

08. Oktober 2015  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## Twintec AG

### Strategische Fortschritte bei schwachen Halbjahreszahlen

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **0,995 Euro** | Kursziel: **2,00 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

**Sitz:** Königswinter  
**Branche:** Abgasnachbehandlung  
**Mitarbeiter:** 450  
**Rechnungslegung:** HGB

**ISIN:** DE000A0LSAT7  
**Kurs:** 0,995 Euro  
**Marktsegment:** Entry Standard  
**Aktienzahl:** 46,0 Mio. Stück  
**Market Cap:** 45,8 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 49,6 Mio. Euro  
**Free-Float:** ca. 20 %  
**Kurs Hoch/Tief (12 M):** 1,239 / 0,801 Euro  
**Ø Umsatz (12 M):** 62,7 Tsd. Euro

Mit der Übernahme der Kontec GmbH hat Twintec für ein großes Ausrufezeichen gesorgt und die eigene Positionierung entscheidend verbessert. Bei der Neuerwerbung handelt es sich um einen seit mehr als zwei Jahrzehnten etablierten Spezialisten für Entwicklungs- und Prüfdienstleistungen, der mit seinen rund 400 Mitarbeitern und mehr als 30 Mio. Euro Umsatz größer als der bisherige Twintec-Konzern ist. Durch die Zusammenführung der Expertise, der Kapazitäten und der Kundenportfolios der beiden Unternehmen sollte Twintec die Transformation zu einem OEM-Serienhersteller modernster Abgastechnologie wesentlich beschleunigen können. Dass der Bedarf für solche Technologie vorhanden ist, verdeutlicht nicht zuletzt der Volkswagen-Skandal. Dass diese Transformation auch für Twintec richtig und notwendig ist, zeigen andererseits die Halbjahreszahlen, die deutlich unter unseren Erwartungen ausgefallen sind. Im Hinblick auf die zukünftigen Potenziale von Twintec halten wir die Aussagekraft dieser Zahlen aber für vergleichsweise gering, als wichtiger erachten wir die gemeldeten strategischen Fortschritte. Wir halten deswegen an dem grundsätzlichen Schätzszenario fest und sehen weiterhin hohes Potenzial für die Twintec-Aktie.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	30,2	20,9	29,2	29,0	58,0	72,5
EBITDA (Mio. Euro)	-2,1	-2,5	1,8	-2,4	3,4	5,0
Jahresüberschuss	-4,3	-8,8	-7,8	-7,4	-0,6	1,5
EpS	-0,44	-0,30	-0,24	-0,16	-0,01	0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	31,7%	-31,1%	40,0%	-0,6%	100,0%	25,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	1,51	2,20	1,57	1,58	0,79	0,63
KGV	-	-	-	-	-	30,2
KCF	-	-	68,1	-	16,7	11,1
EV / EBITDA	-	-	26,9	-	14,7	9,9
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	-

## Akquisition verbessert Marktstellung

Wie wir aufgrund entsprechender Andeutungen im Geschäftsbericht in unserem letzten Update vermutet hatten, ist Twintec erneut akquisitorisch aktiv geworden und hat mit dem am 28. September veröffentlichten Zukauf der Kontec GmbH einen wichtigen strategischen Fortschritt erzielt. Das übernommene Unternehmen ist ein führender deutscher OEM-Entwicklungsdienstleister für Motoren und Abgasnachbehandlung und hat im letzten Geschäftsjahr mit knapp 400 Mitarbeitern rund 34 Mio. Euro umgesetzt und ein EBITDA von 1,7 Mio. Euro erwirtschaftet. Das Unternehmen ist bereits seit 1992 aktiv, unterhält inzwischen elf eigene Standorte in Süddeutschland und verfügt über eine namhafte Kundenbasis aus den Bereichen Automotive, Maschinenbau und Haushaltsgeräte. Dazu zählen unter anderem Audi, MTU, Bosch, OSRAM, ZF und Daimler. Das Leistungsspektrum umfasst die Bereiche Konstruktionsleistungen sowie umfangreiche Mess-, Prüf-, und Testaufgaben, für die teilweise die Verfahren und Tools selbst entwickelt werden. Ein wichtiger Bereich ist auch die Prüfung und das Testen von Motoren (PKW, LKW, Motorräder), für die Kontec eines der modernsten Prüffelder in Europa unterhält. Über die Anfang 2013 erworbene Mehrheitsbeteiligung an der DIF DIE IDEENFABRIK GmbH aus Friedrichshafen ist das Unternehmen zudem auch in der Entwicklung und Prüfung von Abgasnachbehandlungssystemen aktiv.

## Sachkapitalerhöhung

Als Gegenleistung für die Übernahme wird Twintec 7 Mio. neue Aktien an die bisherigen Kontec-Besitzer ausgeben, beim aktuellen Börsenkurs korrespondiert dies mit einem Übernahmepreis von 7 Mio. Euro. Bezogen auf den letztjährigen Umsatz von 34 Mio. Euro mutet das zunächst sehr niedrig an, allerdings spiegelt die Bewertung auch die zuletzt nur verhaltene Geschäftsentwicklung von Kontec wider. So habe das Unternehmen 2013 den Umsatz nur durch die Übernahme der Ideenfabrik GmbH steigern könnten, auch 2014 blieb der Umsatzzuwachs hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück. Das EBITDA war 2014 rückläufig (2013: 2,3 Mio. Euro), bei Annahme von Abschreibungen und

Zinsaufwendungen in etwa auf dem Niveau des Jahres 2013 dürfte das Nettoergebnis lediglich ausgeglichen gewesen sein. Bezogen auf das letztjährige EBITDA entspricht der Kaufpreis somit einem Multiple von 4,1, in Relation zu dem von uns auf 1 Mio. Euro geschätzten EBIT in 2014 wurde Kontec bei der Übernahme mit dem Siebenfachen bezahlt. Hinzu kommt die Nettoverschuldung, die Twintec mit übernommen hat und die sich Ende 2013 auf 5,6 Mio. Euro belaufen hat.

## Hohe Synergiepotenziale

Der Preis, den Twintec bezahlt hat, ist somit nicht zu hoch, aber auch kein Schnäppchen. Das Potenzial der Akquisition rührt vor allem aus den Synergiepotenzialen, die sich durch die Kombination der beiden Unternehmen ergeben. Diese sind sowohl in dem komplementären Leistungsspektrum, als auch im Vertrieb sowie bei den Kosten zu sehen. Als Produktanbieter dürfte Twintec zukünftig davon profitieren, inhouse über größere Entwicklungs- und Prüfkapazitäten zu verfügen, mit denen die Flexibilität und die Geschwindigkeit der eigenen Entwicklungen erhöht und die Kosten gegenüber der bisher praktizierten Fremdvergabe von Teilleistungen reduziert werden könnten. Auch ist Kontec bereits als langjähriger Entwicklungspartner seiner Kunden etabliert und damit in der Lage, Entwicklungsprojekte mit diesen zu lancieren und die Entwicklungsleistungen von ihnen (mit)finanzieren zu lassen. Demgegenüber war Twintec als Komponentenzulieferer eher gezwungen, Entwicklungen in Eigenregie und auf eigene Kosten voranzutreiben. Vertriebllich könnte die gute Marktpräsenz von Kontec zudem den Zugang zu potenzialträchtigen Kunden erleichtern. Nicht zu vernachlässigen ist schließlich die nun erreichte Größe des kombinierten Unternehmens, wodurch die Sichtbarkeit im Markt verbessert und die Ansprache von sehr großen Adressen erleichtert werden sollte. Twintec nennt darüber hinaus aber auch handfeste Einsparpotenziale, die sich durch die Übernahme ergeben und deren erfolgreiche Hebung einen deutlich positiven Effekt auf die Profitabilität haben sollte. Durch die Beseitigung von Doppelstrukturen, durch die Internalisierung von Teilleis-

tungen und durch die Optimierung von Prozessen will Twintec ab 2016 Kosten in Höhe von 1,5 Mio. Euro und Investitionen von 0,5 Mio. Euro p.a. einsparen. Einen Beitrag dazu sollte auch die Optimierung der Finanzierungsstruktur von Kontec erbringen, die aktuell noch von einem vergleichsweise teuren Mezzanine-Darlehen geprägt ist.

### Umsatzverdopplung für 2016 angekündigt

Dank der Übernahme will Twintec im nächsten Jahr den Umsatz gegenüber 2014 auf 55 bis 60 Mio. Euro verdoppeln und ein EBITDA von 3,5 Mio. Euro erwirtschaften. Für das laufende Jahr rechnet das Unternehmen nun mit einem Umsatz von 29 Mio. Euro und einem EBITDA-Verlust von 2,2 Mio. Euro. In diesen Zahlen sind bereits die diesjährigen Auswirkungen der Akquisition enthalten, die ab dem vierten Quartal konsolidiert werden soll. Ohne den Umsatzbeitrag von Kontec dürfte der Umsatz nach Twintec-Prognose bei 20 bis 23 Mio. Euro liegen. Auch ergebnisseitig macht sich der Zukauf bemerkbar, von dem prognostizierten EBITDA-Fehlbetrag sind nach Twintec-Angaben 1,8 Mio. Euro auf Sonderbelastungen im Zusammenhang mit der Übernahme zurückzuführen.

### Schwaches erstes Halbjahr

Gegenüber den bisherigen Prognosen bedeuten die aktuellen Ziele für 2015 eine deutliche Rücknahme, im Rahmen des Geschäftsberichts für 2014 hatte Twintec noch mit einem Umsatz von 25 bis 28 Mio. Euro sowie mit einem EBITDA von 0,5 Mio. Euro gerechnet. Dass diese Ziele nun abgesenkt wurden, ist dem schwachen Verlauf des ersten Halbjahrs geschuldet, in dem Twintec mit einer sehr verhaltenen Nachfrage in den etablierten Märkten sowie mit Verzögerungen in den potenziellen Wachstumsmärkten China und USA konfrontiert worden ist. Dadurch ist es nicht gelungen, den im letzten Jahr planmäßig abgearbeiteten großen OEM-Auftrag aus Osteuropa zu kompensieren. Auch die aufgrund der neuen staatlichen Fördermaßnahmen in Italien und Deutschland erhoffte Zwischenbelebung des Nachrüstgeschäfts ist deutlich unter den Erwartungen geblieben.

### Deutlicher Umsatzrückgang

Insgesamt hat sich der Umsatz der ersten sechs Monate im Vorjahresvergleich um fast 6 Mio. Euro auf 8,9 Mio. Euro ermäßigt. 4,9 Mio. Euro dieses Rückgangs waren in der Produktgruppe Non-Road Mobile Machinery zu verzeichnen und spiegeln den weggefallenen OEM-Auftrag des osteuropäischen Landmaschinenherstellers wider. Allerdings waren die Umsätze mit allen anderen Produktgruppen ebenfalls rückläufig, auch die Erlöse mit Beschichtungsdienstleistungen der Tochter INTERKAT waren im ersten Halbjahr mit 3,8 Mio. Euro um 14,4 Prozent niedriger als im Vorjahreszeitraum.

Geschäftszahlen	HJ1 2014	HJ12015	Änderung
Umsatz	14,84	8,88	-40,2%
EBITDA	1,17	-2,42	-
EBITDA-Marge	7,9%	-27,2%	-
EBIT	-0,37	-3,66	-
EBIT-Marge	-2,5%	-41,2%	-
Vorsteuerergebnis	-0,57	-3,83	-
Vorsteuer marge	-3,8%	-43,1%	-
Jahresüberschuss	-0,50	-4,79	-
Netto-Marge	-3,3%	-54,0%	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### EBITDA im Minus

Bedingt durch die anhaltenden Bemühungen um die Etablierung und den Ausbau des OEM-Geschäfts hat sich der Personalaufwand entgegen dem Umsatztrend um 10 Prozent auf 3,2 Mio. Euro erhöht, auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen legten deutlich, um 13,8 Prozent, auf 3,3 Mio. Euro zu. Twintec begründet dies vor allem mit den Kosten der Kapitalerhöhung im Frühjahr. Inwiefern sich hier auch die Aufwendungen im Zusammenhang mit der weitgehenden Einstellung der Aktivitäten in der Schweiz niedergeschlagen haben, hat das Unternehmen nicht berichtet. Insgesamt führte aber die Kombination aus niedrigeren Umsätzen und dem Anstieg einiger wichtiger Aufwandsarten zu einer Verschlechterung des EBITDA von +1,2 Mio. Euro im Vorjahr auf nun -2,4 Mio. Euro. Nach Abschreibungen sorg-

te dies für einen von -0,4 auf -3,7 Mio. Euro erhöhten EBIT-Fehlbetrag. Da zudem durch die im April erfolgte Mehrheitsübernahme durch die Beteiligungsgesellschaft des Vorstands Roger Kavena die bestehenden Verlustvorträge untergehen könnten, wurden die latenten Steuern neu berechnet, woraus sich im ersten Halbjahr trotz des hohen Vorsteuerverlustes ein Steueraufwand von fast 1 Mio. Euro ergeben hat. Daraus resultierte ein Halbjahresfehlbetrag von 4,8 Mio. Euro.

### Liquidität gestärkt

Trotz des hohen Verlustes konnte der Liquiditätsabfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit auf 1 Mio. Euro begrenzt werden, zuzüglich der Auszahlungen für Investitionen in Höhe von 0,7 Mio. Euro (hier von 0,5 Mio. Euro für die aktivierten Entwicklungsleistungen) belief sich der Free-Cashflow auf -1,7 Mio. Euro. Dem standen Nettozuflüsse aus der Finanzierungstätigkeit in Höhe von 2,8 Mio. Euro gegenüber, so dass der Liquiditätsbestand in Relation zum Jahreswechsel um 1,1 Mio. Euro auf 2,7 Mio. Euro verbessert werden konnte. Bereits nach dem Halbjahresstichtag hat Twintec die Liquidität durch zwei weitere Maßnahmen gestärkt. Zum einen wurde die Unternehmenszentrale in Königswinter veräußert und danach angemietet und zum anderen wurde Ende September eine weitere Barkapitalerhöhung durchgeführt, in deren Rahmen 3,52 Mio. neue Aktien zum Stückpreis von 1,00 Euro platziert wurden. Twintec verweist diesbezüglich auf eine deutliche Überzeichnung des Angebots, mit dem unter anderem ein größerer strategischer Investor eingebunden werden konnte.

### Wichtige Fortschritte

Mit diesen Maßnahmen dürfte die Liquidität des Unternehmens bei planmäßiger Entwicklung bis weit ins nächste Jahr gesichert sein. Dies umso mehr, als die Überzeichnung der Kapitalerhöhung ein ausgeprägtes Vertrauen der Investoren in den Erfolg des eingeschlagenen Weges dokumentiert. Dieses Vertrauen konnte Twintec in den abgelaufenen Monaten zwar nicht anhand der bisherigen Umsatz- und Ergebniszahlen rechtfertigen, wohl aber hinsichtlich der Erfolge bei der Verbreiterung der eigenen Ge-

schäftsbasis und der Neuausrichtung des Geschäftsmodells in Richtung eines OEM-orientierten Großseriengeschäfts. So berichten die Rheinländer von einem planmäßigen Fortgang der Entwicklungsprojekte mit potenziellen OEM-Partnern, auch konnten ein weiterer LKW- und ein Baumaschinenhersteller für neue OEM-Projekte gewonnen werden. Darüber hinaus hat das Unternehmen Entwicklungskooperationen mit zwei führenden Tier-1 Lieferanten von SCR-Systemen abgeschlossen, mit denen der Zugang zum Großseriengeschäft erleichtert werden könnte. Auch der Internationalisierungskurs verläuft zwar langsamer als gehofft, aber in der Richtung vielversprechend. Mit der ersten Zulassung und dem ersten Großauftrag in China konnte Twintec in dem dortigen Nachrüstmarkt Fuß fassen, für die kommenden Monate ist mit Zulassungen in weiteren Provinzen sowie mit weiteren Aufträgen zu rechnen. Auch berichtet das Unternehmen über absehbar steigende Nachfrage in Großbritannien sowie über die bis Jahresende zu erwartende Zulassung für den amerikanischen Markt.

### Schätzungen deutlich verändert

Die Übernahme eines umsatzmäßig größeren Unternehmens und die deutliche Abweichung der Halbjahreszahlen von unseren Erwartungen haben eine merkliche Anpassung unserer Schätzungen notwendig gemacht. Beim Umsatz für 2015 und 2016 orientieren wir uns an der Vorstandsprognose und kalkulieren mit 29 resp. 58 Mio. Euro. Hinsichtlich des EBITDA rechnen wir für das zweite Halbjahr 2015 mit einem in etwa ausgeglichenen Wert, woraus sich für das Gesamtjahr ein EBITDA-Verlust von 2,4 Mio. Euro (bisher: +0,7 Mio. Euro) ergeben würde. Die deutlich reduzierte EBITDA-Erwartung führt zusammen mit dem im Zuge der Akquisition erhöhten Abschreibungsvolumen (Sachanlagen von Kontec, Goodwill sowie Kunden- und Auftragsbestände) zu einer von -2,2 auf -6,0 Mio. Euro abgesenkten EBIT-Schätzung. Den Nettoverlust für 2015 erwarten wir auf dieser Basis bei 7,4 Mio. Euro.

### Positive Effekte ab 2016

Ab 2016 erwarten wir einen zunehmend spürbaren positiven Effekt der Kontec-Übernahme, der sich



Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	29,0	58,0	72,5	88,8	106,6	124,7	143,4	160,6
Umsatzwachstum		100,0%	25,0%	22,5%	20,0%	17,0%	15,0%	12,0%
EBIT-Marge	-20,8%	-0,7%	2,5%	4,7%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%
<b>EBIT</b>	<b>-6,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5	0,8	1,1	1,4
<b>NOPAT</b>	<b>-6,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>	<b>8,9</b>	<b>11,0</b>	<b>13,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,7	3,8	3,2	2,6	2,1	2,0	1,9	1,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,6</b>	<b>9,1</b>	<b>10,9</b>	<b>13,0</b>	<b>15,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
- Investitionen AV	1,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>	<b>12,0</b>

#### SMC Schätzmodell

nicht nur in einer erhöhten Umsatzreihe, sondern auch in einer – gegenüber unseren bisherigen Annahmen – verbesserten Margensituation niederschlagen sollte. Den Break-even beim EBIT und Nettoergebnis erwarten wir weiterhin für 2017. Mit Annahme des erhöhten Margenniveaus (gegenüber den bisherigen Schätzungen) tragen wir unserer Erwartung Rechnung, dass es dem Twintec-Management gelingen wird, die identifizierten Synergiepotenziale tatsächlich zu realisieren. Die EBIT-Marge am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir nun auf 9,0 Prozent und damit einen halben Prozentpunkt höher als bisher. Einen Überblick der sich aus diesen Annahmen ergebenden Inputparameter für unser DCF-Modell gibt die Tabelle auf dieser Seite, weitere Details zu dem von uns für die nächsten acht Jahre unterstellten Geschäftsverlauf können dem Anhang entnommen werden.

### Neues Kursziel: 2,00 Euro je Aktie

Obwohl die Abwärtsrevision unserer Schätzungen für das laufende Jahr deutlich ausgefallen ist, wird ihr Effekt auf den von uns ermittelten fairen Wert von den neu ins Modell integrierten Auswirkungen der Kontec-Übernahme deutlich überkompensiert. Dies

liegt darin begründet, dass wir dem Jahr 2015 ohnehin einen Übergangscharakter beimessen und die strategischen Fortschritte in unserer Einschätzung derzeit höher gewichten als die aktuellen Zahlen. Die Zahlen des ersten Halbjahrs haben für uns nur eine geringe Aussagekraft im Hinblick auf die Erfolgswahrscheinlichkeit der strategischen Neuausrichtung, sie belegen vielmehr, wie dringend notwendig der Strategiewechsel tatsächlich gewesen ist. Ob die Strategie aufgeht, werden die nächsten Jahre zeigen. Da wir weiterhin davon ausgehen, haben wir unser grundsätzliches Wachstumsszenario für die Jahre ab 2016 beibehalten und sehen nach der Integration von Kontec den fairen Unternehmenswert nun bei 90,5 Mio. Euro, gegenüber 75,4 Mio. Euro in unserem letzten Update. Die Rahmendaten des von uns favorisierten Szenarios haben wir dabei unverändert belassen: das ewige Wachstum ab 2023 taxieren auf 1,0 Prozent und wir rechnen mit einem WACC von 9,3 Prozent. Allerdings bedingt die deutliche Erhöhung der Aktienzahl (7 Mio. aus der Sachkapitalerhöhung und 3,5 Mio. aus der jüngsten Barkapitalerhöhung) für den fairen Wert je Aktie einen geringen Rückgang auf 1,97 Euro, woraus wir das neue Kursziel von 2,00 Euro ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs signalisiert unser Modell somit ein Ver-

dopplungspotenzial. Das Prognoserisiko taxieren wir unverändert auf vier von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 8,3 und 10,3 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,58 und 2,57 Euro je Aktie. Damit weist die Aktie selbst im restriktivsten Fall noch ein hohes Kurspotenzial von rund 60 Prozent auf.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
8,3%	2,57	2,43	2,30	2,19	2,09
8,8%	2,35	2,23	2,12	2,02	1,94
9,3%	2,16	2,05	<b>1,97</b>	1,88	1,81
9,8%	1,99	1,90	1,82	1,75	1,69
10,3%	1,84	1,77	1,70	1,64	1,58

## Fazit

Mit den jüngsten Meldungen dürfte Twintec bei seinen Aktionären gemischte Gefühle erzeugt haben. Während mit der Kontec-Übernahme ein wichtiger strategischer Fortschritt erzielt werden konnte, von dem das Unternehmen in Zukunft spürbar profitieren dürfte, haben die Halbjahreszahlen und auch der Ausblick für das Gesamtjahr 2015 klar enttäuscht. Wir hatten zwar erwartet, dass dieses Jahr beim Umsatz und Ergebnis schwächer ausfallen würde als 2014, doch das Ausmaß des Umsatzrückgangs und der Ergebnisverschlechterung hat uns doch überrascht. Letztendlich verdeutlicht aber diese Entwicklung, wie dringend nötig die mit der Baumot-Übernahme eingeleitete Neuausrichtung gewesen ist.

Dass die eingeschlagene Richtung zudem auch richtig war, zeigt nicht zuletzt der Volkswagen-Skandal, mit dem das Thema Abgasnachbehandlung schlagartig nicht nur in der öffentlichen Wahrnehmung, sondern auch in der Prioritätenliste der Entscheidungsträger im Fahrzeug- und Motorenbau massiv an Bedeutung gewonnen hat. Als Anbieter einer Technologie, mit der die neusten Abgasnormen nicht nur auf dem Prüfstand, sondern auch zuverlässig im Alltagsbetrieb erfüllt werden können, könnte

Twintec nun der richtige Anbieter am richtigen Ort zur richtigen Zeit sein. Dem Unternehmen bietet sich die Chance, in kurzer Zeit in eine andere Dimension vorzustoßen. Mit den jüngsten Fortschritten beim Aufbau des OEM-Geschäfts und vor allem mit der Übernahme von Kontec ist das Unternehmen nach unserer Einschätzung ungeachtet der schwachen Halbjahreszahlen auf einem guten Weg, um diese Chance zu nutzen.

Wir haben deswegen unser grundsätzliches Wachstumsszenario, das von einem sprunghaften Umsatz- und Ergebniswachstum ausgeht, beibehalten und sehen den fairen Wert der Twintec-Aktie nun bei 2,00 Euro. Gegenüber dem aktuellen Kurs bedeutet dies ein Verdopplungspotenzial, weswegen wir unser Urteil „Buy“ bestätigen.

## 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	13,5	17,9	15,0	12,8	11,4	10,6	10,2	10,0	10,0
1. Immat. VG	10,3	13,4	10,7	8,7	7,2	6,2	5,4	4,7	4,2
2. Sachanlagen	3,3	4,6	4,2	4,1	4,2	4,4	4,8	5,3	5,8
II. UV Summe	8,3	15,1	18,0	22,2	27,8	35,8	45,1	55,5	64,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	12,3	18,8	18,2	19,7	23,4	30,2	38,6	47,8	55,8
II. Rückstellungen	2,5	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,4	6,0	4,9	4,6	4,3	3,7	3,0	2,6	2,1
2. Kurzfristiges FK	3,8	4,2	5,7	6,3	7,1	8,0	9,1	10,4	11,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>22,0</b>	<b>33,1</b>	<b>32,9</b>	<b>35,0</b>	<b>39,2</b>	<b>46,4</b>	<b>55,3</b>	<b>65,5</b>	<b>74,5</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	29,2	29,0	58,0	72,5	88,8	106,6	124,7	143,4	160,6
Rohertrag	13,0	12,0	23,5	29,3	36,4	44,8	52,8	61,1	68,8
EBITDA	1,8	-2,4	3,4	5,0	6,7	9,5	11,6	14,0	16,3
EBIT	-8,4	-6,0	-0,4	1,8	4,2	7,4	9,6	12,1	14,5
EBT	-8,8	-6,4	-0,6	1,6	3,9	7,3	9,9	12,6	15,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-7,8	-7,4	-0,6	1,5	3,7	6,8	9,1	11,5	13,7
JÜ	-7,8	-7,4	-0,6	1,5	3,7	6,8	9,1	11,5	13,7
EPS	-0,24	-0,16	-0,01	0,03	0,08	0,15	0,20	0,25	0,30



## 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
CF operativ	0,7	-4,1	2,7	4,1	5,6	8,1	10,2	12,4	14,6
CF aus Investition	-0,6	1,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9
CF Finanzierung	0,6	2,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,5	-2,8	-6,4
Liquidität Jahresanfa.	1,0	1,7	1,2	3,0	5,8	9,8	15,9	23,1	31,0
Liquidität Jahresende	1,7	1,2	3,0	5,8	9,8	15,9	23,1	31,0	37,4

### Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	40,0%	-0,6%	100,0%	25,0%	22,5%	20,0%	17,0%	15,0%	12,0%
Rohertagsmarge	44,4%	41,4%	40,5%	40,4%	40,9%	42,1%	42,3%	42,6%	42,8%
EBITDA-Marge	6,3%	-8,1%	5,8%	6,9%	7,6%	8,9%	9,3%	9,7%	10,2%
EBIT-Marge	-28,7%	-20,8%	-0,7%	2,5%	4,7%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%
EBT-Marge	-30,0%	-22,1%	-1,1%	2,2%	4,4%	6,8%	7,9%	8,8%	9,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	-26,6%	-25,6%	-1,1%	2,1%	4,1%	6,3%	7,3%	8,0%	8,6%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://www.tai-pan.de)) erstellt.

## Disclaimer

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

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

#### I) Interessenkonflikte

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

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1)

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

## II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
20.07.2015	Buy	2,10 Euro	1)
19.03.2015	Buy	2,20 Euro	1), 3), 4), 7)
15.12.2014	-	-	keine

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: -

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.