

Kaufen (Alt: Kaufen)

Kursziel: EUR 17,50 (Alt: EUR 17,50)

Aktueller Kurs: EUR 14,99 **Nächster Termin:** Q4 30.04.15
Bloomberg: NTG GR **Marktkapitalisierung:** EUR 119,9 Mio.
Reuters: NTGG.DE **Unternehmenswert:** EUR 177,6 Mio.

09-März-15

Sascha Berresch, CFA
 Analyst

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

Starke vorl. Q4-Ergebnisse und solider Ausblick

Nabaltec hat letzte Woche die Vorjahreszahlen übertreffende aber leicht unter unseren Schätzungen liegende vorl. Q4-Ergebnisse vorgelegt. **Der Umsatz konnte in Q4 um 12% YoY auf € 34 Mio. gesteigert werden (eH&A € 35 Mio.).** Treiber war der Bereich Funktionale Füllstoffe (+12% YoY auf € 24 Mio.), wo Nabaltec die global führende Marktposition und die strukturell wachsende Nachfrage nach umweltfreundlichen Flammschutzmitteln nutzen kann. Positiv war in Q4 auch der Wachstumsbeitrag des Bereichs Technische Keramik (+11% YoY auf € 10 Mio.) nach einer nur moderaten Performance in den ersten 9 Monaten (+3,5%). **Auf Gesamtjahresbasis wuchs der Umsatz solide um 8% organisch.**

Mit € 2,3 Mio. (eH&A € 2,5 Mio.) fiel das EBIT in Q4 durch Skaleneffekte und günstige Produktmixeffekte **deutlich höher aus (+46% YoY).** **Auf Gesamtjahresbasis wurde das EBIT um 19% YoY gesteigert, was zu einer Margensteigerung um ca. 100BP auf 8,9% führte.** Treiber war eine starke Verbesserung bei Funktionalen Füllstoffen, wo die EBIT-Marge um 310BP auf 10,5% erhöht worden sein sollte. Mehr als 80% vom Konzern-EBIT in FY '14 entfielen auf den Bereich Funktionale Füllstoffe. **Das EPS verdoppelte sich in 2014 auf € 0,69 (eH&A € 0,71) und reflektiert den hohen finanziellen Leverage und sinkende Zinsaufwendungen** durch eine günstige Refinanzierung und Schuldentilgung (Anm: 2014 fielen auch Einmaleffekte i.H.v. € 0,8 Mio. für die Anleiherückzahlung an).

Das Management lieferte einen soliden Ausblick für 2015 mit einem Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Bereich (eH&A 8%) und einer auf Vorjahresebene liegenden EBIT-Marge (eH&A 10,6% vs. 2014 8,9%). Wir erachten den Ausblick als konservativ, da **1) das strukturelle Wachstum für umweltfreundliche Flammschutzmittel intakt ist, 2) Nabaltec 2014 den größten Konsumenten umweltfreundlicher Flammschutzmittel in den USA als Kunden gewinnen konnte** und 2015 von einer Umsatzausweitung profitieren sollte (eH&A bis zu € 5 Mio. in 2015 vs. € 2 Mio. in 2014) und **3) das Unternehmen die Kompensation eines Lohnverzichts der Mitarbeiter verarbeiten musste, was sich 2014 negativ auf die Skalierbarkeit auswirkte.**

Außerdem sollte **Nabaltec stark von der EUR-Abwertung profitieren, da 2015 ein USD-Umsatz von c. 40 Mio. erwartet wird,** vor allem mit Funktionalen Füllstoffen (USA und Asien). Bei einer EUR/USD-Wechselkursrate von 1,10 würde sich ein Umsatz von € 36,4 Mio. und damit ein **Währungsgewinn von ca. € 7 Mio.** ergeben (vs. € 29,6 Mio. bei 1,35). Wird berücksichtigt, dass die Mehrzahl der Betriebskosten (d.h. Personal 40% der Gesamtkosten ohne Rohstoffe und Energie) in EUR anfällt, sollte auch die Bottom-Line davon profitieren. Der **schwache EUR-Verkauf Nabaltec auch einen Wettbewerbsvorteil,** da Importe in die EU (d.h. durch den asiatischen Wettbewerber Chalco, China, ca. 15% Marktanteil) weniger attraktiv und Exporte durch Nabaltec nach Asien attraktiver werden. Die Vertriebspartnerschaft mit Sumitomo Chemical (Ostasien) sollte dadurch die Realisierung eines profitablen Wachstums unterstützen. **Kaufen mit einem Kursziel von € 17,50 (FCFY 2016E).**



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 15,41 / 8,80

Preis/Buchwert: 1,8

Relative Performance (SDAX):

3 Monate 9,8 %

6 Monate 23,1 %

12 Monate 27,9 %

Veränderung der Schätzungen

		Umsatz	EBIT	EPS
2015	Alt:	156,0	16,5	1,04
	Δ	-	-	-
2016	Alt:	167,0	19,5	1,28
	Δ	-	-	-
2017	Alt:	178,6	23,5	1,66
	Δ	-	-	-

Aktienarten:

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

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 8,2

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

Aktionärsstruktur:

Free Float 38,4 %

Familie Heckmann 31,7 %

Familie Witzany 29,9 %

Unternehmensbeschreibung:

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

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	129,0	129,2	132,9	143,3	156,0	167,0	177,0
Umsatzwachstum	14 %	0 %	3 %	8 %	9 %	7 %	6 %
EBITDA	20,6	18,8	19,8	22,4	26,1	29,2	32,5
EBIT	12,5	10,0	10,5	12,7	16,5	19,5	22,5
Jahresüberschuss	3,6	2,1	2,6	5,5	8,3	10,3	12,4
Nettoverschuldung	60,7	55,2	50,8	41,4	38,7	31,8	21,7
Netto-Fremdkapitalquote	121,4 %	111,7 %	99,4 %	72,4 %	59,3 %	42,7 %	25,5 %
Nettoverschul./ EBITDA	2,9	2,9	2,6	1,8	1,5	1,1	0,7
EPS pro forma	0,45	0,26	0,33	0,69	1,04	1,28	1,55
Cash Flow pro Aktie	0,27	1,31	0,17	1,49	1,37	1,22	1,70
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,06	0,16	0,29	0,43	0,52
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,4 %	1,1 %	2,0 %	2,9 %	3,5 %
Rohrertragsmarge	48,8 %	48,0 %	48,7 %	48,3 %	48,3 %	48,4 %	48,8 %
EBITDA-Marge	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,7 %	16,7 %	17,5 %	18,4 %
EBIT-Marge	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,9 %	10,6 %	11,7 %	12,7 %
ROCE	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,6 %	11,3 %	13,5 %	15,4 %
EV/Umsatz	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,4	10,2	9,6	8,0	6,8	5,9	4,9
EV/EBIT	15,5	19,3	18,0	14,2	10,8	8,8	7,1
KGV	33,0	58,2	45,3	21,6	14,5	11,7	9,6
Adjustierte FCF Rendite	5,9 %	5,3 %	5,7 %	6,5 %	7,7 %	8,8 %	10,5 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 06.03.2015

<i>EURm</i>	Q4 2014	Q4 2014 est	Q4 2013	yoy	FY 2014	FY 2013	yoy
Umsatz	33.8	34.9	30.3	11.6%	143.3	132.9	7.8%
Funktionale Füllstoffe	23.6		21.1	11.8%	98.9	90.6	9.2%
Technische Keramik	10.3		9.2	11.1%	44.5	42.3	5.2%
EBIT	2.3	2.5	1.6	45.6%	12.7	10.6	19.4%
EBIT Marge (%)	6.8%	7.2%	5.2%	+ 1.6 pp	8.9%	8.0%	+ 0.9 pp
Gewinn	0.8	1.0	-0.7	199.4%	5.5	2.8	98.3%
Gewinn Marge (%)	2.4%	2.9%	-2.4%	+ 4.8 pp	3.9%	2.1%	+ 1.8 pp
Gewinn pro Aktie	0.10	0.13	-0.09	n.a.	0.69	0.35	98.3%

Quelle: Unternehmensdaten; Hauck&Aufhäuser

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	129,0	129,2	132,9	143,3	156,0	167,0	177,0
<i>Umsatzwachstum</i>	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	8,9 %	7,0 %	6,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	3,7	0,1	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2
Gesamtleistung	132,8	129,4	134,3	143,4	156,0	167,0	177,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,4
Materialaufwand	69,8	67,3	69,6	74,3	80,6	86,2	90,8
Personalaufwand	21,0	21,8	22,5	25,3	26,2	27,1	28,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,9	23,2	23,8	22,7	24,3	25,9	27,3
Gesamte betriebliche Aufwendungen	112,2	110,5	114,6	121,0	129,9	137,8	144,7
EBITDA	20,6	18,8	19,8	22,4	26,1	29,2	32,5
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	8,0	8,8	9,2	9,7	9,6	9,7	10,0
EBITA	12,5	10,0	10,5	12,7	16,5	19,5	22,5
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	12,5	10,0	10,5	12,7	16,5	19,5	22,5
Zinsertrag	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwand	6,9	6,3	6,2	4,1	3,7	3,3	3,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-6,4	-5,9	-5,9	-4,0	-3,6	-3,3	-3,0
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,2	4,1	4,7	8,7	12,9	16,2	19,5
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	6,2	4,1	4,7	8,7	12,9	16,2	19,5
Steuern	1,6	1,1	0,9	2,3	3,5	4,6	5,6
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	4,5	3,0	3,7	6,4	9,4	11,6	13,9
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,5	3,0	3,7	6,4	9,4	11,6	13,9
Anteile Dritter	0,9	1,0	1,1	0,9	1,1	1,3	1,5
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	3,6	2,1	2,6	5,5	8,3	10,3	12,4
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,44	0,26	0,33	0,69	1,04	1,28	1,55

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	2,9 %	0,1 %	1,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %
Gesamtleistung	102,9 %	100,1 %	101,0 %	100,1 %	100,0 %	100,0 %	100,1 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,1 %	1,3 %	1,0 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Materialaufwand	54,1 %	52,1 %	52,4 %	51,8 %	51,7 %	51,6 %	51,3 %
Personalaufwand	16,3 %	16,8 %	16,9 %	17,7 %	16,8 %	16,2 %	15,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,7 %	17,9 %	17,9 %	15,8 %	15,6 %	15,5 %	15,4 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,4 %	83,3 %	82,5 %	81,7 %
EBITDA	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,7 %	16,7 %	17,5 %	18,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,2 %	6,8 %	6,9 %	6,8 %	6,2 %	5,8 %	5,7 %
EBITA	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,9 %	10,6 %	11,7 %	12,7 %
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	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,9 %	10,6 %	11,7 %	12,7 %
Zinsertrag	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %
Zinsaufwand	5,4 %	4,9 %	4,6 %	2,9 %	2,4 %	2,0 %	1,7 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-4,9 %	-4,6 %	-4,4 %	-2,8 %	-2,3 %	-2,0 %	-1,7 %
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,8 %	3,2 %	3,5 %	6,1 %	8,2 %	9,7 %	11,0 %
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewinn vor Steuern	4,8 %	3,2 %	3,5 %	6,1 %	8,2 %	9,7 %	11,0 %
Steuerquote	26,7 %	26,8 %	20,2 %	26,2 %	27,0 %	28,5 %	28,5 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	3,5 %	2,3 %	2,8 %	4,5 %	6,0 %	6,9 %	7,9 %
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	3,5 %	2,3 %	2,8 %	4,5 %	6,0 %	6,9 %	7,9 %
Anteile Dritter	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,8 %	1,6 %	2,0 %	3,9 %	5,3 %	6,1 %	7,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sachanlagen	116,4	116,0	111,8	112,1	117,5	116,8	115,8
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANLAGEVERMÖGEN	116,6	116,2	112,0	112,3	117,7	117,0	116,0
Vorräte	26,3	23,6	26,2	26,5	28,9	30,9	32,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,2	3,4	4,3	3,3	3,6	3,9	4,1
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,9	3,4	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	16,3	14,3	29,7	28,5	21,2	18,1	23,3
Latente Steuern	0,9	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UMLAUFVERMÖGEN	48,8	45,3	64,2	58,4	53,7	52,9	60,2
BILANZSUMME	165,4	161,5	176,3	170,8	171,5	169,9	176,2
EIGENKAPITAL	50,0	49,4	51,1	57,2	65,3	74,5	85,0
Anteile Dritter	-3,1	-2,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	68,9	59,9	70,6	60,0	50,0	40,0	35,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	13,7	17,8	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9
Sonstige Rückstellungen	0,7	1,3	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	83,3	79,0	91,1	78,9	68,9	58,9	53,9
Kurzfristige Bankschulden	8,1	9,7	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,0	10,4	8,7	11,4	14,0	13,3	14,1
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	13,2	11,9	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Latente Steuern	3,8	3,1	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	35,2	35,0	34,8	34,6	37,2	36,5	37,3
BILANZSUMME	165,4	161,5	176,2	170,8	171,5	169,9	176,2

Bilanz (In % vom Umsatz)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögenswerte	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Sachanlagen	70,4 %	71,8 %	63,4 %	65,7 %	68,5 %	68,7 %	65,7 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
ANLAGEVERMÖGEN	70,5 %	72,0 %	63,6 %	65,8 %	68,7 %	68,9 %	65,9 %
Vorräte	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,5 %	16,8 %	18,2 %	18,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,4 %	2,1 %	2,4 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %	2,3 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1,8 %	2,1 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Liquide Mittel	9,9 %	8,9 %	16,8 %	16,7 %	12,4 %	10,6 %	13,2 %
Latente Steuern	0,6 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
UMLAUFVERMÖGEN	29,5 %	28,0 %	36,4 %	34,2 %	31,3 %	31,1 %	34,1 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	30,2 %	30,6 %	29,0 %	33,5 %	38,1 %	43,9 %	48,2 %
Anteile Dritter	-1,9 %	-1,2 %	-0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	41,7 %	37,1 %	40,0 %	35,1 %	29,2 %	23,5 %	19,9 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,3 %	11,0 %	10,7 %	11,1 %	11,0 %	11,1 %	10,7 %
Sonstige Rückstellungen	0,4 %	0,8 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Verbindlichkeiten	50,4 %	48,9 %	51,7 %	46,2 %	40,2 %	34,7 %	30,6 %
Kurzfristige Bankschulden	4,9 %	6,0 %	5,6 %	5,8 %	5,8 %	5,9 %	5,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1 %	6,4 %	4,9 %	6,7 %	8,2 %	7,8 %	8,0 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	8,0 %	7,3 %	7,5 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,5 %
Latente Steuern	2,3 %	1,9 %	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	21,3 %	21,7 %	19,7 %	20,3 %	21,7 %	21,5 %	21,2 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	4,5	3,0	3,7	6,4	9,4	11,6	13,9
Abschreibung Anlagevermögen	8,0	8,8	9,2	9,7	9,6	9,7	10,0
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	2,8	2,5	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	15,4	14,3	15,1	16,1	19,0	21,3	23,9
Veränderung Vorräte	-4,9	2,7	-2,6	-0,3	-2,3	-2,0	-1,9
Veränderung Forderung aus LuL	-0,6	-1,6	-1,3	0,9	-0,3	-0,3	-0,2
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	-1,2	1,6	-2,9	2,7	2,6	-0,7	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-6,8	2,7	-6,8	3,3	0,0	-3,0	-1,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	8,6	17,0	8,3	19,5	19,0	18,2	22,6
Investitionen	15,4	10,6	2,6	10,0	15,0	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	-15,4	-10,6	-2,6	-10,0	-15,0	-9,0	-9,0
Cash Flow vor Finanzergebnis	-6,8	6,4	5,8	9,5	4,0	9,2	3,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5,6	-8,4	9,7	-10,6	-10,0	-10,0	-5,0
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	0,5	1,3	2,3	3,5
Sonstiges	0,0	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	-5,6	-8,4	9,7	-11,1	-11,3	-12,3	-8,5
Veränderung liquide Mittel	-12,4	-2,0	15,5	-1,6	-7,3	-3,1	n/a
Endbestand liquide Mittel	16,7	14,7	30,1	28,5	21,2	18,1	23,3

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Inland	40,7	40,0	40,9	43,5	46,0	48,0	0,0
Jährliche Veränderung	16,2 %	-1,7 %	2,2 %	6,4 %	5,7 %	4,3 %	n/a
Sonstiges Europa	58,3	59,9	63,6	66,0	70,0	75,0	0,0
Jährliche Veränderung	16,2 %	2,7 %	6,2 %	3,8 %	6,1 %	7,1 %	n/a
NAFTA - Nord- und Mittelamerika	16,8	14,8	14,4	17,0	19,0	20,0	0,0
Jährliche Veränderung	-2,1 %	-11,9 %	-2,3 %	17,8 %	11,8 %	5,3 %	n/a
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	13,3	14,4	14,0	16,8	21,0	24,0	0,0
Jährliche Veränderung	27,8 %	8,9 %	-3,1 %	20,2 %	24,9 %	14,2 %	n/a
Total	129,0	129,1	132,9	143,3	156,0	167,0	0,0
Jährliche Veränderung	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	8,9 %	7,0 %	n/a

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
G&V Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	8,9 %	7,0 %	6,0 %
EBITDA Wachstum	43,6 %	-8,5 %	4,9 %	13,5 %	16,2 %	11,9 %	11,4 %
EBIT Wachstum	91,3 %	-20,0 %	5,0 %	20,9 %	29,3 %	18,2 %	15,5 %
EPS Wachstum	97,9 %	-41,5 %	28,5 %	109,6 %	49,6 %	23,7 %	21,2 %
Effizienz							
Gesamtkosten/ Umsatz	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,4 %	83,3 %	82,5 %	81,7 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	328,3	317,5	320,3	345,3	371,4	392,9	411,6
EBITDA pro Mitarbeiter	52,3	46,3	47,6	54,1	62,1	68,6	75,5
Bilanzanalyse							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	11,7 %	13,6 %	14,4 %	14,1 %	11,9 %	12,0 %	12,5 %
Vorratumschlag	4,9	5,5	5,1	5,4	5,4	5,4	5,4
Zahlungsziele	6,4	9,6	11,8	8,5	8,5	8,5	8,5
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	28,4	29,4	23,9	29,0	29,0	29,0	29,0
Kapitalumschlag (in Tagen)	91,5	81,2	103,6	82,9	75,9	83,3	83,7
Cash Flow-Analyse							
Free Cash Flow	-6,8	6,4	5,8	9,5	4,0	9,2	13,6
Free Cash Flow/ Umsatz	-5,2 %	5,0 %	4,4 %	6,6 %	2,5 %	5,5 %	7,7 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	-186,4 %	311,1 %	218,6 %	170,5 %	47,8 %	90,0 %	109,7 %
Capex/ Abschreibungen	191,5 %	120,4 %	27,8 %	103,1 %	156,3 %	92,8 %	90,0 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	237,2 %	133,8 %	81,4 %	133,3 %	187,5 %	105,9 %	100,0 %
Capex/ Umsatz	11,9 %	8,2 %	1,9 %	7,0 %	9,6 %	5,4 %	5,1 %
Solvenzanalyse							
Nettoverschuldung	60,7	55,2	50,8	41,4	38,7	31,8	21,7
Nettoverschuldung/ EBITDA	2,9	2,9	2,6	1,8	1,5	1,1	0,7
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	1,2	1,1	1,0	0,7	0,6	0,4	0,3
Zinsdeckung	1,8	1,6	1,7	3,1	4,5	5,9	7,3
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	18,1 %	23,2 %	28,3 %	33,8 %	33,6 %
Produktivität							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2
Operativer Kapitalumschlag	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3
Umschlag des Sachanlagevermögens	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
Vorratumschlag	4,9	5,5	5,1	5,4	5,4	5,4	5,4
Renditen							
ROCE	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,6 %	11,3 %	13,5 %	15,4 %
ROE	7,3 %	4,2 %	5,2 %	9,7 %	12,7 %	13,8 %	14,6 %
Sonstige							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	8,7 %	8,6 %	8,2 %	5,4 %	5,7 %	6,0 %	6,5 %
Durchschn. Anzahl der Mitarbeiter	393	407	415	415	420	425	430
Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Dividende pro Aktie	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,44	0,26	0,33	0,69	1,04	1,28	1,55
Bewertungskennzahlen							
P/BV	2,4	2,4	2,3	2,1	1,8	1,6	1,4
EV/Umsatz	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,4	10,2	9,6	8,0	6,8	5,9	4,9
EV/EBITA	15,5	19,3	18,0	14,2	10,8	8,8	7,1
EV/EBIT	15,5	19,3	18,0	14,2	10,8	8,8	7,1
EV/FCF	-28,7	30,1	32,8	19,1	44,8	18,5	11,8
Adjustierte FCF Rendite	5,9 %	5,3 %	5,7 %	6,5 %	7,7 %	8,8 %	10,5 %
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,4 %	1,1 %	2,0 %	2,9 %	3,5 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

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

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

- (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 09.03.15**

Aufnahme Coverage
14-April-11



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

Kaufen	53,44 %	90,00 %
Verkaufen	12,21 %	0,00 %
Halten	34,35 %	10,00 %

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 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 Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA anderen Personen als an die bestimmungsgemäßen Empfänger zuzuleiten. Ohne Zustimmung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA ist eine vollständige oder teilweise Vervielfältigung dieses Dokuments nicht gestattet. Alle Rechte vorbehalten.

Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der in der Finanzanalyse enthaltenen Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche gegenüber der an der Erstellung beteiligten Mitarbeiter sowie der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers 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 Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA verfasst. Für die darin enthaltenen Meinungen und Prognosen ist ausschließlich der Verfasser verantwortlich. Die Erstellung erfolgte unabhängig.

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

3. Organisatorische Anforderungen

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

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

4. Angabe zu Bewertungsmethoden/Aktualisierung

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. Wesentliche Informationsquellen

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

6. Zuständige Aufsichtsbehörde

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

7. Spezielle Hinweise für Empfänger außerhalb Deutschlands

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

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

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

Hauck & Aufhäuser
Privatbankiers KGaA
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 Gehrman
Analyst
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 86
E-Mail: nils-peter.gehrman@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

Hauck & Aufhäuser Sales Trading

Hauck & Aufhäuser
Privatbankiers KGaA
Mittelweg 16/17

20148 Hamburg
Germany

Tel.: +49 (0) 40 414 3885 - 75
Fax: +49 (0) 40 414 3885 - 71
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

Fin Schaffer
Trading
Tel.: +49 (0)40 414 3885 98
E-Mail: fin.schaffer@hauck-aufhaeuser.de