



## **Researchstudie (Initial Coverage)**



**Auf dem Weg vom Massenmarkt zur lukrativen Nische**  
-  
**Deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen zu erwarten**

**Kursziel: 1,65 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 27

## Twintec AG <sup>\*5a,5b,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 1,65**

Aktueller Kurs: 1,05  
6.5.2015 / ETR  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0LSAT7  
WKN: A0LSAT  
Börsenkürzel: TIN  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 34,483  
Marketcap<sup>3</sup>: 36,24  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 40,04  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 30,00 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
LANG & SCHWARZ

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 28

### Unternehmensprofil

Branche: Technologie

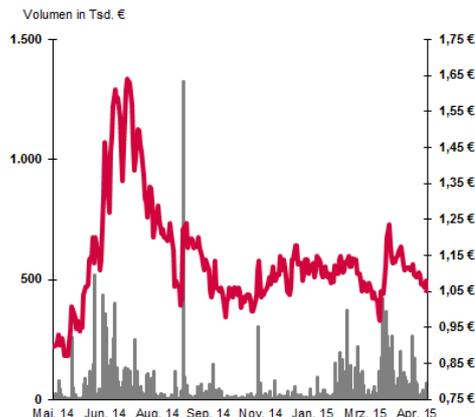
Fokus: Partikelfilter, SCR-Systeme

Mitarbeiter: 70

Gründung: 1995

Firmensitz: Königswinter

Vorstand: Marcus Hausser, Roger Kavena,  
Armin Rossbach



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. Die Baumot AG ist globaler Spezialist für Emissionstechnologie und damit verbundene Servicedienstleistungen. Mit eigenen Vertriebs- und Service-niederlassungen in vielen Ländern Europas und in den USA sowie über 300 Vertriebs- und Servicepartner weltweit bietet Baumot effiziente Lösungen zur Reduktion von Abgasemissionen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	20,85	27,00	27,50	35,00
EBITDA	-2,46	1,50	0,80	3,50
EBIT	-8,24	-1,60	-2,45	0,00
Jahresergebnis	-8,79	-2,00	-2,65	-0,19

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,30	-0,06	-0,08	-0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,92	1,48	1,46	1,14
EV/EBITDA	neg.	26,69	50,05	11,44
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	0,00
KGV	neg.	neg.	neg.	neg.
KBV	2,00			

### Finanztermine

Mai 2015: Veröffentlichung GJ-Bericht  
Juli 2015: Hauptversammlung  
September 2015: Veröffentlichung HJ-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die Anforderungen an den Emissionsausstoß von Fahrzeugen werden sich auch in den kommenden Jahren immer weiter verschärfen. Vor dem Hintergrund der Umweltziele der Europäischen Union, aber auch vieler anderer Länder weltweit, wie etwa China oder den USA, sind entsprechende Gesetze erlassen worden, um die Schadstoffemissionen des Verkehrssektors zu senken.
- Das Geschäftsmodell der Twintec AG ist insofern von den gesetzlichen Rahmenbedingungen hinsichtlich der Emissionsgrenzwerte determiniert. In den vergangenen Jahren wurden die Grenzwerte dabei bereits drastisch reduziert. Darüber hinaus ist jedoch davon auszugehen, dass die gesetzlichen Grenzwerte auch in den kommenden Jahren immer weiter sinken werden.
- Vor dem Hintergrund des technologischen Wandels, hin zu SCR-Systemen, hat auch die Twintec AG ihr Geschäftsmodell erweitert und das Produktportfolio mit der Übernahme der Baumot AG um ein eigenes SCR-System ergänzt, das auf Grund seines technischen Niveaus die derzeit höchste Normstufe EURO 6 (PKW), Euro VI (LKW), Stage IV (Off-Road-Fahrzeuge) erreicht.
- Im 1. HJ 2014 steuerte die Baumot AG einen Umsatzanteil in Höhe von 7,5 Mio. € bei, wovon 5,9 Mio. € auf den Bereich Non-Road-Fahrzeuge entfielen. Die Konzentration auf schwere Fahrzeuge wie Landmaschinen, Baumaschinen oder Busse, gehört seit der Übernahme der Baumot AG zur Kernausrüstung der Twintec AG, da in diesem Bereich die Wettbewerbsintensität geringer und die Wachstumschancen höher sind als etwa im PKW-Bereich.
- Insgesamt lagen die Umsatzerlöse im 1. HJ 2014 bei 14,84 Mio. €. Auch die Auswirkungen der Kostensenkungen der vergangenen Jahre zeigten ihre Wirkung. Insofern erreichte das EBITDA im 1. HJ 2014 einen Wert von 1,17 Mio. € und lag damit erstmalig seit vielen Perioden wieder im positiven Bereich.
- In den kommenden Jahren gehen wir für die Twintec AG von deutlichen Umsatzsteigerungen aus. Bereits für 2014 ist vor dem Hintergrund der Übernahme der Baumot AG ein Umsatzsprung auf 27,00 Mio. € zu erwarten. Bis 2016 rechnen wir mit einem weiteren Anstieg auf 35,00 Mio. €. Dabei sollte insbesondere das OEM-Geschäft im Non-Road-Segment eine tragende Wachstumsrolle spielen (Stage V), während wir für das EU-Retrofit und das Beschichtungsgeschäft stabile Umsatzzahlen erwarten. Hingegen sollte das Retrofit-Geschäft in den USA und in China mittelfristig zulegen können.
- Ergebnisseitig sind vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzerlöse deutliche Skaleneffekte zu erwarten. Bereits in 2014 gehen wir vom Erreichen des Turnaround und einem positiven EBITDA in Höhe von 1,50 Mio. € aus. Bis 2016 sollte ein Wert von 3,50 Mio. € erreicht werden.
- Mit der Übernahme und bereits vollzogenen Integration der Baumot AG hat sich die Twintec nicht nur technologisch erweitert, sondern auch der Vertrieb internationalisiert. Vor diesem Hintergrund sollte das Unternehmen optimal von den Emissionsminderungsbemühungen weltweit profitieren und deutlich wachsen. **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir für die Aktien der Twintec AG für Ende 2016 einen fairen Wert von 1,65 € ermittelt. Für den Zeitraum 2017 und danach erachten wir jedoch auf Grundlage der dann deutlich höheren Umsatz- und Ergebnisniveaus noch merklich ambitioniertere Kurspotenziale für die Aktien der Twintec AG als gerechtfertigt. Auf Grund des hohen Kurspotenzials ergibt sich entsprechend das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

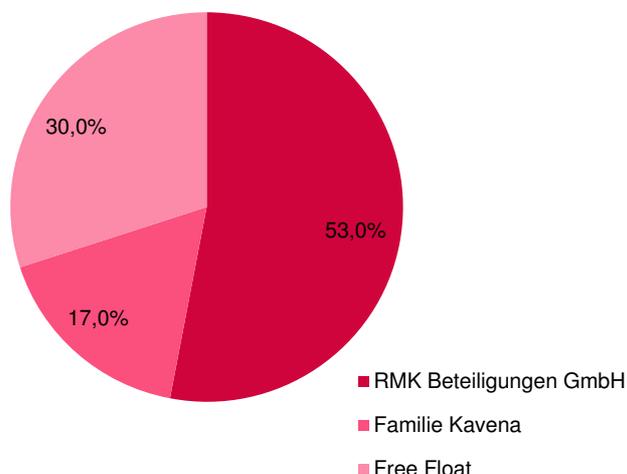
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konzernstruktur .....	4
Organe .....	4
Vorstand .....	4
Aufsichtsrat .....	4
Geschäftstätigkeit .....	5
Unternehmenshistorie im Kurzüberblick .....	5
Geschäftsmodell .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>10</b>
EURO-Abgasnormen machen Einsatz von SCR-Systemen notwendig .....	10
B-NOx-System der Twintec AG für OEM-Off-Road-Markt interessant .....	10
Nachrüstmarkt mit hohem Potenzial außerhalb Europas .....	11
Aftermarket wird in den kommenden Jahren stark zulegen .....	13
Wachstum der kommenden Jahre vor allem auf Auslandsmärkten .....	13
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>14</b>
Kennzahlen im Überblick .....	14
Historische Geschäftsentwicklung .....	15
Umsatzentwicklung .....	15
Ergebnisentwicklung .....	16
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	18
SWOT-Analyse .....	19
Prognose und Modellannahmen .....	20
Umsatzprognosen .....	20
Ergebnisprognosen .....	21
<b>Bewertung .....</b>	<b>24</b>
Modellannahmen .....	24
Bestimmung der Kapitalkosten .....	24
Bewertungsergebnis .....	24
DCF-Modell .....	25
<b>Anhang .....</b>	<b>27</b>

## UNTERNEHMEN

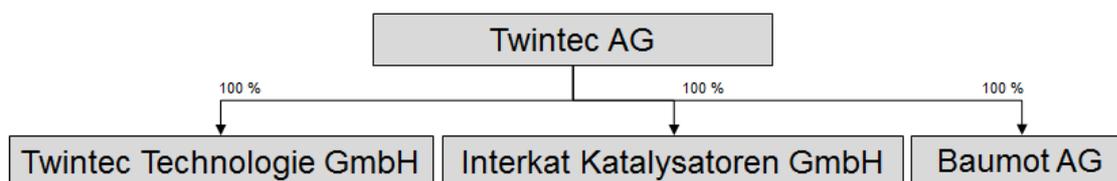
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	23.04.2015
RMK Beteiligungen GmbH*	53,0%
Familie Kavena	17,0%
Free Float	30,0%
Summe	100,0 %

Quelle: Twintec, GBC; \*Vorstand Roger Kavena zuzurechnen



### Konzernstruktur



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 Rossbach (CFO)

Armin Rosbach ist seit dem 1. Dezember 2014 Mitglied des Vorstands und seit dem 1. April 2015 Finanzvorstand der Gesellschaft.

### Aufsichtsrat

#### Christian T. Staby (Aufsichtsratsvorsitzender)

Quinn Morgan

Metehan Sen

## Geschäftstätigkeit

### Unternehmenshistorie im Kurzüberblick

Jahr	Ereignis
1995	Gründung als Ein-Produkt Unternehmen „Magermixsystem“ zur Nachrüstung von Fahrzeugen ohne geregelten Kat
1998/99	Erweiterung des Produktspektrums durch Twintec-Aufrüst-Katalysatoren für Diesel- und Otto-Motoren
2002/03	Gründung der INTERKAT
2006	Gründung der Twintec Technologie GmbH, Formwechsel in Twintec AG
2007	Börsengang
2008	Markteinführung Twintec-Rußfilterkat für schwere und mittelschwere Nutzfahrzeuge
2009	Markteinführung Twintec-Rußfilterkat für leichte Nutzfahrzeuge
2012	Einstieg des Private-Equity-Fonds Perseus
2013	Twintec übernimmt die Schweizer Baumot AG, Markteinführung des B-NOx Generators
2014	Abschluss der Restrukturierung, Baumot gewinnt Großauftrag für Erstausrüstung (OEM)
2015	Roger Kavena (RMK Beteiligungen GmbH) wird neuer Hauptaktionär der Twintec AG

Quelle: Twintec, GBC

### Geschäftsmodell

Die Anforderungen an den Emissionsausstoß von Fahrzeugen haben sich in den vergangenen Jahren immer weiter verschärft. Vor dem Hintergrund der Umweltziele der Europäischen Union, aber auch vieler anderer Länder weltweit, wie etwa China oder den USA, sind entsprechende Gesetze erlassen worden, um die Schadstoffemissionen des Verkehrssektors zu senken.

Um die Reduktion des Abgasausstoßes herbeizuführen, wurden seitens der Europäischen Gemeinschaft bereits 1970 erstmals Emissionsstandards formuliert. Seit 1992 gelten die sogenannten EURO-Abgasnormen, welche sich seither stufenweise verschärft haben (siehe auch *Markt und Marktumfeld*). Dabei gelten für unterschiedliche Fahrzeugklassen (PKW, LKW etc.) und Motorenarten (Benzin/Diesel) verschiedene Grenzwerte.

Um die Emissionsstandards zu erreichen, stehen die Automobil- und Motorenhersteller immer wieder vor der Herausforderung eine noch weitere Absenkung zu Grenzwerten für verschiedene Abgase, wie z.B. Kohlenstoffmonoxid (CO), Stickstoffoxide (NOx) oder Partikel (PM), zu erreichen.

Mit Inkrafttreten der EURO 4-Norm im Jahr 2005 und einer Verschärfung der Anforderungen für Partikelemissionen konnten die entsprechenden Richtwerte bei Diesel-PKWs nur noch durch den Einsatz entsprechender Dieselpartikelfilter erreicht werden. Zum Erfüllen der EURO 5-Norm mussten - insbesondere für Diesel-Fahrzeuge oberhalb der Kompaktklasse - zusätzlich sog. SCR-Systeme (Selektive Catalic Reduction) eingesetzt werden, welche den Ausstoß von Stickoxiden adressieren. Mit der EURO 6-Norm, welche für neue Fahrzeuge ab dem 01.09.2015 zum Tragen kommt, sind darüber hinaus noch weitere Verbesserungen und Ergänzungen der SCR-Systeme notwendig, um die weiter gestiegenen Anforderungen an die Stickoxid-Emissionen zu erfüllen.

**Notwendige Abgasreinigungssysteme für Diesel-PKWs nach den Euro-Abgasnormen**

	Euro 3	Euro 4	Euro 5	Euro 6
Rußpartikelfilter (DPF)		✘	✘	✘
SCR-System			✘	
Neue Generation SCR-System				✘

Quelle: GBC

Das Geschäftsmodell der Twintec AG ist insofern von den gesetzlichen Rahmenbedingungen hinsichtlich der Emissionsgrenzwerte determiniert. In den vergangenen Jahren wurden die Grenzwerte dabei bereits drastisch reduziert. Darüber hinaus ist jedoch davon auszugehen, dass die gesetzlichen Grenzwerte auch in den kommenden Jahren immer weiter sinken und die Messverfahren anspruchsvoller werden, wie z.B. durch mobile Emissionsmessung (PEMS = Portable Emission Measurement System). Auch im Bereich der Off-Road-Fahrzeuge kommt es in den kommenden Jahren durch die Einführung der Stage V-Normen zu einer nochmaligen Verschärfung der Emissionsanforderungen, als auch des Anwendungsspektrum die Motorenklassen betreffend.

Vor dem Hintergrund des technologischen Wandels, hin zu SCR-Systemen, hat auch die Twintec AG ihr Geschäftsmodell erweitert und das Produktportfolio mit der Übernahme der Baumot AG um ein eigenes SCR-System ergänzt, das auf Grund seines technischen Niveaus die derzeit höchsten Normstufen EURO 6 (PKW) / EURO VI (LKW) / Stage IV (Off-Road) erreicht.

Damit bietet die Twintec AG mit ihren drei 100 %igen Tochtergesellschaften Twintec Technologies GmbH, Baumot AG sowie INTERKAT GmbH sowohl **Partikelfilter**, als auch **SCR-Systeme** an. Dabei ist das Unternehmen in folgenden vier Geschäftsbereichen engagiert:

OEM Erstausrüstung	Retrofit Nachrüstung	Aftermarket Austauschsysteme	Beschichtungsdienstleistungen katalytische Beschichtungen
-----------------------	-------------------------	---------------------------------	--

**OEM-Geschäft**

Das OEM-Geschäft umfasst das Geschäft der Erstausrüstung von Motoren- und Fahrzeugherstellern mit Rußpartikelfiltern und sog. SCR-Systemen (Selektive Catalic Reduction). Während die großen Motoren- und Automobilhersteller eigene SCR-Systeme zur Reinigung von Abgasen entwickelt haben und diese inzwischen serienmäßig in Neuwagen einbauen, ist für die Twintec AG vor allem der Bereich der Off-Road-Fahrzeuge, z.B. Land- und Baumaschinen, im OEM-Geschäft von Bedeutung. Hier sind die produzierten Stückzahlen kleiner und der Rückgriff auf externe Zulieferer sinnvoll. Vor allem Hersteller mit jährlichen Produktionszahlen von bis zu 50.000 Einheiten pro Jahr sind für die Twintec AG potenzielle Kunden.

Das SCR-System B-NOx kam durch die Übernahme der Schweizer Baumot AG im Jahr 2014 zum Produktportfolio der Twintec-Gruppe hinzu und wurde inzwischen zur Serienreife weiterentwickelt. Zudem verfügt die Baumot AG über internationale Vertriebsstrukturen, welche die Expansion auf interessante Märkte wie China oder die USA, ermöglichen. Dort können auch entsprechende Synergieeffekte im Vertrieb der Rußpartikelfilter generiert werden.

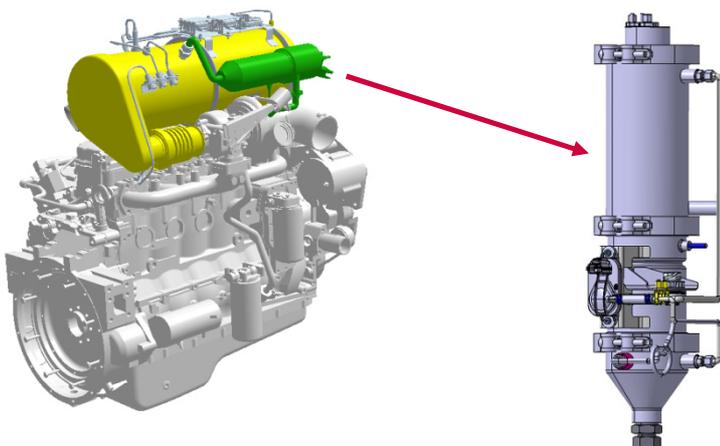
Während das OEM-Geschäft bislang noch eine untergeordnete Rolle spielte, gewinnt dieses zunehmend an Bedeutung und soll in den kommenden Jahren in den relevanten Nischenmärkten zum wesentlichen Umsatzträger der Twintec AG wachsen. Erste positive Impulse dahingehend sind die laufenden Entwicklungsprojekte mit mehreren OEMs. In den USA wurde zudem ein OEM-Kunde, mit welchem die Serienentwicklung des BNOx-System angestrebt wird, gewonnen.

### **Das B-NOx SCR-System der Twintec AG**

Das B-NOx SCR-System der Twintec AG ist das Kernprodukt des Unternehmens für die kommenden Jahre. Dieses kann sowohl im Bereich der Erstausrüstung, als auch im Nachrüstgeschäft, zum Einsatz kommen. Das Kernelement des B-NOx-Systems ist der  $\text{NH}_3$ -Reaktor ( $\text{NH}_3$  = Ammoniak), welcher im Zusammenspiel mit den speziell beschichteten Partikelfiltern auch den verschärften Vorschriften nach den EURO 6 und EURO 6c Normen für PKWs bzw. Euro VI für LKWs sowie Stage IIIB / IV / V für Land- und Baumaschinen gerecht werden.

Der große Vorteil des B-NOx-Systems gegenüber anderen SCR-Systemen ist zum einen der geringe notwendige Bauraum. Das bedeutet, dass das System sehr flexibel in den Motorraum integriert werden kann, was insbesondere für das Nachrüstgeschäft eine wichtige Eigenschaft ist, vor allem mit Hinblick auf die Integrationskosten. Zum anderen hat das B-NOx-System den Vorteil, dass das zur Stickoxid-Reduktion benötigte Ammoniak außerhalb des Abgasstrangs erzeugt wird und damit auch unabhängig von der Abgastemperatur ist. Dies hat den Effekt, dass bereits bei niedrigen Abgastemperaturen, also auch gleich nach dem Start des Motors, ein hoher Reduktionsgrad erreicht wird. Insofern zeichnet sich das Twintec BNOx-System gegenüber Wettbewerbsprodukten aus. Insbesondere zusammen mit dem Beschichtungs-Know-how der INTERKAT generiert das B-NOx-System merkbare Vorteile gegenüber anderen Systemen. Das Twintec-System kann eine Reduktion der Stickoxide um bis zu 97 % erreichen, wohingegen andere Produkte deutlich niedrigere Werte aufweisen.

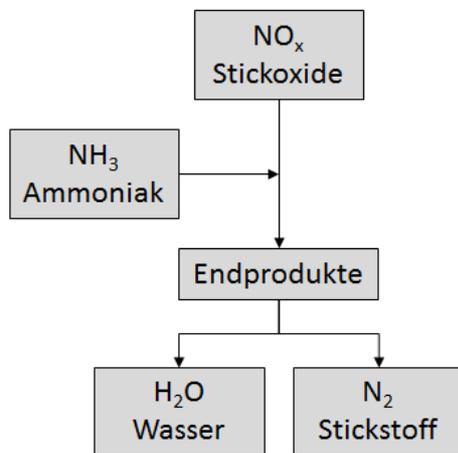
### **Darstellung des B-NOx SCR Systems sowie des $\text{NH}_3$ -Generators**



Quelle: Twintec

Das B-NOx SCR-System der Twintec AG wandelt dabei die im Verbrennungsprozess entstehenden Stickoxide (NOx) durch das Einspritzen einer Ammoniak-Mischung (Harnstoff) in die unschädlichen Bestandteile Wasser und Stickstoff. Die Abgasbehandlung durch das SCR-System reduziert die Emission damit auf ein Minimum.

### Schematische Funktionsweise des SCR-Systems



Quelle: GBC

### Retrofit-Geschäft

Das Retrofit- bzw. Nachrüst-Geschäft betrifft sowohl Rußpartikelfilter (DPF), als auch SCR-Systeme. Hierbei handelt es sich um die Nachrüstung von Motoren bestehender Fahrzeuge mit den Abgasminderungssystemen. Die Nachrüstung kommt vor allem bei älteren Fahrzeugen in Betracht, welche die sich verschärfenden Normen noch nicht erfüllen, die Nutzung jedoch noch wirtschaftlich sinnvoll ist. Insbesondere im Bereich der schweren Nutzfahrzeuge (Off-Road) hat die Twintec AG durch die Übernahme der Baumot AG hier eine besondere Spezialisierung, also bei Land- und Baumaschinen. Aber auch bei langlebigen Groß- und Nutzfahrzeugen wie Bussen, Wohnmobilen, LKWs etc. hat die Twintec AG eine besondere Kompetenz.

Auch im Retrofit-Geschäft konnte die Twintec AG bereits erste Erfolge mit dem neu entwickelten SCR-System aufweisen. So wurde in 2014 ein Großauftrag in England gewonnen, der die Nachrüstung einer Busflotte mit SCR-Systemen vorsah. Das Auftragsvolumen lag dabei bei rund 0,50 Mio. €.

Das Nachrüstgeschäft mit Partikelfiltern hingegen ist in Deutschland und Westeuropa seit einigen Jahren rückläufig. Zwar gibt es hier immer wieder staatliche Förderungen zur Nachrüstung älterer Fahrzeuge mit Rußpartikelfiltern, was die Nachfrage zwischenzeitlich ankurbelt, jedoch ist der Markt mit zunehmender Dauer der Gültigkeit der Emissionsvorschriften rückläufig.

Anders sieht die Situation auf anderen großen Automobilmärkten, etwa China oder den USA, aus. Hier ist die Nachrüstung in den kommenden Jahren noch ein wichtiges Thema, das auch vom den jeweiligen Gesetzgebern forciert wird. Durch die Übernahme der Baumot AG hat sich das Vertriebsnetz auf diese wichtigen Märkte ausgeweitet, mit Vertriebsniederlassungen in den USA, China und Europa. Zudem bestehen Vertriebspartner in über 20 Ländern. Auf dem wichtigsten Nachrüstmarkt der USA, in Kalifornien (60 % des Marktvolumens in den USA), erwartet die Twintec AG in Kürze die Zulassung ihres Rußpartikelfilters.

Die Kernkompetenz der Twintec AG ist in diesem Bereich die Entwicklung der Beschichtungsmaterialien und die Beschichtung der Partikelfilter an sich. Nicht in-house wird das

sogenannte *Canning* betrieben, also das Fertigen und Einfassen der Partikelfilter in die entsprechenden Metallgehäuse.

### **Aftermarket-Geschäft**

Inzwischen sind viele original Rußpartikelfilter und vereinzelt auch SCR-Systeme von Fahrzeugen schon seit mehreren Jahren in Betrieb. Da die Lebensdauer dieser zwischen 6 und 8 Jahren liegen, müssen diese auf Sicht der kommenden Jahre erneuert und ausgetauscht werden. Wenngleich diese Systeme von den OEM-Herstellern stammen, sollte eine Vielzahl von Kunden den Austausch bei freien Werkstätten durchführen lassen, da die Austauschsysteme dort deutlich kostengünstiger zu erwerben sind, als bei den Vertragswerkstätten.

Um diesen Markt, der erst in den nächsten Jahren relevant werden wird, hat die Twintec AG jüngst die Vertriebsanstrengungen intensiviert, das Händlernetzwerk ausgebaut und platziert seine Produkte noch stärker bei entsprechenden Großhändlern. In den kommenden Jahren ist daher davon auszugehen, dass das Aftermarket-Geschäft für die Twintec AG stark an Bedeutung gewinnen wird. Dabei sollte dem Unternehmen die hohe Verfügbarkeit und schnelle Lieferfähigkeit durch das ausgedehnte Händlernetzwerk zu Gute kommen.

### **Beschichtungsdienstleistungen**

Die INTERKAT Katalysator GmbH ist in der Beschichtung von Oberflächen, vor allem von Partikelfiltern, aktiv. Dabei werden Trägermaterialien mit katalytisch aktiven Substanzen beschichtet. Die INTERKAT ist dabei eines der wenigen Unternehmen in Deutschland, welches solche Dienstleistungen anbietet. Dank der flexiblen Produktionsanlagen kann INTERKAT zudem Katalysatoren nach individuellen Materialvorgaben herstellen.

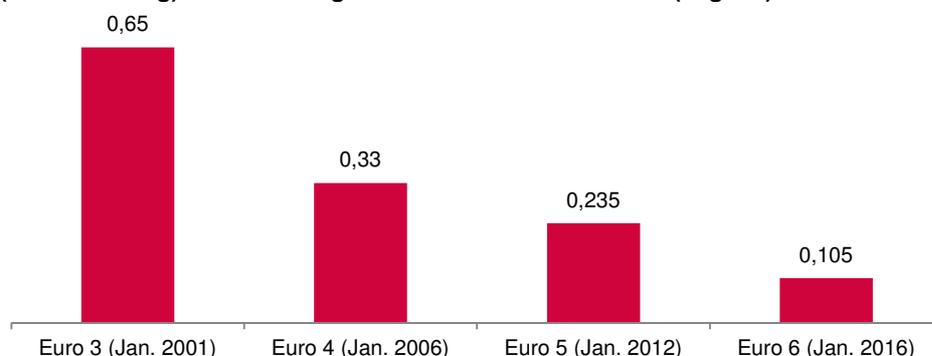
Die Beschichtungsdienstleistungen der INTERKAT beschränken sich jedoch nicht ausschließlich auf den Automobilbereich. Vielmehr ist das Unternehmen auch im Bereich der Biogaskatalysatoren aktiv und in diesem Zusammenhang Deutschlands größter Beschichter von Katalysatoren für Biogasanlagen. Bei Biogasanlagen ist vor allem die Reduktion des krebserregenden Formaldehyds eine wichtige Eigenschaft der Katalysatoren. Knapp 50 % der Umsatzerlöse erzielt INTERKAT so außerhalb des Automobilbereichs.

## MARKT UND MARKTUMFELD

### **EURO-Abgasnormen machen Einsatz von SCR-Systemen notwendig**

Im Zuge der geplanten Klimaziele hat die Europäische Union auch für den Automobilverkehr strenge Emissionsziele gesteckt. In den vergangenen Jahren wurden die Grenzwerte beim Ausstoß von Abgasen stufenweise immer weiter gesenkt. Der letzte Anpassungsschritt, umgesetzt in der sog. Euro 6-Richtlinie wurde der Grenzwert für den Ausstoß von Stickoxiden (NOx) für Diesel-PKW mit einem Gewicht zwischen 1,31 und 1,76 Tonnen z.B. auf 0,105 g/km gesenkt. Ab dem 01.09.2015 gilt diese weitere Senkung des Grenzwertes für alle neuen PKW-Typen und ab dem 01.01.2016 dann auch für alle neuen PKWs. Seit dem Jahr 2000 wurde die Emissionsgrenze von NOx damit um 84 % reduziert.

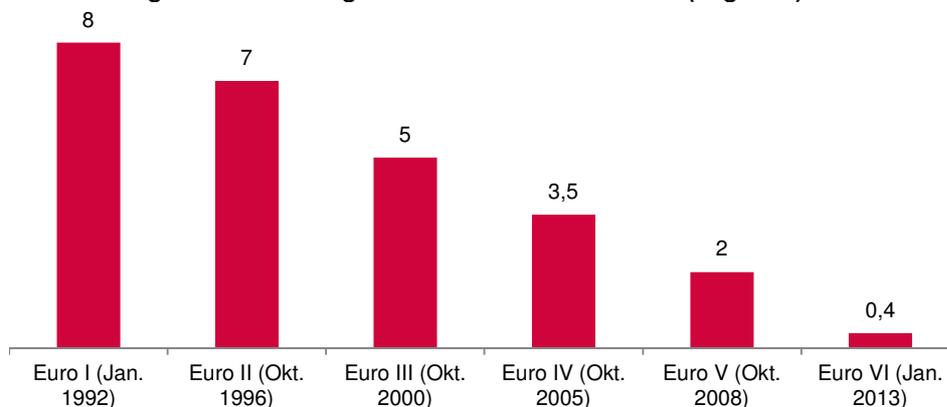
#### **Europäischer Grenzwert für den Ausstoß von Stickoxiden (NOx) bei Diesel-PKW (1.305-1.760 kg) nach den Abgasnormen Euro 3 bis Euro 6 (in g/km)**



Quelle: Bundesumweltamt; Einführungsdaten für alle neuen Fahrzeuge

Auch für schwere Nutzfahrzeuge, z.B. LKWs und Busse, werden die beschriebenen Emissionsanpassungen mittels der Euro-Richtlinien durchgeführt. Seit Januar 2013 gilt bereits die Euro VI-Norm, welche eine Absenkung des NOx-Ausstoßes um 80 % allein gegenüber der Euro V-Norm vorgenommen hat.

#### **Europäischer Grenzwert für den Ausstoß von Stickoxiden (NOx) bei schweren Nutzfahrzeugen nach den Abgasnormen Euro I bis Euro VI (in g/kWh)**



Quelle: Bundesumweltamt

### **B-NOx-System der Twintec AG für OEM-Off-Road-Markt interessant**

Um die Euro 6 / Euro VI-Norm zu erfüllen, müssen Diesel-PKW und LKW auf Dieselpartikelfilter sowie SCR-Systeme (Selective Catalic Reduction) zurückgreifen. Dabei haben die großen Automobil- und Motorenhersteller bereits mit der Einführung der Abgasnor-

men Euro 4 und 5 eigene SCR-Systeme für Nutzfahrzeuge und Transporter entwickelt. Ab den Jahren 2017/18 werden darüber hinaus weitere Systeme, etwa zur mobilen Emissionsmessung (PEMS = Portable Emission Measurement System) zum Einsatz kommen müssen. Während diese bei LKWs bereits genutzt werden, sollten auch PKWs bald nicht mehr um Systeme zur Messung der sog. „Real Drive Emissions“ umherkommen.

Von hoher Relevanz ist der Einsatz des B-NOx-Systems der Twintec AG auf dem europäischen Markt im OEM-Bereich vor allem im Bereich der Off-Road-Fahrzeuge, also insbesondere Baumaschinen, Traktoren etc. Hier sind die produzierten Stückzahlen kleiner und die Hersteller daher an technologisch ausgereiften und kosteneffizienten Lösungen Dritter stark interessiert.

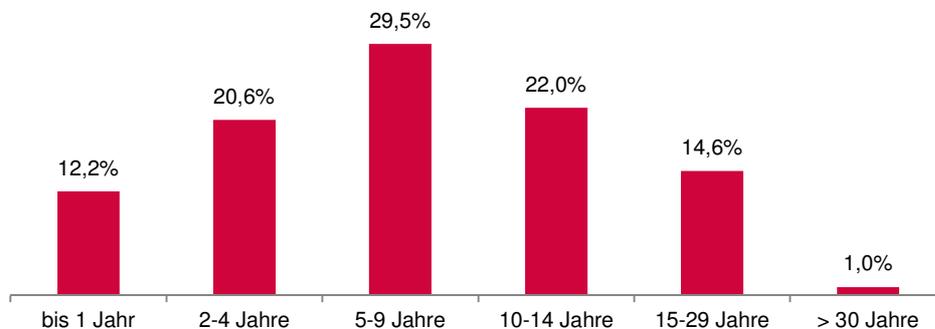
Dabei ist das B-NOx-System der Twintec AG nicht nur in Europa für OEM-Hersteller von Off-Road-Fahrzeugen interessant, sondern vor allem auch im Ausland. So gelten inzwischen auch in den USA und China entsprechende Regulierungen zur Senkung der Emission von Fahrzeugen. Vor allem in China bestehen dabei gute Chancen für die Zusammenarbeit mit OEM-Herstellern.

### ***Nachrüstmarkt mit hohem Potenzial außerhalb Europas***

Neben dem OEM-Geschäft ist für die Twintec AG insbesondere auch das Nachrüstgeschäft (sog. Retrofit-Geschäft) interessant. Einer der wesentlichen Treiber dafür sind z.B. die eingeführten Umweltzonen in Deutschland und vielen Teilen Europas. Diese werden zudem noch immer erweitert. So führten in Deutschland z.B. zum 01.01.2015 die Städte Münster, Siegen, Offenbach und Schramberg Umweltzonen ein. In weiteren dicht besiedelten Städten wie Darmstadt sind ebenfalls Umweltzonen geplant.

Im Zuge dessen müssen viele Fahrzeuge bzw. Baumaschinen umgerüstet werden, um die Emissionsanforderungen der Umweltzonen zu erfüllen. Vor allem ältere Modelle sind davon betroffen. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht die hohe Altersstruktur allein im Bereich der PKWs in Deutschland. Entsprechend ist daraus ein hoher Bestand an Fahrzeugen abzuleiten, welche die Abgasnormen nach den EURO 4-Standards noch nicht erfüllen und einer Nachrüstung bedürfen. Zum 01.01.2014 waren auf deutschen Straßen noch 1,6 Mio. Diesel-PKWs und 400.000 leichte Nutzfahrzeuge ohne grüne Plakette unterwegs.

### **Alter des PKW-Bestandes in Deutschland (Stand: 01.01.2014)**



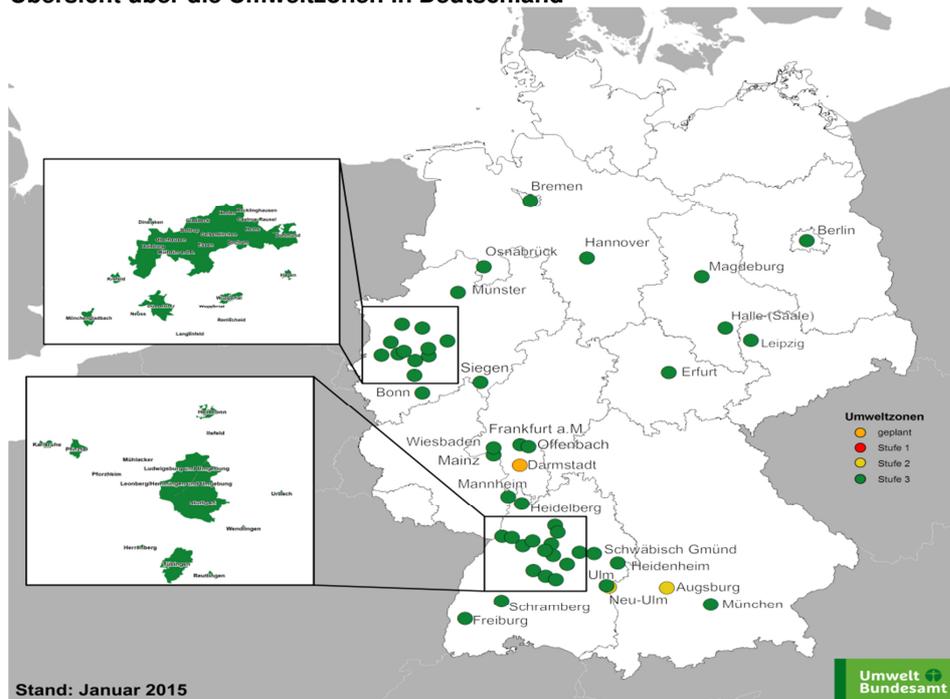
Quelle: Kraftfahrzeugbundesamt

Derzeit gibt es in Deutschland 50 Umweltzonen, wovon in 48 Städten ausschließlich mit der grünen EURO 4-Plakette eingefahren werden darf. In den kommenden Jahren müssen viele Städte und Gemeinden jedoch zusätzliche Maßnahmen ergreifen, um die Emissionsstandards hinsichtlich der Stickoxide zu erreichen. Denn seit Anfang 2015 sind

die Kommunen durch die EU verpflichtet, die Grenzwerte einzuhalten. Insofern ist davon auszugehen, dass auch in Zukunft weitere Umweltzonen eingerichtet werden. So gibt es derzeit in den Bundesländern Schleswig-Holstein, Hamburg, Saarland, Mecklenburg-Vorpommern und Brandenburg noch überhaupt keine Umweltzonen.

Daraus leitet sich für das BNox-System der Twintec AG in der Zukunft ein noch großes Potenzial ab, sobald weitere Umweltzonen eingeführt werden.

### Übersicht über die Umweltzonen in Deutschland



Um die Zahl der emissionsstarken Fahrzeuge weiter zu reduzieren, hat der Bundestag jüngst ein weiteres Förderprogramm für das Jahr 2015 in Höhe von 30 Mio. € für die Nachrüstung von Diesel-PKWs und leichte Nutzfahrzeuge ohne grüne Plakette beschlossen. Entsprechend sollte sich die Nachfrage nach Rußpartikelfiltern beleben, nachdem in 2014 kein vergleichbares Förderprogramm bestand.

Dennoch wird der Nachrüstmarkt in den kommenden Jahren in Europa tendenziell rückläufig sein, wenngleich der Rückgang allmählich und nicht abrupt vonstattengehen sollte, so dass noch über einige Jahre ausreichend Umsatzpotenzial vorhanden ist. Um dem Rückgang entgegenzuwirken, konzentriert sich die Twintec AG auch im Retrofit-Geschäft zunehmend auf Auslandsmärkte. Auch hier sind die Märkte China und USA von großer Bedeutung. Wie oben bereits erwähnt, besteht in China ein entsprechendes Potenzial für Retrofit im LKW-Bereich. Um der massiven Luftverschmutzung Herr zu werden, insbesondere in den Metropolen, wurde auch in China eine vergleichbare Gesetzgebung wie in Europa erlassen.

Auch in den USA besteht ein enormes Potenzial im Bereich des Retrofit. Die U.S. Environmental Protection Agency (EPA) hat entsprechende Gesetze zur Abgasreduktion eingeführt. Das bestehende Programm wird 2017 nochmals verschärft und setzt neue Maßstäbe für PKWs, LKWs und Off-Road-Fahrzeuge. In Kürze sollte die Twintec AG die Zulassung für ihren Partikelfilter zum Vertrieb in Kalifornien, dem wichtigsten Retrofit-Markt in den USA, erhalten, so dass das Unternehmen vom dortigen zu erwartenden Nachrüstboom profitieren kann. In Kalifornien hat das California Air Resolution Board

(CARB) auf Grund der besonderen Luftverschmutzungssituation eigene Standards entwickelt. Seit 2007 gelten hier die sog. LEV-II-Standards, welche ungefähr mit der EURO 4-Norm vergleichbar sind.

**Aftermarket wird in den kommenden Jahren stark zulegen**

Nachdem die ersten SCR-Systeme und Rußpartikelfilter bereits seit einigen Jahren im Einsatz sind und die Fahrzeuge über eine entsprechend lange Lebensdauer verfügen, wird sich in den kommenden Jahren ein zunehmender Bedarf an Ersatzteilen ergeben. Sowohl Rußpartikelfilter, als auch SCR-Systeme müssen in Zeitabständen von 6-8 Jahren ausgetauscht werden. Während dieses Geschäft heute kaum eine Bedeutung hat, rechnet der Vorstand der Twintec AG damit, dass der Aftermarket für Rußpartikelfilter und SCR-Systeme allein in Deutschland bis zum Jahr 2020 auf 200 Mio. € pro Jahr anwachsen wird.

Wenngleich der Aftermarket volumenseitig sehr relevant werden kann, sollten sich entsprechende Umsatzeffekte erst in ein paar Jahren bemerkbar machen können. Zudem ist schwer bezifferbar, mit welcher Dynamik sich der Aftermarket dann entwickeln wird. Aus diesem Grund haben wir das Aftermarket-Geschäft zunächst in unseren Prognosen unberücksichtigt belassen.

**Wachstum der kommenden Jahre vor allem auf Auslandsmärkten**

Zusammenfassend kann konstatiert werden, dass die Twintec AG vor allem auf den Auslandsmärkten außerhalb der EU in den kommenden Jahren Wachstum erzielen kann. Sowohl im Retrofit-Geschäft, als auch dem OEM-Geschäft sind dort entsprechende Potenziale vorhanden. In Deutschland und Europa sollte vor allem der OEM-Offroadmarkt interessant sein, sowie in einigen Jahren das Aftermarket-Geschäft, wohingegen das Retrofitgeschäft hierzulande an Bedeutung verliert.

**Wachstumsbereiche und Regionen der Twintec AG**

	EU	Non-EU
Retrofit		
OEM-PKW		
OEM-LKW		
OEM-Offroad		
Aftermarket		

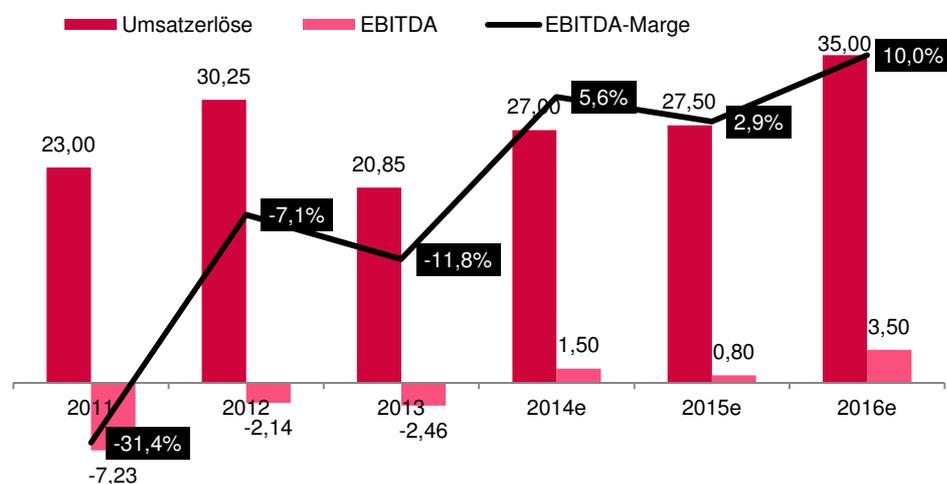
Quelle: GBC

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e		GJ 2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>20,85</b>	<b>100,0%</b>	<b>27,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>27,50</b>	<b>100,0%</b>	<b>35,00</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	-1,37	-6,6%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	0,28	1,3%	0,50	1,9%	0,50	1,8%	0,50	1,4%
sonstige betriebliche Erträge	0,70	3,4%	0,50	1,9%	0,50	1,8%	0,50	1,4%
Materialaufwand	-13,71	-65,7%	-16,47	-61,0%	-17,05	-62,0%	-21,70	-62,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>6,76</b>	<b>32,4%</b>	<b>11,53</b>	<b>42,7%</b>	<b>11,45</b>	<b>41,6%</b>	<b>14,30</b>	<b>40,9%</b>
Personalaufwand	-4,53	-21,7%	-5,11	-18,9%	-5,40	-19,6%	-5,50	-15,7%
Abschreibungen	-5,78	-27,7%	-3,10	-11,5%	-3,25	-11,8%	-3,50	-10,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,68	-22,4%	-4,90	-18,1%	-5,23	-19,0%	-5,28	-15,1%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-8,23</b>	<b>-39,5%</b>	<b>-1,58</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-2,43</b>	<b>-8,8%</b>	<b>0,02</b>	<b>0,1%</b>
Zinserträge	0,00	0,0%	0,01	0,0%	0,01	0,0%	0,01	0,0%
Zinsaufwendungen	-0,40	-1,9%	-0,40	-1,5%	-0,20	-0,7%	-0,20	-0,6%
<b>EBT</b>	<b>-8,63</b>	<b>-41,4%</b>	<b>-1,98</b>	<b>-7,3%</b>	<b>-2,63</b>	<b>-9,5%</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,5%</b>
Außerordentliche Aufwendungen	-0,18	-0,9%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ertragssteuern	0,03	0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
sonstige Steuern	-0,01	0,0%	-0,02	-0,1%	-0,02	-0,1%	-0,02	-0,1%
Minderheitenanteile	0,00	0,0%	-0,01	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Jahresergebnis</b>	<b>-8,79</b>	<b>-42,2%</b>	<b>-2,00</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-2,65</b>	<b>-9,6%</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,5%</b>
EBITDA	-2,46		1,50		0,80		3,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>		<i>5,6 %</i>		<i>2,9 %</i>		<i>10,0 %</i>	
EBIT	-8,24		-1,60		-2,45		0,00	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>		<i>neg.</i>		<i>neg.</i>		<i>0,0 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	-0,30		-0,06		-0,08		-0,01	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	29,25		32,288		34,483		34,483	

### Entwicklung von Umsatz, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Twintec, GBC

## Historische Geschäftsentwicklung

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	HJ 2014
Umsatzerlöse	30,25	20,85	14,84
EBITDA (Marge)	-2,14 (neg.)	-2,46 (neg.)	1,17 (7,9 %)
EBIT (Marge)	-3,77 (neg.)	-8,24 (neg.)	-0,37 (neg.)
Jahresfehlbetrag	-4,26	-8,79	-0,49
EPS in €	-0,44	-0,30	-0,02

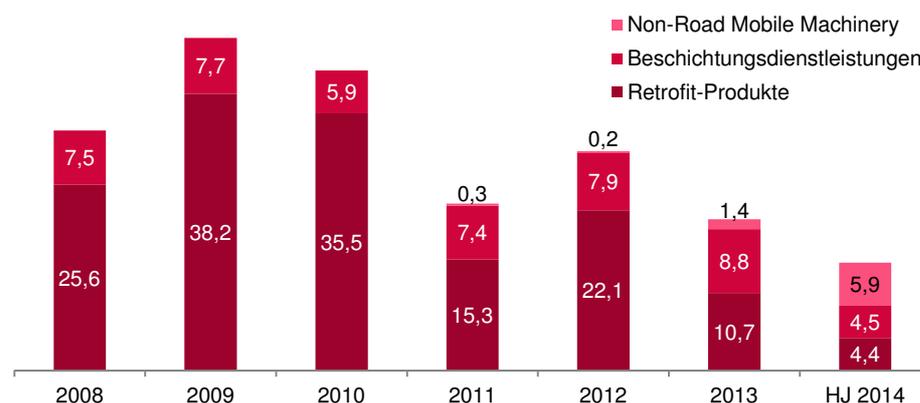
Quelle: Twintec, GBC

### Umsatzentwicklung

Die Umsatzentwicklung der Twintec AG zeigte sich in den vergangenen Jahren tendenziell rückläufig. Hintergrund dessen war die maßgebliche Fokussierung der Gesellschaft auf den PKW-Retrofit-Markt mit Rußpartikelfiltern in Deutschland. Der Retrofitmarkt ist in Deutschland einem rückläufigen Trend unterworfen. Vor allem die schon seit Jahren immer wieder erhöhten Anforderungen an Neufahrzeuge und die Einrichtung von Umweltzonen haben den Bestand an Fahrzeugen, welche die gesetzlichen Abgasnormen nicht erfüllen, sinken lassen. Zudem unterlag das Retrofit-Geschäft zum Teil einer staatlichen Förderung, was eine gewisse Volatilität in den Umsatzerlösen der Twintec AG auslöste. So wirkte sich die Förderung im Jahr 2012 noch positiv aus, so dass ein Umsatzzuwachs verzeichnet werden konnte, wohingegen es in 2014 keine Förderung gab.

Sehr stabil zeigte sich hingegen über die vergangenen Jahre hinweg das Beschichtungsgeschäft, mit Zuwächsen seit 2010. Auch in 2014 war hier ein Anstieg zu verzeichnen. Umsatzerlöse aus dem Bereich Aftermarket wurden bislang noch nicht erzielt. Vielmehr wird das Aftermarket-Geschäft erst in den kommenden Perioden eine zunehmend wichtige Rolle einnehmen.

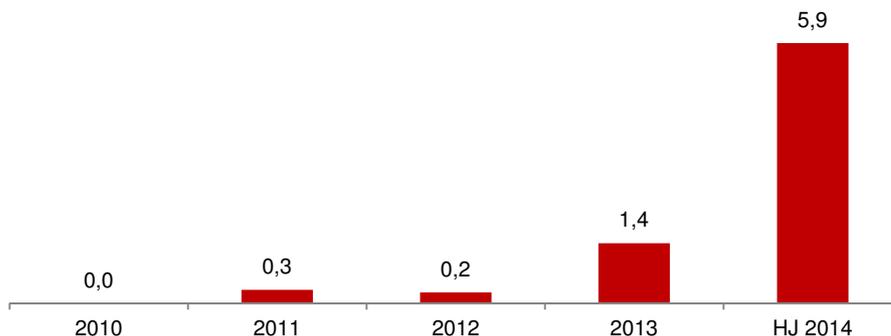
### Umsatzentwicklung nach Produktbereichen (in Mio. €)



Quelle: Twintec, GBC

Das Non-Road-Mobile Machinery-Geschäft (NRMM) wurde durch die Übernahme der Baumot AG beflügelt. Im 1. HJ 2014 steuerte die Baumot AG einen Umsatzanteil in Höhe von 7,5 Mio. € bei, wovon 5,9 Mio. € auf NRMM entfielen. Die Konzentration auf schwere Fahrzeuge wie Landmaschinen, Baumaschinen oder Busse, gehört seit der Übernahme der Baumot AG zur Kernaussrichtung der Twintec AG, da in diesem Bereich die Wettbewerbsintensität geringer und die Wachstumschancen höher sind als etwa im PKW-Bereich.

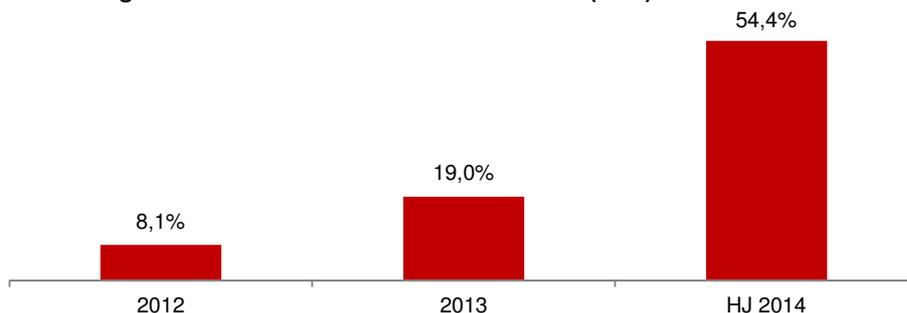
**Entwicklung der Umsatzerlöse im Kundensegment NRMM (in Mio. €)**



Quelle: Twintec, GBC

Die Übernahme der Baumot AG hat zudem eine weitere Schwachstelle der „alten“ Twintec adressiert. Die starke Konzentration auf den deutschen Markt in der Vergangenheit war ein wesentlicher Grund für die schwache Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre. Die Baumot AG hat einen deutlich internationaler orientieren Ansatz. Die Auswirkungen daraus hat man bereits im 1. HJ 2014 sehen können, indem die Auslandsumsätze auf 54,4 % der Gesamtumsatzerlöse anstiegen. Die wesentlichen Auslandsmärkte betreffen dabei das EU-Ausland, aber auch Drittstaaten wie China oder die USA, die in Zukunft einen merklichen Umsatzanteil einnehmen sollen.

**Entwicklung des Auslandsanteils der Umsatzerlöse (in %)**



Quelle: Twintec, GBC

Die Baumot wurde erst im Dezember 2013 übernommen und konsolidiert (zuvor at-equity-Konsolidierung). Daher war der Umsatz- und Ergebnisbeitrag im GJ 2013 noch sehr gering. Der Umsatzbeitrag betrug 0,81 Mio. €, bei einem Ergebnisbeitrag von -0,13 Mio. €. Erst im Jahr 2014 machte sich die erstmalige ganzjährige Konsolidierung bemerkbar.

**Ergebnisentwicklung**

Als eines der wichtigsten Indizien für einen erfolgreichen Turnaround im Nachgang der Übernahme der Baumot AG ist die steigende Rohertragsmarge. Während diese in den Vorjahren bei Werten um die 30 % lag, mit deutlich niedrigeren Werten in den Jahren 2011 und 2012. Nach der Übernahme der Baumot zeigte sich im 1. HJ 2014 eine merkliche Steigerung auf 47,1 %. Hintergrund dessen ist zum einen der höhere Anteil an Beschichtungsdienstleistungen am Gesamtumsatz und zum anderen der höhere Anteil an Abgassystemen im Bereich NRMM, welche vergleichsweise magenstark sind.

Zudem konnte die Baumot AG bereits vollständig integriert werden, so dass aktuell lediglich noch 14 Mitarbeiter tätig sind. Die Personalsynergien konnten demnach bereits effektiv gehoben werden.

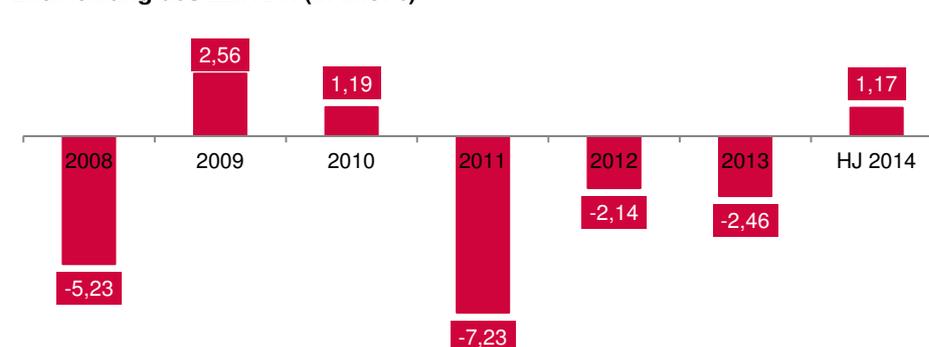
### Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



Quelle: Twintec, GBC

Die Auswirkungen der verbesserten Rohertragsmarge zeigten sich bereits im 1. HJ 2014 beim EBITDA, das gegenüber dem Vorjahr merklich verbessert und vor allem im positiven Bereich ausfiel. Auch die Auswirkungen der Kostensenkungen der vergangenen Jahre zeigten ihre Wirkung. Insofern erreichte das EBITDA im 1. HJ 2014 einen Wert von 1,17 Mio. €.

### Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Twintec, GBC

Auf der Nettoebene haben in den vergangenen Jahren Sonder- und Einmaleffekte die Ergebnisse belastet. So wurden z.B. im GJ 2013 2,3 Mio. € Abwertungen auf Lagerbestände für Retrofit-Produkte sowie eine Wertberichtigung auf ein Firmengebäude in Höhe von 1,9 Mio. € vorgenommen. Daher lag das Nettoergebnis in 2013 mit -8,79 Mio. € im klar negativen Bereich.

Im GJ 2014 waren keine Sondereffekte mehr zu verzeichnen. Jedoch werden im Zuge der Übernahme der Baumot AG reguläre Abschreibungen auf Goodwill und Kundstamm in Höhe von insgesamt rund 2,3 Mio. € pro Jahr vorgenommen.

Auch auf der Cashflow-Ebene wurden die positiven Tendenzen sichtbar. So betrug der operative Cashflow im 1. HJ 2014 0,23 Mio. € und lag damit zum ersten Mal seit mehreren Jahren im positiven Bereich.

Insgesamt betrachtet, hat die Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2014 nach der Übernahme der Baumot AG deutlich positive Tendenzen offenbart. Die Neuausrichtung der Fokussierung des operativen Geschäfts trägt Früchte und lässt auf eine positive Zukunftsentwicklung der Gesellschaft schließen.

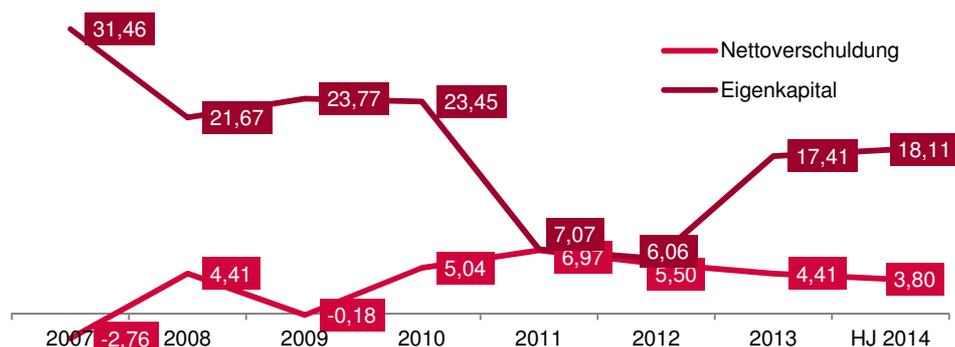
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
Eigenkapital	6,06	17,41	18,11
EK-Quote (in %)	36,2 %	58,8 %	60,7 %
Finanzverbindlichkeiten	5,94	5,26	4,25
Liquide Mittel	0,44	0,85	0,45
Nettoverschuldung	5,50	4,41	3,80
Net Working Capital	5,04	-0,07	1,01

Quelle: Twintec, GBC

Nachdem die finanzielle Situation der Twintec AG vor dem Hintergrund der schwachen operativen Entwicklung im Bereich Retrofit in den Jahren 2011 und 2012 stark in Mitleidenschaft gezogen wurde, wurde im Jahr 2013 die Baumot AG per Sachkapitalerhöhung in die Twintec AG eingebracht. Dadurch erhöhten sich das Eigenkapital sowie die Eigenkapitalquote des Unternehmens deutlich auf 58,8 %. Zudem wurden im Juli 2014 sowie Februar 2015 zwei Barkapitalerhöhungen mit einem Gesamtvolumen von 3,58 Mio. € durchgeführt. Im Zuge dessen erhöhte sich die Eigenkapitalquote nochmals auf über 60 %.

### Entwicklung von Eigenkapital und Nettoverschuldung (in Mio. €)



Quelle: Twintec, GBC

Gleichzeitig hat die Twintec AG über die vergangenen Perioden die bestehenden Bankverbindlichkeiten sukzessive zurückgeführt. Zum 30.06.2014 bestand nur noch eine Nettoverschuldung in Höhe von 3,80 Mio. €, nachdem eine außerordentliche Rückzahlung von Krediten in Höhe von 1,0 Mio. € stattfand.

In diesem Zusammenhang ist jedoch auch zu erwähnen, dass der Liquiditätsbestand zum 30.06.2014 mit 0,45 Mio. € recht niedrig lag. Mit der erfolgreichen Kapitalerhöhung im Februar 2015 sollte sich die Liquiditätssituation jedoch wieder deutlich entspannt haben.

Auch das Anlagevermögen der Twintec AG ist zudem wesentlich durch Einbringung der Baumot AG geprägt worden. Hierdurch haben sich die immaterielle Vermögensgegenstände von zuvor 0,59 Mio. € Ende 2012 auf 17,37 Mio. € zum 30.06.2014 erhöht, davon betrafen 5,20 Mio. € Firmenwerte. Die immateriellen Vermögensgegenstände inkl. Goodwill machten damit 58,3 % der Bilanzsumme aus.

Wenngleich sich die bilanzielle Situation der Twintec AG bereits wesentlich stabilisiert und verbessert hat, erscheint eine weitere Zuführung von Eigenkapital angebracht, da der erhöhende Beitrag aus dem operativen Geschäft nicht vor 2016 zu erwarten ist.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausgereiftes Produktportfolio im Bereich der Abgasnachbehandlung</li> <li>• Internationale Vertriebspräsenz über Tochtergesellschaft Baumot AG</li> <li>• Innovatives BNOx-System mit technischen Vorteilen gegenüber anderen SCR-Systemen</li> <li>• Erste Erfolge im OEM-Geschäft mit Partnerschaften in China und Referenzprojekten in den USA</li> <li>• Familie Kavena als stabiler Ankeraktionär</li> <li>• Niedrige Verschuldung und hohe Eigenkapitalquote</li> <li>• Beschichtungsdienstleistungen mit stetigen Wachstumsraten über die vergangenen Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hoher Anteil immaterieller Vermögensgegenstände an der Bilanzsumme</li> <li>• Derzeit niedrige Ausstattung mit liquiden Mitteln</li> <li>• Geschäft mit Rußpartikelfiltern in Deutschland seit vielen Jahren rückläufig</li> <li>• Umsatzniveau im OEM-Bereich derzeit noch gering</li> <li>• Positive Ergebnisse und Cashflows werden derzeit noch nicht erzielt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einstieg ins OEM-Geschäft eröffnet neue, margenstarke Umsatzpotenziale</li> <li>• Retrofit-Geschäft mit SCR-Systemen mit hohen Wachstumspotenzialen</li> <li>• Aftermarket-Geschäft ist derzeit noch kein Umsatzträger, birgt jedoch sehr hohes Potenzial für die kommenden Jahre</li> <li>• Beschichtungsdienstleistungen können auch außerhalb des Automotive-Bereichs eingesetzt werden, was neue Wachstumsimpulse bringen kann</li> <li>• Mit zunehmender Internationalisierung weitet sich das globale Umsatzpotenzial der Twintec-Gruppe aus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausbleibende Förderungen für die Nachrüstung von Rußpartikelfiltern in Deutschland könnte das Retrofit-Geschäft hierzulande noch stärker belasten</li> <li>• Sollten technologisch überlegene SCR-Systeme Dritter auf den Markt gebracht werden, könnte das Marktpotenzial von Twintec begrenzt werden</li> <li>• Das Geschäft der Abgasnachbehandlung ist stark von gesetzlichen Regulierungen abhängig. Jedoch ist angesichts eines steigenden Umweltbewusstseins nicht von einer Lockerung der Vorschriften auszugehen</li> <li>• Alternative Antriebe ohne schädliche Emission (z.B. Elektroantriebe) machen die Nachbehandlung von Abgasen überflüssig</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	20,85	27,00	27,50	35,00
EBITDA (Marge)	-2,46 (neg.)	1,50 (5,6 %)	0,80 (2,9 %)	3,50 (10,0 %)
EBIT (Marge)	-8,24 (neg.)	-1,60 (neg.)	-2,45 (neg.)	0,00 (0,0 %)
Konzernjahresüberschuss	-8,79	-2,00	-2,65	-0,19
EPS in €	-0,30	-0,06	-0,08	-0,01

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Mit der Übernahme der Baumot AG hat sich die Twintec AG eine neue Ausrichtung gegeben. In diesem Zusammenhang wird der Fokus der Gesellschaft auf das OEM-Geschäft im Nischenmarkt gestärkt, insbesondere im Bereich der SCR-Systeme. Das Nachrüstgeschäft wird dennoch weiterbetrieben, da sich vor allem im Ausland nach wie vor erhebliche Umsatzpotenziale ergeben. Jedoch wurde der Vertrieb für Katalysatoren, Kaltlaufregler und Abgaskrümmen eingestellt, so dass daraus kein wesentlicher Umsatzbeitrag ab 2015 mehr zu erwarten ist. Rußpartikelfilter im Nachrüstgeschäft werden jedoch nach wie vor zum Umsatz beitragen. Auch das Auslandsgeschäft gehört nunmehr zum Kernthema der Twintec AG, nachdem in den Vorjahren ein Fokus auf den deutschsprachigen Raum gelegt wurde.

Wir gehen davon aus, dass das Retrofit-Geschäft in Europa auch in den kommenden Jahren noch eine solide Basis bilden wird, so dass wir nicht mit dramatischen Einbrüchen, sondern vielmehr allmählich rückläufigen Umsatzerlösen im EU-Retrofit-Geschäft rechnen.

An Bedeutung gewinnen wird hingegen das Retrofit-Geschäft auf den von Twintec adressierten Auslandsmärkten außerhalb der EU, etwa in Osteuropa oder der Türkei. Aber auch die USA und China sind attraktive Auslandsmärkte in denen bereits entsprechende Grundlagen für die Marktdurchdringung gelegt wurden. Die Wachstumsraten sollten dort aber vor allem mittelfristig von Bedeutung sein.

Ebenfalls sehr stabil erwarten wir das Geschäft der INTERKAT im Bereich der Beschichtungsdienstleistungen. Vielmehr sollten hier mit steigender Marktdurchdringung in den Segmenten Retrofit und OEM sogar leicht positive Wachstumsraten zu verzeichnen sein.

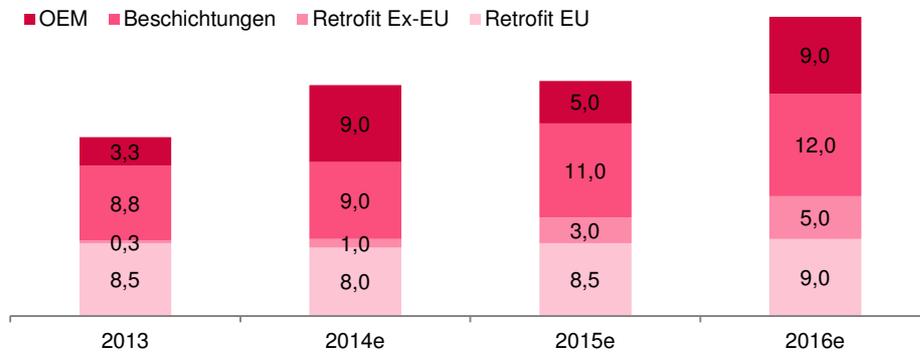
Der größte Wachstumstreiber für die kommenden Jahre sollte jedoch das OEM-Geschäft sein. Hierbei werden vor allem Spezialfahrzeug- und Motorenhersteller adressiert, welche vergleichsweise kleine Stückzahlen pro Jahr produzieren. Mit mehreren OEMs ist Twintec in der Serienentwicklung, so dass hier in den kommenden Perioden mit entsprechenden Umsatzimpulsen gerechnet werden kann. Vor allem die Einführung von Abgasstufe Stage V für Off-Road-Fahrzeuge sollte hierbei ein wesentlicher Wachstumstreiber sein, der bereits in den Jahren 2016 / 2017 wesentliche Impulse erwarten lässt.

Bereits heute ist die Twintec AG jedoch im OEM-Geschäft aktiv und kann Kunden in Ost- und Südeuropa aufweisen. Für 2014 sollte in diesem Bereich bereits ein Umsatz von rund 9 Mio. € erwirtschaftet worden sein. Wenngleich wir auf Grund eines Großprojektes in 2014 für 2015 zunächst von einer leichten Relativierung des Umsatzniveaus ausgehen, sollten dann ab 2016 deutliche Wachstumschancen im OEM-Bereich entstehen.

Nicht berücksichtigt haben wir ab 2016 das Aftermarket-Geschäft. Bis die ersten Partikelfilter und vor allem dann SCR-Systeme ausgetauscht werden müssen und vor allem dann auch eine entsprechende Marktmasse ausmachen, sollten noch ein paar Jahre vergehen. Mittelfristig birgt der Aftermarket jedoch ein enormes Potenzial für die Twintec

AG. Das Unternehmen geht davon aus, dass sich das Aftermarket-Volumen bis zum Jahr 2020 auf über 200 Mio. € ansteigt.

**Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)**



Quelle: Twintec, GBC

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Twintec AG im GJ 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 27,00 Mio. € erwirtschaftet hat und damit 29,5 % mehr als im Vorjahr. Dabei sollte der Zuwachs jedoch zum überwiegenden Teil aus der Übernahme der Baumot AG resultieren. Gleichzeitig dürften sich aber bereits im Gesamtjahr 2014, analog zum Halbjahr, der Auslandsanteil und der Anteil an Off-Road-Kunden merklich erhöht haben.

Auf Grund der vorübergehend rückläufig erwarteten OEM-Umsätze in 2015 rechnen wir für das laufende GJ noch mit einer verhaltenen Wachstumsrate in Höhe von 1,9 % auf 27,5 Mio. €. In den Folgejahren sollte dann eine deutliche Dynamisierung der Wachstumsraten einsetzen, vor allem auf Grund einer stärkeren Entwicklung im OEM-Geschäft. Für 2016 rechnen wir mit einer Wachstumsrate von 27,3 % auf dann 35,0 Mio. €.

Das maßgebliche Wachstumspotenzial für die Twintec AG sollte sich jedoch in den Jahren nach 2016 ergeben. Denn ab 2019 wird die EU-Abgasnorm Stage V für Non-Road-Fahrzeuge in Kraft treten, mit einer Ausweitung der Grenzwerte auf alle Leistungsklassen sowie den vorgeschriebenen Einsatz von Dieselpartikelfiltern und Systemen zur Messung der sog. „Real Drive Emissions“. Hieraus werden sich für die Twintec AG voraussichtlich ab 2016, insbesondere aber 2017 und danach, entsprechende Umsatzpotenziale im Non-Road-Bereich eröffnen.

**Ergebnisprognosen**

Mit dem Kosteneinsparungsprogramm des Jahres 2014 dürfte der Break-even-Umsatz der Twintec AG auf EBITDA-Basis gemäß unseren Berechnungen auf 25 Mio. € gesenkt worden sein. In der Folge ist bereits für das GJ 2014 mit einem positiven EBITDA zu rechnen, nachdem bereits zum Halbjahr ein Wert von 1,17 Mio. € erreicht wurde.

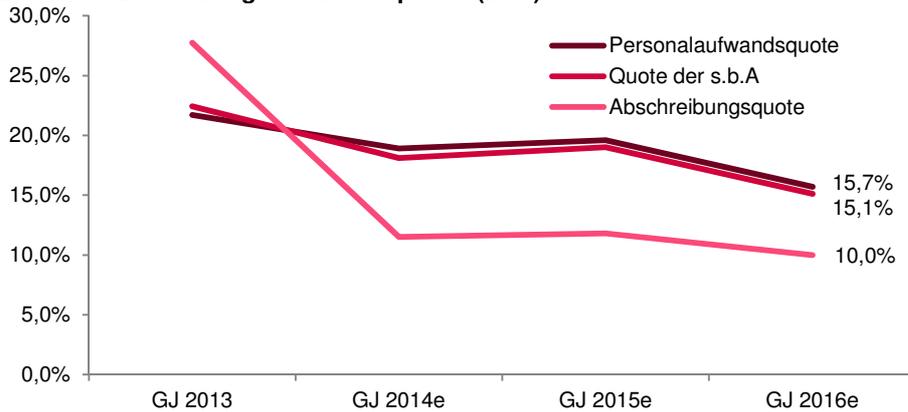
Ein wesentlicher Faktor für die verbesserte Rentabilität ist unter anderem die merklich verbesserte Rohertragsmarge. Dabei hat sich vor allem der Zusammenschluss mit der Baumot AG positiv ausgewirkt. Dadurch konnten Synergieeffekte durch die Zusammenlegung der Produktion und des Einkaufs erzielt werden.

Wir rechnen für das GJ 2014 mit einem Anstieg der Rohertragsmarge auf 42,7 %, nach 32,4 % im Vorjahr. Zum HJ 2014 wurde dieser deutliche Anstieg bereits bestätigt und dürfte vor allem auf den hohen Umsatzanteil im Bereich der Beschichtungsdienstleistungen zurückzuführen sein. In den Folgejahren gehen wir dann von leichten Rückgängen

der Rohertragsmarge aus, da die Beschichtungsumsätze gegenüber dem OEM- und Retrofit-Geschäft unterproportional zulegen sollten. Aber die absoluten Roherträge werden voraussichtlich deutlich zulegen.

Neben den steigenden Umsatzerlösen und Roherträgen ist nur mit einem unterproportionalen Anstieg der weiteren operativen Kosten zu rechnen. Insofern gehen wir von sinkenden Kostenquoten auf den Ebenen Personalaufwand, Abschreibungen und sonstige betriebliche Aufwendungen aus. Die folgende Grafik zeigt unsere Erwartungen von 2014 bis 2016 auf.

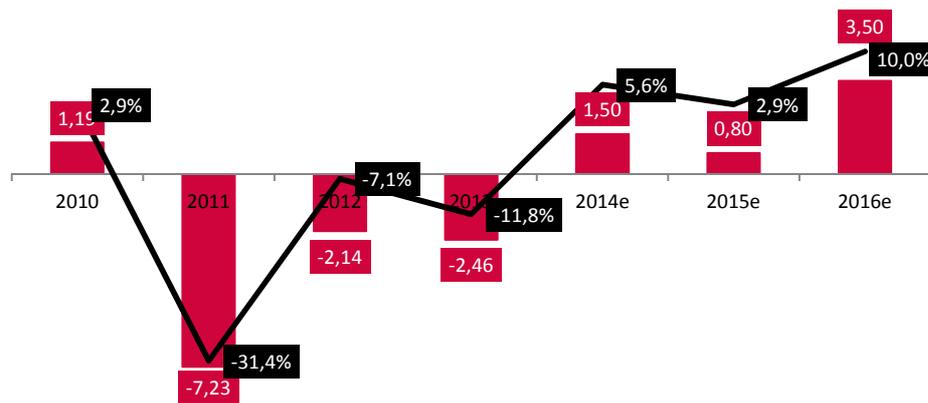
**Erwartete Entwicklung der Kostenquoten (in %)**



Quelle: Twintec, GBC

Hintergrund der sinkenden Kostenquoten sollten in den kommenden Jahren entsprechende Skaleneffekte sein. Bereits im GJ 2014 ist davon auszugehen, dass ein positives EBITDA erreicht wird, mit einem erwarteten Wert von 1,50 Mio. €. Die EBITDA-Marge sollte damit gleichzeitig bei 5,6 % liegen.

**Erwartetes EBITDA (in Mio. €) und erwartete EBITDA-Marge (in %)**



Quelle: Twintec, GBC

Für das GJ 2015 erwarten wir zunächst einmal einen noch niedrigeren EBITDA-Wert als in 2014. Der Grund hierfür ist in erhöhten Entwicklungsaufwendungen zu sehen, die sich in steigenden Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen niederschlagen werden. Diese sind im Zusammenhang mit der Einführung der EU-Emissionsstufe Stage V für Non-Road-Fahrzeuge zu sehen, um von der Verschärfung und Ausweitung der Abgasvorschriften zu profitieren.

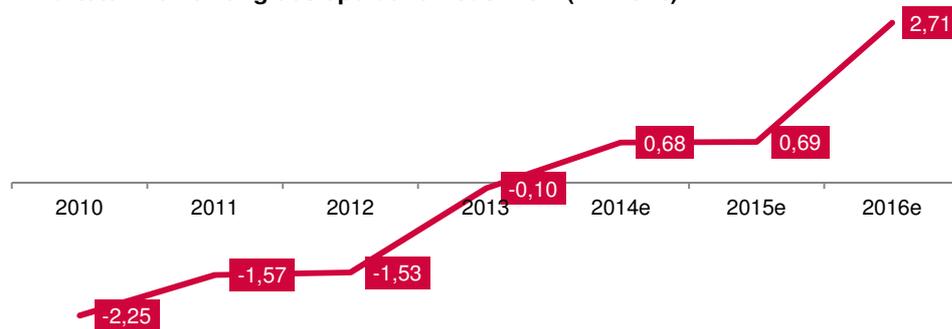
In den Folgejahren rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung des EBITDA und der EBITDA-Marge. Für das Jahr 2016 erwarten wir bereits ein EBITDA von 3,50 Mio. € sowie eine EBITDA-Marge von 10,0 %.

Auf Grund des Zusammenschlusses mit der Baumot AG wurden immaterielle Vermögenswerte aktiviert, welche nunmehr rätierlich abgeschrieben werden. Zudem ist auch in 2015 noch mit erhöhten Entwicklungsaufwendungen zu rechnen. Daher fallen bei der Twintec AG voraussichtlich auch noch in den kommenden Jahren leicht steigende jährliche Abschreibungen an. Entsprechend ist auch erst im Jahr 2016 mit dem Erreichen eines ausgeglichenen EBIT zu rechnen. Langfristig erwarten wir jedoch, dass die Twintec AG EBIT-Margen in Höhe von 10 % generiert.

Da die Twintec AG über eine vergleichsweise niedrige Verschuldung aufweist, beläuft sich der Zinsaufwand für das Jahr 2014 voraussichtlich auf 0,40 Mio. €. Die Verzinsung des bestehenden Kredites ist mit einem hohen einstelligen Prozentsatz recht hoch, so dass hier in den kommenden Perioden noch Optimierungspotenzial besteht. Noch in 2014 wurde eine weitere Sondertilgung in Höhe von 1,0 Mio. € vorgenommen. Wir rechnen damit, dass diesbezüglich weitere Erfolge erreicht werden, so dann die Zinsbelastung in den Jahren 2015 und 2016 deutlich niedriger ausfällt.

Auf Jahresüberschussebene rechnen wir damit, dass im GJ 2016 erstmals wieder ein positives Ergebnis erreicht werden wird. Über das Jahr 2016 hinausgehend, erwarten wir dann jedoch nochmals merklich überproportional steigende Überschüsse, die mit dem anziehenden Umsatzniveau, den steigenden EBITDA-Beiträgen sowie niedrigen Zinsaufwendungen einhergehen sollten.

**Erwartete Entwicklung des operativen Cashflow (in Mio. €)**



Quelle: Twintec, GBC

Aber auch auf der Ebene der Cashflows wurden bereits in den vergangenen Jahren deutliche Fortschritte erzielt. Nachdem im GJ 2013 ein nahezu ausgeglichener operativer Cashflow erreicht wurde, erwarten wir für 2014 erstmals seit dem GJ 2009 wieder einen positiven operativen Cashflow. Dies unterstreicht nochmals deutlicher als die Ergebnisentwicklung, dass die Restrukturierung des Geschäftsmodells der Twintec AG, inklusive der Übernahme der Baumot AG, erfolgreich verlaufen ist und dem Unternehmen die Möglichkeit eröffnet hat, profitabel zu wachsen. Bereits in 2016 ist dann von einem operativen Cashflow in Höhe von rund 2,71 Mio. € auszugehen.

Zudem sollte der Investitionsbedarf über die kommenden Jahre sehr gering sein. In-house werden insbesondere die mit hohem Wertschöpfungsanteil versehenen Schritte verfolgt, namentlich die Forschung & Entwicklung sowie die Beschichtung. Dennoch könnte in den kommenden Jahren auch eine eigene Produktion für SCR-Systeme ein sinnvoller Ergänzungsschritt werden. Kurzfristig ist mit einer derartigen Investition jedoch nicht zu rechnen.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die Twintec AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir jährlich Steigerungsraten beim Umsatz von 15 %. Als Ziel E-BITDA-Marge haben wir 13 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 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.

**Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.**

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,00 %.

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 von 10,7 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,5 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,5 % errechnet. Daraus resultiert ein Kursziel für die Aktien der Twintec AG zum Ende des Geschäftsjahres 2016 in Höhe von 1,65 €. Für den Zeitraum 2017 und danach erachten wir jedoch auf Grundlage der dann deutlich höheren Umsatz- und Ergebnisniveaus noch merklich ambitioniertere Kurspotenziale für die Aktien der Twintec AG als gerechtfertigt.

## 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	13,0%	ewige EBITA - Marge	10,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									Endwert
Umsatz (US)	27,00	27,50	35,00	40,25	46,29	53,23	61,22	70,40	
US Veränderung	29,5%	1,9%	27,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,40	1,66	2,58	3,78	5,45	7,75	10,83	14,86	
EBITDA	1,50	0,80	3,50	5,23	6,02	6,92	7,96	9,15	
EBITDA-Marge	5,6%	2,9%	10,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
EBITA	-1,60	-2,45	0,00	1,85	3,35	4,80	6,24	7,74	
EBITA-Marge	-5,9%	-8,9%	0,0%	4,6%	7,2%	9,0%	10,2%	11,0%	10,9%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,55	-1,01	-1,44	-1,87	-2,32	
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-1,60	-2,45	0,00	1,29	2,35	3,36	4,37	5,42	
Kapitalrendite	-6,6%	-11,2%	0,0%	7,7%	16,4%	26,5%	37,5%	48,5%	49,5%
Working Capital (WC)	2,63	2,55	3,15	3,62	4,17	4,79	5,51	6,34	
WC zu Umsatz	9,7%	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in WC	-0,42	0,09	-0,60	-0,47	-0,54	-0,62	-0,72	-0,83	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,29	16,54	13,54	10,66	8,49	6,87	5,65	4,74	
AFA auf OAV	-3,10	-3,25	-3,50	-3,39	-2,66	-2,12	-1,72	-1,41	
AFA zu OAV	16,1%	19,6%	25,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investiertes Kapital	21,92	19,09	16,69	14,28	12,66	11,66	11,16	11,07	
EBITDA	1,50	0,80	3,50	5,23	6,02	6,92	7,96	9,15	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,55	-1,01	-1,44	-1,87	-2,32	
Investitionen gesamt	-0,93	-0,41	-1,10	-0,97	-1,04	-1,12	-1,22	-1,33	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investitionen in WC	-0,42	0,09	-0,60	-0,47	-0,54	-0,62	-0,72	-0,83	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,57	0,39	2,40	3,71	3,97	4,36	4,87	5,50	62,22
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	46,83	51,34	54,31						
Barwert expliziter FCFs	15,80	17,07	16,46						
Barwert des Continuing Value	31,03	34,27	37,85						
Nettoschulden (Net debt)	1,19	-1,20	-3,40						
Wert des Eigenkapitals	45,64	52,54	57,71						
Fremde Gewinnanteile	-0,75	-0,87	-0,95						
Wert des Aktienkapitals	44,88	51,67	56,76						
Ausstehende Aktien in Mio.	32,29	34,48	34,48						
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,39	1,50	<b>1,65</b>						

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	24,9%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
39,5%	1,58	1,49	1,41	1,35	1,29
44,5%	1,71	1,62	1,53	1,45	1,39
49,5%	1,85	1,74	<b>1,65</b>	1,56	1,49
54,5%	1,99	1,87	1,76	1,67	1,59
59,5%	2,13	1,99	1,88	1,77	1,68



## 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: (5a,5b,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](mailto: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](mailto:compliance@gbc-ag.de)





**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)