

**Kaufen** (Alt: Kaufen)

**Kursziel: EUR 39,00** (Alt: EUR 36,00)

**Aktueller Kurs:** EUR 29,00      **Nächster Termin:** FY 2017 30.04.17  
**Bloomberg:** NTG@GR      **Marktkapitalisierung:** EUR 255,2 Mio.  
**Reuters:** NTGG.DE      **Unternehmenswert:** EUR 316,6 Mio.

01-März-18

**Sascha Berresch, CFA**  
 Analyst

sascha.berresch@ha-ib.de  
 Tel.: +49 40 4143885 85

**Starkes Q4 / 2. US-Werk sollte Wachstum vorantreiben / Schätzungen & Kursziel angepasst**

Bestärkt durch eine solide Nachfrageentwicklung für umweltfreundliche Flammhemmer, das fundierte Know-how rund um deren Produktion und globale Kundenbeziehungen, **beschloss das Management, ein zweiten Produktionsstandort in den USA zu errichten.** Diese Entscheidung wurde auch durch die Steuerreform in den USA und günstige Energiekosten unterstützt.

Die erste Phase des Plans umfasst die Errichtung einer Produktionsanlage für **veredelte Hydroxide mit einer Kapazität von ca. 30.000 Tonnen pro Jahr** bis Mitte 2019. Dieses Produkt wird als umweltfreundlicher Flammhemmer in Hartkunststoff in einer Vielzahl von Anwendungen, u.a. elektronische Schalter, Schaltkasten sowie Kunststoffstühle z.B. in Zügen, Bussen, etc. eingesetzt. Außerdem wird Nabaltec einen sehr speziellen Flammhemmer für bestimmte Gummianwendungen herstellen. Die Anlage sollte **bis 2021 einen Umsatz von >USD 20 Mio.** (eH&A USD 12 Mio. in 2020) **bei einer EBIT-Marge von ca. 10%** beitragen. Mit Capex von USD 12 Mio. (aufgeteilt auf '18 & '19) dürfte die Investition wertschöpfend sein. Das Management rechnet ein Jahr nach erfolgter Inbetriebnahme mit einem positiven Effekt auf das Ergebnis und einer **Amortisierung von 5-6 Jahren.** Zur Klarstellung: Beim US-Werk Nashtec, das derzeit umgebaut und ausgebaut wird, liegt der Fokus ausschließlich auf Flammhemmern für Kabel. **Beide Anlagen sollten bis 2012E einen Gesamtumsatz von ca. USD 50 Mio. generieren.**

Während diese Investition das Wachstumsprofil erhöhen sollte, **dürfte der Aufbau eines neuen US-Werks das Potenzial für Profitabilitätsverbesserungen kurzfristig einschränken.** Die zuletzt angekündigten Preiserhöhungen bei Spezialoxiden (bisher: Technische Keramik) sollten einen schwächeren USD (Umsatz-Exposure ca. USD 40 Mio.) größtenteils kompensieren.

**Maßnahme:** Das **EBIT 2017 fiel besser als erwartet aus** und unterstreicht damit einen starkes Q4 (Seite 2). Die Umsatzschätzungen für '18E & '19E werden angehoben, um die Preiserhöhungen widerzuspiegeln, während **der Aufbau des neuen Werks die Senkung von EBIT/EPS erklärt (d.h. Anlaufkosten & Abschreibungen).** Wir führen die Schätzungen für das Geschäftsjahr 2020 ein, die eine starke Beschleunigung des Umsatzwachstums abbilden. Gründe sind: 1) die Steigerung der Umsätze von Nashtec (eH&A zusätzlicher Umsatz von c. € 7 Mio. yoy), 2) verstärkte Böhmit-Umsatzerlöse für Lithium-Ionen-Batterien (eH&A c. € 8 Mio. yoy) und 3) der Anlauf des zweiten US-Werks (eH&A Umsatz von c. € 10 Mio. yoy).

**Um die Investitionen in Nashtec und das 2. US-Werk besser abbilden zu können,** die kurzfristig zu einer höheren Nettoverschuldung und einer Verzerrung des Ergebnispotenzials führen, **verlagern wir die Bewertung auf den FCFY '20E, was zu einem neuen Kursziel von € 39 führt (bisher € 36).** Das umfasst auch einen relevanten Beitrag von Böhmit (eH&A Umsatz von € 18 Mio. in '20E). Der Verkauf von E-Autos sowie das 2. US-Werk sollten jedoch erst nach 2020 deutlich an Fahrt gewinnen, was weiteres Wachstumspotenzial impliziert. *Fortsetzung...*

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	143,3	151,3	159,2	168,6	181,2	193,9	219,1
Umsatzwachstum	8 %	6 %	5 %	6 %	8 %	7 %	13 %
EBITDA	22,4	24,6	22,9	30,0	32,9	36,8	44,5
EBIT	12,7	14,5	12,2	18,3	19,9	22,8	29,0
Jahresüberschuss	5,5	6,7	5,3	11,3	12,5	14,8	19,2
Nettoverschuldung	44,2	41,3	36,4	23,3	22,9	14,3	7,0
Netto-Fremdkapitalquote	83,9 %	71,7 %	63,6 %	25,1 %	22,5 %	12,8 %	6,1 %
Nettoverschul./ EBITDA	2,0	1,7	1,6	0,8	0,7	0,4	0,2
EPS pro forma	0,69	0,84	1,07	1,28	1,42	1,68	2,18
Cash Flow pro Aktie	1,25	1,15	1,88	1,57	1,55	1,92	2,16
Dividende pro Aktie	0,12	0,15	0,15	0,28	0,35	0,42	0,54
Dividendenrendite	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %	1,9 %
Rohrertragsmarge	47,4 %	48,2 %	49,3 %	51,4 %	52,0 %	52,2 %	52,5 %
EBITDA-Marge	15,6 %	16,3 %	14,4 %	17,8 %	18,1 %	19,0 %	20,3 %
EBIT-Marge	8,8 %	9,6 %	7,7 %	10,8 %	11,0 %	11,8 %	13,2 %
ROCE	8,4 %	8,9 %	7,1 %	9,7 %	10,3 %	10,6 %	14,2 %
EV/Umsatz	2,1	2,0	1,9	1,9	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	13,5	12,2	13,4	10,6	9,6	8,3	6,7
EV/EBIT	23,8	20,8	25,0	17,3	15,9	13,5	10,4
KGV	42,2	34,5	27,1	22,6	20,5	17,3	13,3
Adjustierte FCF Rendite	3,9 %	4,2 %	3,6 %	5,6 %	6,4 %	7,6 %	9,8 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 28.02.2018



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

**52 Wochen Hoch/Tief:** 30,10 / 14,50

**Preis/Buchwert:** 2,8

**Relative Performance (SDAX):**

3 Monate 6,3 %

6 Monate 20,2 %

12 Monate 69,0 %

**Veränderung der Schätzungen**

		Umsatz	EBIT	EPS
<b>2017</b>	<b>Alt:</b>	167,5	17,8	1,20
	Δ	0,7%	2,8%	6,8%
<b>2018</b>	<b>Alt:</b>	178,4	21,0	1,46
	Δ	1,6%	-5,3%	-3,3%
<b>2019</b>	<b>Alt:</b>	189,1	24,9	1,81
	Δ	2,6%	-8,3%	-7,3%

**Aktien Daten:**

Anzahl Aktien: (in Mio. Stk) 8,2

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 10,5

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

**Aktionärsstruktur:**

Free Float 44,0 %

Familie Heckmann 28,3 %

Familie Witzany 27,2 %

**Unternehmensbeschreibung:**

Der Fokus von Nabaltec liegt auf der Produktion von funktionalen Füllstoffen für Kunststoffe wie z.B. umweltfreundliche Flammhemmer, die in Elektro- und Elektronikgeräten zum Einsatz kommen.

## Q4 Zahlen

### Fakten:

- **Q4 Konzernumsatz wuchs um 3,4% yoy auf € 38,1 Mio. (eH&A € 37,0 Mio.).**
- **Q4 EBIT sprang um ca. 200% yoy auf € 3,6 Mio. (eH&A € 3,1 Mio.).** Die EBIT-Marge lag in einem saisonal schwachen Q4 bei 9,4%.
- **Das Management rechnet für 2018 mit einem Umsatzanstieg im mittleren einstelligen Bereich (eH&A neu 7,5% vs. alt 5,5% yoy),** während die EBIT-Marge unter Berücksichtigung einer Sicherheitsmarge für das Hochfahren von Nashtec konservativ im hohen einstelligen Bereich liegen soll (eH&A neu 11,0% vs. alt 11,7%).

EURm	Q4 2017	Q4 2017 est	Q4 2016	yoy	FY 2017	FY 2016	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>38.1</b>	<b>37.0</b>	<b>36.8</b>	3.4%	<b>168.6</b>	<b>159.2</b>	5.9%
Funktionale Füllstoffe	25.3	25.7	25.3	0.0%	112.2	109.1	2.8%
Spezial Oxide	12.8	11.3	11.6	10.8%	56.4	50.1	12.6%
<b>EBIT</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>1.2</b>	199.0%	<b>18.3</b>	<b>12.2</b>	49.3%
EBIT Marge (%)	9.4%	8.4%	3.2%	+ 6.1 pp	10.8%	7.7%	+ 3.1 pp

Quelle: Unternehmensdaten; Hauck&Aufhäuser

### Unsere Einschätzung:

- **Im schwächeren Q4 erzielte Nabaltec mit 9,4% eine starke EBIT-Marge, die ein verbessertes Preisumfeld und eine bessere Skalierung widerspiegelt.** Im Geschäftsjahr 2017 erreichte die EBIT-Marge trotz des operativen Gegenwinds durch die Stilllegung von Nashtec einen Rekordwert von 10,8% (eH&A ca. € 1-2 Mio. Logistikzusatzkosten & Verlust von ca. € 7 Mio. beim Rohertrag).
- **Ursächlich für das Umsatzwachstum bei Funktionalen Füllstoffen waren Preiserhöhungen,** da die Kapazität durch die temporäre Stilllegung des US-Werks Nashtec weiter eingeschränkt ist (Verlust von € 13 Mio. beim Umsatzbeitrag in FY '17 vs. FY '16 // Betriebsbeginn in Q2 '18E mit einem Umsatzpotenzial von insg. ca. USD 25 Mio.). **Technische Keramik (neue Bezeichnung "Spezialoxide") profitiert von einem zyklischen Aufschwung und Kapazitätsengpässen der Branche.**
- **Weltweit strengere Vorschriften (z.B. die Bauproduktenverordnung in der EU) unterstützen den soliden Wachstumsausblick für umweltfreundliche Flammhemmer** (was das jährliche Volumenwachstum von 5-6% erklärt), während sich die Kapazitätsengpässe der Branche und die hohen Eintrittsbarrieren förderlich auf die Preispolitik auswirken sollten. Gleichzeitig sollte das Unternehmen von einem **positiven Preiszyklus bei Spezialoxiden (1/3 vom Umsatz) durch eine gesunde Nachfrage und knappe Kapazitäten profitieren,** die durch signifikante Kapazitätsstilllegungen in China intensiviert werden. Nach Aussagen des Managements sollten bei Spezialoxiden 2018 Preiserhöhungen im hohen einstelligen Bereich erzielt werden können.
- Der solide Wachstumsausblick, Preiserhöhungen und der Anlauf des margenstarken Beschichtungsprodukts für Separationsfolien in Lithium-Ionen-Batterien (eH&A > 25% EBIT-Marge vor Kostenumlagen) **lassen den Ausblick für 2018, bei dem eine Sicherheitsmarge für die Wiederinbetriebnahme von Nashtec berücksichtigt wurde, u.E. konservativ erscheinen.** Für 2017 hatte das Management zunächst eine EBIT-Marge im hohen einstelligen Bereich in Aussicht gestellt, und trotz des Gegenwinds durch die Stilllegung von Nashtec und Logistikzusatzkosten eine EBIT-Marge von 10,8% erzielt.

### Segment Umsätze

EUR m	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Segment Umsätze</b>									
Funktionale Füllstoffe	89.9	90.6	98.9	102.3	109.1	112.2	117.8	127.6	149.5
Spezial Oxide	39.3	42.3	44.5	49.1	50.1	56.4	63.4	66.3	69.6
<b>Total</b>	<b>129.2</b>	<b>132.9</b>	<b>143.4</b>	<b>151.4</b>	<b>159.2</b>	<b>168.6</b>	<b>181.2</b>	<b>193.9</b>	<b>219.1</b>
<b>Segment Anteile</b>									
Funktionale Füllstoffe	69.6%	68.2%	69.0%	67.6%	68.5%	66.5%	65.0%	65.8%	68.2%
Spezial Oxide	30.4%	31.8%	31.0%	32.4%	31.5%	33.5%	35.0%	34.2%	31.8%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>Segment Wachstum</b>									
Funktionale Füllstoffe	6.0%	0.8%	9.2%	3.4%	6.6%	2.8%	5.0%	8.3%	17.2%
Spezial Oxide	-11.1%	7.6%	5.2%	10.3%	2.0%	12.6%	12.5%	4.6%	4.9%
<b>Total</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.0%</b>	<b>13.0%</b>

Quelle Unternehmensdaten, Hauck&Aufhäuser

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Umsatz</b>	<b>143,3</b>	<b>151,3</b>	<b>159,2</b>	<b>168,6</b>	<b>181,2</b>	<b>193,9</b>	<b>219,1</b>
<i>Umsatzwachstum</i>	7,8 %	5,6 %	5,2 %	5,9 %	7,5 %	7,0 %	13,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	-0,3	1,9	0,4	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>143,0</b>	<b>153,2</b>	<b>159,6</b>	<b>167,6</b>	<b>181,2</b>	<b>193,9</b>	<b>219,1</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2,6	2,8	2,2	3,7	2,7	2,1	2,2
Materialaufwand	75,1	80,3	80,9	81,4	87,0	92,7	104,1
Personalaufwand	25,4	26,8	31,7	31,2	32,8	34,7	36,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,7	24,3	26,2	28,7	31,4	31,8	35,9
Gesamte betriebliche Aufwendungen	120,6	128,6	136,7	137,6	148,4	157,1	174,7
<b>EBITDA</b>	<b>22,4</b>	<b>24,6</b>	<b>22,9</b>	<b>30,0</b>	<b>32,9</b>	<b>36,8</b>	<b>44,5</b>
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	9,7	10,2	10,7	11,7	13,0	14,0	15,5
<b>EBITA</b>	<b>12,7</b>	<b>14,5</b>	<b>12,2</b>	<b>18,3</b>	<b>19,9</b>	<b>22,8</b>	<b>29,0</b>
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungskosten - Außerordentliche Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>12,7</b>	<b>14,5</b>	<b>12,2</b>	<b>18,3</b>	<b>19,9</b>	<b>22,8</b>	<b>29,0</b>
Zinsertrag	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0
Zinsaufwand	4,3	3,9	3,3	2,6	2,6	2,4	2,4
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-4,2	-3,7	-3,1	-2,6	-2,6	-2,3	-2,4
<b>Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>8,5</b>	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>	<b>15,7</b>	<b>17,3</b>	<b>20,5</b>	<b>26,6</b>
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>8,5</b>	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>	<b>15,7</b>	<b>17,3</b>	<b>20,5</b>	<b>26,6</b>
Steuern	2,5	3,4	3,9	4,4	4,8	5,7	7,5
<b>Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	<b>14,8</b>	<b>19,2</b>
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	<b>14,8</b>	<b>19,2</b>
Anteile Dritter	0,6	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	<b>14,8</b>	<b>19,2</b>
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,2	8,8	8,8	8,8
<b>Gewinn pro Aktie - berichtet</b>	<b>0,69</b>	<b>0,84</b>	<b>0,67</b>	<b>1,38</b>	<b>1,42</b>	<b>1,68</b>	<b>2,18</b>

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	-0,2 %	1,3 %	0,2 %	-0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>99,8 %</b>	<b>101,3 %</b>	<b>100,2 %</b>	<b>99,4 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,8 %	1,9 %	1,4 %	2,2 %	1,5 %	1,1 %	1,0 %
Materialaufwand	52,4 %	53,1 %	50,8 %	48,3 %	48,0 %	47,8 %	47,5 %
Personalaufwand	17,7 %	17,7 %	19,9 %	18,5 %	18,1 %	17,9 %	16,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,8 %	16,1 %	16,5 %	17,0 %	17,3 %	16,4 %	16,4 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	84,2 %	85,0 %	85,8 %	81,6 %	81,9 %	81,0 %	79,7 %
<b>EBITDA</b>	<b>15,6 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>17,8 %</b>	<b>18,1 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>20,3 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,8 %	6,7 %	6,7 %	6,9 %	7,2 %	7,2 %	7,1 %
<b>EBITA</b>	<b>8,8 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>13,2 %</b>
Amortisation Goodwill	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Wertminderungskosten - Außerordentliche Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>8,8 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>13,2 %</b>
Zinsertrag	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand	3,0 %	2,6 %	2,1 %	1,5 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-2,9 %	-2,4 %	-1,9 %	-1,5 %	-1,4 %	-1,2 %	-1,1 %
<b>Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,9 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>12,1 %</b>
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>5,9 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>12,1 %</b>
Steuerquote	28,8 %	31,5 %	42,3 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,7 %</b>
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,7 %</b>
Anteile Dritter	0,4 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,7 %</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
Sachanlagen	112,0	116,6	125,3	138,6	145,6	145,6	138,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>112,4</b>	<b>117,1</b>	<b>125,9</b>	<b>139,2</b>	<b>146,2</b>	<b>146,2</b>	<b>138,7</b>
Vorräte	27,5	30,8	30,9	32,7	35,2	37,6	42,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,6	5,2	3,1	3,3	3,5	3,8	4,3
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7,0	6,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Liquide Mittel	27,2	42,3	36,2	49,3	48,4	57,1	32,0
Latente Steuern	0,1	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>66,4</b>	<b>84,8</b>	<b>76,8</b>	<b>90,8</b>	<b>92,6</b>	<b>104,0</b>	<b>84,3</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>178,8</b>	<b>201,9</b>	<b>202,7</b>	<b>229,9</b>	<b>238,8</b>	<b>250,2</b>	<b>222,9</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>52,6</b>	<b>57,5</b>	<b>57,2</b>	<b>92,8</b>	<b>101,7</b>	<b>111,9</b>	<b>115,7</b>
Anteile Dritter	-0,2	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	61,4	71,3	71,3	71,3	71,3	71,3	39,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	25,3	28,0	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Sonstige Rückstellungen	2,4	2,6	2,4	2,1	2,1	2,1	1,1
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>89,0</b>	<b>101,9</b>	<b>111,8</b>	<b>111,5</b>	<b>111,5</b>	<b>111,5</b>	<b>78,2</b>
Kurzfristige Bankschulden	10,0	12,2	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,9	12,3	14,5	15,4	16,5	17,7	20,0
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	15,9	15,9	16,4	8,0	8,0	8,0	8,0
Latente Steuern	1,5	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>37,4</b>	<b>41,9</b>	<b>33,2</b>	<b>25,6</b>	<b>25,5</b>	<b>26,7</b>	<b>29,0</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>178,8</b>	<b>201,9</b>	<b>202,7</b>	<b>229,9</b>	<b>238,8</b>	<b>250,2</b>	<b>222,9</b>

Bilanz (In % vom Umsatz)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>
Sachanlagen	62,6 %	57,7 %	61,8 %	60,3 %	61,0 %	58,2 %	61,9 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>62,8 %</b>	<b>58,0 %</b>	<b>62,1 %</b>	<b>60,5 %</b>	<b>61,2 %</b>	<b>58,4 %</b>	<b>62,2 %</b>
Vorräte	15,4 %	15,2 %	15,2 %	14,2 %	14,7 %	15,0 %	19,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,5 %	2,6 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %	1,9 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,9 %	3,2 %	2,7 %	2,4 %	2,3 %	2,2 %	2,5 %
Liquide Mittel	15,2 %	20,9 %	17,9 %	21,4 %	20,3 %	22,8 %	14,3 %
Latente Steuern	0,1 %	0,0 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>37,1 %</b>	<b>42,0 %</b>	<b>37,9 %</b>	<b>39,5 %</b>	<b>38,8 %</b>	<b>41,6 %</b>	<b>37,8 %</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>29,4 %</b>	<b>28,5 %</b>	<b>28,2 %</b>	<b>40,4 %</b>	<b>42,6 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>51,9 %</b>
Anteile Dritter	-0,1 %	0,3 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	34,3 %	35,3 %	35,2 %	31,0 %	29,9 %	28,5 %	17,5 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	14,1 %	13,8 %	18,8 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %	17,1 %
Sonstige Rückstellungen	1,3 %	1,3 %	1,2 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %	0,5 %
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>49,8 %</b>	<b>50,5 %</b>	<b>55,1 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>46,7 %</b>	<b>44,6 %</b>	<b>35,1 %</b>
Kurzfristige Bankschulden	5,6 %	6,1 %	0,6 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,5 %	6,1 %	7,2 %	6,7 %	6,9 %	7,1 %	9,0 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	8,9 %	7,9 %	8,1 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %	3,6 %
Latente Steuern	0,8 %	0,7 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>20,9 %</b>	<b>20,8 %</b>	<b>16,4 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>13,0 %</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	6,1	7,4	5,3	11,3	12,5	14,8	19,2
Abschreibung Anlagevermögen	9,7	10,2	10,7	11,7	13,0	14,0	15,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	2,1	2,7	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	17,9	20,2	18,8	23,0	25,5	28,8	34,7
Veränderung Vorräte	-1,3	-3,2	-0,1	-1,8	-2,5	-2,5	-4,9
Veränderung Forderung aus LuL	-0,3	-0,6	2,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	1,2	2,4	2,2	0,9	-1,2	-1,2	-2,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,4	-3,0	4,3	-1,1	-3,9	-3,9	-7,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>17,5</b>	<b>17,2</b>	<b>23,0</b>	<b>21,8</b>	<b>21,6</b>	<b>24,9</b>	<b>27,0</b>
Investitionen	10,0	13,1	17,0	25,0	20,0	14,0	8,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-10,0</b>	<b>-13,1</b>	<b>-17,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>-14,0</b>	<b>-8,0</b>
Cash Flow vor Finanzergebnis	7,5	4,2	6,0	-3,7	1,6	10,9	19,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-10,0	12,2	-11,8	0,0	-1,2	0,0	-32,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	18,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,5	1,0	1,2	1,2	1,2	2,3	3,1
Sonstiges	0,0	-0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>-12,4</b>	<b>16,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-35,5</b>
Veränderung liquide Mittel	-2,9	15,1	-6,1	13,1	-0,8	8,6	-16,5
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>27,2</b>	<b>42,3</b>	<b>36,2</b>	<b>49,3</b>	<b>48,4</b>	<b>57,1</b>	<b>32,0</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio.)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Inland	40,7	41,9	42,4	44,5	46,0	47,5	49,0
Jährliche Veränderung	-0,4 %	2,8 %	1,2 %	5,0 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %
Sonstiges Europa	68,5	73,2	78,3	80,0	87,2	90,7	95,2
Jährliche Veränderung	7,8 %	6,8 %	7,0 %	2,2 %	9,0 %	4,0 %	5,0 %
NAFTA - Nord- und Mittelamerika	18,0	19,7	20,2	24,5	27,0	32,3	45,3
Jährliche Veränderung	24,8 %	9,4 %	2,6 %	21,1 %	10,0 %	20,0 %	40,0 %
Asien und Pazifik	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jährliche Veränderung	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rest der Welt	16,0	16,5	18,3	19,6	21,1	23,4	29,6
Jährliche Veränderung	14,7 %	2,9 %	10,8 %	7,2 %	7,6 %	10,9 %	26,7 %
<b>Total</b>	<b>143,3</b>	<b>151,3</b>	<b>159,2</b>	<b>168,6</b>	<b>181,2</b>	<b>193,9</b>	<b>219,1</b>
Jährliche Veränderung	7,8 %	5,6 %	5,2 %	5,9 %	7,5 %	7,0 %	13,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>G&amp;V Wachstumsanalyse</b>							
Umsatzwachstum	7,8 %	5,6 %	5,2 %	5,9 %	7,5 %	7,0 %	13,0 %
EBITDA Wachstum	13,2 %	10,2 %	-7,0 %	30,8 %	43,4 %	22,9 %	35,4 %
EBIT Wachstum	20,3 %	14,2 %	-15,5 %	49,3 %	62,2 %	25,0 %	46,1 %
EPS Wachstum	107,6 %	22,3 %	-20,4 %	105,7 %	111,6 %	21,9 %	53,9 %
<b>Effizienz</b>							
Gesamtkosten/ Umsatz	84,2 %	85,0 %	85,8 %	81,6 %	81,9 %	81,0 %	79,7 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	341,3	348,6	353,8	366,5	385,6	395,8	429,7
EBITDA pro Mitarbeiter	53,3	56,8	50,9	65,1	69,9	75,2	87,2
<b>Bilanzanalyse</b>							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	15,3 %	15,2 %	13,6 %	11,9 %	11,5 %	11,4 %	11,2 %
Vorratumschlag	5,2	4,9	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Zahlungsziele	11,6	12,5	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	25,3	29,6	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
Kapitalumschlag (in Tagen)	97,2	96,7	80,8	84,7	85,2	85,5	86,0
<b>Cash Flow-Analyse</b>							
Free Cash Flow	7,5	4,2	6,0	-3,2	1,6	10,9	19,0
Free Cash Flow/ Umsatz	5,2 %	2,7 %	3,8 %	-1,9 %	0,9 %	5,6 %	8,7 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	136,5 %	62,3 %	112,5 %	-28,1 %	12,9 %	73,8 %	99,1 %
Capex/ Abschreibungen	103,1 %	128,4 %	159,2 %	213,7 %	153,8 %	100,0 %	51,6 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	133,3 %	163,3 %	212,6 %	275,0 %	250,0 %	175,0 %	100,0 %
Capex/ Umsatz	7,0 %	8,6 %	10,7 %	14,8 %	11,0 %	7,2 %	3,7 %
<b>Solvenzanalyse</b>							
Nettoverschuldung	44,2	41,3	36,4	23,3	22,9	14,3	7,0
Nettoverschuldung/ EBITDA	2,0	1,7	1,6	0,8	0,7	0,4	0,2
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	0,8	0,7	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1
Zinsdeckung	2,9	3,7	3,7	7,0	7,6	9,5	12,1
Gewinnausschüttungsquote	17,5 %	18,0 %	22,4 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
<b>Produktivität</b>							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	1,1
Operativer Kapitalumschlag	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,3
Umschlag des Sachanlagevermögens	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,6
Vorratumschlag	5,2	4,9	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
<b>Renditen</b>							
ROCE	8,4 %	8,9 %	7,1 %	9,7 %	10,3 %	10,6 %	14,2 %
ROE	10,4 %	11,6 %	9,4 %	12,2 %	12,2 %	13,2 %	16,6 %
<b>Sonstige</b>							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	5,7 %	5,1 %	4,3 %	3,6 %	3,6 %	3,3 %	4,3 %
Durchschn. Anzahl der Mitarbeiter	420	434	450	460	470	490	510
Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,2	8,8	8,8	8,8
Dividende pro Aktie	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,69	0,84	0,67	1,38	1,42	1,68	2,18
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
P/BV	4,4	4,0	4,1	2,8	2,5	2,3	2,2
EV/Umsatz	2,1	2,0	1,9	1,9	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	13,5	12,2	13,4	10,6	9,6	8,3	6,7
EV/EBITA	23,8	20,8	25,0	17,3	15,9	13,5	10,4
EV/EBIT	23,8	20,8	25,0	17,3	15,9	13,5	10,4
EV/FCF	40,2	72,6	50,9	-100,0	197,2	28,2	15,8
Adjustierte FCF Rendite	3,9 %	4,2 %	3,6 %	5,6 %	6,4 %	7,6 %	9,8 %
Dividendenrendite	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %	1,9 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

**Angaben für Research Publikationen der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz sowie den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)**

Gemäß § 34b WpHG und § 5 FinAnV ist bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG

- (1) oder mit dieser verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- (3) oder mit dieser verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- (4) oder mit dieser verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- (5) oder mit dieser verbundene Unternehmen Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate besitzt (a) oder (b) eine Nettoleerverkaufsposition von >0.5% der ausstehenden Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate besitzt,
- (6) oder mit dieser verbundene Unternehmen die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- (7) oder der Verfasser sonstige bedeutende finanzielle Interessen im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.
- (8) Die Studie wurde den Unternehmen vor Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden ausschließlich faktische Sachverhalte verändert.

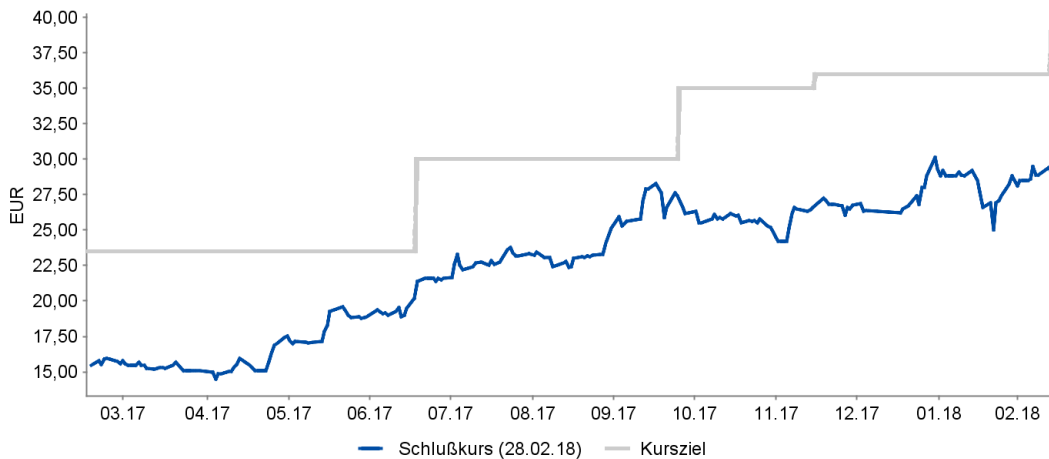
Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:

Unternehmen	Ausweispflicht
Nabaltec AG	2, 3

**Historische Kursziele und Empfehlungen für Nabaltec AG in den letzten 12 Monaten**

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Nabaltec AG am 01.03.18**

**Aufnahme Coverage**  
14-April-11



Unternehmen	Datum	Analyst	Empfehlung	Kursziel	Schlußkurs
-------------	-------	---------	------------	----------	------------

**Hauck & Aufhäuser Verteilung Ratings und in Abhängigkeit von Investment Banking Services**

<b>Kaufen</b>	61,18 %	100,00 %
<b>Verkaufen</b>	15,79 %	0,00 %
<b>Halten</b>	23,03 %	0,00 %

Datum der Erstellung dieser Publikation: #ATTRIBUTE\_DOC\_RELEASED\_DATE#

Datum der Verteilung dieser Publikation #ATTRIBUTE\_DOC\_DISTRIBUTION\_DATE#



## 1. Allgemeine Hinweise/Haftung

Diese Finanzanalyse dient allein der Information institutioneller Investoren und ist nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung zu verstehen, die darin genannten Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Das Dokument ist vertraulich und wird von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, ausschließlich ausgewählten Empfängern [in D, UK, FR, CH, USA, Skandinavien, Benelux oder im Einzelfall auch in anderen Ländern] zur Verfügung gestellt. Ein Versand an Privatkunden im Sinne des WpHG ist ausgeschlossen. Es ist nicht gestattet, die Finanzanalyse ohne Zustimmung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG anderen Personen als an die bestimmungsgemäßen Empfänger zuzuleiten. Ohne Zustimmung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG ist eine vollständige oder teilweise Vervielfältigung dieses Dokuments nicht gestattet. Alle Rechte vorbehalten.

Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der in der Finanzanalyse enthaltenen Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche gegenüber der an der Erstellung beteiligten Mitarbeiter sowie der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG – weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Eine Haftung für Schäden, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen, Meinungen und Prognosen ergibt, ist ebenfalls ausgeschlossen.

Die historische Entwicklung eines Finanzinstruments ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf seine zukünftige Wertentwicklung.

## 2. Verantwortlichkeit

Diese Finanzanalyse wurde von dem auf der Titelseite genannten Analysten (der "Verfasser") der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG verfasst. Für die darin enthaltenen Meinungen und Prognosen ist ausschließlich der Verfasser verantwortlich. Die Erstellung erfolgte unabhängig.

Der Inhalt der Finanzanalyse wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Teile der Finanzanalyse wurden dem Emittenten möglicherweise vor Veröffentlichung informatorisch ausgehändigt, ohne dass danach noch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

## 3. Organisatorische Anforderungen

Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Erstellung und Verbreitung der Finanzanalyse vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Alle Mitarbeiter der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse.

## 4. Angabe zu Bewertungsmethoden/Aktualisierung

Die Ermittlung des fairen Wertes je Aktie also des Kurszieles und der sich daraus ergebenden Empfehlung erfolgt nach der adjusted Free Cash Flow (adj. FCF) - Methode und auf Basis des Discounted Cash Flow - DCF-Modell. Zudem erfolgt ein Peer- Group -Vergleich.

Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Anleger Vermögenswerte zu einem Preis (Enterprise Value) erwerben, bei dem der operative Cash Flow Return nach Steuern auf diese Investition höher ist als ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate von 7.5%. Der Operating Cash Flow errechnet sich aus dem EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern.

Der DCF-Ansatz besteht darin, bei der Ermittlung der zukünftigen Zahlungsströme (Free-Cashflows) zunächst die Berechnung auf einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital vorzunehmen, d.h. Zinsen und Tilgungen auf das Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der errechneten Zahlungsströme mit den gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC), die sowohl die Eigen- als auch die Fremdkapitalkosten berücksichtigen. Nach der Diskontierung wird der ermittelte Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital vermindert, um auf den Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG verwendet bei den von ihr analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Empfehlungssystem:

Kaufen: Nachhaltiges Aufwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

Verkaufen: Nachhaltiges Abwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

Halten: Aufwärts-/Abwärtspotenzial begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator in Sicht.

Anmerkung: Die Empfehlungen von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG basieren nicht auf einer Performance, die „relativ“ zum Markt erwartet wird.

Die Entscheidung über die Auswahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente oblag allein der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG. Die in der Finanzanalyse vertretenen Meinungen und Prognosen können ohne Ankündigung geändert werden. Ob und wann zu dieser Finanzanalyse eine Aktualisierung erfolgt, liegt ebenfalls allein im Ermessen Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG.

## 5. Wesentliche Informationsquellen

Die für diese Finanzanalyse erforderlichen Informationen wurden teilweise vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus wurden öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Tagespresse), die als zuverlässig gelten. Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG hat sämtliche Informationen auf Plausibilität, nicht jedoch auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft.

## 6. Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG unterliegt der Aufsicht durch die BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt a.M.

## 7. Spezielle Hinweise für Empfänger außerhalb Deutschlands

Diese Analyse unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. In einigen Staaten, insbesondere in den USA, Kanada, Australien und Japan, könnte die Verbreitung dieser Informationen nach dem dort anwendbaren Recht beschränkt oder verboten sein.

Dieses Dokument wird nur verbreitet an und ist nur gerichtet an (i) Personen, die sich außerhalb des Vereinigten Königreiches befinden, oder (ii) professionelle Anleger, die unter Artikel 19(5) des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (die „Verordnung“) fallen, oder (iii) vermögende Gesellschaften und andere vermögende Personen, denen es rechtmäßig zur Verfügung gestellt werden darf gemäß Artikel 49(2)(a) bis (d) der Verordnung. Einem anderen Personenkreis in oder aus dem Vereinigten Königreich darf dieses Dokument weder indirekt noch direkt zugänglich gemacht werden.

**Kontakt: Hauck&Aufhäuser Privatbankiers AG****Hauck & Aufhäuser Research**

Hauck & Aufhäuser  
Privatbankiers AG  
Mittelweg 16/17  
20148 Hamburg  
Germany

Tel.: +49 (0) 40 414 3885 93  
Fax: +49 (0) 40 414 3885 71  
Email: research@ha-ib.de  
www.ha-research.de

**Gunnar Cohrs**  
Co-Head of Equities  
Tel.: +49 40 414 3885 86  
E-Mail: gunnar.cohrs@ha-ib.de

**Tim Wunderlich, CFA**  
Head of Research  
Tel.: +49 40 414 3885 81  
E-Mail: tim.wunderlich@ha-ib.de

**Henning Breiter**  
Head of Research  
Tel.: +49 40 414 3885 73  
E-Mail: henning.breiter@ha-ib.de

**Robin Brass, CFA**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 76  
E-Mail: robin.brass@ha-ib.de

**Lars Dannenberg**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 92  
E-Mail: lars.dannenberg@ha-ib.de

**Christian Glowa**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 95  
E-Mail: christian.glowa@ha-ib.de

**Pierre Gröning**  
Analyst  
Tel.: +49 40 450 6342 30 92  
E-Mail: pierre.groening@ha-ib.de

**Aliaksandr Halitsa**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 83  
E-Mail: aliaksandr.halitsa@ha-ib.de

**Christian Salis**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 96  
E-Mail: christian.salis@ha-ib.de

**Christian Sandherr**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 79  
E-Mail: christian.sandherr@ha-ib.de

**Carlos Becke**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 74  
E-Mail: carlos.becke@ha-ib.de

**Hauck & Aufhäuser Sales**

**Carsten Kinder**  
Head of Equities  
Tel.: +41 43 497 30 24  
E-Mail: carsten.kinder@ha-ib.de

**Toby Woods**  
Head of Sales  
Tel.: +44 207 408 1100  
E-Mail: toby.woods@ha-ib.de

**Christian Alisch**  
Sales  
Tel.: +49 40 414 3885 99  
E-Mail: christian.alisch@ha-ib.de

**Vincent Bischoff**  
Sales  
Tel.: +49 40 414 3885 88  
E-Mail: vincent.bischoff@ha-ib.de

**Georgina Harrold**  
Sales  
Tel.: +49 69 2161 1299  
E-Mail: georgina.harrold@ha-ib.de

**Alexander Lachmann**  
Sales  
Tel.: +41 43 497 30 23  
E-Mail: alexander.lachmann@ha-ib.de

**Hugues Madelin**  
Sales  
Tel.: +33 1 78 41 40 62  
E-Mail: hugues.madelin@ha-ib.de

**Jan Neynaber**  
Sales  
Tel.: +49 69 2161 1268  
E-Mail: jan.neynaber@hauck-aufhaeuser.com

**Marco Schumann**  
Sales  
Tel.: +49 69 2161 1250  
E-Mail: marco.schumann@hauck-aufhaeuser.com

**Christian Schwenkenbecher**  
Sales  
Tel.: +44 207 408 1100  
E-Mail: christian.schwenkenbecher@ha-ib.de

**Hauck & Aufhäuser Sales Trading**

Hauck & Aufhäuser  
Privatbankiers AG  
Mittelweg 16/17  
20148 Hamburg  
Germany

Tel.: +49 40 414 3885 75  
Fax: +49 40 414 3885 71  
Email: info@hauck-aufhaeuser.com  
www.hauck-aufhaeuser.com

**Mirko Brueggemann**  
Trading  
Tel.: +49 40 414 3885 75  
E-Mail: mirko.brueggemann@hauck-aufhaeuser.com

**Christian von Schuler**  
Trading  
Tel.: +49 40 414 3885 77  
E-Mail: christian.schuler@hauck-aufhaeuser.com

**Fin Schaffer**  
Trading  
Tel.: +49 40 414 3885 98  
E-Mail: fin.schaffer@hauck-aufhaeuser.com

**Kathleen Jonas**  
Middle-Office  
Tel.: +49 40 414 3885 97  
E-Mail: kathleen.jonas@hauck-aufhaeuser.com

**Carolin Weber**  
Middle-Office  
Tel.: +49 40 414 3885 87  
E-Mail: carolin.weber@hauck-aufhaeuser.com