



Researchstudie (Update)



**Übernahme der Kontec GmbH erhöht Wertschöpfung und
zukünftiges Umsatzpotenzial im OEM-Bereich +++
Übernahme für Altaktionäre wertschöpfend +++
fairer Unternehmenswert und Kursziel angehoben**

Kursziel: 1,70 € (bisher: 1,65 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

Twintec AG *4,5a,5b,6a,10,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 1,70

Aktueller Kurs: 1,00
29.9.2015 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0LSAT7
WKN: A0LSAT
Börsenkürzel: TIN
Aktienanzahl³: 42,516
Marketcap³: 42,35
Enterprise Value³: 45,15
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 29,50 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Equinet Bank AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Partikelfilter, SCR-Systeme,
Entwicklungsdienstleistungen

Mitarbeiter: 74 per 31.12.2014

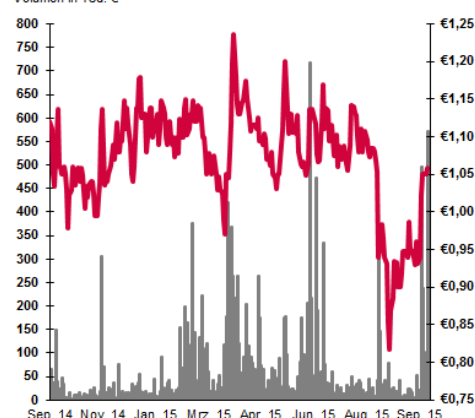
Gründung: 1995

Firmensitz: Königswinter

Vorstand: Marcus Hausser, Roger Kavena,
Armin Rossbach bis 30.09.15

Klaus Bänsch ab 01.10.15

Volumen in Tsd. €



Twintec ist ein führender Anbieter von Produkten zur Abgasnachbehandlung wie SCR-Systeme und aktive und passive Rußpartikelfilter zur Ausrüstung bei Herstellern und zur Nachrüstung von bereits zugelassenen Fahrzeugen. Die Geschäftstätigkeit gliedert sich dabei über die drei Tochtergesellschaften Twintec GmbH, Interkat GmbH und Baumot AG in die beiden Bereiche "Retrofit" (Nachrüstung) und "OEM" (Erstausrüstung). Daneben bietet Twintec über die Tochtergesellschaft Interkat GmbH katalytische Beschichtungsleistungen für verschiedene weitere industrielle Anwendungen an. Mit eigenen Vertriebs- und Serviceniederlassungen in vielen Ländern Europas und in den USA sowie über 300 Vertriebs- und Servicepartner weltweit bietet Twintec-Gruppe effiziente Lösungen zur Reduktion von Abgasemissionen. Zum 01.10.2015 übernimmt die Twintec AG nun die Kontec GmbH, einen Entwicklungsdienstleister mit Fokus auf Motoren und Abgasnachbehandlung. Die Übernahme wird durch die Ausgabe von 7 Mio. neuen Aktien im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung finanziert.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	29,18	35,00	57,50	65,00
EBITDA	1,85	0,80	3,50	5,70
EBIT	-8,34	-3,25	-0,98	0,95
Jahresergebnis	-7,77	-3,74	-1,89	0,06

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,24	-0,09	-0,04	0,00
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,55	1,29	0,79	0,69
EV/EBITDA	24,47	56,44	12,90	7,92
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	47,45
KGV	neg.	neg.	neg.	688,62
KBV	3,44			

Finanztermine

September 2015: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.09.2015: RS / 1,65 / KAUFEN

19.06.2015: RS / 1,65 / KAUFEN

15.05.2015: RS / 1,65 / KAUFEN

07.05.2015: RS / 1,65 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Am 28.09.2015 gab die Twintec AG die Übernahme der Kontec GmbH bekannt. Das Unternehmen ist ein Entwicklungsdienstleister mit Spezialisierung auf die Bereiche Motoren und Abgasnachbehandlung. Dabei besteht der Kundenkreis vornehmlich aus Kunden aus dem Automobil- und Maschinenbaubereich.
- Die Kontec GmbH erwirtschaftete im GJ 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 34,0 Mio. €, bei einem EBITDA in Höhe von 1,7 Mio. €. Die EBITDA-Marge betrug entsprechend 5,0 %. Der Kaufpreis wird im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung durch die Ausgabe von 7 Mio. Aktien bezahlt. Auf aktuellem Kursniveau entspricht dies einer Bewertung der Kontec GmbH in Höhe von rund 7,0 Mio. €. Der entsprechende EBITDA-Multiple beträgt 4,1.
- Die Kontec GmbH wies 2013 eine Nettoverschuldung von 5,6 Mio. € auf. Auf dieser Basis ermittelt sich ein EV/EBITDA-Multiple von 7,4. Angesichts der strategischen Bedeutung der Übernahme für den Ausbau des OEM-Geschäfts und den sich damit ergebenden Umsatzpotenzialen, als auch der zu hebenden Synergiepotenziale, ist der Kaufpreis als nicht zu hoch einzuschätzen. Für die bestehenden Aktionäre sollte die Transaktion entsprechend wertschöpfend sein.
- Im Rahmen der Übernahme haben wir unsere Prognosen für das laufende und kommende GJ angepasst. Vor allem umsatzseitig sollte es zu deutlich höheren Werten kommen, als unsere Prognosen bislang vorgesehen haben. So rechnen wir für das GJ 2016 nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von 57,50 Mio. €, nach bislang 27,50 Mio. €.
- Beim EBITDA geht das Management der Twintec AG nun davon aus, dass in 2016 ein Wert von 3,50 Mio. € erreicht wird. Dies entspricht unserer bisherigen EBITDA-Prognose, wobei wir die Übernahme bislang nicht berücksichtigt hatten. Wir rechnen jedoch damit, dass diese Prognose als konservativ zu erachten ist. Sollten wesentliche Ergebnisbeiträge aus dem OEM-Bereich bereits in 2016 zum Tragen kommen, sind auch bereits 2016 höhere EBITDA-Werte denkbar. Die Wahrscheinlichkeit hierfür hat sich vor dem Hintergrund der Übernahme verbessert.
- Auf Grund höherer Abschreibungen in Folge der Übernahme dürfte sich der Break-even auf der EBIT-Ebene noch etwas verzögert einstellen. Anstelle des bislang erwarteten ausgeglichenen EBIT in 2016, rechnen wir nun für 2017 mit einem erstmals positiven Wert. Allerdings sollte dann bereits auch auf der Nettoebene der Turnaround geschafft werden können. Die hohen Abschreibungen sind auf Goodwill-Abschreibungen in Folge der HGB-Bilanzierung zurückzuführen. Mit einer Umstellung auf IFRS-Bilanzierung sollte das EBIT noch deutlich schneller positiv ausfallen.
- **Insgesamt betrachtet schätzen wir die Übernahmen als wertschöpfend ein. Die Twintec AG sollte vom Marktzugang und der Entwicklungsexpertise der Kontec GmbH profitieren. Im Rahmen der Übernahme haben wir den fairen Wert des Eigenkapitals der Twintec AG per Ende 2016 auf 72,28 Mio. € taxiert, nach bislang 56,76 Mio. €. Auf Grund des Verwässerungseffektes im Rahmen der Sachkapitalerhöhung steigt der faire Wert je Aktie unterproportional von vormals 1,65 € je Aktie auf nunmehr 1,70 € je Aktie. Das Rating KAUFEN wird vor diesem Hintergrund bestätigt.**

INHALTSVERZEICHNIS

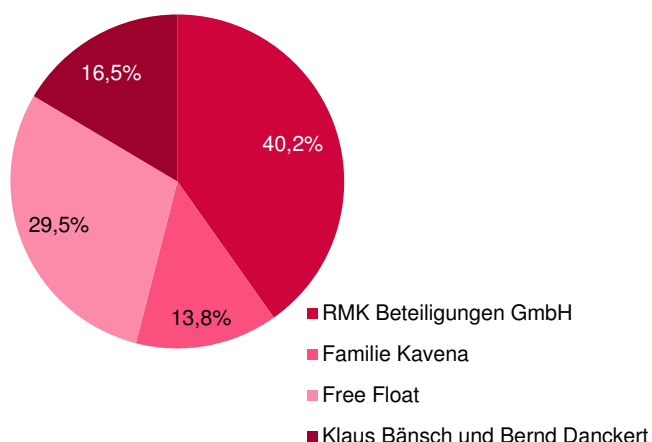
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur nach Sachkapitalerhöhung.....	4
Konzernstruktur ab dem 01.10.2015.....	4
Organe.....	4
Vorstand.....	4
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	5
Die Übernahme der Kontec GmbH	5
Hohe Synergiepotenziale zu heben.....	5
Übernahme erfolgt zum EV/EBITDA-Multiple von 7,7	6
Bilanzrelationen bleiben gut	6
Prognose und Modellannahmen	7
Umsatzprognosen	7
Ergebnisprognosen	8
Bewertung	10
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell.....	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

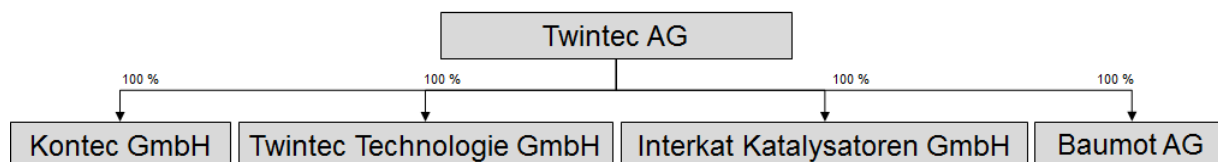
Aktionärsstruktur nach Sachkapitalerhöhung

Anteilseigner in %	
RMK Beteiligungen GmbH*	40,2 %
Familie Kavena	13,8 %
Klaus Bänsch und Bernd Danckert	16,5 %
Free Float	29,5 %
Summe	100,0 %

Quelle: Twintec, GBC; *Vorstand Roger Kavena zuzurechnen



Konzernstruktur ab dem 01.10.2015



Quelle: Twintec, GBC

Organe

Vorstand

Marcus Hausser (CEO)

Marcus Hausser ist seit dem 16. Juni 2012 Vorstandsvorsitzender von Twintec. Der international erfahrene Manager hat vorher erfolgreich als CEO die Schweizer Baumot AG geleitet. Davor war er für mehrere Jahre in leitender Position bei der Purem North America llc. in Detroit, USA, tätig, einem Tochterunternehmen der damaligen DaimlerChrysler AG, das ebenfalls in der Abgasnachbehandlung aktiv war.

Roger Kavena (COO)

Roger Kavena wurde am 15. Juli 2013 zum COO der Twintec AG berufen. Daneben leitet Herr Kavena weiterhin die Baumot AG als CEO, bei welcher er seit 2003 tätig ist. Neben seiner ausgeprägten Industrieerfahrung im Bereich Abgasnachbehandlung verfügt Herr Kavena aufgrund seiner früheren Tätigkeit als Investmentbanker über ein fundiertes Kapitalmarkt- Know-how und Netzwerk.

Armin Rosbach (CFO), bis 30.09.2015

Armin Rosbach ist seit dem 1. Dezember 2014 Mitglied des Vorstands und seit dem 1. April 2015 Finanzvorstand der Gesellschaft. Zum 30.09.2015 wird Herr Rosbach wieder aus dem Vorstand ausscheiden.

Klaus Bänsch (CTO), ab 01.10.2015

Herr Bänsch wird im Rahmen der Übernahme der Kontec GmbH zum 01.10.2015 in den Vorstand der Twintec AG berufen werden und dort den Bereich Technik übernehmen. Herr Bänsch ist Gründer und Geschäftsführer der Kontec GmbH und wird damit als entscheidende Person im Unternehmen weiterhin dem Unternehmen zugehörig sein.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Die Übernahme der Kontec GmbH

Am 28.09.2015 verkündete die Twintec AG die Übernahme der Kontec GmbH (Kontec). Das Unternehmen ist ein Entwicklungsdienstleister, mit Spezialisierung auf die Bereiche Motoren und Abgasnachbehandlung. Dabei arbeitet das Unternehmen vor allem mit Kunden aus der Automotive- und Maschinenbaubranche zusammen. Zum Kundenkreis des Unternehmens zählen dabei namhafte Unternehmen wie Daimler, Bosch, Voith, Behr oder MTU.

Zur Kontec-Gruppe zählt darüber hinaus die DIF Die Ideenfabrik GmbH (DIF), an welcher die Kontec GmbH mit 75,1 % beteiligt ist. Das Unternehmen ist ebenfalls auf Emissionsreduktionssysteme spezialisiert und betreibt dabei unter anderem auch eigene Motorenprüfstände. Dies könnte sich unserer Einschätzung nach positiv im Entwicklungsbereich niederschlagen, sowohl in Sachen der Entwicklungsgeschwindigkeit, als auch auf der Kostenseite.

Durch die Übernahme der Kontec ist Twintec nun in der Lage komplette Abgasnachbehandlungssysteme anzubieten. Damit sollten sich die Möglichkeiten für die Twintec AG im OEM-Bereich noch einmal deutlich verbessern. Bereits vor der Übernahme stand Twintec mit mehreren OEMs in der Entwicklungsphase. Diese sich daraus ergebenden Potenziale sind vor dem Hintergrund der Kontec-Übernahme noch einmal erhöht einzuschätzen. Bereits in der Vergangenheit haben beide Unternehmen erfolgreich zusammengearbeitet. Durch den Zusammenschluss wird die nun nochmals intensiviert.

Darüber hinaus ist die Übernahme jedoch auch für die zukünftige Entwicklung beider Unternehmen strategisch von Bedeutung. Denn, die weltweite Verschärfung der Emissionsvorschriften wird sich auch in Zukunft fortsetzen. Daher wird es auch in Zukunft von noch größerer Bedeutung sein, Dienstleistungs- und Entwicklungskompetenz zu vereinen, um den sich verschärfenden Abgasnormen durch leistungsfähige Produkte gerecht zu werden. Nicht zuletzt ergänzt die Entwicklungskompetenz der Kontec im Bereich der Serienentwicklung für OEMs. Während bereits heute mehrere Tests mit verschiedenen Herstellern laufen, sollten die zusätzlichen Entwicklungskapazitäten den Durchbruch im Serienentwicklungsbereich beschleunigen.

Hohe Synergiepotenziale zu heben

Im GJ 2014 erwirtschaftete Kontec mit knapp 400 Mitarbeitern 34,0 Mio. € Umsatz und damit 3,3 % mehr als im Vorjahreszeitraum. Das EBITDA lag mit 1,7 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Die EBITDA-Marge lag mit 5,0 % jedoch noch immer in einem guten Bereich. Zudem sollten die vormals erreichten Werte von 7 % in Zukunft wieder erzielt werden können. Dies gilt insbesondere auch vor dem Hintergrund der Synergiepotenziale beider Unternehmen. Zu heben sind diese insbesondere im Entwicklungsbereich, welcher fortan zusammengelegt werden wird. Der Vorstand der Twintec AG rechnet mit jährlichen Einsparungen in Höhe von 1,5 Mio. € ab dem Jahr 2016. Auf Nettoebene war das Unternehmen mit einem Jahresüberschuss von 0,56 Mio. € im Jahr 2013 ebenfalls profitabel. Für 2014 wurden keine Zahlen bzgl. des Jahresüberschusses veröffentlicht. Wir gehen aber davon aus, dass sich das Jahresergebnis angesichts des rückläufigen EBITDA leicht verringert hat, jedoch weiterhin im positiven Bereich lag.

Historische Entwicklung von Umsatz und EBITDA der Kontec GmbH

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	30,4	32,9	34,0
EBITDA	2,1	2,3	1,7
EBITDA-Marge	6,9 %	7,0 %	5,0 %

Quelle: Bundesanzeiger, Twintec, GBC

Übernahme erfolgt zum EV/EBITDA-Multiple von 7,7

Der Kaufpreis der Kontec GmbH wird im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung beglichen, wobei 7 Mio. neue Aktien ausgegeben werden. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses rechnen wir mit einer Bewertung von rund 7,0 Mio. €. Damit errechnet sich eine EBITDA-Multiple auf den Kaufpreis in Höhe von lediglich 4,1. Dies ist als sehr attraktiv einzuschätzen.

Zum 31.12.2013 verfügte die Kontec GmbH gemäß Informationen aus dem Bundesanzeiger entnommenen Jahresabschluss über ein Eigenkapital in Höhe von 1,53 Mio. €. Die zinstragenden Verbindlichkeiten betragen 6,00 Mio. €, welchen ein Cashbestand in Höhe von 0,37 Mio. € gegenüberstand. Die Bilanzdaten von 2013 und den Kaufpreis von 7,0 Mio. € zu Grunde gelegt, kalkuliert sich damit ein Enterprise Value in Höhe von rund 12,6 Mio. €, woraus sich ein EV/EBITDA-Multiple in Höhe von 7,4 ergibt.

Der bezahlte Bewertungsmultiple ist in unseren Augen nicht zu hoch und vor allem vor dem Hintergrund der strategischen Bedeutung des Zusammenschlusses als gut zu erachten. Die sich ergebenden Potenziale der Zusammenarbeit im Konzernverbund beider Unternehmen erscheinen einen derartigen Multiple klar zu rechtfertigen. In diesem Zusammenhang ist auch der Gründer und Geschäftsführer der Kontec GmbH Herr Klaus Bänisch zu nennen, welcher weiterhin im Unternehmen verbleiben und in den Vorstand der Twintec AG berufen werden wird. Auch der Geschäftsführer der DIF, Bernd Danckert, bleibt weiterhin im Unternehmen.

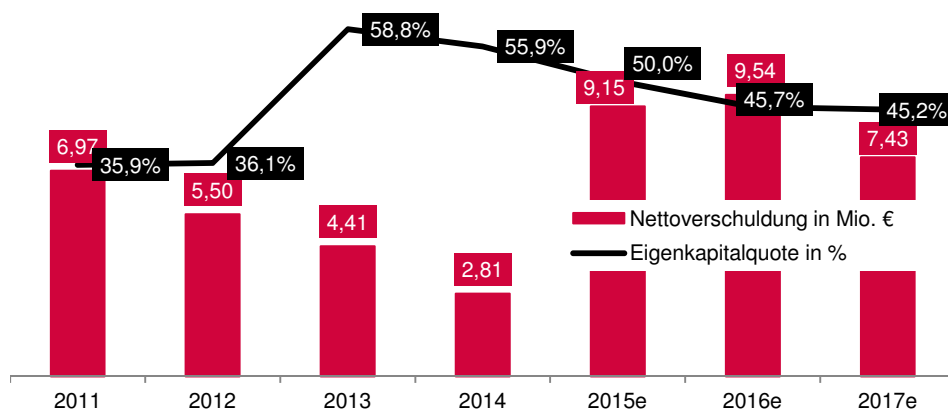
Bilanzrelationen bleiben gut

Im Rahmen der Sachkapitalerhöhung sollte sich die absolute Eigenkapitalbasis der Twintec AG deutlich erhöhen. Nach 12,3 Mio. € Ende 2014 rechnen wir mit einem Anstieg auf rund 18,8 Mio. € per Ende 2015. Die Eigenkapitalquote dürfte in diesem Zuge nur geringfügig von 55,9 % auf 50,0 % sinken.

Ein Großteil der durch die Übernahme stattfindenden Bilanzverlängerung dürfte sich auf der Aktivseite im Bereich des Anlagevermögens bemerkbar machen, welches sich bei der Kontec vornehmlich auf Sachanlagen konzentriert. Zudem vermuten wir, dass angesichts des Eigenkapitalwertes der Kontec sowie des Kaufpreises ein Goodwill in Höhe von rund 5 Mio. € aktiviert werden wird.

Die 6,0 Mio. € zinstragenden Verbindlichkeiten der Kontec GmbH sollten die Verschuldung der Twintec AG leicht erhöhen. Gegenläufig wirkt sich dabei die jüngst verkündete Veräußerung der Immobilie am Standort Königswinter und die damit verbundene Tilgung langfristiger Kredite um rund 1,6 Mio. € aus. Dennoch sollte sich der Bestand an zinstragenden Verbindlichkeiten per Ende des Jahres 2015 auf rund 10 Mio. € belaufen.

Erwartete Entwicklung von Eigenkapitalquote (in %) und Nettoverschuldung (in Mio. €)



Quelle: Twintec, GBC

Prognose und Modellannahmen

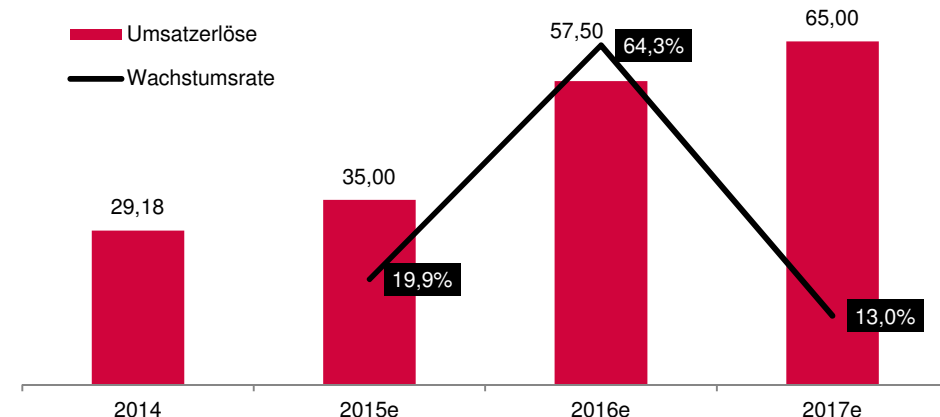
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e
Umsatzerlöse	29,18	27,50	35,00	35,00	57,50	65,00
EBITDA (Marge)	1,85 (6,3 %)	0,80 (2,9 %)	0,80 (2,3 %)	3,50 (10,0 %)	3,50 (6,1 %)	5,70 (8,8 %)
EBIT (Marge)	-8,34 (neg.)	-2,45 (neg.)	-3,25 (neg.)	0,00 (0,0 %)	-0,98 (neg.)	0,95 (1,5 %)
Konzernjahresüberschuss	-7,77	-2,65	-3,74	-0,19	-1,89	0,06
EPS in €	-0,24	-0,08	-0,09	-0,01	-0,04	0,00

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Durch die Übernahme der Kontec GmbH sollte die Twintec AG einen merklichen Umsatzsprung vollziehen. Dabei wird sich der Zukauf auf Grund der Konsolidierung zum 01.10.2015 vor allem auf das GJ 2016 auswirken. Das Unternehmen geht davon aus, im GJ 2016 ein Umsatzvolumen zwischen 55 und 60 Mio. € umzusetzen. Angesichts unserer bisherigen Schätzungen von 27,50 Mio. € gehen wir nunmehr inklusive Kontec davon aus, dass ein Umsatzniveau von 57,50 Mio. € erreicht werden wird und liegen damit in der mittleren Spannweite der vom Management ausgegebenen Zielgröße.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €) und der Wachstumsrate (in %)



Quelle: GBC

Im GJ 2017, welches wir mit dieser Updatestudie erstmalig in den Planungshorizont einbeziehen, sollte sich dann bei Twintec die ersten organischen Wachstumseffekte bemerkbar machen, die im Zuge der neuen Abgasverordnungen für Nutzfahrzeuge zum

Tragen kommen. Dabei sollten auch die ersten Serienanläufe mit OEMs erste Wachstumsimpulse liefern. Mit einer wesentlichen Dynamisierung der Umsatzerlöse rechnen wir dann aber insbesondere ab dem Jahr 2018.

Nicht unbedeutend dürften für die Twintec AG auch die derzeit aufgekommenen Diskussionen um Abgaswerte sein. Auf Grund der aktuellen Vorfälle ist es durchaus denkbar, dass die Fokussierung auf adäquate Abgasnachbehandlungssysteme bei den Automobilherstellern stärker vollzogen wird. Damit einhergehend sollten auch die Entwicklungsbudgets steigen, um den immer schärfer werdenden Abgasvorschriften in Zukunft begegnen zu können. Daraus ergibt sich für die Zukunft ein gewisses Potenzial für Entwicklungsdienstleister wie Kontec, was wir jedoch in den bisherigen Prognosen noch nicht haben einfließen lassen.

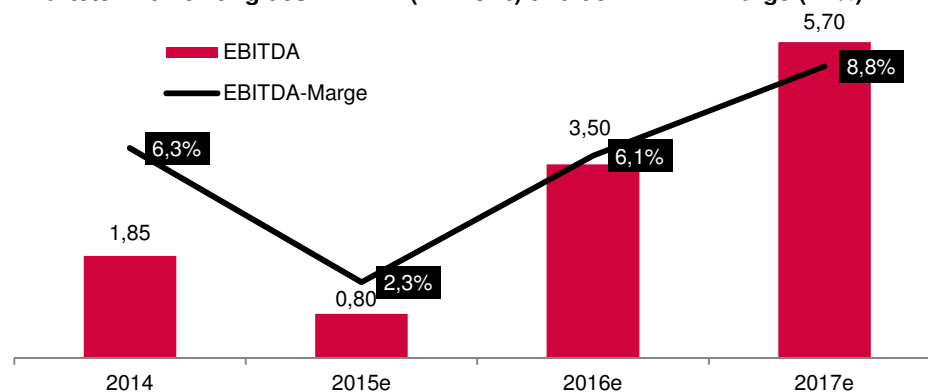
Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig sollte sich die Übernahme ebenfalls vor allem im Jahr 2016 positiv niederschlagen. Für das GJ 2015 belassen wir unsere EBITDA-Erwartung unverändert und erwarten weiterhin einen Wert in Höhe von 0,8 Mio. €. Auf Grund erwartungsgemäß höherer Abschreibungen sollte das EBIT jedoch in 2015 leicht unterhalb unserer bisherigen Schätzungen ausfallen.

Für das GJ 2016 geht das Management laut Unternehmensmeldung davon aus, ein EBITDA in Höhe von 3,50 Mio. € zu erzielen. Damit liegt die Unternehmensplanung exakt in Höhe unserer bisherigen Prognose. Entsprechend bestätigen wir unsere EBITDA-Prognose. Da der EBITDA-Beitrag der Kontec in 2016 erneut im Bereich von rund 2,0 Mio. € liegen dürfte, gehen wir davon aus, dass diese Prognose als konservativ zu erachten ist. Sollten wesentliche Ergebnisbeiträge aus dem OEM-Bereich bereits in 2016 zum Tragen kommen, sind auch bereits 2016 höhere EBITDA-Werte denkbar. Die Wahrscheinlichkeit hierfür hat sich vor dem Hintergrund der Übernahme auf jeden Fall nochmals verbessert.

Vor diesem Hintergrund ist auch die Margenentwicklung zu sehen. Während wir auf Grund des erwarteten höheren Ergebnisbeitrages aus dem OEM-Geschäft bereits für das GJ 2016 von einer EBITDA-Marge von 10 % ausgegangen waren, sollte dieser Wert gemäß unserer aktualisierten Erwartungen nun im GJ 2018 zum Tragen kommen. Dennoch gehen wir nicht zuletzt auf Grund der Übernahme der Kontec GmbH von einer merklichen Verbesserung der EBITDA-Marge auf 6,1 % in 2016 und 8,8 % in 2017 aus.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC

Angesichts der durch die Übernahme der Baumot sowie nun der Kontec bedingt höheren Abschreibungen rechnen wir darüber hinaus nicht mehr damit, dass in 2016 bereits ein

ausgeglichenes EBIT erreicht werden kann. Vielmehr erwarten wir nunmehr ein EBIT von -0,98 Mio. € und von 0,97 Mio. € in 2017. Der Turnaround auf der Nettoebene sollte dann ebenfalls im Jahr 2017 vollzogen werden können. Die hohen Abschreibungen sind auf Goodwill-Abschreibungen in Folge der HGB-Bilanzierung zurückzuführen. Mit einer Umstellung auf IFRS-Bilanzierung sollte das EBIT noch deutlich schneller positiv ausfallen.

Insgesamt betrachtet, schätzen wir die Übernahme der Kontec GmbH als wertschöpfend und strategisch sinnvoll ein. Nicht nur schätzen wir den Kaufpreis als attraktiv ein, sondern die sich durch die Übernahme ergebenden Potenziale sind vielversprechend. Dabei ist vor allem auf die erhöhte Wertschöpfung des Unternehmensverbundes zu sehen, welche die Stellung bei OEMs merklich verbessern dürfte und das Auftragspotenzial damit merklich erhöht. Bereits heute hat Kontec Zugang zu namhaften Kunden aus der Automobil- und Maschinenbaubranche.

Zudem sind auch die Synergieeffekte ein wesentlicher Faktor, die sich durch den Zusammenschluss der beiden Unternehmen heben lassen. Das Management beziffert die Potenziale daraus auf 1,5 Mio. € jährlich, ab dem Jahr 2016. Dabei gehen wir davon aus, dass neben den allgemeinen Overhead-Kosten insbesondere die Entwicklungskompetenz der Kontec ein wichtiger Ansatzpunkt ist.

Auf Grund der unserer Einschätzung nach günstigen Übernahmepreises für die Kontec GmbH ist die Übernahme für die bestehenden Aktionäre als wertschöpfend einzuschätzen. Wir begrüßen diesen Schritt daher und erwarten, dass die Twintec AG nach der Übernahme eine nochmals deutlich bessere Marktpositionierung erlangen kann.

Auf Ebene der operativen Cashflows rechnen wir bereits für das GJ 2016 mit einem positiven Wert. Zudem gehen wir davon aus, dass der Investitionsbedarf (CAPEX) in den nächsten Geschäftsjahren in einem nur sehr geringen Umfang notwendig werden wird. Insofern sollte sich die Nettoverschuldung über die kommenden Jahre wieder senken lassen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Twintec AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 bis 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir jährlich Steigerungsraten beim Umsatz von 15 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 0-30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 % sowie eine Steuerquote von 30 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Twintec AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,50 % (bisher: 1,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,77.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten 11,2 % (bisher: 10,7 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4 % (bisher: 10,5 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4 % errechnet. Daraus resultiert ein fairer Wert des Eigenkapitals zum Ende des Geschäftsjahres 2016 in Höhe von 72,28 Mio. €. Vor der Übernahme der Kontec GmbH hatten wir einen Wert von 56,76 Mio. € ermittelt. Das Kursziel für die Aktien der Twintec AG zum Ende des Geschäftsjahres 2016 beträgt entsprechend 1,70 € (bisher: 1,65 €). Dabei haben wir eine Verwässerung im Rahmen der Sachkapitalerhöhung um 7 Mio. Aktien und damit eine Erhöhung der Aktienanzahl auf 42,52 Mio. berücksichtigt.

DCF-Modell

Twintec AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	10,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	35,00	57,50	65,00	74,78	86,02	98,96	113,84	130,97	
US Veränderung	19,9%	64,3%	13,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,75	3,29	4,41	6,60	9,64	13,65	18,74	24,94	
EBITDA	0,80	3,50	5,70	7,51	8,64	9,94	11,43	13,15	
EBITDA-Marge	2,3%	6,1%	8,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	-3,27	-1,00	0,95	3,08	5,24	7,26	9,26	11,33	
EBITA-Marge	-9,3%	-1,7%	1,5%	4,1%	6,1%	7,3%	8,1%	8,6%	10,0%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,19	0,00	-0,46	-1,05	-1,81	-2,78	-3,40	
US zu EBITA	0,0%	-18,9%	0,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-3,27	-1,19	0,95	2,62	4,19	5,44	6,48	7,93	
Kapitalrendite	-19,8%	-4,0%	3,3%	9,9%	18,6%	24,9%	29,3%	34,2%	37,4%
Working Capital (WC)	9,95	10,95	11,65	11,22	12,90	14,84	17,08	19,64	
WC zu Umsatz	28,4%	19,0%	17,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-6,95	-1,00	-0,70	0,43	-1,69	-1,94	-2,23	-2,57	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	20,00	17,50	14,75	11,33	8,93	7,25	6,07	5,25	
AFA auf OAV	-4,07	-4,50	-4,75	-4,43	-3,40	-2,68	-2,17	-1,82	
AFA zu OAV	20,4%	25,7%	32,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in OAV	-10,54	-2,00	-2,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	29,95	28,45	26,40	22,54	21,83	22,09	23,15	24,90	
EBITDA	0,80	3,50	5,70	7,51	8,64	9,94	11,43	13,15	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,19	0,00	-0,46	-1,05	-1,81	-2,78	-3,40	
Investitionen gesamt	-17,49	-3,00	-2,70	-0,57	-2,69	-2,94	-3,23	-3,57	
Investitionen in OAV	-10,54	-2,00	-2,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	-6,95	-1,00	-0,70	0,43	-1,69	-1,94	-2,23	-2,57	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-16,69	0,31	3,00	6,48	4,90	5,18	5,42	6,18	118,45
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	83,92	91,52	97,16						
Barwert expliziter FCFs	20,90	22,56	21,69						
Barwert des Continuing Value	63,02	68,97	75,47						
Nettoschulden (Net debt)	18,96	19,24	16,83						
Wert des Eigenkapitals	64,96	72,28	80,33						
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00						
Wert des Aktienkapitals	64,96	72,28	80,33						
Ausstehende Aktien in Mio.	42,52	42,52	42,52						
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,53	1,70	1,89						

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	24,9%
WACC	9,4%

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
27,4%	1,50	1,36	1,24	1,14	1,05
32,4%	1,78	1,61	1,47	1,35	1,24
37,4%	2,06	1,87	1,70	1,56	1,43
42,4%	2,34	2,12	1,93	1,77	1,62
47,4%	2,62	2,37	2,16	1,98	1,81

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,5b,6a,10,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte im Nachgang des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de