

27-August-14

Kaufen (Alt: Kaufen)

Kursziel: EUR 15,00 (Alt: EUR 15,00)

Aktueller Kurs: EUR 10,78 **Nächster Termin:** Q3 25.11.14
Bloomberg: NTG GR **Marktkapitalisierung:** EUR 86,2 Mio.
Reuters: NTGG.DE **Unternehmenswert:** EUR 146,6 Mio.

Sascha Berresch, CFA
Analyst

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

Starkes EPS-Wachstum und Auftragseingänge in H1 / / Ausblick bestätigt

Solide Umsatzsteigerung in Q2 um 6,5% YoY auf € 36,2 Mio. gegenüber einer starken Vergleichsbasis (Anm.: Durch eine Auftragerholung im Feuerfestbereich und gute Aufträge aus der ballistischen Industrie war Q2'13 mit einem 8%-Anstieg yoy im Bereich Technische Keramik außerordentlich stark). **Wachstumstreiber in Q2 war der Bereich Funktionale Füllstoffe mit einer Steigerung von 11% YoY auf € 25,3 Mio.**, der die stetig wachsende Nachfrage nach umweltfreundlichen Flammschutzmitteln unterstricht, während der Bereich Technische Keramik leicht um 2% YoY rückläufig war und damit weniger Aufträge aus der ballistischen Industrie reflektiert.

Das EBIT erhöhte sich in Q2 um 2,2% YoY auf € 3,6 Mio. und die EBIT-Marge erreichte ein gesundes Niveau von 10%. Grund für die schwächere Performance gegenüber dem Umsatz war ein weniger margenstarker Umsatz bei der Technischen Keramik (insbesondere von der ballistischen Industrie). **Bei Füllstoffen erhöhte das Unternehmen das EBIT um 36% YoY auf € 3,0 Mio.** (Marge +2,4PP YoY auf 11,8%). Sequenziell verbesserte sich das Konzern-EBIT dank eines besseren Produktmixes um >20% gegenüber dem Vorquartal.

Gesund war auch die Cash-Generierung **mit einem CFO von € 13,2 Mio. in H1.** Dies war mehr als ausreichend, um Investitionen (€ 6,5 Mio.) und Zinskosten (€ 1,6 Mio.) zu decken. Entsprechend verringerte sich die Nettoverschuldung auf € 47 Mio. per Ende Juni (€ 51 Mio. per Ende 2013).

Laut Management blieb die Auftragsaktivität in Q2 & Q3 gesund, was auch auf eine Erholung des Bereichs Technische Keramik in H2 hindeuten sollte. Tatsächlich wurde das **Auftragsbuch per Ende Juni um >40% YoY auf € 28,4 Mio. ausgeweitet.** Wichtig ist dabei, dass ein neuer Großkunde in den USA, die Expansion in Asien (durch die Kooperation mit Sumitomo Chemical) und der Anlauf neuer Produkte (Stabilisator für PVC, Böhmit für Leiterplatten/in Trennfolien in Lithium-Ion-Batterien/als Katalyst in der Erdölraffination) das Wachstum unterstützen sollten. Vor diesem Hintergrund bestätigte das Management die **Guidance eines Umsatzwachstums im mittleren einstelligen Bereich und das Erreichen einer mindestens auf Vorjahresebene liegenden EBIT-Marge.**

Maßnahme: Die EBITDA-Schätzungen werden leicht um 3% verringert, um das etwas schwächere Preisumfeld zu berücksichtigen, während die EBIT-Schätzungen aufgrund höherer Abschreibungen überproportional reduziert werden. Bedingt durch niedrigere als erwartete Zins- und Steueraufwendungen werden die EPS-Schätzungen jedoch beibehalten.

Die H1-Ergebnisse mit einem Wachstum von 6% YoY beim Umsatz, 14% YoY beim EBIT und >40% YoY beim EPS untermauern unseren Investment Case mit strukturellem Wachstum, aus dem sich durch einen hohen operativen und finanziellen Leverage starkes Ergebniswachstum ergibt. Da Nabaltec von der steigenden Nachfrage nach umweltfreundlichen Flammschutzmitteln profitieren sollte und sich der Cashflow-Zyklus zugunsten der Investoren entwickelt, **lautet die Empfehlung für die Aktie unverändert KAUFEN. Das Kursziel von € 15 basiert auf den Schätzungen 2015** und berücksichtigt weder das Wachstum noch das Entschuldungspotenzial.

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	112,7	129,0	129,2	132,9	144,5	156,0	167,0
Umsatzwachstum	54 %	14 %	0 %	3 %	9 %	8 %	7 %
EBITDA	14,3	20,6	18,8	19,8	22,5	26,1	29,2
EBIT	6,5	12,5	10,0	10,5	12,9	16,5	19,5
Jahresüberschuss	1,8	3,6	2,1	2,6	5,7	8,3	10,3
Nettoverschuldung	52,9	60,7	55,2	50,8	41,5	32,7	25,8
Netto-Fremdkapitalquote	115,0 %	121,4 %	111,7 %	99,4 %	72,3 %	50,0 %	34,6 %
Nettoverschul./ EBITDA	3,7	2,9	2,9	2,6	1,8	1,3	0,9
EPS pro forma	0,22	0,45	0,26	0,33	0,71	1,04	1,28
Cash Flow pro Aktie	0,40	0,27	1,31	0,17	1,48	1,39	1,22
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,06	0,17	0,29	0,43
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,5 %	2,7 %	4,0 %
Rohertagsmarge	46,0 %	48,8 %	48,0 %	48,7 %	47,9 %	48,3 %	48,4 %
EBITDA-Marge	12,7 %	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,7 %	17,5 %
EBIT-Marge	5,8 %	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,9 %	10,6 %	11,7 %
ROCE	5,3 %	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,7 %	11,3 %	13,5 %
EV/Umsatz	1,4	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,6	7,8	8,5	7,9	6,5	5,3	4,5
EV/EBIT	23,3	12,8	15,9	14,8	11,3	8,4	6,7
KGV	48,5	23,8	41,9	32,6	15,1	10,4	8,4
Adjustierte FCF Rendite	5,7 %	7,2 %	6,4 %	6,9 %	8,1 %	9,9 %	11,5 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 26.08.2014



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 12,00 / 6,83

Preis/Buchwert: 1,5

Relative Performance (SDAX):

3 Monate -0,8 %

6 Monate -4,4 %

12 Monate 38,0 %

Veränderung der Schätzungen

		Umsatz	EBIT	EPS
2014	Alt:	144,5	13,9	0,71
	Δ	-	-7,2%	-
2015	Alt:	156,0	17,4	-
	Δ	-	-5,1%	-
2016	Alt:	167,0	20,3	1,28
	Δ	-	-3,9%	-

Aktien Daten:

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

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 7,2

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

Aktionärsstruktur:

Free Float 38,4 %
 Family Heckmann 31,7 %
 Family Witzany 29,9 %

Unternehmensbeschreibung:

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

EURm	Q2 2014	Q2 2014 est	Q2 2013	yoy	Q1 2014	qoq	H1 2014	H1 2013	yoy
Umsatz	36.2	36.2	34.0	6.5%	36.8	-1.6%	73.0	68.8	6.2%
Funktionale Füllstoffe	25.3		22.8	10.6%	25.2	0.3%	50.5	46.5	8.4%
Technische Keramik	10.9		11.2	-1.9%	11.6	-5.8%	22.6	22.2	1.4%
Rohhertrag	17.5	17.7	17.2	1.8%	17.1	2.2%	34.6	33.2	4.2%
Rohhertragsmarge (%)	48.3%	48.8%	50.5%	- 2.2 pp	46.5%	+ 1.8 pp	47.4%	48.3%	- 0.9 pp
EBITDA	6.0	6.1	5.8	3.3%	5.4	12.6%	11.4	10.4	9.2%
EBITDA Marge (%)	16.7%	16.8%	17.2%	- 0.5 pp	14.5%	+ 2.1 pp	15.6%	15.2%	+ 0.4 pp
EBIT	3.6	3.7	3.6	2.2%	3.0	22.2%	6.6	5.8	12.9%
EBIT Marge (%)	10.0%	10.1%	10.4%	- 0.4 pp	8.1%	+ 2.0 pp	9.0%	8.5%	+ 0.5 pp
Gewinn	1.8	1.8	1.7	234.0%	1.3	213.6%	3.1	2.2	45.0%
Gewinn Marge (%)	4.9%	4.9%	5.0%	- 0.1 pp	3.6%	+ 1.3 pp	4.3%	3.1%	+ 1.1 pp
Gewinn pro Aktie	0.22	0.22	0.21	4.4%	0.17	33.1%	0.39	0.27	45.0%

Quelle: Unternehmensdaten; Hauck&Aufhäuser

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	112,7	129,0	129,2	132,9	144,5	156,0	167,0
<i>Umsatzwachstum</i>	54,3 %	14,5 %	0,1 %	2,9 %	8,7 %	8,0 %	7,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	-0,1	3,7	0,1	1,4	0,1	0,0	0,0
Gesamtleistung	112,6	132,8	129,4	134,3	144,6	156,0	167,0
Sonstige betriebliche Erträge	2,2	1,4	1,7	1,3	1,3	1,2	1,3
Materialaufwand	60,8	69,8	67,3	69,6	75,4	80,7	86,2
Personalaufwand	19,0	21,0	21,8	22,5	25,3	26,2	27,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,7	22,9	23,2	23,8	22,7	24,3	25,9
Gesamte betriebliche Aufwendungen	98,3	112,2	110,5	114,6	122,1	130,0	137,8
EBITDA	14,3	20,6	18,8	19,8	22,5	26,1	29,2
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	7,8	8,0	8,8	9,2	9,6	9,6	9,7
EBITA	6,5	12,5	10,0	10,5	12,9	16,5	19,5
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
Wertminderungskosten - Außerordentliche Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,5	12,5	10,0	10,5	12,9	16,5	19,5
Zinsertrag	0,2	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0
Zinsaufwand	5,3	6,9	6,3	6,2	4,1	3,7	3,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-5,1	-6,4	-5,9	-5,9	-4,0	-3,6	-3,3
Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,4	6,2	4,1	4,7	8,9	12,9	16,2
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	1,4	6,2	4,1	4,7	8,9	12,9	16,2
Steuern	-0,7	1,6	1,1	0,9	2,3	3,5	4,6
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	2,1	4,5	3,0	3,7	6,6	9,4	11,6
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,1	4,5	3,0	3,7	6,6	9,4	11,6
Anteile Dritter	0,3	0,9	1,0	1,1	0,9	1,1	1,3
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,8	3,6	2,1	2,6	5,7	8,3	10,3
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,22	0,44	0,26	0,33	0,71	1,04	1,28

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	0,0 %	2,9 %	0,1 %	1,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,0 %	102,9 %	100,1 %	101,0 %	100,1 %	100,0 %	100,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,9 %	1,1 %	1,3 %	1,0 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %
Materialaufwand	54,0 %	54,1 %	52,1 %	52,4 %	52,2 %	51,7 %	51,6 %
Personalaufwand	16,9 %	16,3 %	16,8 %	16,9 %	17,5 %	16,8 %	16,2 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,3 %	17,7 %	17,9 %	17,9 %	15,7 %	15,6 %	15,5 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	87,2 %	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,5 %	83,3 %	82,5 %
EBITDA	12,7 %	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,7 %	17,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,9 %	6,2 %	6,8 %	6,9 %	6,6 %	6,2 %	5,8 %
EBITA	5,8 %	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,9 %	10,6 %	11,7 %
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	5,8 %	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,9 %	10,6 %	11,7 %
Zinsertrag	0,2 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %
Zinsaufwand	4,7 %	5,4 %	4,9 %	4,6 %	2,8 %	2,4 %	2,0 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-4,5 %	-4,9 %	-4,6 %	-4,4 %	-2,8 %	-2,3 %	-2,0 %
Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,3 %	4,8 %	3,2 %	3,5 %	6,2 %	8,3 %	9,7 %
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewinn vor Steuern	1,3 %	4,8 %	3,2 %	3,5 %	6,2 %	8,3 %	9,7 %
Steuerquote	-45,5 %	26,7 %	26,8 %	20,2 %	26,0 %	27,0 %	28,5 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	1,9 %	3,5 %	2,3 %	2,8 %	4,6 %	6,0 %	6,9 %
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	1,9 %	3,5 %	2,3 %	2,8 %	4,6 %	6,0 %	6,9 %
Anteile Dritter	0,3 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,6 %	2,8 %	1,6 %	2,0 %	3,9 %	5,3 %	6,1 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sachanlagen	109,0	116,4	116,0	111,8	112,2	111,6	110,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANLAGEVERMÖGEN	109,2	116,6	116,2	112,0	112,4	111,8	111,1
Vorräte	21,4	26,3	23,6	26,2	26,8	28,9	30,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,6	2,2	3,4	4,3	3,4	3,6	3,9
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,5	2,9	3,4	3,8	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	29,0	16,3	14,3	29,7	28,4	27,2	24,1
Latente Steuern	1,3	0,9	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	56,8	48,8	45,3	64,2	58,6	59,8	58,9
BILANZSUMME	166,0	165,4	161,5	176,3	171,0	171,6	170,1
EIGENKAPITAL	46,0	50,0	49,4	51,1	57,4	65,5	74,7
Anteile Dritter	-4,0	-3,1	-2,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	73,6	68,9	59,9	70,6	60,0	50,0	40,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	13,1	13,7	17,8	18,9	18,9	18,9	18,9
Sonstige Rückstellungen	0,8	0,7	1,3	1,6	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	87,4	83,3	79,0	91,1	78,9	68,9	58,9
Kurzfristige Bankschulden	8,3	8,1	9,7	9,9	9,9	9,9	9,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11,2	10,0	10,4	8,7	11,5	14,0	13,3
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	14,2	13,2	11,9	13,3	13,3	13,3	13,3
Latente Steuern	2,7	3,8	3,1	2,9	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	36,5	35,2	35,0	34,8	34,7	37,2	36,5
BILANZSUMME	166,0	165,4	161,5	176,2	171,0	171,6	170,1

Bilanz (In % vom Umsatz)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Immaterielle Vermögenswerte	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Sachanlagen	65,7 %	70,4 %	71,8 %	63,4 %	65,6 %	65,0 %	65,2 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
ANLAGEVERMÖGEN	65,8 %	70,5 %	72,0 %	63,6 %	65,8 %	65,2 %	65,3 %
Vorräte	12,9 %	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,8 %	18,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,0 %	1,4 %	2,1 %	2,4 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,1 %	1,8 %	2,1 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Liquide Mittel	17,4 %	9,9 %	8,9 %	16,8 %	16,6 %	15,9 %	14,2 %
Latente Steuern	0,8 %	0,6 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
UMLAUFVERMÖGEN	34,2 %	29,5 %	28,0 %	36,4 %	34,2 %	34,8 %	34,7 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	27,7 %	30,2 %	30,6 %	29,0 %	33,6 %	38,2 %	43,9 %
Anteile Dritter	-2,4 %	-1,9 %	-1,2 %	-0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	44,3 %	41,7 %	37,1 %	40,0 %	35,1 %	29,1 %	23,5 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	7,9 %	8,3 %	11,0 %	10,7 %	11,1 %	11,0 %	11,1 %
Sonstige Rückstellungen	0,5 %	0,4 %	0,8 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Verbindlichkeiten	52,7 %	50,4 %	48,9 %	51,7 %	46,1 %	40,1 %	34,6 %
Kurzfristige Bankschulden	5,0 %	4,9 %	6,0 %	5,6 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,8 %	6,1 %	6,4 %	4,9 %	6,7 %	8,2 %	7,8 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	8,6 %	8,0 %	7,3 %	7,5 %	7,8 %	7,7 %	7,8 %
Latente Steuern	1,6 %	2,3 %	1,9 %	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	22,0 %	21,3 %	21,7 %	19,7 %	20,3 %	21,7 %	21,5 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	2,1	4,5	3,0	3,7	6,6	9,4	11,6
Abschreibung Anlagevermögen	7,8	8,0	8,8	9,2	9,6	9,6	9,7
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	-0,8	2,8	2,5	2,2	0,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	9,1	15,4	14,3	15,1	16,2	19,0	21,3
Veränderung Vorräte	-2,2	-4,9	2,7	-2,6	-0,5	-2,1	-2,0
Veränderung Forderung aus LuL	-1,7	-0,6	-1,6	-1,3	0,9	-0,3	-0,3
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	4,1	-1,2	1,6	-2,9	2,8	2,5	-0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,1	-6,8	2,7	-6,8	3,2	0,1	-3,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	9,2	8,6	17,0	8,3	19,4	19,1	18,2
Investitionen	7,5	15,4	10,6	2,6	10,0	9,0	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	-7,5	-15,4	-10,6	-2,6	-10,0	-9,0	-9,0
Cash Flow vor Finanzergebnis	1,7	-6,8	6,4	5,8	9,4	10,1	9,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	28,7	-5,6	-8,4	9,7	-10,6	-10,0	-10,0
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	0,5	1,3	2,4
Sonstiges	-2,0	0,0	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	26,7	-5,6	-8,4	9,7	-11,1	-11,3	-12,4
Veränderung liquide Mittel	28,4	-12,4	-2,0	15,5	-1,7	-1,2	-3,1
Endbestand liquide Mittel	29,0	16,7	14,7	30,1	28,4	27,2	24,1

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Inland	35,1	40,7	40,0	40,9	43,5	46,0	48,0
Jährliche Veränderung	59,4 %	16,2 %	-1,7 %	2,2 %	6,4 %	5,7 %	4,3 %
Sonstiges Europa	50,2	58,3	59,9	63,6	66,0	70,0	75,0
Jährliche Veränderung	34,6 %	16,2 %	2,7 %	6,2 %	3,8 %	6,1 %	7,1 %
NAFTA - Nord- und Mittelamerika	17,1	16,8	14,8	14,4	17,0	19,0	20,0
Jährliche Veränderung	119,5 %	-2,1 %	-11,9 %	-2,3 %	17,8 %	11,8 %	5,3 %
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	10,4	13,3	14,4	14,0	18,0	21,0	24,0
Jährliche Veränderung	72,8 %	27,8 %	8,9 %	-3,1 %	28,6 %	17,0 %	13,9 %
Total	112,7	129,0	129,1	132,9	144,5	156,0	167,0
Jährliche Veränderung	54,3 %	14,5 %	0,1 %	2,9 %	8,7 %	8,0 %	7,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
G&V Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum	54,3 %	14,5 %	0,1 %	2,9 %	8,7 %	8,0 %	7,0 %
EBITDA Wachstum	283,5 %	43,6 %	-8,5 %	4,9 %	14,0 %	15,8 %	11,8 %
EBIT Wachstum	-342,1 %	91,3 %	-20,0 %	5,0 %	22,7 %	27,6 %	18,1 %
EPS Wachstum	-135,5 %	97,9 %	-41,5 %	28,5 %	115,6 %	45,6 %	23,5 %
Effizienz							
Gesamtkosten/ Umsatz	87,2 %	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,5 %	83,3 %	82,5 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	312,2	328,3	317,5	320,3	348,1	371,5	392,9
EBITDA pro Mitarbeiter	39,7	52,3	46,3	47,6	54,3	62,1	68,6
Bilanzanalyse							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	11,3 %	11,7 %	13,6 %	14,4 %	14,0 %	11,9 %	12,0 %
Vorratsumschlag	5,3	4,9	5,5	5,1	5,4	5,4	5,4
Zahlungsziele	5,2	6,4	9,6	11,8	8,5	8,5	8,5
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	36,4	28,4	29,4	23,9	29,0	29,0	29,0
Kapitalumschlag (in Tagen)	66,2	91,5	81,2	103,6	82,5	75,9	83,3
Cash Flow-Analyse							
Free Cash Flow	1,7	-6,8	6,4	5,8	9,4	10,1	9,2
Free Cash Flow/ Umsatz	1,5 %	-5,2 %	5,0 %	4,4 %	6,5 %	6,5 %	5,5 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	97,5 %	-186,4 %	311,1 %	218,6 %	164,1 %	121,8 %	90,1 %
Capex/ Abschreibungen	96,5 %	191,5 %	120,4 %	27,8 %	104,2 %	93,8 %	92,8 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	125,0 %	237,2 %	133,8 %	81,4 %	133,3 %	112,5 %	105,9 %
Capex/ Umsatz	6,7 %	11,9 %	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Solvenzanalyse							
Nettoverschuldung	52,9	60,7	55,2	50,8	41,5	32,7	25,8
Nettoverschuldung/ EBITDA	3,7	2,9	2,9	2,6	1,8	1,3	0,9
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	1,1	1,2	1,1	1,0	0,7	0,5	0,3
Zinsdeckung	1,2	1,8	1,6	1,7	3,2	4,5	5,9
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	18,1 %	23,2 %	28,3 %	33,8 %
Produktivität							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
Operativer Kapitalumschlag	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
Umschlag des Sachanlagevermögens	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Vorratsumschlag	5,3	4,9	5,5	5,1	5,4	5,4	5,4
Renditen							
ROCE	5,3 %	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,7 %	11,3 %	13,5 %
ROE	3,9 %	7,3 %	4,2 %	5,2 %	9,9 %	12,7 %	13,7 %
Sonstige							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	7,6 %	8,7 %	8,6 %	8,2 %	5,4 %	5,7 %	6,0 %
Durchschn. Anzahl der Mitarbeiter	361	393	407	415	415	420	425
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	0,1	0,2	0,3	0,4
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,22	0,44	0,26	0,33	0,71	1,04	1,28
Bewertungskennzahlen							
P/BV	1,9	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,2
EV/Umsatz	1,4	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,6	7,8	8,5	7,9	6,5	5,3	4,5
EV/EBITA	23,3	12,8	15,9	14,8	11,3	8,4	6,7
EV/EBIT	23,3	12,8	15,9	14,8	11,3	8,4	6,7
EV/FCF	87,8	-23,7	24,9	27,0	15,7	13,6	14,2
Adjustierte FCF Rendite	5,7 %	7,2 %	6,4 %	6,9 %	8,1 %	9,9 %	11,5 %
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,5 %	2,7 %	4,0 %

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.

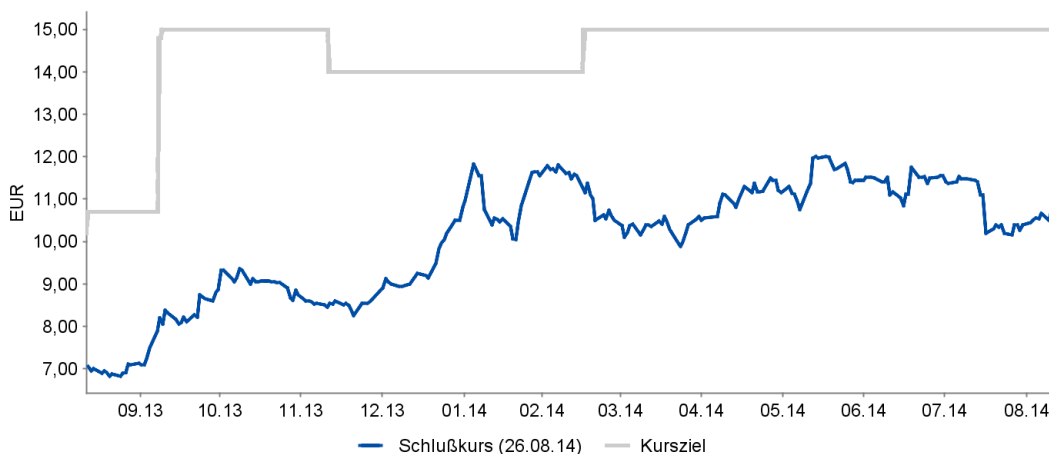
Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:

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 27.08.14**

Aufnahme Coverage
14-April-11



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

Kaufen	69,67 %	100,00 %
Verkaufen	11,48 %	0,00 %
Halten	18,85 %	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
www.ha-research.de

Sascha Berresch, CFA
Head of Research
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 85
E-Mail: sascha.berresch@ha-research.de

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

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

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

Nils-Peter Gehrmann
Analyst
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 86
E-Mail: nils-peter.gehrmann@ha-research.de

Christian Glowa
Analyst
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 95
E-Mail: christian.glowa@ha-research.de

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

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

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

Tim Wunderlich, CFA
Analyst
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 81
E-Mail: tim.wunderlich@ha-research.de

Hauck & Aufhäuser Sales

Vincent Bischoff
Sales
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 88
E-Mail: vincent.bischoff@ha-research.de

James Bonsor, CFA
Sales
Tel.: +44 207 408 1100
E-Mail: james.bonsor@ha-research.de

Hamish Edsell, CFA
Sales
Tel.: +44 207 408 1100
E-Mail: hamish.edsell@ha-research.de

Alexander Lachmann
Sales
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 96
E-Mail: alexander.lachmann@ha-research.de

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

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

Toby Woods
Sales
Tel.: +44 207 408 1100
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