

**Kaufen** (Alt: Kaufen)

**Kursziel: EUR 15,00** (Alt: EUR 10,70)

**Aktueller Kurs:** EUR 8,05      **Nächster Termin:** Q3 26.11.13  
**Bloomberg:** NTG GR      **Marktkapitalisierung:** EUR 64,4 Mio.  
**Reuters:** NTGG.DE      **Unternehmenswert:** EUR 129,2 Mio.

26-September-13

**Sascha Berresch, CFA**  
Analyst

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

### Bewertung wird auf '14E basiert, neues Kursziel deutet auf erhebliches Upside, trotz niedrigerer Schätzungen durch Annahme langsameren Anlauf der neuen Produkte

Positive Wirtschaftsindikatoren, Aussagen des Managements und die kontinuierliche Substitution von gefährlichen & giftigen bromierten Flammschutzmitteln legen nahe, dass **Nabaltec auf dem besten Weg ist, die Ziele für 2013 zu erreichen** (einstelliges Umsatzwachstum im mittleren Bereich). Zudem sollte in H2 '13 ein starker Zuwachs gegenüber einer niedrigen Vorjahresbasis verzeichnet werden. Das Ergebnis sollte dabei durch einen hohen operativen und finanziellen Leverage überproportional gesteigert werden, während das EPS durch die Entschuldung/niedrigeren Zinsaufwendungen zusätzlich profitieren sollte (s. nächste Seite).

**Nabaltec ist Marktführer bei Flammschutzmitteln auf Basis von ATH (Aluminium-Hydroxid)** (2/3 vom Konzernumsatz), das insbesondere bei Kabelisolierungen das am häufigsten verwendete umweltfreundliche Flammschutzmittel ist. Zu den Hauptwettbewerbern in diesem oligopolistischen Markt zählen Albemarle/Martinswerke (GER), das US-Unternehmen Huber (erwarb die alte Anlage von Almatris) und das strauchelnde ungarische Unternehmen M.A.L., das nach einem Umweltumfall 2010 in Staatseigentum übergegangen ist, und enorme Verbindlichkeiten von € 1 Mrd. erklärt. Erst kürzlich musste die **sehr preisaggressive M.A.L. ihre Mine schließen** und die Bauxitgewinnung einstellen – M.A.L. ist somit gezwungen, nun auch den wesentlichen Rohstoff über den Markt zu beziehen. Dies sollte sich in einer besseren **Preisstabilität in Zukunft widerspiegeln**.

Der **Markt sollte bis 2016 um 6% p.a. wachsen** und bedingt durch eine strengere Regulierung und ein zunehmendes Umweltbewusstsein **richten alle großen Kabelhersteller ihren strategischen Fokus auf halogenfreie Flammschutzmittel** (z.B. Seiten 83/104 in Leonis Jahresbericht). Tatsächlich haben OEMs Ausstiegspäne für giftige Flammschutzmittel erstellt. Nabaltec hat zudem Innovationen im Markt eingeführt, z.B. ein Stabilisator als Ersatz für Blei in PVC (z.B. Fensterrahmen) sowie ein Böhmit, das als Flammschutzmittel auf Leiterplatten oder in Trennfolien in Lithium-Ionen-Batterien zur Vermeidung der Erhitzung zum Einsatz kommt. Während das Potenzial dieser Produkte weiterhin hoch scheint (und das Unternehmen eine Kapazität für € 30 Mio. Umsatz installiert hat), **verringern wir unsere Schätzungen, um eine langsamere Einführung zu reflektieren und schätzen nun einen Umsatzbeitrag von lediglich € 12 Mio. in 2015E** (alt € 18 Mio.).

Die **Visibilität hat sich jedoch verbessert und die Bewertung wird mit konservativeren Schätzungen auf '14 basiert**, um einen Teil des Wachstums (Gesamtkapazitäten sind für einen Umsatz von € 180 Mio. gut) und das Entschuldungspotenzial zu reflektieren. **Daraus ergibt sich ein neues Kursziel von € 15,00** (alt: € 10,70), was ein EV/EBIT '14E von 10x impliziert (s. nächste Seite). Selbst ein geringes re-Rating der EV-Multiplikatoren sollte angesichts des finanziellen Leverage einen stark überproportionalen Effekt auf die Marktkapitalisierung haben. Die **Kaufempfehlung wird beibehalten**.

-Fortsetzung-

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	73,1	112,7	129,0	129,2	138,5	149,8	161,8
Umsatzwachstum	-24 %	54 %	14 %	0 %	7 %	8 %	8 %
EBITDA	3,7	14,3	20,6	18,8	22,3	26,1	29,3
EBIT	-2,7	6,5	12,5	10,0	13,4	17,1	20,3
Jahresüberschuss	-5,0	1,8	3,6	2,1	5,2	8,0	10,4
Nettoverschuldung	57,6	52,9	60,7	55,2	46,9	39,3	30,6
Netto-Fremdkapitalquote	128,4 %	115,0 %	121,4 %	111,7 %	86,3 %	63,0 %	43,0 %
Nettoverschul./ EBITDA	15,4	3,7	2,9	2,9	2,1	1,5	1,0
EPS pro forma	-0,63	0,22	0,45	0,26	0,64	1,00	1,30
Cash Flow pro Aktie	0,02	0,40	0,27	1,31	1,12	1,14	1,43
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	0,22	0,36
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	2,8 %	4,5 %
Rohrertragsmarge	45,6 %	46,0 %	48,8 %	48,0 %	49,3 %	49,6 %	49,8 %
EBITDA-Marge	5,1 %	12,7 %	15,9 %	14,6 %	16,1 %	17,4 %	18,1 %
EBIT-Marge	-3,7 %	5,8 %	9,7 %	7,8 %	9,6 %	11,4 %	12,6 %
ROCE	-2,5 %	5,3 %	9,1 %	7,3 %	10,1 %	13,2 %	15,5 %
EV/Umsatz	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	35,6	9,1	6,7	7,3	5,8	4,7	3,9
EV/EBIT	-49,2	19,9	11,1	13,7	9,7	7,1	5,6
KGV	-12,9	36,2	17,7	31,3	12,5	8,1	6,2
Adjustierte FCF Rendite	0,2 %	6,6 %	8,3 %	7,5 %	9,3 %	11,4 %	13,6 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 25.09.2013



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

**52 Wochen Hoch/Tief:** 8,20 / 6,12

**Preis/Buchwert:** 1,2

**Relative Performance (SDAX):**

3 Monate 7,2 %

6 Monate 10,0 %

12 Monate -11,6 %

### Veränderung der Schätzungen

		Umsatz	EBIT	EPS
2013	Alt:	138,5	13,3	0,64
	Δ	-	-	-
2014	Alt:	152,1	17,9	1,07
	Δ	-1,5%	-4,4%	-6,5%
2015	Alt:	167,4	21,6	1,41
	Δ	-3,3%	-6,2%	-8,3%

### Aktienkdaten:

Anzahl Aktien: (in Mio. Stk) 8,0

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 6,8

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

### Aktionärsstruktur:

Free Float 38,2 %  
Familie Heckmann 32,0 %  
Familie Witzany 29,8 %

### Unternehmensbeschreibung:

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

## Implizites H2 2013

	implizites H2'13E	H2'12	yoy	Durchschnitt Q '12	Durchschnitt Q H2 '13
Umsatz	69.7	61.0	14.3%	32.3	34.9
EBITDA	11.9	7.8	52.6%	4.7	6.0
EBITDA margin	17.1%	12.8%		14.6%	17.1%
EBIT	7.5	3.3	128.1%	2.5	3.8
EBIT margin	10.8%	5.4%		7.8%	10.8%
Gewinn	3.0	0.0		0.5	1.5

Quelle: Hauck&Aufhäuser

## Bewertung

**Anmerkung:** Nach Angaben vom Management liegt der Instandhaltungsaufwand bei unter € 5 Mio. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass das Unternehmen ca. € 5 Mio. an Reparatur- und Instandhaltungsdienstleistungen als Kosten in der GuV verbucht, während die Anlagen deutlich länger benutzt werden können, als der Abschreibungszeitraum nahelegt. Grund für das hohe Abschreibungsniveau ist der massive Investitionszyklus, den Nabaltec zwischen '05-'12 mit Investitionen von > € 140 Mio. durchschritten hat. Unsere Annahme eines Instandhaltungsaufwands von € 7,5 Mio. in '14E ist daher als konservativ einzustufen.

FCF Yield, Jahresende 31.Dez.	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EBITDA	20.6	18.8	22.3	26.1	29.3
- Erhaltungsinvestitionen	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0
- Minderheiten	0.8	1.1	1.2	1.6	2.0
- Steueraufwand	1.6	1.1	2.4	3.8	5.0
= Adj. Free Cash Flow	12.1	10.1	11.8	13.2	14.3
<b>Gegenwärtige Marktkapitalisierung</b>	<b>64.4</b>	<b>64.4</b>	<b>64.4</b>	<b>64.4</b>	<b>64.4</b>
+ Nettoverschuldung (Liquidität)	60.7	55.2	46.9	39.3	30.6
+ Pensionsrückstellungen	13.7	17.8	17.8	17.8	17.8
- Dividendenzahlung	0.0	0.0	0.0	-1.0	-1.8
EV Ausgleich	74.4	73.1	64.8	56.1	46.7
= Gegenwärtiger EV	138.8	137.5	129.2	120.5	111.1
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.9%</b>
<b>Umsatz</b>	<b>129.0</b>	<b>129.2</b>	<b>138.5</b>	<b>149.8</b>	<b>161.8</b>
Gegenwärtiger EV/Umsatz	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x	0.7x
Hurdle rate	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
FCF-Marge	9.4%	7.8%	8.5%	8.8%	8.9%
Fairer EV/Umsatz	1.3x	1.0x	1.1x	1.2x	1.2x
<b>Fairer EV</b>	<b>161.4</b>	<b>134.5</b>	<b>156.9</b>	<b>176.3</b>	<b>191.1</b>
- EV Ausgleich	74.4	73.1	64.8	56.1	46.7
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>87.0</b>	<b>61.4</b>	<b>92.1</b>	<b>120.2</b>	<b>144.4</b>
Anzahl der Aktien (Millionen)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Fairer Wert je Aktie	10.9	7.7	11.5	15.0	18.1
Prämie (-) / Discount (+) in %	35.1%	-4.6%	43.1%	86.7%	124.2%

Quelle: Hauck&Aufhäuser

**Anmerkung:** Ein Peer-Group-Vergleich ist angesichts des Nischenstatus von Nabaltec's Markt kaum sinnvoll. Wir haben den Produzenten feuerfester Produkte RHI AG (Österreich), Sonderchemikalienunternehmen Albemarle (USA) und das im Stahlbereich tätige Chemieunternehmen SKW AG (Deutschland) gewählt. Wichtig ist dabei, dass Nabaltec's EBIT durch hohe Abschreibungen verzerrt ist, die 6,5% vom Umsatz '13E erklären. Das vergleicht sich mit 3,5% bei RHI und lediglich 2,5% bei SKW. Interessanterweise hätte durch den hohen Leverage des Unternehmens selbst eine kleine Neubewertung des EV-Multiplikators eine signifikante Auswirkung auf den Aktienkurs. Eine Bewertung von Nabaltec auf 7,7x EV/EBITDA '14E würde einen Aktienkurs von € 18,10 implizieren.

Nabaltec AG	FX	Price	MC (€m)	EPS CAGR 12-15E	EBITDA margin 13E	Dividend yield 13E
RHI AG	(EUR)	24.4	972	5%	15.3%	3.4%
ALBEMARLE CORPORATION	(USD)	62.5	5,067	4%	22.5%	1.5%
SKW STAHL-METAL.HLDG.N	(EUR)	10.9	72	20%	5.1%	2.7%
<b>Nabaltec AG</b>	<b>(EUR)</b>	<b>8.0</b>	<b>64</b>	<b>71%</b>	<b>16.1%</b>	<b>0.0%</b>

Nabaltec AG	EV/Sales 13E (x)	EV/Sales 14E (x)	EV/Sales 15E (x)	EV/EBITDA 13E (x)	EV/EBITDA 14E (x)	EV/EBITDA 15E (x)	EV/EBIT 13E (x)	EV/EBIT 14E (x)	EV/EBIT 15E (x)
RHI AG	1.0	1.0	1.0	6.8	7.3	6.9	10.5	9.9	9.4
ALBEMARLE CORPORATION	2.1	2.0	1.9	9.3	8.3	7.9	11.4	10.0	9.4
SKW STAHL-METAL.HLDG.N	0.5	0.5	0.4	9.2	7.6	7.0	24.9	13.4	12.5
<b>Nabaltec AG</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>	<b>9.7</b>	<b>7.1</b>	<b>5.6</b>
Average (peer group)	1.2	1.1	1.1	8.4	7.7	7.3	15.6	11.1	10.4
Premium-/discount- in (%)	-17%	-20%	-23%	-31%	-40%	-47%	-38%	-36%	-47%

Source: H&A estimates, CapitalIQ, company filings

Implied FV	EV/EBITDA 13E (x)	EV/EBITDA 14E (x)	EV/EBITDA 15E (x)	EV/EBIT 13E (x)	EV/EBIT 14E (x)	EV/EBIT 15E (x)
Fair EV	188.4	202.2	212.5	208.7	190.5	211.6
Net debt	46.9	39.3	30.6	46.9	39.3	30.6
Pensions	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
Market Cap	123.7	145.1	164.0	143.9	133.4	163.1
Nosh	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
<b>implied FV</b>	<b>15.5</b>	<b>18.1</b>	<b>20.5</b>	<b>18.0</b>	<b>16.7</b>	<b>20.4</b>

Source: H&A estimates

## Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>73,1</b>	<b>112,7</b>	<b>129,0</b>	<b>129,2</b>	<b>138,5</b>	<b>149,8</b>	<b>161,8</b>
Umsatzwachstum	-24,1 %	54,3 %	14,5 %	0,1 %	7,2 %	8,2 %	8,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	-1,7	-0,1	3,7	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>71,4</b>	<b>112,6</b>	<b>132,8</b>	<b>129,4</b>	<b>138,5</b>	<b>149,8</b>	<b>161,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	2,2	1,4	1,7	1,2	1,3	1,3
Materialaufwand	38,1	60,8	69,8	67,3	70,2	75,5	81,2
Personalaufwand	15,6	19,0	21,0	21,8	23,0	23,8	25,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,0	20,7	22,9	23,2	24,3	25,8	27,5
Gesamte betriebliche Aufwendungen	67,6	98,3	112,2	110,5	116,2	123,7	132,5
<b>EBITDA</b>	<b>3,7</b>	<b>14,3</b>	<b>20,6</b>	<b>18,8</b>	<b>22,3</b>	<b>26,1</b>	<b>29,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,4	7,8	8,0	8,8	9,0	9,0	9,0
<b>EBITA</b>	<b>-2,7</b>	<b>6,5</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>13,4</b>	<b>17,1</b>	<b>20,3</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>-2,7</b>	<b>6,5</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>13,4</b>	<b>17,1</b>	<b>20,3</b>
Zinsertrag	0,1	0,2	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwand	4,4	5,3	6,9	6,3	5,0	4,4	3,9
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-4,3	-5,1	-6,4	-5,9	-4,9	-4,3	-3,8
<b>Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-7,0</b>	<b>1,4</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>12,8</b>	<b>16,5</b>
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-7,0</b>	<b>1,4</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>12,8</b>	<b>16,5</b>
Steuern	-1,7	-0,7	1,6	1,1	2,4	3,8	5,0
<b>Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-5,3</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1</b>	<b>9,0</b>	<b>11,6</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>-5,3</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1</b>	<b>9,0</b>	<b>11,6</b>
Anteile Dritter	-0,3	0,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,2
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-5,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>5,2</b>	<b>8,0</b>	<b>10,4</b>
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>Gewinn pro Aktie - berichtet</b>	<b>-0,63</b>	<b>0,22</b>	<b>0,44</b>	<b>0,26</b>	<b>0,64</b>	<b>1,00</b>	<b>1,30</b>

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<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	-2,3 %	0,0 %	2,9 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>97,7 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>102,9 %</b>	<b>100,1 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,4 %	1,9 %	1,1 %	1,3 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %
Materialaufwand	52,1 %	54,0 %	54,1 %	52,1 %	50,7 %	50,4 %	50,2 %
Personalaufwand	21,3 %	16,9 %	16,3 %	16,8 %	16,6 %	15,9 %	15,5 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,5 %	18,3 %	17,7 %	17,9 %	17,5 %	17,2 %	17,0 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	92,6 %	87,2 %	87,0 %	85,5 %	83,9 %	82,6 %	81,9 %
<b>EBITDA</b>	<b>5,1 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>16,1 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>18,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	8,8 %	6,9 %	6,2 %	6,8 %	6,5 %	6,0 %	5,5 %
<b>EBITA</b>	<b>-3,7 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>11,4 %</b>	<b>12,6 %</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>-3,7 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>11,4 %</b>	<b>12,6 %</b>
Zinsertrag	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwand	6,1 %	4,7 %	5,4 %	4,9 %	3,6 %	3,0 %	2,4 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-5,9 %	-4,5 %	-4,9 %	-4,6 %	-3,5 %	-2,9 %	-2,3 %
<b>Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-9,6 %</b>	<b>1,3 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>10,2 %</b>
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-9,6 %</b>	<b>1,3 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>10,2 %</b>
Steuerquote	24,2 %	-45,5 %	26,7 %	26,8 %	28,0 %	30,0 %	30,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-7,3 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,2 %</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>-7,3 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,2 %</b>
Anteile Dritter	-0,4 %	0,3 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-6,9 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>6,4 %</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Sachanlagen	108,5	109,0	116,4	116,0	115,0	114,0	113,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>108,7</b>	<b>109,2</b>	<b>116,6</b>	<b>116,2</b>	<b>115,2</b>	<b>114,3</b>	<b>113,3</b>
Vorräte	19,2	21,4	26,3	23,6	24,3	26,3	28,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,5	1,6	2,2	3,4	3,2	3,5	3,8
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,0	3,5	2,9	3,4	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	0,5	29,0	16,3	14,3	10,2	10,7	12,4
Latente Steuern	0,0	1,3	0,9	0,6	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>23,1</b>	<b>56,8</b>	<b>48,8</b>	<b>45,3</b>	<b>37,8</b>	<b>40,5</b>	<b>44,5</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>131,8</b>	<b>166,0</b>	<b>165,4</b>	<b>161,5</b>	<b>153,0</b>	<b>154,8</b>	<b>157,8</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>44,9</b>	<b>46,0</b>	<b>50,0</b>	<b>49,4</b>	<b>54,4</b>	<b>62,4</b>	<b>71,1</b>
Anteile Dritter	-4,0	-4,0	-3,1	-2,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	53,4	73,6	68,9	59,9	49,2	42,0	35,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	11,1	13,1	13,7	17,8	17,8	17,8	17,8
Sonstige Rückstellungen	1,3	0,8	0,7	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>65,8</b>	<b>87,4</b>	<b>83,3</b>	<b>79,0</b>	<b>67,0</b>	<b>59,8</b>	<b>52,8</b>
Kurzfristige Bankschulden	4,7	8,3	8,1	9,7	8,0	8,0	8,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1	11,2	10,0	10,4	11,8	12,7	14,0
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	13,1	14,2	13,2	11,9	11,9	11,9	11,9
Latente Steuern	2,1	2,7	3,8	3,1	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>25,9</b>	<b>36,5</b>	<b>35,2</b>	<b>35,0</b>	<b>31,6</b>	<b>32,6</b>	<b>33,9</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>132,7</b>	<b>166,0</b>	<b>165,4</b>	<b>161,5</b>	<b>153,0</b>	<b>154,8</b>	<b>157,8</b>

Bilanz (In % vom Umsatz)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,1 %</b>
Sachanlagen	81,8 %	65,7 %	70,4 %	71,8 %	75,2 %	73,7 %	71,6 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>81,9 %</b>	<b>65,8 %</b>	<b>70,5 %</b>	<b>72,0 %</b>	<b>75,3 %</b>	<b>73,8 %</b>	<b>71,8 %</b>
Vorräte	14,5 %	12,9 %	15,9 %	14,6 %	15,9 %	17,0 %	18,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4 %	1,0 %	1,4 %	2,1 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,2 %	2,1 %	1,8 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Liquide Mittel	0,4 %	17,4 %	9,9 %	8,9 %	6,7 %	6,9 %	7,9 %
Latente Steuern	0,0 %	0,8 %	0,6 %	0,3 %	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>17,4 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>29,5 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>24,7 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>28,2 %</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>99,4 %</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>33,8 %</b>	<b>27,7 %</b>	<b>30,2 %</b>	<b>30,6 %</b>	<b>35,5 %</b>	<b>40,3 %</b>	<b>45,1 %</b>
Anteile Dritter	-3,0 %	-2,4 %	-1,9 %	-1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	40,3 %	44,3 %	41,7 %	37,1 %	32,1 %	27,1 %	22,2 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,4 %	7,9 %	8,3 %	11,0 %	11,7 %	11,5 %	11,3 %
Sonstige Rückstellungen	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>49,6 %</b>	<b>52,7 %</b>	<b>50,4 %</b>	<b>48,9 %</b>	<b>43,8 %</b>	<b>38,7 %</b>	<b>33,5 %</b>
Kurzfristige Bankschulden	3,6 %	5,0 %	4,9 %	6,0 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,6 %	6,8 %	6,1 %	6,4 %	7,7 %	8,2 %	8,9 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	9,8 %	8,6 %	8,0 %	7,3 %	7,7 %	7,7 %	7,5 %
Latente Steuern	1,6 %	1,6 %	2,3 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>19,6 %</b>	<b>22,0 %</b>	<b>21,3 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>20,7 %</b>	<b>21,1 %</b>	<b>21,4 %</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.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-5,3	2,1	4,5	3,0	6,1	9,0	11,6
Abschreibung Anlagevermögen	6,4	7,8	8,0	8,8	9,0	9,0	9,0
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	-0,9	-0,8	2,8	2,5	0,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	0,2	9,1	15,4	14,3	15,1	17,9	20,6
Veränderung Vorräte	9,2	-2,2	-4,9	2,7	-0,7	-2,0	-2,1
Veränderung Forderung aus LuL	1,4	-1,7	-0,6	-1,6	0,2	-0,3	-0,3
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	-10,5	4,1	-1,2	1,6	1,4	1,0	1,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,0	0,1	-6,8	2,7	0,8	-1,3	-1,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>0,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>	<b>17,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,7</b>	<b>19,5</b>
Investitionen	20,4	7,5	15,4	10,6	8,0	8,0	9,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	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>-20,4</b>	<b>-7,5</b>	<b>-15,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-9,0</b>
Cash Flow vor Finanzergebnis	-20,2	1,7	-6,8	6,4	7,9	8,7	10,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	18,8	28,7	-5,6	-8,4	-12,4	-7,2	-7,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,8
Sonstiges	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>18,8</b>	<b>26,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,4</b>	<b>-12,4</b>	<b>-8,2</b>	<b>-8,8</b>
Veränderung liquide Mittel	-1,4	28,4	-12,4	-2,0	-4,4	0,5	1,7
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,6</b>	<b>29,0</b>	<b>16,7</b>	<b>14,7</b>	<b>10,2</b>	<b>10,7</b>	<b>12,4</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Inland	22,0	35,1	40,7	40,0	42,0	45,0	49,0
Jährliche Veränderung	-34,8 %	59,4 %	16,2 %	-1,7 %	4,9 %	7,1 %	8,9 %
Sonstiges Europa	37,3	50,2	58,3	59,9	63,0	68,0	73,0
Jährliche Veränderung	-23,7 %	34,6 %	16,2 %	2,7 %	5,2 %	7,9 %	7,4 %
NAFTA - Nord- und Mittelamerika	7,8	17,1	16,8	14,8	16,5	19,0	21,0
Jährliche Veränderung	0,6 %	119,5 %	-2,1 %	-11,9 %	11,7 %	15,2 %	10,5 %
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	6,0	10,4	13,3	14,4	17,0	17,8	18,8
Jährliche Veränderung	0,9 %	72,8 %	27,8 %	8,9 %	17,8 %	5,0 %	5,5 %
<b>Total</b>	<b>73,1</b>	<b>112,7</b>	<b>129,0</b>	<b>129,1</b>	<b>138,5</b>	<b>149,8</b>	<b>161,8</b>
Jährliche Veränderung	-24,1 %	54,3 %	14,5 %	0,1 %	7,3 %	8,2 %	8,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>G&amp;V Wachstumsanalyse</b>							
Umsatzwachstum	-24,1 %	54,3 %	14,5 %	0,1 %	7,2 %	8,2 %	8,0 %
EBITDA Wachstum	-59,9 %	283,5 %	43,6 %	-8,5 %	18,6 %	16,9 %	12,2 %
EBIT Wachstum	-165,6 %	-342,1 %	91,3 %	-20,0 %	33,3 %	28,3 %	18,5 %
EPS Wachstum	-550,9 %	-135,5 %	97,9 %	-41,5 %	150,5 %	54,4 %	30,3 %
<b>Effizienz</b>							
Gesamtkosten/ Umsatz	92,6 %	87,2 %	87,0 %	85,5 %	83,9 %	82,6 %	81,9 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	210,5	312,2	328,3	317,5	324,4	350,9	394,7
EBITDA pro Mitarbeiter	10,8	39,7	52,3	46,3	52,3	61,2	71,4
<b>Bilanzanalyse</b>							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	23,2 %	11,3 %	11,7 %	13,6 %	11,7 %	10,9 %	10,9 %
Vorratumschlag	3,8	5,3	4,9	5,5	5,7	5,7	5,7
Zahlungsziele	2,5	5,2	6,4	9,6	8,5	8,5	8,5
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	30,3	36,4	28,4	29,4	31,0	31,0	31,0
Kapitalumschlag (in Tagen)	128,4	66,2	91,5	81,2	73,7	74,1	73,2
<b>Cash Flow-Analyse</b>							
Free Cash Flow	-20,2	1,7	-6,8	6,4	7,9	8,7	10,5
Free Cash Flow/ Umsatz	-27,6 %	1,5 %	-5,2 %	5,0 %	5,7 %	5,8 %	6,5 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	402,6 %	97,5 %	-186,4 %	311,1 %	154,1 %	108,7 %	100,7 %
Free Cash Flow Rendite	-31,3 %	2,7 %	-10,5 %	9,9 %	12,3 %	13,4 %	16,2 %
Capex/ Abschreibungen	316,8 %	96,5 %	191,5 %	120,4 %	89,1 %	89,1 %	100,2 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	370,9 %	125,0 %	237,2 %	161,5 %	114,3 %	106,7 %	100,0 %
Capex/ Umsatz	27,9 %	6,7 %	11,9 %	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Solvenzanalyse</b>							
Nettoverschuldung	57,6	52,9	60,7	55,2	46,9	39,3	30,6
Nettoverschuldung/ EBITDA	15,4	3,7	2,9	2,9	2,1	1,5	1,0
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	1,3	1,1	1,2	1,1	0,9	0,6	0,4
Zinsdeckung	0,0	1,2	1,8	1,6	2,7	3,9	5,2
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,0 %	22,5 %	27,9 %
<b>Produktivität</b>							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,7	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2	1,2
Operativer Kapitalumschlag	0,6	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2
Umschlag des Sachanlagevermögens	0,7	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4
Vorratumschlag	3,8	5,3	4,9	5,5	5,7	5,7	5,7
<b>Renditen</b>							
ROCE	-2,5 %	5,3 %	9,1 %	7,3 %	10,1 %	13,2 %	15,5 %
ROE	-11,2 %	3,9 %	7,3 %	4,2 %	9,5 %	12,8 %	14,6 %
<b>Sonstige</b>							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	8,6 %	7,6 %	8,7 %	8,6 %	7,8 %	8,3 %	8,3 %
Durchschn. Anzahl der Mitarbeiter	347	361	393	407	427	427	410
Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Dividende pro Aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4
Gewinn pro Aktie - berichtet	-0,63	0,22	0,44	0,26	0,64	1,00	1,30
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,0	0,9
EV/Umsatz	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	35,6	9,1	6,7	7,3	5,8	4,7	3,9
EV/EBITA	-49,2	19,9	11,1	13,7	9,7	7,1	5,6
EV/EBIT	-49,2	19,9	11,1	13,7	9,7	7,1	5,6
EV/FCF	-6,6	75,2	-20,5	21,5	16,3	14,0	10,8
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	2,8 %	4,5 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

# Angaben für Research Publikationen der Hauck & Aufhäuser Institutional Research 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 Institutional Research 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 analysierte 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 regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handelt,
- (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.

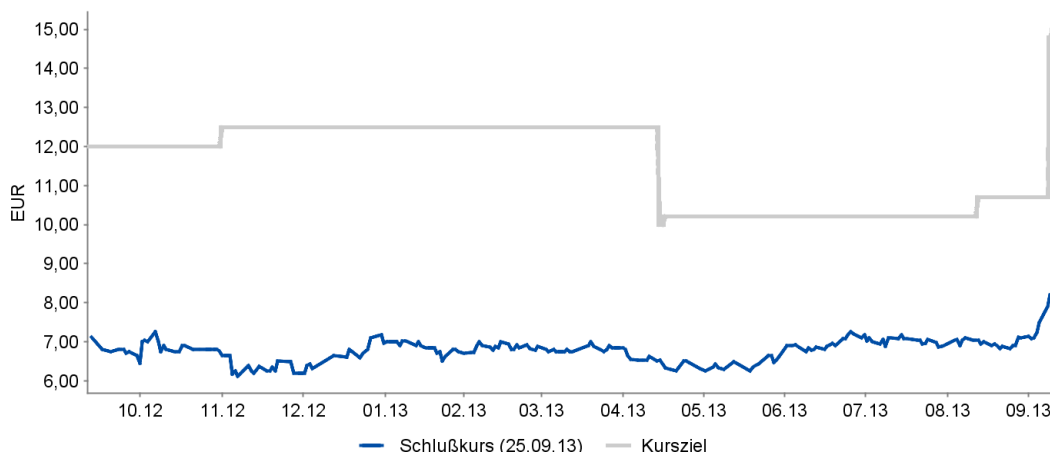
Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:

Unternehmen	Ausweispflicht
Nabaltec AG	2, 5

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

### Kurs- und Empfehlungs-Historie Nabaltec AG am 26.09.13

Aufnahme Coverage  
14-April-11



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

Kaufen	60,40 %	100,00 %
Verkaufen	18,81 %	0,00 %
Halten	20,79 %	0,00 %



## 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 der Hauck & Aufhäuser Institutional Research AG (die "Gesellschaft"), einer im Mehrheitsbesitz stehende Tochtergesellschaft der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA, 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 Gesellschaft anderen Personen als an die bestimmungsgemäßen Empfänger zuzuleiten. Ohne Zustimmung der Gesellschaft 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 Gesellschaft, der an der Erstellung beteiligten Mitarbeiter sowie der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA – 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 Gesellschaft verfasst. Für die darin enthaltenen Meinungen und Prognosen ist ausschließlich der Verfasser verantwortlich. Die Erstellung erfolgte unabhängig, d.h. auch eine unabhängige Überprüfung durch die Gesellschaft oder die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA fand nicht statt.

Die innerhalb der Finanzanalyse enthaltenen Prognosen und Meinungen können von solchen der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA abweichen.

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 Gesellschaft und die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA haben 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 Gesellschaft, 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 Institutional Research 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 Institutional Research 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 Gesellschaft. 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 Gesellschaft.

## 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 Gesellschaft hat sämtliche Informationen auf Plausibilität, nicht jedoch auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft.

## 6. Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Gesellschaft und die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA unterliegen 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 Investment Banking

### Hauck & Aufhäuser Research

Hauck & Aufhäuser  
Institutional Research AG  
Mittelweg 16/17

20148 Hamburg  
Germany

Tel.: +49 (0) 40 414 3885 - 70  
Fax: +49 (0) 40 414 3885 - 71  
Email: [info@ha-research.de](mailto:info@ha-research.de)  
[www.ha-research.de](http://www.ha-research.de)

**Leonhard Bayer**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 79  
E-Mail: [leonhard.bayer@ha-research.de](mailto:leonhard.bayer@ha-research.de)

**Lars Dannenberg**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 92  
E-Mail: [lars.dannenberg@ha-research.de](mailto:lars.dannenberg@ha-research.de)

**Christian Schwenkenbecher**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 76  
E-Mail: [christian.schwenkenbecher@ha-research.de](mailto:christian.schwenkenbecher@ha-research.de)

**Tim Wunderlich, CFA**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 81  
E-Mail: [tim.wunderlich@ha-research.de](mailto:tim.wunderlich@ha-research.de)

**Sascha Berresch, CFA**  
Head of Research

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 85  
E-Mail: [sascha.berresch@ha-research.de](mailto:sascha.berresch@ha-research.de)

**Nils-Peter Fitzl**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 86  
E-Mail: [nils-peter.fitzl@ha-research.de](mailto:nils-peter.fitzl@ha-research.de)

**Torben Teichler**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 74  
E-Mail: [torben.teichler@ha-research.de](mailto:torben.teichler@ha-research.de)

**Henning Breiter**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 73  
E-Mail: [henning.breiter@ha-research.de](mailto:henning.breiter@ha-research.de)

**Philippe Lorrain**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 83  
E-Mail: [philippe.lorrain@ha-research.de](mailto:philippe.lorrain@ha-research.de)

**Thomas Wissler**  
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 80  
E-Mail: [thomas.wissler@ha-research.de](mailto:thomas.wissler@ha-research.de)

### Hauck & Aufhäuser Sales

**Vincent Bischoff**  
Sales

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 88  
E-Mail: [vincent.bischoff@ha-research.de](mailto:vincent.bischoff@ha-research.de)

**Hugues Madelin**  
Sales

Tel.: +33 1 78 41 40 62  
E-Mail: [hugues.madelin@ha-research.de](mailto:hugues.madelin@ha-research.de)

**James Bonsor, CFA**  
Sales

Tel.: +44 207 125 0987  
E-Mail: [hamish.edsell@ha-research.de](mailto:hamish.edsell@ha-research.de)

**Markus Weiss**  
Sales

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 89  
E-Mail: [markus.weiss@ha-research.de](mailto:markus.weiss@ha-research.de)

**Hamish Edsell**  
Sales

Tel.: +44 207 125 0988  
E-Mail: [hamish.edsell@ha-research.de](mailto:hamish.edsell@ha-research.de)

**Toby Woods**  
Sales

Tel.: +44 207 125 0989  
E-Mail: [toby.woods@ha-research.de](mailto:toby.woods@ha-research.de)

### Supervisory Board

**Graeme Davies**  
Chairman

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 70  
E-Mail: [graeme.davies@ha-research.de](mailto:graeme.davies@ha-research.de)

**Michael Bentlage**

Tel.: +49 (0)69 2161 - 1863  
E-Mail: [michael.bentlage@hauck-aufhaeuser.de](mailto:michael.bentlage@hauck-aufhaeuser.de)

**Jeronimo Bremer**

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 70  
E-Mail: [jerónimo.bremer@ha-research.de](mailto:jerónimo.bremer@ha-research.de)

### Hauck & Aufhäuser Sales Trading

Hauck & Aufhäuser  
Privatbankiers KGaA  
Kaiserstraße 24

60311 Frankfurt am Main  
Germany

Tel.: +49 (0) 69 2161- 0  
Fax: +49 (0) 69 2161- 1340  
Email: [info@hauck-aufhaeuser.de](mailto:info@hauck-aufhaeuser.de)  
[www.hauck-aufhaeuser.de](http://www.hauck-aufhaeuser.de)

**Mirko Brueggemann**  
Trading

Tel.: +49 (0)40 414 3885 75  
E-Mail: [mirko.brueggemann@hauck-aufhaeuser.de](mailto:mirko.brueggemann@hauck-aufhaeuser.de)

**Christian von Schuler**  
Trading

Tel.: +49 (0)40 414 3885 77  
E-Mail: [christian.schuler@hauck-aufhaeuser.de](mailto:christian.schuler@hauck-aufhaeuser.de)

**Carolin Weber**  
Middle-Office

Tel.: +49 (0)40 414 3885 87  
E-Mail: [carolin.weber@hauck-aufhaeuser.de](mailto:carolin.weber@hauck-aufhaeuser.de)