise entspricht der primär adressierbare Gesamtmarkt für Baumot ungefähr 1,30 Mio. PKWs.

Anhand von Erfahrungswerten, wie etwa im Zuge der Einführung der „grünen“ Umweltplakette in Deutschland, geht das Unternehmen davon aus, dass rund 40% der betroffenen Fahrzeughalter eine Nachrüstung an Anspruch nehmen werden. Auf dieser Basis liegt das erwartete Nachfragemotivum folglich bei etwa 0,52 Mio. Einheiten. Bei Zugrundelegung eines durchschnittlichen Verkaufspreises von ca. 2.400 Euro pro Hardware-Kit (exkl. MwSt. und Einbaukosten durch die Werkstatt) resultiert daraus ein prognostiziertes Marktvolumen von 1,25 Mrd. Euro.

Wenngleich die Visibilität für die tatsächliche Nachfrage zum aktuellen Zeitpunkt äußerst gering ist, sollten bei einer Betrachtung des Gesamtmarktpotenzials über diese Kerngruppe hinaus u.E. noch weitere Faktoren berücksichtigt werden:

1) **Nachrüstungen ohne Förderung:** Die verfügbaren Nachrüstungen können landesweit auch von Haltern betroffener Dieselfahrzeuge unabhängig ihres Wohnsitzes ohne Förderung in Anspruch genommen werden. Der Anteil nicht geförderter Aufträge dürfte u.E. zwar nur einen kleinen Teil der Gesamtnachfrage ausmachen. Dennoch ist er in der vorgenommenen Marktbetrachtung gänzlich unberücksichtigt und würde das Umsatzpotenzial entsprechend erhöhen.

2) **Geographische Ausweitung von Fahrverboten:** Durch den Erlass zukünftiger Fahrverbote in weiteren Städten dürfte sich auch die Rechtslage hinsichtlich der Förderung von Nachrüstungen ändern. Tatsächlich hat sich die Anzahl deutscher Städte mit einer Überschreitung des EU-weit verbindlichen Stickstoffdioxid-Jahresmittelwerts von mehr als 40 Mikrogramm/Kubikmeter in den vergangenen beiden Jahren signifikant erhöht. Nach 41 Orten in 2017 haben im vergangenen Jahr bereits 57 Städte den entsprechenden Grenzwert überschritten, wodurch die Wahrscheinlichkeit weiterer Verkehrsbeschränkungen stetig steigt. Unter Einbezug der dort wohnhaften Fahrzeughalter mit betroffenen Dieselfahrzeugen wäre das Nachfragepotenzial deutlich größer. So entspricht der Einwohneranteil dieser 57 Städte rund 24,4% der deutschen Gesamtbevölkerung, der sich unter Berücksichtigung der angrenzenden Landkreise sogar auf 63,6% erhöht. Bei gleichbleibender Annahme einer Umrüstquote von 40% würde hieraus ein mittelfristiges Gesamtmarktpotenzial von etwa 1,38 Mio. Einheiten bzw. 3,31 Mrd. Euro resultieren.

3) **Ausweitung von Fahrverboten auf weitere Emissionsnormen:** Während sich aktuelle Prozesse und Urteile auf Verkehrseinschränkungen für Dieselfahrzeuge der Abgasnorm „Euro 5“ oder von älteren Standards fokussieren, könnte eine fortwährende Zuspitzung der Stickoxid-Belastung in zahlreichen Städten zudem zu einer Ausweitung der Fahrverbote auf aktuelle Emissionsnormen wie „Euro 6“ führen. Dieses Szenario wird beispielsweise in Berlin bereits in Erwägung gezogen. Auch wenn eine flächendeckende Verschärfung der Verbote erst in einigen Jahren realistisch erscheint, dürfte eine derartige Entwicklung den adressierbaren Markt für Baumot sukzessive erhöhen und unter Umständen gar eine erneute Nachrüstungswelle verursachen. Von den 15,15 Mio. Dieselpkw in Deutschland wären dabei nach aktuellem Stand etwa 4,45 Mio. Fahrzeuge betroffen (29,3%).

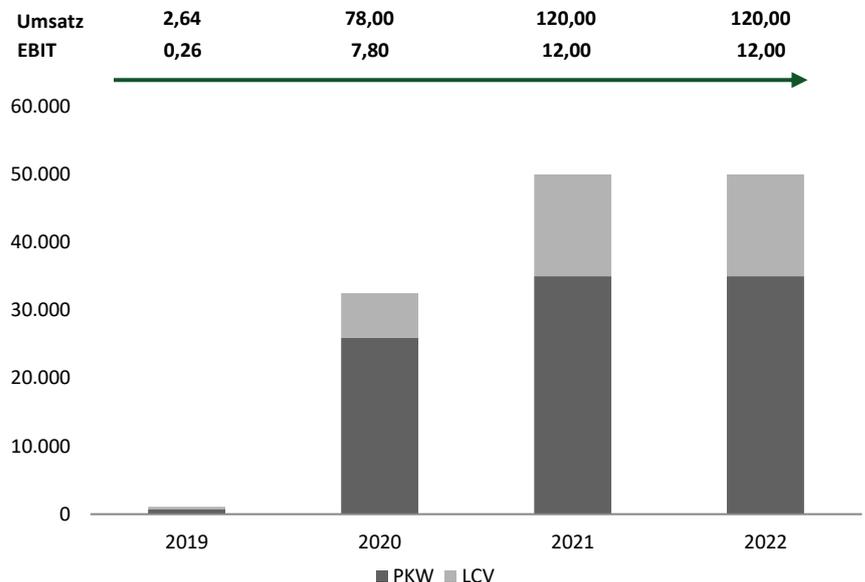
4) **Fahrverbote in weiteren Ländern:** Deutschland nimmt in der Thematik der Fahrverbote und damit einhergehenden Nachrüstsoptionen in Europa eine Vorreiterrolle ein. Da jedoch auch andere Mitgliedsstaaten wie Frankreich oder Italien der Problematik einer Überschreitung der EU-weit geltenden Grenzwerte gegenüberstehen, erscheint die Einführung vergleichbarer Lösungen bei erfolgreicher Umsetzung in Deutschland in den kommenden Jahren durchaus wahrscheinlich. Dort wäre Baumot aufgrund seiner hierzulande gewonnenen Erfahrungen u.E. ebenfalls in der Lage, eine aktive Rolle bei potenziellen Nachrüstungen zu spielen.

Insgesamt ist die Definition des konkreten Nachfragepotenzials zum aktuellen Zeitpunkt u.E. nur eingeschränkt möglich. Dennoch erscheint das Erlös- und Ergebnispotenzial für

Baumot selbst bei einer bloßen Betrachtung des unmittelbaren Marktes der 15 bereits förderfähigen Städte beträchtlich.

In einem Base-Case-Szenario erwartet das Unternehmen selbst eine Nachrüstung von rund 100.000 PKWs sowie 37.000 LCVs bis zum Jahr 2022. Dies würde einen Umsatzbeitrag von ca. 340 Mio. Euro implizieren. Dies entspricht etwa 26% des von uns für den Kernmarkt kalkulierten Gesamtpotenzials, um den die vier potenziellen Player konkurrieren. Bei einer vom Management avisierten EBIT-Marge von durchschnittlich 10% ergibt sich aus diesem Umsatzniveau ein EBIT-Beitrag von 34 Mio. Euro für die kommenden 4 Jahre. Im Vergleich zu dem in den vergangenen beiden Jahren erzielten Umsatzniveau von 9,8 Mio. Euro (2017) und 6,2 Mio. Euro (2018) sowie einem EBIT von -8,9 Mio. Euro bzw. -8,5 Mio. Euro würde eine derart erfolgreiche Marktpenetration Baumot somit zu einem substantziellen Gewinnprung und einer Rückkehr zur Profitabilität verhelfen.

Umsatz und EBIT auf Basis der Nachrüstungszahlen (Guidance)
(in Mio. Euro)



Auch ohne PKW-Geschäft deutliches Wachstum in den kommenden Jahren erwartet

Ungeachtet der zurzeit noch eingeschränkten Visibilität für das PKW-Geschäft ist der Vorstand optimistisch, bereits in diesem Jahr spürbares Wachstum auf Gruppenebene verzeichnen zu können. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die erfreuliche Entwicklung im stetigen Kerngeschäft der Nutzfahrzeugnachrüstung (u.a. Stadt- und Überlandbusse sowie LKWs), in dem Baumot zahlreiche Länder in Süd- und Osteuropa, im mittleren Osten sowie insbesondere den UK-Markt adressiert. In diesen Regionen haben sich aufgrund verschärfter Emissionsanforderungen und neuer Förderrichtlinien aussichtsreiche Auftragsperspektiven ergeben, die zu deutlichem Umsatz- und Gewinnwachstum führen dürften.

Im ausländischen Kernmarkt UK etwa hat die Regierung aufgrund sich zuspitzender Abgasbelastungen Fördermittel von mehr als 190 Mio. GBP zur Nachrüstung von Stadtbussen und Taxis bereitgestellt. Hier profitiert das Unternehmen zunehmend von der im vergangenen Jahr umgesetzten Entscheidung, mit der Tochtergesellschaft Baumot UK Ltd. ein eigenes Applikations- und Installationszentrum für Nachrüstungen zu errichten. Während Baumot als einer von lediglich vier zugelassenen Anbietern bereits in 2017 für die Nachrüstung von insgesamt 5.800 Bussen in London qualifiziert wurde, verzeichnet das

Unternehmen seit Ende 2018 eine zunehmende Geschäftsdynamik mit Aufträgen für mehrere Flotten in weiteren Städten wie Silverstone, Leeds, Glasgow und Birmingham. Allein dieses profitable Geschäft soll planmäßig in 2019 sowie im ersten Halbjahr 2020 einen Beitrag im hohen einstelligen Mio.-Euro-Bereich liefern. Darüber hinaus konnte im Mai dieses Jahres eine exklusive Kooperation mit Scania UK geschlossen werden. Als volumenträchtiger Hersteller von Nutzfahrzeugen und Bussen ist Scania im UK-Markt mit mehreren Modellfamilien für den öffentlichen Nahverkehr sowie den Reiseverkehr aktiv, die im Rahmen eines Retrofit-Programms in den kommenden Jahren durch Baumot nachgerüstet werden sollen.

Auch in Italien hat sich die Auftragslage als Resultat einer zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Gesetzesänderung deutlich positiv entwickelt. Nachdem zahlreiche Städte seither Verkehrsbeschränkungen für Dieselfahrzeuge mit alten Euro-Normen 1-3 ohne Dieselpartikelfilter (DPF) erlassen haben, konnte Baumot Aufträge für seine DPF-Lösung im niedrigen bis mittleren einstelligen Mio.-Euro-Bereich mit Wirksamkeit noch in diesem Jahr verbuchen.

Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht einer ebenfalls vielversprechenden Entwicklung im Mittleren Osten sowie des avisierten Beginns der PKW-Umrüstungswelle in Deutschland erwartet das Management für das Gesamtjahr 2019 ein Umsatzniveau von 22 Mio. Euro bei einem positiven EBITDA von rund 1,1 Mio. Euro. Dies würde verglichen mit den Vorjahreswerten einen substanziellen Erlös- und Ergebnissprung bedeuten (2018: 6,2 Mio. Euro Umsatz, -6,1 Mio. Euro EBITDA).

Fazit

Als Technologiespezialist im Bereich der Emissionsreduktion von Fahrzeugen und Maschinen ist Baumot mit seinen angebotenen Hardware-Systemen wesentlich von regulatorischen Rahmenbedingungen und sich verändernden Emissionsanforderungen abhängig. Nach mehreren verlustreichen Jahren der Produktentwicklung und Vorbereitung auf die nächste Nachfragewelle steht der Investment Case dank einer seit Jahresbeginn veränderten Gesetzeslage in Deutschland nun vor einem Wendepunkt. Als einer von nur vier aktiven Anbietern dürfte Baumot zu den elementaren Profiteuren des mit der jüngst erteilten Betriebszulassung geöffneten Markts für Hardware-Nachrüstungen von PKWs und LCVs mit Dieselmotor zählen. Auch wenn die Visibilität hinsichtlich des konkreten Erlösvolumens zum aktuellen Zeitpunkt noch eingeschränkt ist, lassen die hohe Anzahl betroffener Fahrzeuge sowie die aussichtsreiche Marktposition von Baumot darauf schließen, dass selbst eine lediglich begrenzte Marktpenetration das Potenzial eines signifikanten Umsatz- und Gewinnsprungs für das Unternehmen birgt.

DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass es direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet wird. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 16.08.2019):

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Analyse getroffen. Diese Analyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Publikation angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 16.08.2019):

Die vorliegende Publikation spiegelt die aktuelle Einschätzung des Analysten wider. Eine Aktualisierung oder fortlaufende, regelmäßige Kommentierung kursrelevanter Ereignisse findet nicht statt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 16.08.2019):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80