

Kaufen (Alt: Kaufen)

Kursziel: EUR 20,00 (Alt: EUR 20,00)

Aktueller Kurs: EUR 15,94 **Nächster Termin:** Q3 24.11.15
Bloomberg: NTG GR **Marktkapitalisierung:** EUR 127,5 Mio.
Reuters: NTGG.DE **Unternehmenswert:** EUR 195,8 Mio.

26-August-15

Sascha Berresch, CFA
 Analyst

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

Solides Q2/H1, Ausblick erhöht, beeindruckender Cashflow

Q2/H1 Resultate lagen im Rahmen der Erwartungen. Das **Management hat die Guidance für FY '15 angehoben und erwartet nun eine Steigerung der EBIT-Marge um ca. 1PP auf ca. 10%** (alt: stabile Marge; eH&A 10,6%), während die Erwartung eines Umsatzwachstums im mittleren einstelligen Bereich bestätigt wurde. Die für H2'15 ein gegenüber dem Vorjahr unverändertes impliziertes EBIT von € 6 Mio. gegebene Guidance dürfte weiterhin konservativ sein, denn Funktionale Füllstoffe setzt den Aufwärtstrend fort und Technische Keramik profitiert durch einen positive Verlagerung beim Produktmix und dem Insourcing von Volumen, das aufgrund von Kapazitätsengpässen extern hergestellt wurde. Dies sollte die Profitabilität in der Technischen Keramik stärken(Quartalstabelle nächste Seite).

Der **Umsatz wuchs in Q2 um solide 7,8% yoy auf € 39,0 Mio.** (eH&A € 38,6 Mio.) und um 6,5% yoy in H1. Treiber des Q2-Wachstums war der Bereich Funktionale Füllstoffe (+6,2% yoy auf € 27 Mio.), was die strukturell wachsende Nachfrage nach umweltfreundlichen Flammmhemmern untermauert, bei denen Nabaltec global führend ist. Gleichzeitig erholte sich der Bereich Technische Keramik durch Neukundengewinne um 12% yoy auf € 12 Mio.

Das **EBIT legte in Q2 überproportional um 16% yoy auf € 4,2 Mio. zu** (eH&A € 4,2 Mio.), wodurch sich die EBIT-Marge trotz einmaliger Reparaturkosten von ca. € 0,4 Mio. um 0,7PP auf 10,8% verbesserte und damit einen besseren Produktmix und leichte Skaleneffekte reflektiert. In H1 wuchs das EBIT sogar um 37% yoy und spiegelt zusätzlich einen Währungsgewinn wider (EBIT-Margenzuwachs 2,6PP yoy auf 11,6%).

Das **EPS-Wachstum von 26% yoy auf € 0,28 in Q2** (eH&A € 0,30) profitierte zudem vom finanziellen Leverage und etwas niedrigeren Zinsaufwendungen. In H1 wuchs der Gewinn pro Aktie um 38% yoy.

Der **CFO lag in H1 bei beeindruckenden € 20,7 Mio.** und profitierte dabei von einer Entlastung des Working Capital (+ € 7 Mio.). Der cash flow war mehr als ausreichend, um Investitionen (€ 5,4 Mio.) und Zinskosten (€ 1,5 Mio.) zu decken. Durch einen **starken FCF von ca. € 14 Mio. verringerten sich die Nettoschulden auf € 32 Mio.** (€ 44 Mio. per Ende 2014).

Das Management deutete an, dass sich die **Auftragsdynamik insbesondere für Funktionale Füllstoffe in Q3 auf einem sehr gesunden Niveau hält** und mehr als ausreichend sei, um die Kapazitäten voll auszufüllen. Dies ist ein gutes Zeichen für H2, in dem sich das Unternehmen einer weniger anspruchsvollen Vergleichsbasis gegenüber sieht. Das **Auftragsbuch erhöhte sich per Ende Juni um 16% yoy auf € 33 Mio.**

Mit einer Steigerung von 6,5% yoy beim Umsatz, 37% yoy beim EBIT und 38% yoy beim EPS unterstreichen die H1-Ergebnisse unseren Investment Case eines **strukturellen Wachstums, aus dem sich aufgrund des operativen und finanziellen Leverage ein starkes Ergebniswachstum ergibt.** Auch das Cashflow-Profil verbessert sich und ermöglicht eine Reduzierung der Schuldenlast. Nach der Konsolidierung der Aktie ist das Unternehmen mit nur **7,5x EBITDA '15E bewertet.**

KAUFEN, Kursziel € 20 (FCFY '16/17E).



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 18,43 / 8,80

Preis/Buchwert: 2,1

Relative Performance (SDAX):

3 Monate 14,3 %

6 Monate 9,3 %

12 Monate 29,0 %

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:	177,0	22,5	1,55
	Δ	-	-	-

Aktien Daten:

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

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 7,7

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

Aktionärsstruktur:

Free Float 38,6 %

Familie Heckmann 31,6 %

Familie Witzany 29,9 %

Unternehmensbeschreibung:

Der Fokus von Nabaltec liegt auf der Produktion von funktionalen Füllstoffen für Kunststoffe wie z.B. umweltfreundliche Flammmhemmer, 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	26,2	29,5	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	44,2	43,0	33,8	23,0
Netto-Fremdkapitalquote	121,4 %	111,7 %	99,4 %	83,9 %	69,7 %	47,3 %	27,8 %
Nettoverschul./ EBITDA	2,9	2,9	2,6	2,0	1,6	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	1,25	1,14	1,48	1,80
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,06	0,12	0,21	0,32	0,47
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,8 %	1,3 %	2,0 %	2,9 %
Rohrertragsmarge	48,8 %	48,0 %	48,7 %	47,4 %	48,3 %	48,4 %	48,6 %
EBITDA-Marge	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,8 %	17,6 %	18,3 %
EBIT-Marge	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,8 %	10,6 %	11,7 %	12,7 %
ROCE	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,4 %	11,0 %	13,1 %	14,8 %
EV/Umsatz	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,8	10,7	10,0	8,8	7,5	6,3	5,4
EV/EBIT	16,1	20,0	18,7	15,5	11,9	9,6	7,8
KGV	35,1	61,9	48,2	23,2	15,4	12,4	10,3
Adjustierte FCF Rendite	5,7 %	5,1 %	5,5 %	6,0 %	7,0 %	8,4 %	10,1 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 25.08.2015

EURm	Q2 2015	Q2 2015 est	Q2 2014	yoy	H1 2015	H1 2014	yoy
Umsatz	39.0	38.6	36.2	7.8%	77.8	73.0	6.5%
Funktionale Füllstoffe	26.8		25.3	6.2%	53.7	50.5	6.4%
Technische Keramik	12.2		10.9	11.6%	24.1	22.6	6.8%
Rohertrag	19.0	18.5	17.5	8.7%	37.8	34.6	9.1%
Rohertragsmarge (%)	48.7%	47.9%	48.3%	+ 0.4 pp	48.5%	47.4%	+ 1.2 pp
EBIT	4.2	4.2	3.6	15.7%	9.0	6.6	36.7%
EBIT Marge (%)	10.8%	10.9%	10.0%	+ 0.7 pp	11.6%	9.0%	+ 2.6 pp
Funktionale Füllstoffe	10.5%		11.8%	- 1.2 pp	12.1%	10.7%	+ 1.4 pp
Technische Keramik	11.3%		6.0%	+ 5.3 pp	10.5%	5.3%	+ 5.2 pp
Gewinn	2.2	2.4	1.8	-124.6%	4.3	3.1	38.2%
Gewinn Marge (%)	5.7%	6.1%	4.9%	+ 0.8 pp	5.5%	4.3%	+ 1.3 pp
Gewinn pro Aktie	0.28	0.30	0.22	25.7%	0.54	0.39	38.2%

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	-0,3	0,0	0,0	-0,4
Gesamtleistung	132,8	129,4	134,3	143,0	156,0	167,0	176,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,7	1,3	2,6	1,4	1,3	1,4
Materialaufwand	69,8	67,3	69,6	75,1	80,7	86,2	90,8
Personalaufwand	21,0	21,8	22,5	25,4	26,2	27,2	28,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,9	23,2	23,8	22,7	24,3	25,6	26,6
Gesamte betriebliche Aufwendungen	112,2	110,5	114,6	120,6	129,8	137,5	144,1
EBITDA	20,6	18,8	19,8	22,4	26,2	29,5	32,5
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	8,0	8,8	9,2	9,7	9,7	10,0	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	0,2	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwand	6,9	6,3	6,2	4,3	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	-4,2	-3,6	-3,3	-3,0
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,2	4,1	4,7	8,5	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	8,5	12,9	16,2	19,5
Steuern	1,6	1,1	0,9	2,5	3,5	4,6	5,5
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	4,5	3,0	3,7	6,1	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	6,1	9,4	11,6	13,9
Anteile Dritter	0,9	1,0	1,1	0,6	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 %	-0,2 %	0,0 %	0,0 %	-0,2 %
Gesamtleistung	102,9 %	100,1 %	101,0 %	99,8 %	100,0 %	100,0 %	99,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,1 %	1,3 %	1,0 %	1,8 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %
Materialaufwand	54,1 %	52,1 %	52,4 %	52,4 %	51,7 %	51,6 %	51,3 %
Personalaufwand	16,3 %	16,8 %	16,9 %	17,7 %	16,8 %	16,3 %	15,9 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,7 %	17,9 %	17,9 %	15,8 %	15,6 %	15,3 %	15,1 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,2 %	83,2 %	82,4 %	81,4 %
EBITDA	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,8 %	17,6 %	18,3 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,2 %	6,8 %	6,9 %	6,8 %	6,2 %	6,0 %	5,6 %
EBITA	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,8 %	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 %	8,8 %	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 %	3,0 %	2,4 %	2,0 %	1,8 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-4,9 %	-4,6 %	-4,4 %	-2,9 %	-2,3 %	-2,0 %	-1,7 %
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,8 %	3,2 %	3,5 %	5,9 %	8,3 %	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 %	5,9 %	8,3 %	9,7 %	11,0 %
Steuerquote	26,7 %	26,8 %	20,2 %	28,8 %	27,0 %	28,5 %	28,5 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	3,5 %	2,3 %	2,8 %	4,2 %	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 %	4,2 %	6,0 %	6,9 %	7,9 %
Anteile Dritter	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,4 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,8 %	1,6 %	2,0 %	3,8 %	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	0,4	0,4	0,4	0,4
Sachanlagen	116,4	116,0	111,8	112,0	117,3	116,3	115,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANLAGEVERMÖGEN	116,6	116,2	112,0	112,4	117,7	116,7	115,7
Vorräte	26,3	23,6	26,2	27,5	30,0	32,1	34,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,2	3,4	4,3	4,6	5,0	5,3	5,6
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,9	3,4	3,8	7,0	7,0	7,0	7,0
Liquide Mittel	16,3	14,3	29,7	27,2	17,0	16,2	22,0
Latente Steuern	0,9	0,6	0,3	0,1	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	66,4	58,9	60,6	68,6
BILANZSUMME	165,4	161,5	176,3	178,8	176,6	177,2	184,3
EIGENKAPITAL	50,0	49,4	51,1	52,6	61,7	71,6	83,0
Anteile Dritter	-3,1	-2,0	-0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	68,9	59,9	70,6	61,4	50,0	40,0	35,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	13,7	17,8	18,9	25,3	25,3	25,3	25,3
Sonstige Rückstellungen	0,7	1,3	1,6	2,4	1,4	1,4	1,4
Langfristige Verbindlichkeiten	83,3	79,0	91,1	89,0	76,7	66,7	61,7
Kurzfristige Bankschulden	8,1	9,7	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,0	10,4	8,7	9,9	10,8	11,6	12,3
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	15,9	15,9	15,9	15,9
Latente Steuern	3,8	3,1	2,9	1,5	1,5	1,5	1,5
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	35,2	35,0	34,8	37,4	38,2	39,0	39,7
BILANZSUMME	165,4	161,5	176,2	178,8	176,6	177,2	184,3

Bilanz (In % vom Umsatz)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögenswerte	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Sachanlagen	70,4 %	71,8 %	63,4 %	62,6 %	66,4 %	65,6 %	62,5 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
ANLAGEVERMÖGEN	70,5 %	72,0 %	63,6 %	62,8 %	66,6 %	65,8 %	62,8 %
Vorräte	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,4 %	17,0 %	18,1 %	18,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,4 %	2,1 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1,8 %	2,1 %	2,1 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	3,8 %
Liquide Mittel	9,9 %	8,9 %	16,8 %	15,2 %	9,6 %	9,1 %	11,9 %
Latente Steuern	0,6 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	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 %	37,1 %	33,4 %	34,2 %	37,2 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	30,2 %	30,6 %	29,0 %	29,4 %	34,9 %	40,4 %	45,0 %
Anteile Dritter	-1,9 %	-1,2 %	-0,4 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	41,7 %	37,1 %	40,0 %	34,3 %	28,3 %	22,6 %	19,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,3 %	11,0 %	10,7 %	14,1 %	14,3 %	14,3 %	13,7 %
Sonstige Rückstellungen	0,4 %	0,8 %	0,9 %	1,3 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
Langfristige Verbindlichkeiten	50,4 %	48,9 %	51,7 %	49,8 %	43,4 %	37,6 %	33,5 %
Kurzfristige Bankschulden	4,9 %	6,0 %	5,6 %	5,6 %	5,7 %	5,7 %	5,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1 %	6,4 %	4,9 %	5,5 %	6,1 %	6,5 %	6,7 %
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 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %	8,6 %
Latente Steuern	2,3 %	1,9 %	1,6 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	21,3 %	21,7 %	19,7 %	20,9 %	21,7 %	22,0 %	21,5 %
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	6,1	9,4	11,6	13,9
Abschreibung Anlagevermögen	8,0	8,8	9,2	9,7	9,7	10,0	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	2,1	0,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	15,4	14,3	15,1	17,9	19,1	21,6	23,9
Veränderung Vorräte	-4,9	2,7	-2,6	-1,3	-2,4	-2,1	-1,9
Veränderung Forderung aus LuL	-0,6	-1,6	-1,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	-1,2	1,6	-2,9	1,2	0,9	0,8	0,7
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	-0,4	-2,0	-1,7	-1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	8,6	17,0	8,3	17,5	17,1	19,9	22,4
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	7,5	2,1	10,9	13,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5,6	-8,4	9,7	-10,0	-11,4	-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	1,0	1,7	2,6
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	-10,4	-12,3	-11,7	-7,6
Veränderung liquide Mittel	-12,4	-2,0	15,5	-2,9	-10,2	-0,8	5,8
Endbestand liquide Mittel	16,7	14,7	30,1	27,2	17,0	16,2	22,0

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Inland	40,7	40,0	40,9	40,7	41,0	42,0	43,0
Jährliche Veränderung	16,2 %	-1,7 %	2,2 %	-0,4 %	0,6 %	2,4 %	2,4 %
Sonstiges Europa	58,3	59,9	63,6	68,5	73,0	75,0	76,0
Jährliche Veränderung	16,2 %	2,7 %	6,2 %	7,8 %	6,5 %	2,7 %	1,3 %
NAFTA - Nord- und Mittelamerika	16,8	14,8	14,4	18,0	20,0	23,0	25,0
Jährliche Veränderung	-2,1 %	-11,9 %	-2,3 %	24,8 %	11,0 %	15,0 %	8,7 %
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	16,0	22,0	27,0	33,0
Jährliche Veränderung	27,8 %	8,9 %	-3,1 %	14,7 %	37,3 %	22,6 %	22,3 %
Total	129,0	129,1	132,9	143,3	156,0	167,0	177,0
Jährliche Veränderung	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	8,9 %	7,0 %	6,0 %

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 %	13,2 %	17,0 %	12,5 %	10,2 %
EBIT Wachstum	91,3 %	-20,0 %	5,0 %	20,3 %	30,0 %	18,1 %	15,5 %
EPS Wachstum	97,9 %	-41,5 %	28,5 %	107,6 %	51,1 %	23,5 %	21,2 %
Effizienz							
Gesamtkosten/ Umsatz	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,2 %	83,2 %	82,4 %	81,4 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	328,3	317,5	320,3	345,4	371,5	393,0	411,7
EBITDA pro Mitarbeiter	52,3	46,3	47,6	53,9	62,3	69,3	75,5
Bilanzanalyse							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	11,7 %	13,6 %	14,4 %	15,3 %	14,8 %	15,0 %	15,0 %
Vorratumschlag	4,9	5,5	5,1	5,2	5,2	5,2	5,2
Zahlungsziele	6,4	9,6	11,8	11,6	11,6	11,6	11,6
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	28,4	29,4	23,9	25,3	25,3	25,3	25,3
Kapitalumschlag (in Tagen)	91,5	81,2	103,6	97,2	98,4	98,6	99,1
Cash Flow-Analyse							
Free Cash Flow	-6,8	6,4	5,8	7,5	2,1	10,9	13,4
Free Cash Flow/ Umsatz	-5,2 %	5,0 %	4,4 %	5,2 %	1,4 %	6,5 %	7,6 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	-186,4 %	311,1 %	218,6 %	136,5 %	25,8 %	105,9 %	107,6 %
Capex/ Abschreibungen	191,5 %	120,4 %	27,8 %	103,1 %	154,6 %	90,0 %	90,0 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	237,2 %	133,8 %	81,4 %	133,3 %	187,5 %	112,5 %	112,5 %
Capex/ Umsatz	11,9 %	8,2 %	1,9 %	7,0 %	9,6 %	5,4 %	5,1 %
Solvenzanalyse							
Nettoverschuldung	60,7	55,2	50,8	44,2	43,0	33,8	23,0
Nettoverschuldung/ EBITDA	2,9	2,9	2,6	2,0	1,6	1,1	0,7
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7	0,5	0,3
Zinsdeckung	1,8	1,6	1,7	2,9	4,5	5,9	7,2
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	18,1 %	17,5 %	20,0 %	25,0 %	30,0 %
Produktivität							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1	1,1
Operativer Kapitalumschlag	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
Umschlag des Sachanlagevermögens	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
Vorratumschlag	4,9	5,5	5,1	5,2	5,2	5,2	5,2
Renditen							
ROCE	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,4 %	11,0 %	13,1 %	14,8 %
ROE	7,3 %	4,2 %	5,2 %	10,4 %	13,5 %	14,3 %	15,0 %
Sonstige							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	8,7 %	8,6 %	8,2 %	5,7 %	5,6 %	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	0,1	0,2	0,3	0,5
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,44	0,26	0,33	0,69	1,04	1,28	1,55
Bewertungskennzahlen							
P/BV	2,6	2,6	2,5	2,4	2,1	1,8	1,5
EV/Umsatz	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,8	10,7	10,0	8,8	7,5	6,3	5,4
EV/EBITA	16,1	20,0	18,7	15,5	11,9	9,6	7,8
EV/EBIT	16,1	20,0	18,7	15,5	11,9	9,6	7,8
EV/FCF	-29,8	31,3	34,1	26,3	91,5	17,2	13,1
Adjustierte FCF Rendite	5,7 %	5,1 %	5,5 %	6,0 %	7,0 %	8,4 %	10,1 %
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,8 %	1,3 %	2,0 %	2,9 %

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.

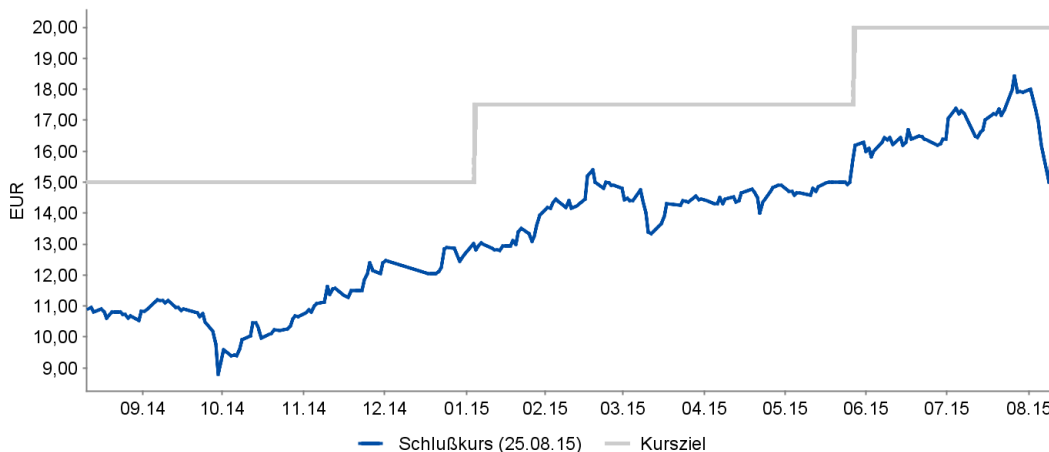
Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:

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 26.08.15**

Aufnahme Coverage
14-April-11



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

Kaufen	59,84 %	100,00 %
Verkaufen	11,48 %	0,00 %
Halten	28,69 %	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 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

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

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

Marco Schumann
Sales
Tel.: +49 (0) 69 2161-1250
E-Mail: marco.schumann@hauck-aufhaeuser.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

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

Nadia Elias
Middle-Office
Tel.: +49 40 414 388 597
nadia.elias@hauck-aufhaeuser.de

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