

19. März 2015
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Twintec AG

Umsatzverdreifachung
bis 2018 angepeilt

Urteil: **Buy** | Kurs: **0,988 Euro** | Kursziel: **2,20 Euro**

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	8
Strategie.....	10
Zahlen	12
Equity-Story	14
DCF-Bewertung.....	15
Fazit	17
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	18
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	19
Impressum & Disclaimer.....	20

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Königswinter
Branche:	Abgasnachbehandlung
Mitarbeiter:	72
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0LSAT7
Kurs:	0,988 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	34,8 Mio. Stück
Market Cap:	34,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	37,9 Mio. Euro
Free-Float:	20,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,699 / 0,755 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	53,1 Tsd. Euro

Kurzportrait

Der Spezialist für Abgasnachbehandlungstechnologie hat eine tiefe Krise hinter sich, präsentiert sich aber nach der erfolgreichen Restrukturierung inzwischen als ein aussichtsreich positionierter Innovationsführer in einem attraktiven Markt. Insbesondere mit der B-NOx SCR-Technologie für eine hocheffiziente Reduktion der Stickstoffoxide verfügt Twintec über eine Lösung, die dem Unternehmen als wichtiger Türöffner dient, um das volumen- und margenträchtige OEM-Geschäft in eine neue Dimension zu bringen. Als Beleg für das rege Interesse der potenziellen Kunden an der Twintec-Lösung berichtet das Unternehmen über eine Vielzahl von laufenden Test- und Entwicklungsprojekten, in denen die Serienfähigkeit der Technologie hergestellt werden soll.

Auf Basis der Erwartung einer erfolgreichen Etablierung als Serienlieferant will das Management bis 2018 den Umsatz in etwa verdreifachen. Wir haben dieses Wachstumsszenario – in abgeschwächter Form – unserer Wertermittlung zu Grunde gelegt und sehen auf dieser Basis für die Twintec-Aktie Potenzial bis 2,20 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	30,2	20,9	28,4	29,0	36,2	50,7
EBITDA (Mio. Euro)	-2,1	-2,4	1,9	1,6	2,1	3,2
Jahresüberschuss	-4,3	-8,8	-1,4	-1,5	-0,6	0,7
EpS	-0,44	-0,30	-0,04	-0,04	-0,02	0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	31,7%	-31,1%	36,2%	2,0%	25,0%	40,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,13	1,63	1,20	1,18	0,94	0,67
KGV	-	-	-	-	-	46,6
KCF	-22,3	-327,0	48,3	20,6	17,4	11,6
EV / EBITDA	-	-	19,9	23,4	18,0	11,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Fokus auf Abgasmachbehandlung:** Twintec hat sich auf Systeme zur Nachbehandlung von Fahrzeug- und Motorabgasen spezialisiert und gehört damit hierzulande zu den führenden Anbietern.
- **Tiefe Krise überwunden und Restrukturierung abgeschlossen:** Unter der neuen Führung hat Twintec die existenzbedrohende Krise der Jahre 2010 bis 2012 überwunden und sich strategisch komplett neu aufgestellt. Letztes Jahr wurde auf EBITDA-Ebene der Breakeven geschafft, ohne die nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen auf die Kaufpreisbestandteile aus der Baumot-Übernahme in Höhe von mehr als 2,2 Mio. Euro p.a. wäre auch das EBIT schon im letzten Jahr in die Pluszone zurückgekehrt. Nach diesen Erfolgen kann der Blick nun auf die Umsetzung der Wachstumsstrategie gerichtet werden.
- **Attraktive Zielmärkte:** Mit der Konzentration auf Systeme zur Abgasmachbehandlung adressiert Twintec attraktive Märkte, denen von Marktanalysten für die nächsten Jahre hohe Wachstumsraten zuge-
traut werden. Steigendes Umweltbewusstsein und weltweit zunehmend restriktive Abgasvorschriften sind die wichtigsten Wachstumstreiber.
- **Technologie mit Blockbuster-Potenzial:** Seit der Übernahme des Schweizer Konkurrenten Baumot verfügt Twintec über den Zugriff auf eine innovative Technologie (B-NO_x SCR), mit der Stickstoffoxide deutlich effizienter als mit alternativen Methoden aus den Abgasen eliminiert werden können. Damit werden Fahrzeug- und Motorenhersteller in die Lage versetzt, die kommenden Abgasnormen auch nach dem neuen Prüfzyklus (niedrigere und stärker schwankende Betriebstemperatur) zu erfüllen.
- **Ausbau des OEM-Geschäfts:** Dank der B-NO_x SCR-Technologie soll das Erstausrüstungsgeschäft von Fahrzeug- und Motorenherstellern massiv ausgebaut werden. Das Unternehmen berichtet über sehr reges Interesse seitens der potenziellen Kunden und verweist auf eine prall gefüllte Pipeline von Test- und Entwicklungsprojekten mit OEM-Partnern.
- **Internationalisierung:** Eine weitere strategische Stoßrichtung zielt auf den Ausbau der Präsenz in Übersee, vor allem in China und in den USA. In beiden Ländern sieht das Unternehmen noch erhebliches Potenzial im Nachrüstgeschäft, das in Deutschland und Westeuropa schon seinen Zenit überschritten hat.
- **Neues Potenzial im Aftermarket:** Noch am Zyklusbeginn ist hingegen der Markt für Ersatz- und Austauschsysteme. Da inzwischen die ersten Fahrzeugjahrgänge, die serienmäßig mit DPF ausgerüstet worden sind, in ein fortgeschrittenes Alter kommen, erwartet Twintec einen bald rapide steigenden Bedarf an Ersatzsystemen und will sich dafür mit entsprechenden Zertifizierungen positionieren.
- **Umsatzverdreifung angepeilt:** Die zahlreichen Wachstumsinitiativen dürften plangemäß erst im Laufe des kommenden Jahres beginnen, ihre Wirkung zu entfalten. Die laufende Periode dient hingegen noch den Vorarbeiten und dürfte sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig eine eher verhaltene Entwicklung zeigen. Gehen die Unternehmenspläne aber auf, will Twintec seinen Umsatz bis 2018 auf bis zu 100 Mio. Euro mehr als verdreifachen.

SWOT-Analyse

Stärken

- Tiefgreifende Restrukturierung des Unternehmens in kurzer Zeit erfolgreich abgeschlossen und auf EBITDA-Basis den Turnaround – voraussichtlich – vollzogen.
- Die B-Nox SCR-Technologie verschafft Twintec die Position als Innovationsführer und bietet Blockbuster-Potenzial.
- Der neue Fokus auf das OEM-Geschäft ermöglicht hohes Wachstum mit beträchtlichem Skalierungspotenzial.
- Überzeugende Expansionsstrategie mit Konzentration auf attraktive Nischen wie den Offroad-Bereich.

Chancen

- Die zunehmende Verschärfung der Abgasvorschriften und der Prüfzyklen sorgt für einen rapide steigenden Bedarf an effizienter Abgastechnologie.
- Die für 2015 erwartete Zulassung für die USA und die begonnene Erschließung des chinesischen Marktes eröffnen weitere Potenziale in attraktiven Auslandsmärkten.
- Die Verlängerung der Förderung von Rußpartikelfiltern in Deutschland dürfte das Nachrüstgeschäft in 2015 beflügeln.
- Die große Pipeline an unterschiedlichen OEM-Projekten könnte ab 2017 sprunghaftes Wachstum ermöglichen.
- Der noch im Entstehen befindliche Markt für Ersatzsysteme bietet auch in reifen DPF-Märkten große Potenziale.
- Eine erfolgreiche Umsetzung der Unternehmenspläne ist in dem Aktienkurs noch nicht berücksichtigt, was eventuell auch einen kaufwilligen Konkurrenten auf den Plan rufen könnte.

Schwächen

- Die Serienfähigkeit der B-Nox SCR-Technologie muss noch hergestellt und in der Praxis bestätigt werden.
- Der Test auf die Funktionsfähigkeit und vor allem die Profitabilität des neuen Geschäftsmodells steht noch aus.
- Die für das künftige OEM-Geschäft entscheidende Kombilösung aus DPF und SCR befindet sich erst in der Entwicklung.
- Das Vertrauen des Kapitalmarktes scheint trotz der Restrukturierungserfolge nicht vollständig wiederhergestellt zu sein.

Risiken

- Die Unternehmensplanung und unser Schätzszenario steht und fällt mit dem unterstellten breiten Markterfolg der B-Nox SCR-Technologie.
- Angesichts der Attraktivität des Marktes sowie großer und finanzstarker Wettbewerber könnte die Innovationsführerschaft eingebüßt werden.
- Das geplante rasante Wachstum kann die Management- und Organisationsstrukturen des mittelständisch geprägten Unternehmens überfordern.
- Eine Expansion in Übersee und vor allem der Markteintritt in den USA ist erfahrungsgemäß gerade für kleinere Mittelständler mit erheblichen Risiken verbunden und alles andere als ein Selbstläufer.

Profil

Spezialist für Abgasnachbehandlung

Die Twintec AG wurde 1995 gegründet und hat sich seitdem als ein führender Spezialist für die Abgasnachbehandlung etabliert. Groß geworden ist das in Königswinter bei Bonn ansässige Unternehmen dabei als Entwickler und Hersteller von Nachrüst-Rußpartikelfiltern, mit denen es insbesondere von der großen Diesel-Flotte und der großzügigen Förderung in Deutschland profitiert hatte. Das Ende des Nachrüstbooms, in Verbindung mit der technischen Konzentration auf einen deutschen Sonderweg, stürzte Twintec aber in eine existenzielle Krise, die erst durch den Einstieg des amerikanischen Private Equity Fonds Perseus LLC im Jahr 2012 und durch die von diesem eingeleitete und unterstützte grundlegende Restrukturierung überwunden wurde.

Grundlegende Sanierung vollzogen

Ein wesentliches Element der Sanierung war die Installation einer neuen FührungscREW, die unter der Leitung des 2012 berufenen Vorstandsvorsitzenden Marcus Hauser das Unternehmen komplett neu aufgestellt hat. Zu den Maßnahmen gehörten unter anderem die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung, die Straffung der Kostenstruktur und die Aufgabe unrentabler Geschäftsbereiche. So wurde der direkte Vertrieb für das inländische Nachrüstgeschäft zugunsten der Beauftragung von Absatzmittlern aufgegeben, der Personalbestand reduziert, die operativen Kosten um 3,4 Mio. Euro p.a. abgesenkt und die Eigenkapitalquote von 36 Prozent im Jahr 2011 auf 60,7 Prozent zur Mitte des Jahres 2014 gesteigert. Gleichzeitig wurde die Nettofinanzverschuldung deutlich abgebaut.

Übernahme verbessert Marktpositionierung

Die mit Abstand wichtigste Änderung war aber die Übernahme der Baumot AG, eines in der Schweiz beheimateten Konkurrenten, der sich vor dem Zusammenschluss ebenfalls im Besitz von Perseus LLC befand. Inhaltlich sind die Schweizer stärker auf den Offroad-Markt konzentriert, also auf die Abgasnach-

behandlung von Maschinen und Sonderfahrzeugen (Bau, Forstwirtschaft, Landwirtschaft). Auch liegt der Fokus weniger auf dem Nachrüst- als auf dem Erstausrüstmarkt (OEM), was im Vergleich mit der „alten“ Twintec eine wesentlich breitere internationale Präsenz bedingt. Dementsprechend unterhält Baumot neben dem Stammsitz im schweizerischen Glattpark Vertriebsniederlassungen in Deutschland, England, Italien und den USA.

Zugriff auf führende Technologie

Der im Blick auf die weiteren Perspektiven entscheidende Aspekt der Baumot-Übernahme war der damit geschaffene Zugriff auf die B-NO_x SCR-Technologie (SCR steht für Selective Catalytic Reduction) der Schweizer. Die Kerninnovation des mit mehreren Patenten abgesicherten Verfahrens besteht darin, den für die Katalyse notwendigen Ammoniak nicht im Hauptabgasstrang, sondern in einem Bypass in Motornähe zu erzeugen. Durch diesen Kunstgriff wird eine Reihe von Vorteilen erschlossen, die in Summe dazu führen, dass der Ausstoß von Stickstoffoxiden aus Dieselmotoren deutlich effizienter und vor allem bei deutlich niedrigeren Betriebstemperaturen reduziert werden kann als mit herkömmlichen Verfahren. Damit verfügt das Unternehmen nun über die notwendige Technologie, mit der Fahrzeughersteller die kommenden Abgasnormen auch nach dem neuen Prüfzyklus, mit dem viele andere Lösungen Schwierigkeiten haben dürften, problemlos erfüllen können. Nach mehrjähriger Entwicklung wurde das System im Sommer 2014 erstmalig für den realen Einsatz verkauft, als Twintec den Auftrag erhielt, einige Dutzend Schulbusse in Großbritannien mit dieser Technologie nachzurüsten. Bezüglich des bisherigen Ablaufs des Projekts zeigt sich das Unternehmen zufrieden und sieht darin den Praxistest für die Technologie als erbracht an. Darüber hinaus hat sich die Technologie nach Angaben von Twintec bereits in mehreren Tests mit potenziellen OEM-Partnern bewährt.

Ausbau des OEM-Geschäfts

Mit Hilfe der B-NOx SCR-Technologie und des bestehenden Vertriebsnetzes von Baumot will sich Twintec verstärkt als Erstausrüster von Motoren- und Maschinenherstellern positionieren und berichtet über ein sehr reges Interesse auf Seiten der potenziellen OEM-Kunden. Dieses manifestiert sich in einer Vielzahl von Projekten in verschiedenen Phasen, in denen mit dem jeweiligen Partner die Serientauglichkeit der Technologie geprüft oder vorbereitet wird (siehe untenstehende Übersicht). Drei Projekte (diese betreffen allerdings noch nicht die B-NOx-Technologie, sondern Dieselpartikelfilter) sind nach Unternehmensangaben bereits in die Serienproduktion überführt worden, was im letzten Geschäftsjahr einen prognostizierten Anstieg der OEM-Umsätze um über 400 Prozent auf 9 Mio. Euro bewirkt haben dürfte. Hiervon dürfte ein Großteil auf die Zusammenarbeit mit einem führenden osteuropäischen Landmaschinenhersteller entfallen sein, für den die Rheinländer Rußpartikelfilter liefern. Das aus diesem Vertrag zu erwartende Umsatzvolumen für das Jahr 2014 hat das Management auf 7 Mio. Euro beziffert.

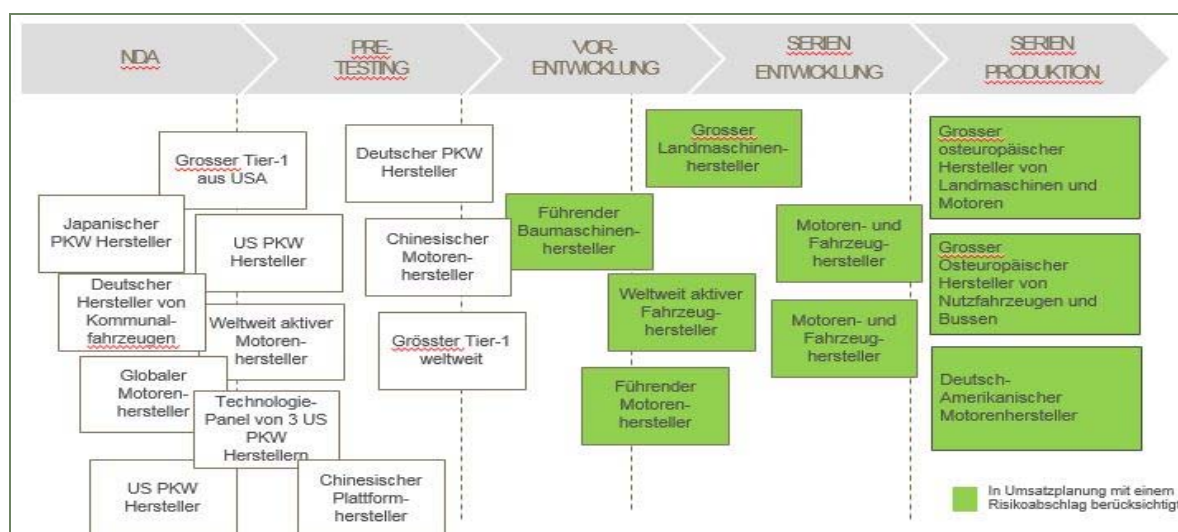
Stabiles Dienstleistungsgeschäft

Neben der Baumot AG, die inzwischen zusammen mit ihren Auslandsniederlassungen als reine Vertriebsorganisation geführt wird, und der Twintec Technologie GmbH, die das aktuelle Geschäft mit Dieselpartikelfiltern betreibt und die Entwicklung

rund um B-NOx verantwortet, umfasst der Konzern mit der INTERKAT Katalysatoren GmbH noch eine Dienstleistungstochter, die am Standort Königswinter die katalytische Beschichtung der Substrate vornimmt. Das Unternehmen bietet seine Leistungen auch außerhalb des Konzerns an, beliefert unter anderem Kraftwerkbetreiber und Anlagenbauer und hat mit ihren 25 Mitarbeitern im ersten Halbjahr 2014 mit 4,5 Mio. Euro rund 30 Prozent zum Konzernumsatz beigetragen. Die Konzernmutter Twintec AG agiert hingegen lediglich als reine Finanz- und Managementholding und verfügt neben dem Vorstand nur über zehn weitere Mitarbeiter für die Zentralfunktionen.

Zwei Ankerinvestoren

Mit der Übernahme von Baumot, die mittels einer Sachkapitalerhöhung erfolgt ist, hat sich auch die Aktionärsstruktur deutlich geändert. Als wichtiger Ankerinvestor ist seitdem die Familie des COO Roger Kavena mit rund 26 Prozent der Anteile beteiligt, die zudem dem Unternehmen auch die Kontakte im osteuropäischen Raum sichert. Als Mehrheitsinvestor fungiert mit 53,5 Prozent seit Januar der Private Equity Fonds Centre Lane Partners 2014-LT, L.P, der im Zuge eines Kontrollwechsels innerhalb der Perseus VII-Fondstruktur das gesamte Aktienpaket von Perseus Partners VII, L.P übernommen hat. Die restlichen Anteile befinden sich im Streubesitz.

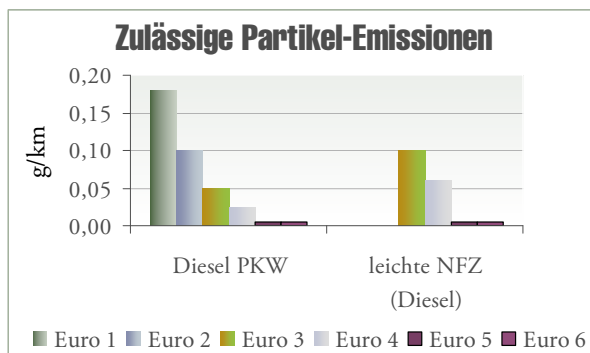
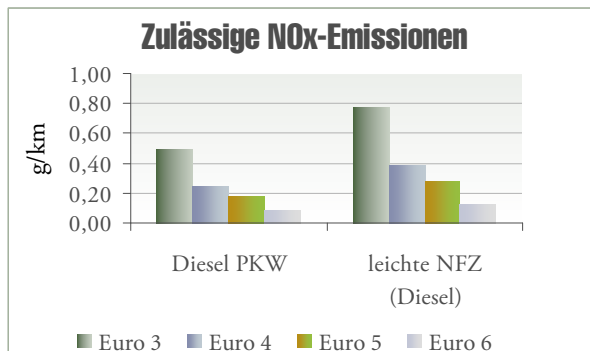


Übersicht der aktuellen OEM-Projekte. Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Emissionsvorschriften als Markttreiber

Der Markt für Abgastechnologie wird maßgeblich von der Umweltpolitik determiniert, die mit der Vorgabe von Emissionsgrenzwerten, der Gewährung von Zuschüssen oder Steuernachlässen oder über administrative Maßnahmen wie der Einrichtung von Umweltzonen versucht, die Reduktion des Schadstoffausstoßes zu erzwingen. Das zentrale Element sind dabei die Emissionsgrenzwerte, die alle paar Jahre verschärft werden.



Quelle: Umweltbundesamt, NFZ-Angaben für Gewichtsklasse 1.760 bis 2.610 kg

Die beiden Abbildungen zeigen beispielhaft die Entwicklung der europäischen Grenzwerte für die Emission von Feinpartikeln und von Stickstoffoxiden von Diesel-PKW und leichten Nutzfahrzeugen. Die letzte Stufe, die EURO 6 Norm, gilt (für PKW) seit dem 1. September 2014 für alle in der EU neu zugelassenen Fahrzeugtypen und ab dem 1. September 2015 für alle neu zugelassenen PKW (für leichte

Nutzfahrzeuge gelten andere Fristen). Der Übergang von der Norm EURO 5 auf EURO 6 bedeutet beispielsweise für leichte Nutzfahrzeuge mehr als eine Halbierung des zulässigen Ausstoßes von Stickstoffoxiden. Ähnliche Vorschriften mit derselben Verschärfungstendenz gibt es auch für andere Fahrzeugarten (schwere Nutzfahrzeuge, Busse, Baumaschinen, Schiffe, Traktoren). Diese Entwicklung ist zudem nicht auf Europa beschränkt, sondern betrifft alle wichtigen Wirtschaftsräume, weswegen die Marktanalysten der Beratungsgesellschaft Oliver Wyman von einem Wachstum des globalen Marktes für Abgasnachbehandlungssysteme von 18 Prozent p.a. ausgehen (bis 2020).

Attraktive Nischen in der Erstausrüstung

Rund zwei Drittel des Marktes, dessen Volumen in Europa und Nordamerika von Oliver Wyman auf 16 Mrd. Euro beziffert wird, entfallen auf das OEM-Geschäft, also auf die Serienausrüstung der Neufahrzeuge. Dieses Geschäft wird von großen Automobilzulieferern dominiert, in Europa zählen dazu unter anderem die Eberspächer Gruppe oder die Continental-Tochter Emitec. Als Erstausrüster kommen die kleineren Anbieter deswegen vor allem in solchen Bereichen in Frage, die aufgrund der geringeren Stückzahlen Nischencharakter aufweisen. Dazu gehören Land-, Forst- und Baumaschinen sowie Busse und Nutzfahrzeuge von kleineren Herstellern.

Regionale Unterschiede im Nachrüstmarkt

Neben der Serienbelieferung von Fahrzeug- und Maschinenherstellern stellt der Nachrüstmarkt (Retrofit) das zweite große Segment des Marktes dar. Um die Emissionen der bestehenden Fahrzeug- und Maschinenflotten rascher zu reduzieren, wird die Nachrüstung vielerorts mit positiven (Maut- und Steuernachlässe, Zuschüsse) und mit negativen (Fahrverbote) Anreizen gefördert. So hat Deutschland sein Förderprogramm zur Nachrüstung von Dieselpartikelfil-

tern, das 2013 ausgelaufen war, ab 2015 neu aufgelegt und mit 30 Mio. Euro ausgestattet. Ziel der Maßnahme ist es, einen Großteil der rund 2 Mio. älteren Diesel-Pkws und leichten Nutzfahrzeuge ohne grüne Plakette nachzurüsten. Ähnliche Maßnahmen hat jüngst die Region Lombardei in Italien verkündet, die für die Jahre 2015 und 2016 jeweils 10 Mio. Euro an Fördervolumen vorgesehen hat. Den wichtigsten Retrofit-Markt hat Twintec aber in den USA identifiziert, wo insbesondere Busse und Nutzfahrzeuge noch einen großen Nachholbedarf aufweisen. Nach Angaben der amerikanischen Vereinigung der Hersteller von Abgasnachbehandlungssystemen (Manufacturers of Emission Controls Association (MECA)) hat der amerikanische Markt derzeit ein Volumen von 100 Mio. Euro p.a. und eine hohe Wachstumsdynamik von rund 10 Prozent.

Hohes Potenzial im Ersatzteilgeschäft

Im Hinblick auf die Zukunft sehr potenzialträchtig ist schließlich das dritte Marktsegment, der Markt für Austauschsysteme (Aftermarket). Auf Basis der Erfahrung, dass viele Systeme nach sechs bis acht Jahren ausgetauscht werden müssen, kommen die ersten Fahrzeugjahrgänge, die serienmäßig mit DPF oder SCR (im LKW-Bereich) ausgestattet worden sind (in etwa 2007/2008) nun in den Ersatzzyklus. Auf dieser Basis schätzt Twintec, dass das Marktvolumen allein in Deutschland von derzeit 15 Mio. Euro

bis 2020 auf mehr als 200 Mio. Euro ansteigen dürfte und dass die unabhängigen Anbieter in der Lage sein sollten, sich einen signifikanten Teil davon zu sichern.

Technologischer Wandel

Durch die unterschiedlichen Einführungszeitpunkte und -zyklen dürften sich die Gewichtungen in den von Twintec adressierten Marktsegmenten in Zukunft weiter verschieben. Während der Nachrüstmarkt mit DPF in Deutschland durch das neue Förderprogramm zwar noch eine Sonderkonjunktur erfahren, perspektivisch aber weiter an Bedeutung verlieren dürfte, sollte das Geschäft mit der Nachrüstung von SCR Systemen (also Katalysatoren zur Reduktion von Stickstoffoxiden) vor allem in Offroad-Anwendungen und in Nutzfahrzeugen in den nächsten Jahren wachsen. Dasselbe Muster, eventuell zeitlich verschoben, ist auch im Ausland zu erwarten. Demgegenüber dürften im Aftermarket noch für mehrere Jahre die DPF die dominante Rolle spielen, das Geschäft mit Austausch-SCR-Systemen ist noch weitgehend Zukunftsmusik. Im OEM-Markt schließlich ist ein Trend zu Kombisystemen (also DPF und SCR) zu beobachten, so dass langfristig die integrierte Reduktion von Rußpartikeln und von Stickstoffoxiden der Standard (dann auch im Aftermarket) werden dürfte.

Strategie

Fokus auf B-NOx-Plattform

Die B-NOx-Technologie bietet nach Unternehmensangaben gegenüber herkömmlichen Verfahren zur Reduktion von Stickstoffoxiden mehrere Vorteile. Das System stellt geringere Anforderungen an die Höhe und die Konstanz der Betriebstemperatur, erzielt bessere und zuverlässigere Reduktionsergebnisse, ist unabhängig gegenüber dem verwendeten Additiv und ist schließlich platzsparender und leichter. Mit dem Einsatz in den englischen Schulbussen kann Twintec zudem seit einem Jahr demonstrieren, dass die Technologie auch in der Praxis funktioniert. Nun liegt der Fokus auf der Adaption des Systems für OEM-Anwendungen im Offroad-Bereich, das Management rechnet für das laufende Jahr mit der Erteilung der ersten Entwicklungsaufträge zur Serienvorbereitung. Gleichzeitig arbeitet Twintec auch an einer Version für den PKW-Bereich, mit der perspektivisch auch der Massenmarkt erschlossen werden könnte.

Offroad-Anwendungen als OEM-Übungsfeld

Strategisch legt Twintec beim Aufbau seines OEM-Geschäfts den Schwerpunkt aber zunächst auf den Bereich der Offroad-Fahrzeuge. Durch die kleineren Losgrößen und die Vielzahl unterschiedlicher Anbieter bietet der Markt mehr Nischen, in denen das OEM-Geschäft „geübt“ und die Technologie optimiert werden können. Darüber hinaus verfügt Twintec in diesem Bereich bereits über gute Referenzen, seit dem letzten Jahr wird ein osteuropäischer Hersteller von Landmaschinen und Motoren serienmäßig mit Dieselpartikelfiltern beliefert. Gleichwohl ist der Offroad-Fokus nicht ausschließlich, die aktuelle Pipeline der in unterschiedlichen Vorbereitungsphasen befindlichen OEM-Projekte umfasst auch Motorenhersteller, große Automobilzulieferer, Produzenten von Nutzfahrzeugen und Bussen sowie auch einige PKW-Hersteller.

Ausbau der Technologieführerschaft

Die Breite der OEM-Pipeline verdankt Twintec insbesondere der B-NOx-Technologie, die branchenweit auf großes Interesse stößt und dem Unternehmen viele bisher verschlossene Türen öffnet. Um die Adaption der Technik an die Anforderungen des jeweiligen Partners zu bewältigen und die Serienreife zu erreichen, legt das Unternehmen derzeit einen hohen Wert auf die Entwicklungsleistung. Von den insgesamt 72 Mitarbeitern sind nach Unternehmensangaben 18 Personen in der Entwicklung tätig, die Summe der jährlichen Entwicklungsaufwendungen beziffert der Vorstand auf fast 2 Mio. Euro. Weitere Schwerpunkte der Entwicklungsaktivitäten bestehen derzeit in der Zertifizierung der eigenen Produkte für den Aftermarket sowie in der Konstruktion einer integrierten Kombilösung aus DPF und SCR, mit der die beiden Funktionen platz- und gewichtssparend erfüllt werden sollen.

Internationalisierung

Einen weiteren Baustein im Strategiemix stellt die Internationalisierung der Kunden- und Umsatzbasis dar. Nachdem der Konzern dank der traditionell starken Stellung von Baumot bereits in Osteuropa präsent ist, stehen nun die USA sowie China auf der Agenda. In China, das gegen massive Luftverschmutzungsprobleme kämpft, wurde im letzten Jahr die Einführung von DPF gesetzlich vorgeschrieben. Twintec ist vor Ort mit einem Joint-Venture präsent und will zunächst die Busbetreiber in Städten der zweiten und dritten Reihe adressieren. Sehr attraktiv schätzt das Management auch den Nachrüstmarkt in den Vereinigten Staaten ein, wo die Gesellschaft in drei Jahren einen Umsatz von 10 bis 12 Mio. Euro erzielen will. Nach Unternehmensangaben liegt die erste Bestellung aus dem Nutzfahrzeugbereich bereits vor, die allerdings erst wirksam wird, wenn die noch ausstehende Zulassung für den us-amerikanischen Markt vorliegt. Nach witterungsbedingten Verzögerungen geht Twintec davon aus, dass dies noch im ersten Halbjahr der Fall sein wird.

INTERKAT als Spezialchemieanbieter

Eine Sonderrolle innerhalb des Konzerns und eine eigene Wachstumsstrategie ist dem Beschichtungsdienstleister INTERKAT zugeordnet. Dank seiner ausgeprägten Prozessexpertise und des großen Fundus an eigenen Rezepturen sind die Leistungen des Unternehmens auch jenseits der Konzerngrenzen sehr gefragt, teilweise ist INTERKAT sogar auch für andere Katalysatorhersteller aktiv. Eine besondere Stärke sieht das Management in der Entwicklung kunden- und anwendungsindividueller Beschichtungen (Washcoats), die in Kombination mit der Prozessexpertise eine führende Rolle in Nischenanwendungen sichert, in denen es trotz einer geringen Chargengröße auf eine hohe und verlässliche Qualität ankommt. Dazu gehören zum Beispiel Katalysatoren im Bereich Biogasanlagen, bei denen INTERKAT führend ist, Kleinstserien für Baumaschinen und andere Offroad-Anwendungen oder auch Spezialkatalysatoren für stationäre Anlagen. Bei den Letzteren ist INTERKAT oft der einzige Anbieter, was dem Unternehmen die Erzielung hoher Margen ermöglicht. Aufgrund des wachsenden Um-

weltbewusstseins sind für die adressierten Nischen hohe Wachstumsraten zu erwarten, weswegen die Konzernleitung bestrebt ist, die tatsächliche wie auch die von Außen wahrgenommene Abhängigkeit der INTERKAT von dem traditionellen Twintec-Geschäft zu reduzieren und die Gesellschaft verstärkt als einen Spezialchemiehersteller zu positionieren.

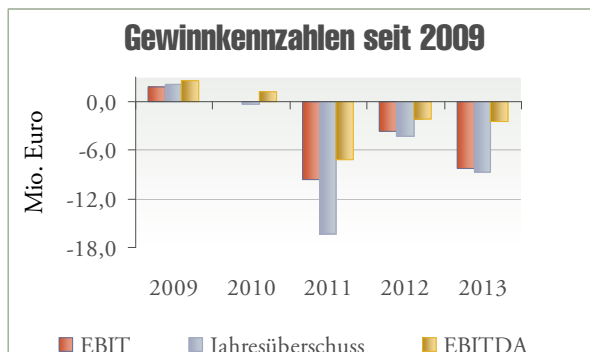
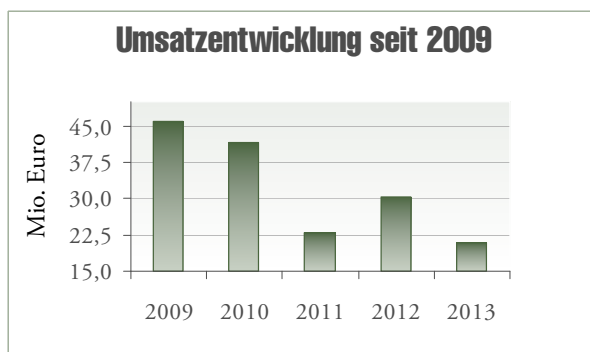
Erschließung neuer Märkte

Die chemische Kompetenz von INTERKAT und die Entwicklungskompetenz des Gesamtkonzerns will Twintec auch nutzen, um sich neue Märkte abseits des Automotive-Sektors zu erschließen bzw. die Präsenz dort weiter auszubauen. Dazu gehören beispielsweise Spezialkatalysatoren für Kraftwerke und Industrieanlagen, Filterkerne für Zementwerke, Lösungen für stationäre Motoren oder für Pumpen, Geruchskatalysatoren wie z.B. für Öfen und Umweltkatalysatoren, mit denen z.B. Schadstoffe und Rückstände aus dem Wasser entfernt werden können.

Zahlen

Vergangenheitszahlen krisengeprägt

Der Blick auf die Zahlen der letzten fünf Jahre verdeutlicht das Ausmaß der Krise, durch die Twintec gegangen ist. So hat sich der Konzernumsatz zwischen 2009 und 2013 bedingt durch das Ende des deutschen DPF-Nachrüstbooms sowie durch die Trennung von unrentablen Produkten mehr als halbiert, von knapp 46 Mio. Euro auf 20,9 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

2013 von Sanierungsaufwand belastet

Noch dramatischer war die Ergebnisentwicklung. Nachdem Twintec noch 2009 einen Jahresüberschuss von 2,1 Mio. Euro ausweisen konnte, fiel in den darauffolgenden vier Jahren ein kumulierter Verlust von fast 30 Mio. Euro an. Operativ wurde der Tiefpunkt 2011 mit einem EBITDA von -7,2 Mio. Euro erreicht, 2013 rutschte das Ergebnis dann infolge der Sanierungsmaßnahmen und der damit einhergehenden Aufwendungen und Abschreibungen erneut deutlich ab, auf -8,8 Mio. Euro.

Turnaround in 2014

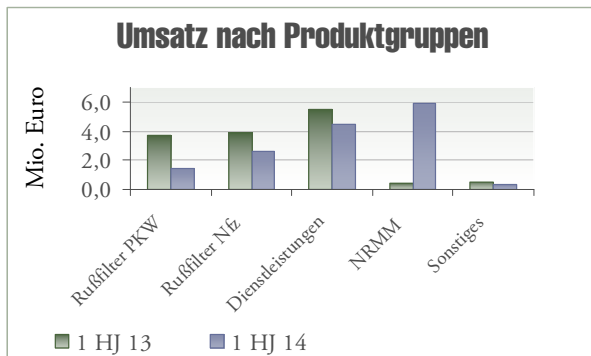
Doch hinsichtlich des operativen Ergebnisses zeichnete sich bereits im Jahr 2013 die Wende ab, der EBITDA-Fehlbetrag blieb trotz des Umsatzrückgangs von 30 auf 21 Mio. Euro weitgehend stabil, auch der Abfluss liquider Mittel aus laufender Betriebstätigkeit konnte auf nur noch 0,1 Mio. Euro eingedämmt werden. 2014 setzte sich dieser Trend fort, nach einem Halbjahres-EBITDA-Überschuss von 1,3 Mio. Euro hatte das Unternehmen für das Gesamtjahr ein operatives Ergebnis von 1,9 Mio. Euro angekündigt. Der Umsatz soll der zuletzt veröffentlichten Unternehmensprognose zufolge auf 28,3 Mio. Euro gestiegen sein, was der Vorstand mit dem Hinweis auf den sprunghaften Anstieg der OEM-Umsätze begründete.

Geschäftszahlen	HJ 2013	HJ 2014	Änderung
Umsatz	13,99	14,84	+6,1%
EBITDA	-0,30	1,30	-
EBITDA-Marge	-2,1%	8,8%	-
EBIT	-0,70	-0,20	-
EBIT-Marge	-5,0%	-1,3%	-
Nettoergebnis	-1,00	-0,50	-
Netto-Marge	-7,1%	-3,4%	-

Deutlicher Margenanstieg

Die Verbesserung im ersten Halbjahr 2014 war mehreren Faktoren geschuldet. So bewirkte die erstmalige Konsolidierung der Baumot AG nicht nur einen leichten Umsatzanstieg (ohne diesen Effekt hätte sich der Umsatz halbiert), sondern auch eine Verschiebung der Umsatzstruktur in Richtung höhermargiger Produkte. Während sich demnach der Umsatz mit Rußfiltern für PKW und Nutzfahrzeuge um 46 Prozent reduzierte, legte das Geschäft im Offroad-Bereich von 0,4 auf 5,9 Mio. Euro zu. Dahinter verbirgt sich vor allem ein erfolgreich angelaufenes OEM-Projekt mit einem osteuropäischen Landmaschinenhersteller, in dessen Folge sich die OEM-

Umsätze auf 4,6 Mio. Euro verdoppelt haben. Im Gesamtjahr soll der OEM-Umsatz auf 9 Mio. Euro gestiegen und damit maßgeblich für die angekündigte Verbesserung der Rohmarge von 31 auf 41 Prozent verantwortlich gewesen sein. Das Ergebnis dürfte aber auch von den umfangreichen Kostensenkungen des Vorjahres profitiert haben, das Management beziffert die erzielte Reduktion der operativen Kosten auf 3,4 Mio. Euro p.a.



Quelle: Unternehmen; NRMM: Non-Road Mobile Machinery

Liquidität sichergestellt

Positiv fiel im ersten Halbjahr 2014 auch der operative Cashflow aus, der mit 0,2 Mio. Euro im Plus blieb. Darüber hinaus hat das Unternehmen im Juli 2014 und im Januar 2015 zwei Barkapitalerhöhungen durchgeführt, in deren Rahmen ein Bruttoemissionserlös von 1,4 resp. 2,2 Mio. Euro erzielt wurde. Damit ist das Liquiditätspolster nach Unternehmensangaben nun ausreichend dimensioniert, um die derzeit geplanten Investitionen und Entwicklungen bis zum Jahr 2016 zu finanzieren. Auch die Eigenkapitalausstattung stellt sich inzwischen komfortabel dar, die Eigenkapitalquote dürfte nun bei rund 65 Prozent liegen, gleichzeitig hat das Unternehmen angekündigt, die Verschuldung durch den Verkauf von nichtstrategischen Assets weiter zu reduzieren.

Equity-Story

Turnaround vollzogen

Unter der neuen Führung ist es Twintec gelungen, in relativ kurzer Zeit eine tiefgreifende Sanierung zu bewerkstelligen. Das Unternehmen verfügt nun über eine solide Bilanz, die Verschuldung wurde massiv reduziert und die Aufstellung technologisch, geographisch und vor allem hinsichtlich der adressierten Marktsegmente entscheidend verbessert. Als bisherige Krönung der Entwicklung wurde voraussichtlich im letzten Jahr auf EBITDA-Basis die Rückkehr in die Gewinnzone vollzogen.

Attraktive Zielmärkte

Mit der Fokussierung auf das Thema Abgasnachbehandlung adressiert Twintec attraktive Märkte, denen von Marktanalysten eine hohe Wachstumsdynamik zugetraut wird. Die immer weiter verschärften Abgasvorschriften, nicht nur in Europa, sondern auch in Amerika und in zahlreichen Schwellenländern, dürften in den kommenden Jahren die Nachfrage nach geeigneten Lösungen weiter anfachen, darüber hinaus zeichnet sich in den etablierten Märkten ein attraktiver Markt für Ersatzsysteme ab.

Technologie mit Blockbuster-Potenzial

Seit der Baumot-Übernahme verfügt Twintec mit der B-NO_x-Technologie über eine innovative Lösung zur Reduktion von Stickstoffoxiden, die nach Unternehmensangaben zahlreiche Vorteile gegenüber Konkurrenzprodukten aufweist und die deswegen auf sehr lebhaftes Interesse potenzieller Kunden stößt. Kann Twintec die grundsätzlichen Vorzüge dieser Technologie zuverlässig in Serienprodukte umsetzen, dürfte das Unternehmen umsatzseitig in neue Dimensionen vorstoßen. Die große Anzahl an laufenden Projekten, in denen die Technologie mit potenziellen OEM-Kunden getestet und weiterentwickelt wird, stimmt diesbezüglich zuversichtlich.

Innovationsführerschaft

Um die sich aus der Marktentwicklung und der verfügbaren Technologie bietenden Chancen zu nutzen, verfolgt Twintec eine Strategie, die auf drei Hauptsäulen fußt. Neben dem Ausbau des OEM-Geschäfts und der Internationalisierung stellen die Behauptung und der Ausbau der Innovationsführerschaft ein zentrales Element der Strategie dar, für welches das Unternehmen erhebliche finanzielle und personelle Ressourcen aufwendet.

Abdeckung aller Marktsegmente

Auf Basis der technologischen Führungsposition soll das OEM-Geschäft massiv ausgebaut werden, plangemäß dürfte die Erstbelieferung von Fahrzeug- und Motorenherstellern in Zukunft einen Großteil der Erlöse ausmachen. Doch daneben soll auch das bisherige Standbein, das Retrofit-Geschäft, in Märkten, in denen es noch signifikante Potenziale bietet, weiter ausgebaut werden. Nicht zuletzt diesem Ziel dient der konsequente Internationalisierungskurs, in dessen Rahmen insbesondere der amerikanische und der chinesische Markt stärker erschlossen werden sollen. Schließlich erhofft sich das Unternehmen auch in dem erst in Entstehung befindlichen Ersatzteilgeschäft beträchtliche Chancen und will sich dafür rechtzeitig mit geeigneten Produkten und Zertifizierungen positionieren.

Ehrgeizige Pläne

Auf Basis der neuen Positionierung und der bestehenden Marktchancen stellt das Twintec-Management für die kommenden Jahre ein sehr hohes Wachstum in Aussicht. Das Unternehmen will bis 2018 allein den OEM-Umsatz auf bis zu 80 Mio. Euro steigern, der Gesamtumsatz soll dann an die 100 Mio. Euro-Marke reichen. Naturgemäß soll sich das Wachstum auch im Ergebnis niederschlagen, für die EBITDA-Marge strebt Twintec für das Jahr 2018 einen Wert von 10 Prozent an.

DCF-Bewertung

Basisannahme: Erfolgreiches OEM-Geschäft

Im Rahmen unseres DCF-Modells orientieren wir uns grundsätzlich an dem vom Unternehmen prognostizierten Szenario. Das bedeutet insbesondere, dass wir von der Grundannahme ausgehen, dass es Twintec gelingen wird, die B-NOx-Technologie im Seriengeschäft zu etablieren und auf dieser Basis einige große OEM-Aufträge zu gewinnen. Wir erwarten deswegen, dass der Umsatz ab 2016 sprunghaft ansteigen wird. Wir bleiben in unseren Schätzungen zwar hinter dem vom Unternehmen formulierten Ziel, bis 2018 auf 80 bis 100 Mio. Euro zu kommen, doch mit der von uns unterstellten Umsatzgröße von 68 Mio. Euro im Jahr 2018 gehen wir trotzdem von hohem Wachstum aus, das sich zudem bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraum weiter dynamisch fortsetzt.

Laufendes Jahr ohne Dynamik

Den Take-off der Umsatzreihe haben wir aber bewusst erst im Jahresverlauf 2016 modelliert, für das laufende Jahr kalkulieren wir nur mit einem modera-

ten Umsatzwachstum auf 29 Mio. Euro. Diese zurückhaltende Vorgehensweise sehen wir in dem noch frühen Stadium der zentralen Expansionsprojekte begründet. Dies gilt einerseits für die Internationalisierung, wo wir sowohl für die USA (wo noch die Zulassung aussteht) als auch für den chinesischen Markt frühestens im vierten Quartal, wahrscheinlicher aber erst in 2016, mit ersten nennenswerten Umsätzen rechnen. Andererseits gilt das noch mehr für die neuen OEM-Projekte, von denen sich derzeit noch keines in Umsatznähe befindet. Bei den zwei am weitesten fortgeschrittenen Projekten rechnet das Unternehmen damit, noch im laufenden Jahr die Beauftragung für die Serienvorbereitung zu erhalten, der Serienstart könnte dann Ende 2016 erfolgen.

Kontinuierlicher Margenanstieg

Auf Basis der unterstellten Umsatzreihe rechnen wir auch für das Ergebnis erst ab 2016 mit einem signifikanten Anstieg, der dann in den Folgejahren deutlich an Dynamik gewinnen soll. Für das laufende Jahr haben wir hingegen sogar einen Rückgang des EBITDA angenommen und damit die Auswirkun-

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	29,0	36,2	50,7	68,4	89,0	111,2	133,5	153,5
Umsatzwachstum		25,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
EBIT-Marge	-4,6%	-1,2%	1,9%	4,0%	6,0%	6,9%	7,6%	8,1%
EBIT	-1,3	-0,4	1,0	2,7	5,4	7,7	10,1	12,5
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,6	0,9	1,2
NOPAT	-1,3	-0,4	0,9	2,5	5,0	7,1	9,2	11,2
+ Abschreibungen & Amortisation	2,9	2,5	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	1,8	2,3	3,4	4,8	7,2	9,2	11,4	13,5
- Zunahme Net Working Capital	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
- Investitionen AV	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,3	-1,7	-2,0	-2,2
Free Cashflow	1,5	1,6	2,4	3,5	5,4	7,1	8,9	10,8

gen der forcierten Entwicklungs- und Internationalisierungsaktivitäten berücksichtigt. Ab 2016 dürften aber die höheren Umsätze und der in Richtung höhermarginiger Einnahmen verschobene Umsatzmix für einen kontinuierlichen Margenanstieg sorgen. Die EBITDA-Zielmarge haben wir mit 9,4 Prozent dennoch betont vorsichtig modelliert, aufgrund der hohen Abschreibungen auf die Kaufpreisbestandteile und den Goodwill dürfte das EBIT zudem noch mehrere Jahre hinter dem EBITDA hinterherhinken. Den Breakeven auf EBIT-Ebene und beim Nettoergebnis erwarten wir für 2017, bis 2022 sieht unser Modell einen Anstieg der EBIT-Marge auf 8,1 Prozent vor.

Kein hoher Investitionsbedarf

Hinsichtlich des operativen Cashflow erwarten wir hingegen bereits für 2015 einen Anstieg und einen positiven Trend in den Folgejahren. Da das Geschäft eine vergleichsweise geringe Kapitalintensität aufweist (INTERKAT arbeitet weitgehend manuell), kann das angestrebte Wachstum nach Unternehmensangaben ohne große Sachanlageninvestitionen gestemmt werden – dies würde sich erst ändern, wenn Twintec mit einem Massenhersteller (PKW) ins Geschäft kommen sollte. Im Rahmen des unterstellten Szenarios rechnen wir deswegen trotz des hohen Wachstums durchgehend mit einem positiven Free-Cashflow, was sukzessive eine weitere Verbesserung der Bilanzstruktur ermöglichen sollte.

Details im Anhang

Die Tabelle auf der vorigen Seite zeigt die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2015 bis 2022, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 6,5 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 7,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkos-

tensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,4 resultiert hieraus ein WACC-Satz von 9,3 Prozent.

Kursziel: 2,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 9,3 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Unternehmenswert von 74,8 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 2,17 Euro, woraus wir das Kursziel von 2,20 Euro ableiten.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Da unsere Wertermittlung auf einem Szenario basiert, das einen breiten Markterfolg einer im Seriengeschäft noch nicht erprobten Technologie unterstellt, halten wir die Annahme eines erhöhten Schätzrisikos für angemessen. Dies umso mehr, als die unterstellte Umsatzentwicklung stark von einzelnen großen OEM-Projekten geprägt ist, deren grundsätzlicher Erfolg und zeitliches Muster einen großen Einfluss auf die Geschäftszahlen der einzelnen Jahre haben werden. Schließlich entfällt ein Großteil des von uns ermittelten Unternehmenswertes, wie bei Wachstumsunternehmen nicht unüblich, auf den Zeitraum nach Ende der detaillierten Schätzperiode (Terminal Value), was naturgemäß die Schätzunsicherheit erhöht. Auf der anderen Seite reduziert die große Anzahl an OEM-Projekten in unterschiedlichen Phasen die Bedeutung einzelner Projekte für die Schätzungen, auch sorgt der potenzialträchtige Aftermarket, der in unseren Schätzungen noch weitgehend außen vor geblieben ist, für einen Puffer gegen etwaige Verzögerungen oder Planverfehlungen im OEM-Geschäft. Aus der Summe dieser Überlegungen halten wir zum gegenwärtigen Zeit-

punkt den Ansatz eines leicht erhöhten Prognoserisikos (4 Punkte) für angemessen.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 1,75 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 10,3 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 2,85 Euro im optimistischsten Fall (WACC von 8,3 Prozent und ewiges Wachstum von 2 Prozent).

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
8,3%	2,85	2,69	2,55	2,43	2,32
8,8%	2,60	2,47	2,35	2,25	2,15
9,3%	2,38	2,27	2,17	2,08	2,00
9,8%	2,19	2,10	2,01	1,94	1,87
10,3%	2,03	1,95	1,87	1,81	1,75

Fazit

Unter der neuen Führung hat sich Twintec in kurzer Zeit aus einem defizitären Nischenanbieter in einen Innovationsführer für einen äußerst potenzialträchtigen, weltweiten Markt gewandelt. Die Kombination aus einer vielversprechenden Technologie und einer prall gefüllten Projektpipeline mit potenziellen OEM-Kunden lassen die Unternehmensprognose, den Umsatz bis 2018 auf mindestens 80 Mio. Euro zu steigern, nicht unwahrscheinlich erscheinen.

Wir haben in unserem Bewertungsmodell dieses grundsätzliche Wachstumsszenario – in etwas mode-

ratere Form – abgebildet und sehen auf dieser Basis trotz der in Relation zur Unternehmensprognose zurückhaltenden Annahmen ein hohes Potenzial für die Twintec-Aktie. Allerdings sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt auch die Schätzrisiken noch vergleichsweise hoch. Insgesamt aber sehen wir aber eine attraktive Chance-Risiko-Relation und vergeben für die Twintec-Aktie das Urteil „Buy“. Das Kursziel lautet 2,20 Euro.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
AKTIVA									
I. AV Summe	20,0	17,4	15,4	13,9	12,9	12,2	12,0	12,1	12,3
1. Immat. VG	16,3	14,1	12,2	10,6	9,2	8,0	6,9	6,0	5,2
2. Sachanlagen	3,7	3,3	3,2	3,3	3,7	4,3	5,1	6,1	7,0
II. UV Summe	9,3	12,9	14,9	17,7	21,8	27,9	36,0	45,2	53,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	18,1	19,1	18,6	19,3	21,7	26,7	33,5	41,4	48,4
II. Rückstellungen	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	4,9	4,5	4,4	4,2	3,9	3,3	2,8	2,5	2,1
2. Kurzfristiges FK	4,0	4,1	4,5	5,0	5,8	6,7	8,0	9,6	11,5
BILANZSUMME	29,4	30,3	30,2	31,6	34,6	40,2	48,0	57,3	66,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	28,4	29,0	36,2	50,7	68,4	89,0	111,2	133,5	153,5
Rohertrag	11,3	11,4	14,3	20,2	27,6	36,8	46,3	55,9	64,6
EBITDA	1,9	1,6	2,1	3,2	4,8	7,3	9,6	12,0	14,5
EBIT	-1,1	-1,3	-0,4	1,0	2,7	5,4	7,7	10,1	12,5
EBT	-1,4	-1,5	-0,6	0,8	2,5	5,3	8,0	10,6	13,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,4	-1,5	-0,6	0,8	2,4	5,0	7,3	9,7	11,9
JÜ	-1,4	-1,5	-0,6	0,8	2,4	5,0	7,3	9,7	11,9
EPS	-0,04	-0,04	-0,02	0,02	0,07	0,14	0,21	0,28	0,35

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Cashflow	1,4	1,7	2,2	3,2	4,7	7,1	9,4	11,8	14,2
CF operativ	0,7	1,7	2,0	3,0	4,3	6,7	9,0	11,3	13,7
CF aus Investition	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,3	-1,7	-2,0	-2,2
CF aus Finanzierung	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-1,2	-2,3	-5,4
Liquidität Jahresanfa.	0,9	1,1	4,3	5,5	7,4	10,2	14,8	20,9	27,9
Liquidität Jahresende	1,1	4,3	5,5	7,4	10,2	14,8	20,9	27,9	34,0

Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	36,2%	2,0%	25,0%	40,0%	35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
Rohertagsmarge	39,8%	39,4%	39,4%	39,8%	40,3%	41,4%	41,6%	41,9%	42,1%
EBITDA-Marge	6,7%	5,6%	5,8%	6,3%	7,0%	8,2%	8,6%	9,0%	9,4%
EBIT-Marge	-3,9%	-4,6%	-1,2%	1,9%	4,0%	6,0%	6,9%	7,6%	8,1%
EBT-Marge	-4,8%	-5,0%	-1,6%	1,6%	3,7%	6,0%	7,2%	8,0%	8,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-4,8%	-5,0%	-1,6%	1,5%	3,5%	5,6%	6,6%	7,3%	7,8%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4), 7)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
15.12.2014	-	-	keine

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

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.