

Kaufen (Alt: Kaufen)

Kursziel: EUR 14,00 (Alt: EUR 14,00)

Aktueller Kurs: EUR 10,85 **Nächster Termin:** Q4 30.04.14
Bloomberg: NTG GR **Marktkapitalisierung:** EUR 86,8 Mio.
Reuters: NTGG.DE **Unternehmenswert:** EUR 152,1 Mio.

10-Februar-14

Sascha Berresch, CFA
Analyst

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

Management gibt Vertrauen in Wachstum

Vorstandsmitglied Herr Heckmann gab letzte Woche ein optimistisches Interview. Seinen Aussagen zufolge sollte Nabaltec die Ziele für 2013 erreicht haben (mittleres einstelliges Umsatzwachstum und eine mindestens auf Vorjahresniveau liegende EBIT-Marge von 8%; eH&A Wachstum von 4% yoy und EBIT-Marge von 8,9%). Gleichzeitig hob er die **Wachstumsperspektiven für das Unternehmen** hervor.

Erstens bleibt der **Trend von strengeren Brandschutzvorschriften und die Substitution von gefährlichen und toxischen Flammenschutzmitteln** auch weiterhin der entscheidende Wachstumstreiber für das Unternehmen, das im Nischenmarkt der mineralischen Flammenschutzmittel (auf die 2/3 vom Konzernumsatz entfallen) eine globale Marktführerschaft erreicht hat. Der Markt sollte demzufolge volumenseitig stärker als das BIP um 6-7% p.a. wachsen. Darüber hinaus hat Nabaltec kürzlich eine **Vertriebsvereinbarung mit dem führenden japanischen Unternehmen Sumitomo Chemical** zur Erschließung der asiatischen Märkte unterzeichnet. Nach Managementangaben ist zu erwarten, dass halogenfreie Flammenschutzmittel ein globaler Standard werden und die **Nachfrage in Asien stark ansteigen sollte**.

Zudem bleibt das Management **optimistisch, dass neue Produktinnovationen** (auf Basis des gleichen Rohstoffs) wie das in Trennfolien von Hochtemperaturbatterien, in der Katalyse bei der Ölraffination und als Flammenschutzmittel in Leiterplatten verwendete Böhmit sowie das als Stabilisator in PVC (als Ersatz von Blei) eingesetzte CAHC den **Umsatz in den kommenden Jahren zunehmend steigern werden**.

Dabei ist entscheidend, dass das **Wachstum mit hohen inkrementellen EBIT-Margen von ca. 30% einhergehen sollte**, angesichts von 1) höheren Bruttomargen, die mit Hochleistungsflammenschutzmitteln (feinstgefälltes ATH) und neuen Produkten generiert werden sowie 2) Skaleneffekten bei Personal (17% v. Umsatz) und Abschreibungen (7% v. Umsatz), unter Berücksichtigung dass die Kapazitäten in 2013 nicht voll ausgelastet waren.

Gleichzeitig betonte das Management, dass das **Unternehmen zukünftiges Wachstum mit deutlich niedrigeren Capex als in der Vergangenheit stemmen sollte** (Anmerkung: Nabaltec investierte zwischen 2015-2013 € 150 Mio.) und dass die Capex zukünftig eher unter € 10 Mio. liegen sollten. Verbunden mit einer verbesserten Profitabilität ist zu erwarten, dass sich die **Cash-Generierung des Unternehmens deutlich erhöht, wodurch Nabaltec die Schulden weiter zurückführen kann**. Allein aus der Entschuldung dürfte sich ein wachsender Wert des Eigenkapitals ergeben. Unser **Kursziel von € 14 basiert konservativ auf 2014E** und reflektiert die Entschuldung und das Wachstumspotenzial des Unternehmens nur teilweise.

Weiter KAUFEN.

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	73,1	112,7	129,0	129,2	134,9	147,8	159,7
Umsatzwachstum	-24 %	54 %	14 %	0 %	4 %	10 %	8 %
EBITDA	3,7	14,3	20,6	18,8	21,0	25,4	28,4
EBIT	-2,7	6,5	12,5	10,0	12,0	16,4	19,4
Jahresüberschuss	-5,0	1,8	3,6	2,1	4,2	7,4	9,8
Nettoverschuldung	57,6	52,9	60,7	55,2	47,5	40,4	32,0
Netto-Fremdkapitalquote	128,4 %	115,0 %	121,4 %	111,7 %	88,9 %	66,2 %	46,2 %
Nettoverschul./ EBITDA	15,4	3,7	2,9	2,9	2,3	1,6	1,1
EPS pro forma	-0,63	0,22	0,45	0,26	0,52	0,93	1,22
Cash Flow pro Aktie	0,02	0,40	0,27	1,31	1,05	1,05	1,38
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,21	0,34
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,9 %	3,2 %
Rohertragsmarge	45,6 %	46,0 %	48,8 %	48,0 %	49,3 %	49,6 %	49,8 %
EBITDA-Marge	5,1 %	12,7 %	15,9 %	14,6 %	15,6 %	17,1 %	17,8 %
EBIT-Marge	-3,7 %	5,8 %	9,7 %	7,8 %	8,9 %	11,1 %	12,2 %
ROCE	-2,5 %	5,3 %	9,1 %	7,3 %	9,1 %	12,7 %	15,0 %
EV/Umsatz	2,1	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	41,6	10,7	7,8	8,5	7,2	5,7	4,8
EV/EBIT	-57,5	23,3	12,9	15,9	12,7	8,9	7,0
KGV	-17,3	48,8	23,9	42,2	20,7	11,7	8,9
Adjustierte FCF Rendite	0,2 %	5,7 %	7,2 %	6,4 %	7,3 %	9,2 %	10,8 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 07.02.2014



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 11,82 / 6,25

Preis/Buchwert: 1,6

Relative Performance (SDAX):

3 Monate 14,6 %

6 Monate 37,4 %

12 Monate 43,8 %

Veränderung der Schätzungen

	Umsatz	EBIT	EPS
2013	Alt: 134,9	12,0	0,52
	Δ	-	-
2014	Alt: 147,8	16,4	0,93
	Δ	-	-
2015	Alt: 159,7	19,4	1,22
	Δ	-	-

Aktien Daten:

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

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 6,7

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.

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	73,1	112,7	129,0	129,2	134,9	147,8	159,7
<i>Umsatzwachstum</i>	-24,1 %	54,3 %	14,5 %	0,1 %	4,4 %	9,6 %	8,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	-1,7	-0,1	3,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	71,4	112,6	132,8	129,4	134,9	147,8	159,7
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	68,4	74,5	80,2
Personalaufwand	15,6	19,0	21,0	21,8	23,0	23,8	25,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,0	20,7	22,9	23,2	23,7	25,5	27,1
Gesamte betriebliche Aufwendungen	67,6	98,3	112,2	110,5	113,9	122,5	131,3
EBITDA	3,7	14,3	20,6	18,8	21,0	25,4	28,4
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,4	7,8	8,0	8,8	9,0	9,0	9,0
EBITA	-2,7	6,5	12,5	10,0	12,0	16,4	19,4
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
EBIT	-2,7	6,5	12,5	10,0	12,0	16,4	19,4
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
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-7,0	1,4	6,2	4,1	7,2	12,0	15,7
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-7,0	1,4	6,2	4,1	7,2	12,0	15,7
Steuern	-1,7	-0,7	1,6	1,1	2,0	3,6	4,7
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	-5,3	2,1	4,5	3,0	5,2	8,4	11,0
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-5,3	2,1	4,5	3,0	5,2	8,4	11,0
Anteile Dritter	-0,3	0,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,2
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-5,0	1,8	3,6	2,1	4,2	7,4	9,8
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gewinn pro Aktie - berichtet	-0,63	0,22	0,44	0,26	0,52	0,93	1,22

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	-2,3 %	0,0 %	2,9 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	97,7 %	100,0 %	102,9 %	100,1 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
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 %	17,0 %	16,1 %	15,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,5 %	18,3 %	17,7 %	17,9 %	17,6 %	17,2 %	17,0 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	92,6 %	87,2 %	87,0 %	85,5 %	84,4 %	82,9 %	82,2 %
EBITDA	5,1 %	12,7 %	15,9 %	14,6 %	15,6 %	17,1 %	17,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	8,8 %	6,9 %	6,2 %	6,8 %	6,7 %	6,1 %	5,6 %
EBITA	-3,7 %	5,8 %	9,7 %	7,8 %	8,9 %	11,1 %	12,2 %
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 %
EBIT	-3,7 %	5,8 %	9,7 %	7,8 %	8,9 %	11,1 %	12,2 %
Zinsertrag	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwand	6,1 %	4,7 %	5,4 %	4,9 %	3,7 %	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 %	-3,6 %	-2,9 %	-2,4 %
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-9,6 %	1,3 %	4,8 %	3,2 %	5,3 %	8,1 %	9,8 %
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewinn vor Steuern	-9,6 %	1,3 %	4,8 %	3,2 %	5,3 %	8,1 %	9,8 %
Steuerquote	24,2 %	-45,5 %	26,7 %	26,8 %	28,0 %	30,0 %	30,0 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	-7,3 %	1,9 %	3,5 %	2,3 %	3,8 %	5,7 %	6,9 %
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-7,3 %	1,9 %	3,5 %	2,3 %	3,8 %	5,7 %	6,9 %
Anteile Dritter	-0,4 %	0,3 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-6,9 %	1,6 %	2,8 %	1,6 %	3,1 %	5,0 %	6,1 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
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
ANLAGEVERMÖGEN	108,7	109,2	116,6	116,2	115,2	114,3	113,3
Vorräte	19,2	21,4	26,3	23,6	23,7	25,9	28,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,5	1,6	2,2	3,4	3,1	3,4	3,7
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	9,7	9,6	11,0
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
UMLAUFVERMÖGEN	23,1	56,8	48,8	45,3	36,5	39,0	42,7
BILANZSUMME	131,8	166,0	165,4	161,5	151,7	153,2	156,0
EIGENKAPITAL	44,9	46,0	50,0	49,4	53,4	61,0	69,3
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
Langfristige Verbindlichkeiten	65,8	87,4	83,3	79,0	67,0	59,8	52,8
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	11,5	12,6	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
Kurzfristige Verbindlichkeiten	25,9	36,5	35,2	35,0	31,3	32,4	33,9
BILANZSUMME	132,7	166,0	165,4	161,5	151,7	153,2	156,0

Bilanz (In % vom Umsatz)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Immaterielle Vermögenswerte	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %
Sachanlagen	81,8 %	65,7 %	70,4 %	71,8 %	75,8 %	74,4 %	72,5 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
ANLAGEVERMÖGEN	81,9 %	65,8 %	70,5 %	72,0 %	75,9 %	74,6 %	72,6 %
Vorräte	14,5 %	12,9 %	15,9 %	14,6 %	15,6 %	16,9 %	18,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4 %	1,0 %	1,4 %	2,1 %	2,1 %	2,2 %	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 %	6,4 %	6,3 %	7,0 %
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 %
UMLAUFVERMÖGEN	17,4 %	34,2 %	29,5 %	28,0 %	24,1 %	25,4 %	27,4 %
BILANZSUMME	99,4 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	33,8 %	27,7 %	30,2 %	30,6 %	35,2 %	39,8 %	44,4 %
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 %	32,4 %	27,4 %	22,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,4 %	7,9 %	8,3 %	11,0 %	11,8 %	11,6 %	11,4 %
Sonstige Rückstellungen	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Verbindlichkeiten	49,6 %	52,7 %	50,4 %	48,9 %	44,2 %	39,0 %	33,9 %
Kurzfristige Bankschulden	3,6 %	5,0 %	4,9 %	6,0 %	5,3 %	5,2 %	5,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,6 %	6,8 %	6,1 %	6,4 %	7,6 %	8,2 %	9,0 %
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 %	7,8 %	7,7 %	7,6 %
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 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	19,6 %	22,0 %	21,3 %	21,7 %	20,6 %	21,1 %	21,7 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-5,3	2,1	4,5	3,0	5,2	8,4	11,0
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	14,1	17,4	20,0
Veränderung Vorräte	9,2	-2,2	-4,9	2,7	-0,1	-2,3	-2,1
Veränderung Forderung aus LuL	1,4	-1,7	-0,6	-1,6	0,3	-0,3	-0,3
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	-10,5	4,1	-1,2	1,6	1,1	1,1	1,4
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	1,3	-1,5	-0,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,2	9,2	8,6	17,0	15,4	15,9	19,0
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-20,4	-7,5	-15,4	-10,6	-8,0	-8,0	-9,0
Cash Flow vor Finanzergebnis	-20,2	1,7	-6,8	6,4	7,4	7,9	10,0
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	0,8	1,7
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	18,8	26,7	-5,6	-8,4	-12,4	-8,0	-8,7
Veränderung liquide Mittel	-1,4	28,4	-12,4	-2,0	-5,0	-0,1	1,4
Endbestand liquide Mittel	0,6	29,0	16,7	14,7	9,7	9,6	11,0

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	15,8	16,7
Jährliche Veränderung	0,9 %	72,8 %	27,8 %	8,9 %	17,8 %	-6,8 %	5,2 %
Total	73,1	112,7	129,0	129,1	138,5	147,8	159,7
Jährliche Veränderung	-24,1 %	54,3 %	14,5 %	0,1 %	7,3 %	6,7 %	8,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
G&V Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum	-24,1 %	54,3 %	14,5 %	0,1 %	4,4 %	9,6 %	8,0 %
EBITDA Wachstum	-59,9 %	283,5 %	43,6 %	-8,5 %	11,5 %	20,7 %	12,1 %
EBIT Wachstum	-165,6 %	-342,1 %	91,3 %	-20,0 %	19,9 %	36,2 %	18,8 %
EPS Wachstum	-550,9 %	-135,5 %	97,9 %	-41,5 %	103,7 %	77,1 %	31,5 %
Effizienz							
Gesamtkosten/ Umsatz	92,6 %	87,2 %	87,0 %	85,5 %	84,4 %	82,9 %	82,2 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	210,5	312,2	328,3	317,5	316,0	346,2	389,4
EBITDA pro Mitarbeiter	10,8	39,7	52,3	46,3	49,2	59,4	69,3
Bilanzanalyse							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	23,2 %	11,3 %	11,7 %	13,6 %	11,8 %	10,9 %	10,8 %
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	73,6	74,0	72,3
Cash Flow-Analyse							
Free Cash Flow	-20,2	1,7	-6,8	6,4	7,4	7,9	10,0
Free Cash Flow/ Umsatz	-27,6 %	1,5 %	-5,2 %	5,0 %	5,5 %	5,4 %	6,3 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	402,6 %	97,5 %	-186,4 %	311,1 %	176,3 %	106,9 %	102,8 %
Free Cash Flow Rendite	-23,2 %	2,0 %	-7,8 %	7,4 %	8,5 %	9,1 %	11,6 %
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
Solvenzanalyse							
Nettoverschuldung	57,6	52,9	60,7	55,2	47,5	40,4	32,0
Nettoverschuldung/ EBITDA	15,4	3,7	2,9	2,9	2,3	1,6	1,1
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	1,3	1,1	1,2	1,1	0,9	0,7	0,5
Zinsdeckung	0,0	1,2	1,8	1,6	2,4	3,7	5,0
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,7 %	22,7 %	28,1 %
Produktivität							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,7	0,8	0,9	0,9	1,1	1,1	1,2
Operativer Kapitalumschlag	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	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
Renditen							
ROCE	-2,5 %	5,3 %	9,1 %	7,3 %	9,1 %	12,7 %	15,0 %
ROE	-11,2 %	3,9 %	7,3 %	4,2 %	7,9 %	12,2 %	14,1 %
Sonstige							
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	0,3
Gewinn pro Aktie - berichtet	-0,63	0,22	0,44	0,26	0,52	0,93	1,22
Bewertungskennzahlen							
P/BV	1,9	1,9	1,7	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/Umsatz	2,1	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	41,6	10,7	7,8	8,5	7,2	5,7	4,8
EV/EBITA	-57,5	23,3	12,9	15,9	12,7	8,9	7,0
EV/EBIT	-57,5	23,3	12,9	15,9	12,7	8,9	7,0
EV/FCF	-7,7	88,1	-23,8	25,0	20,6	18,3	13,6
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,9 %	3,2 %

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 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 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.

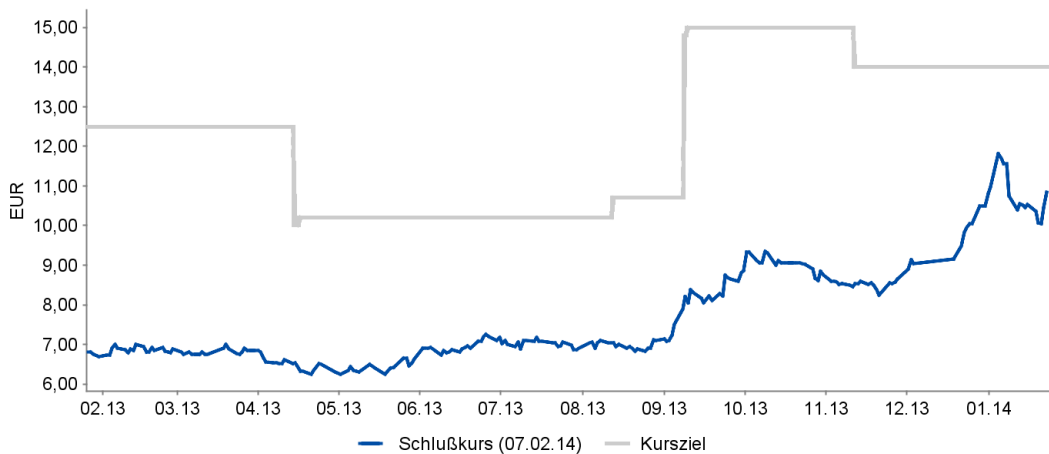
Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:

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 10.02.14**

Aufnahme Coverage
14-April-11



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

Kaufen	61,82 %	100,00 %
Verkaufen	11,82 %	0,00 %
Halten	26,36 %	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 der 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
www.ha-research.de

Leonhard Bayer
Analyst

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

Lars Dannenberg
Analyst

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

Christian Schwenkenbecher
Analyst

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

Tim Wunderlich, CFA
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 81
E-Mail: 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

Nils-Peter Fitzl
Analyst

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

Torben Teichler
Analyst

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

Henning Breiter
Analyst

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

Philippe Lorrain
Analyst

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

Thomas Wissler
Analyst

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 80
E-Mail: 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

Hugues Madelin
Sales

Tel.: +33 1 78 41 40 62
E-Mail: hugues.madelin@ha-research.de

James Bonsor, CFA
Sales

Tel.: +44 207 125 0987
E-Mail: hamish.edsell@ha-research.de

Markus Weiss
Sales

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

Hamish Edsell
Sales

Tel.: +44 207 125 0988
E-Mail: hamish.edsell@ha-research.de

Toby Woods
Sales

Tel.: +44 207 125 0989
E-Mail: toby.woods@ha-research.de

Supervisory Board

Graeme Davies
Chairman

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

Michael Bentlage

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

Jeronimo Bremer

Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 70
E-Mail: jeronimo.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
www.hauck-aufhaeuser.de

Mirko Brueggemann
Trading

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

Christian von Schuler
Trading

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

Carolin Weber
Middle-Office

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