

**Kaufen** (Alt: Kaufen)

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

**Aktueller Kurs:** EUR 16,99      **Nächster Termin:** FY 2015 29.04.16  
**Bloomberg:** NTG GR      **Marktkapitalisierung:** EUR 135,9 Mio.  
**Reuters:** NTGG.DE      **Unternehmenswert:** EUR 200,7 Mio.

26-November-15

**Sascha Berresch, CFA**  
 Analyst

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

**Gebremste Dynamik in Q3 temporär / Entwicklung in Q4 solide**

Nabaltec hat Q3-Ergebnisse vorgelegt, die einen **Umsatzanstieg von ca. 3% yoy auf € 37,6 Mio.** aufweisen (eH&A 37,5 Mio.). Hauptgrund für die Verlangsamung gegenüber H1 (+6,5% yoy in H1) waren Lieferverschiebungen auf Q4, da das Unternehmen Instandhaltungsarbeiten an einigen Aggregaten im Bereich Funktionale Füllstoffe durchführen musste, was sich negativ auf den Produktionsdurchsatz auswirkte. Als Folge daraus lag der Umsatz im Bereich Funktionale Füllstoffe mit € 25 Mio. lediglich auf Vorjahresebene. Demgegenüber konnte Nabaltec Marktanteile bei Technischer Keramik gewinnen, was die solide Umsatzsteigerung von 10% yoy auf € 12,8 Mio. erklärt (Quartalstabelle auf Seite 2).

Durch einen währungsbedingten positiven Einmaleffekt von € 1 Mio. in Q3 '14 (Bewertung von Bilanzpositionen), **verringerte sich das berichtete EBIT in Q3 '15 um 30% yoy auf € 2,6 Mio.** (eH&A € 2,8 Mio.), was noch immer eine gesunde EBIT-Marge von 7% in Q3 impliziert.

Auf **9-Monats-Basis erhöhte sich der Umsatz um 5,3% yoy, das EBIT um 12,5% und das EBT um 22,0%** und spiegelt damit solides Nachfragewachstum sowie den operativen und finanziellen Leverage wider. Darüber hinaus profitierte das Finanzergebnis von der in Q1 eingeleiteten Refinanzierung. Leicht verzerrt wurde der Nettoergebnisanstieg von 14,9% yoy durch eine normalisierte Steuerquote von 31% (Vorjahr 28%).

Hervorzuheben ist, dass die **Aufträge per Ende September um 14% yoy gesteigert wurden**, was Gutes für Q4 verspricht, und das Management deutete an, dass das Wachstum in Q4 bisher tatsächlich deutlich stärker als in Q3 ist. Vor diesem Hintergrund **bestätigte das Management die Guidance** einer Steigerung des Konzernumsatzes im mittleren einstelligen Bereich (eH&A 5%) und der EBIT-Marge auf ca. 10% (eH&A 9,7%).

Sehr positiv entwickelte sich der **Cashflow aus der operativen Geschäftstätigkeit, der im 9M-Zeitraum bei beeindruckenden € 22,1 Mio. lag** und dabei auch von einer leichten Entlastung des Working Capital (€ 3,5 Mio.) profitierte. Der CFO war mehr als ausreichend, um die zahlungswirksamen Zinsaufwendungen von € 1,6 Mio. und die Capex von € 10,2 Mio. zu decken. Damit **lag der FCF bei € 10,3 Mio. und die Nettoverschuldung verringerte sich um € 8,2 Mio. auf nur noch € 35,9 Mio.**

**Die Ergebnisse und die solide Auftragsentwicklung bestätigen unseren Investment Case, basierend auf** 1) der weltweit strukturell wachsenden Nachfrage nach umweltfreundlichen Flammhemmern (in Kabeln und anderen Anwendungen), 2) Nabaltec's weltweit führender Position in diesem oligopolistischen Markt, der durch hohe Eintrittsbarrieren gekennzeichnet ist und 3) das Potenzial einer starken Entschuldung, da sich das Cashflow-Profil signifikant verbessert hat.

Die Empfehlung lautet unverändert **KAUFEN mit einem Kursziel von € 20 auf Basis 2017E**  
 Fortsetzung...

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	129,0	129,2	132,9	143,3	150,0	160,6	170,2
Umsatzwachstum	14 %	0 %	3 %	8 %	5 %	7 %	6 %
EBITDA	20,6	18,8	19,8	22,4	24,6	26,8	29,3
EBIT	12,5	10,0	10,5	12,7	14,6	16,8	19,3
Jahresüberschuss	3,6	2,1	2,6	5,5	7,2	8,8	10,7
Nettoverschuldung	60,7	55,2	50,8	44,2	39,5	31,7	22,5
Netto-Fremdkapitalquote	121,4 %	111,7 %	99,4 %	83,9 %	65,8 %	46,4 %	28,9 %
Nettoverschul./ EBITDA	2,9	2,9	2,6	2,0	1,6	1,2	0,8
EPS pro forma	0,45	0,26	0,33	0,69	0,90	1,09	1,33
Cash Flow pro Aktie	0,27	1,31	0,17	1,25	1,58	1,29	1,55
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,06	0,12	0,18	0,27	0,40
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,7 %	1,1 %	1,6 %	2,4 %
Rohrertragsmarge	48,8 %	48,0 %	48,7 %	47,4 %	48,3 %	48,6 %	48,6 %
EBITDA-Marge	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,4 %	16,7 %	17,2 %
EBIT-Marge	9,7 %	7,8 %	7,9 %	8,8 %	9,7 %	10,5 %	11,4 %
ROCE	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,4 %	9,8 %	11,5 %	13,1 %
EV/Umsatz	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	10,2	11,1	10,4	9,2	8,2	7,2	6,3
EV/EBIT	16,8	20,8	19,5	16,2	13,8	11,5	9,5
KGV	37,4	66,0	51,4	24,7	18,8	15,5	12,7
Adjustierte FCF Rendite	5,5 %	4,9 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %	7,3 %	8,6 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 25.11.2015



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

**52 Wochen Hoch/Tief:** 18,43 / 11,29

**Preis/Buchwert:** 2,3

**Relative Performance (SDAX):**

3 Monate -0,4 %  
 6 Monate 15,6 %  
 12 Monate 22,9 %

**Veränderung der Schätzungen**

		Umsatz	EBIT	EPS
2015	Alt:	150,0	14,6	0,90
	Δ	-	-	-
2016	Alt:	160,6	16,8	1,09
	Δ	-	-	-
2017	Alt:	170,2	19,3	1,33
	Δ	-	-	-

**Aktien Daten:**

Anzahl Aktien: (in Mio. Stk) 8,0  
 Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0  
 Buchwert pro Aktie: (in €) 7,5  
 Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

**Aktionärsstruktur:**

Free Float 38,6 %  
 Familie Heckmann 31,5 %  
 Familie Witzany 29,9 %

**Unternehmensbeschreibung:**

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

## Quartalsübersicht

EURm	Q3 2015	Q3 2015 est	Q3 2014	yoy	9M 2015	9M 2014	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>37.6</b>	<b>37.5</b>	<b>36.5</b>	2.9%	<b>115.4</b>	<b>109.6</b>	5.3%
<b>Funktionale Füllstoffe</b>	<b>24.8</b>		<b>24.9</b>	-0.3%	<b>78.5</b>	<b>75.3</b>	4.2%
<b>Technische Keramik</b>	<b>12.8</b>		<b>11.7</b>	9.8%	<b>36.9</b>	<b>34.2</b>	7.9%
<b>Rohertrag</b>	<b>17.4</b>	<b>17.4</b>	<b>17.0</b>	2.7%	<b>55.2</b>	<b>51.6</b>	7.0%
Rohertragsmarge (%)	46.3%	46.5%	46.4%	- 0.1 pp	47.8%	47.1%	+ 0.8 pp
<b>EBITDA</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>6.2</b>	-16.5%	<b>19.2</b>	<b>17.6</b>	9.1%
EBITDA Marge (%)	13.9%	14.2%	17.1%	- 3.2 pp	16.7%	16.1%	+ 0.6 pp
<b>EBIT</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>3.8</b>	-30.3%	<b>11.7</b>	<b>10.4</b>	12.2%
EBIT Marge (%)	7.0%	7.6%	10.4%	- 3.4 pp	10.1%	9.5%	+ 0.6 pp
Funktionale Füllstoffe	8.9%		13.0%	- 4.2 pp	11.1%	11.5%	- 0.4 pp
Technische Keramik	3.5%		4.8%	- 1.3 pp	8.0%	5.1%	+ 2.9 pp
<b>Gewinn</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>	-31.4%	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>	14.8%
Gewinn Marge (%)	2.9%	3.0%	4.3%	- 1.4 pp	4.7%	4.3%	+ 0.4 pp
<b>Gewinn pro Aktie</b>	<b>0.14</b>	<b>0.14</b>	<b>0.20</b>	-31.4%	<b>0.67</b>	<b>0.59</b>	14.8%

Quelle: Unternehmensdaten; Hauck&Aufhäuser

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>129,0</b>	<b>129,2</b>	<b>132,9</b>	<b>143,3</b>	<b>150,0</b>	<b>160,6</b>	<b>170,2</b>
<i>Umsatzwachstum</i>	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	4,6 %	7,0 %	6,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	3,7	0,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	-0,4
<b>Gesamtleistung</b>	<b>132,8</b>	<b>129,4</b>	<b>134,3</b>	<b>143,0</b>	<b>150,0</b>	<b>160,6</b>	<b>169,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,7	1,3	2,6	2,5	1,3	1,4
Materialaufwand	69,8	67,3	69,6	75,1	77,6	82,5	87,3
Personalaufwand	21,0	21,8	22,5	25,4	27,0	27,9	28,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,9	23,2	23,8	22,7	23,4	24,6	25,6
Gesamte betriebliche Aufwendungen	112,2	110,5	114,6	120,6	125,5	133,8	140,5
<b>EBITDA</b>	<b>20,6</b>	<b>18,8</b>	<b>19,8</b>	<b>22,4</b>	<b>24,6</b>	<b>26,8</b>	<b>29,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	8,0	8,8	9,2	9,7	10,0	10,0	10,0
<b>EBITA</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>12,7</b>	<b>14,6</b>	<b>16,8</b>	<b>19,3</b>
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderungskosten - Außerordentliche Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>12,7</b>	<b>14,6</b>	<b>16,8</b>	<b>19,3</b>
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
<b>Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>8,5</b>	<b>11,0</b>	<b>13,5</b>	<b>16,3</b>
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>8,5</b>	<b>11,0</b>	<b>13,5</b>	<b>16,3</b>
Steuern	1,6	1,1	0,9	2,5	3,1	3,8	4,7
<b>Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,7</b>	<b>11,7</b>
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,7</b>	<b>11,7</b>
Anteile Dritter	0,9	1,0	1,1	0,6	0,6	0,9	1,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>5,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,8</b>	<b>10,7</b>
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>Gewinn pro Aktie - berichtet</b>	<b>0,44</b>	<b>0,26</b>	<b>0,33</b>	<b>0,69</b>	<b>0,90</b>	<b>1,09</b>	<b>1,33</b>

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	2,9 %	0,1 %	1,0 %	-0,2 %	0,0 %	0,0 %	-0,2 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>102,9 %</b>	<b>100,1 %</b>	<b>101,0 %</b>	<b>99,8 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>99,8 %</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,1 %	1,3 %	1,0 %	1,8 %	1,7 %	0,8 %	0,8 %
Materialaufwand	54,1 %	52,1 %	52,4 %	52,4 %	51,7 %	51,4 %	51,3 %
Personalaufwand	16,3 %	16,8 %	16,9 %	17,7 %	18,0 %	17,4 %	17,0 %
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 %	83,6 %	83,3 %	82,5 %
<b>EBITDA</b>	<b>15,9 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>15,6 %</b>	<b>16,4 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>17,2 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,2 %	6,8 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %	6,2 %	5,9 %
<b>EBITA</b>	<b>9,7 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>11,4 %</b>
Amortisation Goodwill	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Wertminderungskosten - Außerordentliche Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>9,7 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>11,4 %</b>
Zinsertrag	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %
Zinsaufwand	5,4 %	4,9 %	4,6 %	3,0 %	2,5 %	2,1 %	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 %	-2,4 %	-2,1 %	-1,8 %
<b>Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,6 %</b>
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,6 %</b>
Steuerquote	26,7 %	26,8 %	20,2 %	28,8 %	28,5 %	28,5 %	28,5 %
<b>Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,5 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>5,2 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>6,9 %</b>
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,5 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>5,2 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>6,9 %</b>
Anteile Dritter	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>2,8 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>6,3 %</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Sachanlagen	116,4	116,0	111,8	112,0	117,0	116,0	115,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>116,6</b>	<b>116,2</b>	<b>112,0</b>	<b>112,4</b>	<b>117,4</b>	<b>116,4</b>	<b>115,4</b>
Vorräte	26,3	23,6	26,2	27,5	25,0	26,8	28,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,2	3,4	4,3	4,6	4,8	5,1	5,4
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	20,5	18,4	22,6
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
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>48,8</b>	<b>45,3</b>	<b>64,2</b>	<b>66,4</b>	<b>57,2</b>	<b>57,2</b>	<b>63,3</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>165,4</b>	<b>161,5</b>	<b>176,3</b>	<b>178,8</b>	<b>174,6</b>	<b>173,6</b>	<b>178,7</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>50,0</b>	<b>49,4</b>	<b>51,1</b>	<b>52,6</b>	<b>60,1</b>	<b>68,3</b>	<b>77,8</b>
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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>83,3</b>	<b>79,0</b>	<b>91,1</b>	<b>89,0</b>	<b>76,7</b>	<b>66,7</b>	<b>61,7</b>
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	10,4	11,1	11,8
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
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>35,2</b>	<b>35,0</b>	<b>34,8</b>	<b>37,4</b>	<b>37,8</b>	<b>38,6</b>	<b>39,2</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>165,4</b>	<b>161,5</b>	<b>176,2</b>	<b>178,8</b>	<b>174,6</b>	<b>173,6</b>	<b>178,7</b>

Bilanz (In % vom Umsatz)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>
Sachanlagen	70,4 %	71,8 %	63,4 %	62,6 %	67,0 %	66,8 %	64,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>70,5 %</b>	<b>72,0 %</b>	<b>63,6 %</b>	<b>62,8 %</b>	<b>67,2 %</b>	<b>67,1 %</b>	<b>64,6 %</b>
Vorräte	15,9 %	14,6 %	14,9 %	15,4 %	14,3 %	15,4 %	15,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,4 %	2,1 %	2,4 %	2,5 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1,8 %	2,1 %	2,1 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	3,9 %
Liquide Mittel	9,9 %	8,9 %	16,8 %	15,2 %	11,7 %	10,6 %	12,6 %
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 %
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>29,5 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>36,4 %</b>	<b>37,1 %</b>	<b>32,8 %</b>	<b>32,9 %</b>	<b>35,4 %</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>30,2 %</b>	<b>30,6 %</b>	<b>29,0 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>34,4 %</b>	<b>39,4 %</b>	<b>43,5 %</b>
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 %	28,6 %	23,0 %	19,6 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,3 %	11,0 %	10,7 %	14,1 %	14,5 %	14,6 %	14,1 %
Sonstige Rückstellungen	0,4 %	0,8 %	0,9 %	1,3 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>50,4 %</b>	<b>48,9 %</b>	<b>51,7 %</b>	<b>49,8 %</b>	<b>43,9 %</b>	<b>38,4 %</b>	<b>34,5 %</b>
Kurzfristige Bankschulden	4,9 %	6,0 %	5,6 %	5,6 %	5,8 %	5,8 %	5,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1 %	6,4 %	4,9 %	5,5 %	5,9 %	6,4 %	6,6 %
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 %	9,1 %	9,2 %	8,9 %
Latente Steuern	2,3 %	1,9 %	1,6 %	0,8 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>21,3 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>19,7 %</b>	<b>20,9 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>22,2 %</b>	<b>22,0 %</b>
<b>BILANZSUMME</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	4,5	3,0	3,7	6,1	7,8	9,7	11,7
Abschreibung Anlagevermögen	8,0	8,8	9,2	9,7	10,0	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	17,8	19,7	21,7
Veränderung Vorräte	-4,9	2,7	-2,6	-1,3	2,5	-1,8	-1,6
Veränderung Forderung aus LuL	-0,6	-1,6	-1,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	-1,2	1,6	-2,9	1,2	0,5	0,7	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	2,8	-1,4	-1,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>8,6</b>	<b>17,0</b>	<b>8,3</b>	<b>17,5</b>	<b>20,6</b>	<b>18,3</b>	<b>20,4</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-15,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-9,0</b>	<b>-9,0</b>
Cash Flow vor Finanzergebnis	-6,8	6,4	5,8	7,5	5,6	9,3	11,4
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	1,4	2,2
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,4</b>	<b>9,7</b>	<b>-10,4</b>	<b>-12,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-7,2</b>
Veränderung liquide Mittel	-12,4	-2,0	15,5	-2,9	-6,7	-2,2	4,2
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>16,7</b>	<b>14,7</b>	<b>30,1</b>	<b>27,2</b>	<b>20,5</b>	<b>18,4</b>	<b>22,6</b>

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	16,0	20,6	26,2
Jährliche Veränderung	27,8 %	8,9 %	-3,1 %	14,7 %	-0,2 %	28,5 %	27,4 %
<b>Total</b>	<b>129,0</b>	<b>129,1</b>	<b>132,9</b>	<b>143,3</b>	<b>150,0</b>	<b>160,6</b>	<b>170,2</b>
Jährliche Veränderung	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	4,6 %	7,0 %	6,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>G&amp;V Wachstumsanalyse</b>							
Umsatzwachstum	14,5 %	0,1 %	2,9 %	7,8 %	4,6 %	7,0 %	6,0 %
EBITDA Wachstum	43,6 %	-8,5 %	4,9 %	13,2 %	9,8 %	9,2 %	9,4 %
EBIT Wachstum	91,3 %	-20,0 %	5,0 %	20,3 %	14,8 %	15,5 %	15,0 %
EPS Wachstum	97,9 %	-41,5 %	28,5 %	107,6 %	31,6 %	21,1 %	21,8 %
<b>Effizienz</b>							
Gesamtkosten/ Umsatz	87,0 %	85,5 %	86,2 %	84,2 %	83,6 %	83,3 %	82,5 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	328,3	317,5	320,3	345,4	357,1	377,8	395,8
EBITDA pro Mitarbeiter	52,3	46,3	47,6	53,9	58,5	63,1	68,2
<b>Bilanzanalyse</b>							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	11,7 %	13,6 %	14,4 %	15,3 %	13,9 %	12,5 %	12,6 %
Vorratumschlag	4,9	5,5	5,1	5,2	6,0	6,0	6,0
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	80,4	80,8	80,9
<b>Cash Flow-Analyse</b>							
Free Cash Flow	-6,8	6,4	5,8	7,5	5,6	9,3	11,4
Free Cash Flow/ Umsatz	-5,2 %	5,0 %	4,4 %	5,2 %	3,8 %	5,8 %	6,7 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	-186,4 %	311,1 %	218,6 %	136,5 %	77,8 %	106,1 %	107,1 %
Capex/ Abschreibungen	191,5 %	120,4 %	27,8 %	103,1 %	150,0 %	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 %	10,0 %	5,6 %	5,3 %
<b>Solvenzanalyse</b>							
Nettoverschuldung	60,7	55,2	50,8	44,2	39,5	31,7	22,5
Nettoverschuldung/ EBITDA	2,9	2,9	2,6	2,0	1,6	1,2	0,8
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	3,9	5,1	6,2
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	18,1 %	17,5 %	20,0 %	25,0 %	30,0 %
<b>Produktivität</b>							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	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	6,0	6,0	6,0
<b>Renditen</b>							
ROCE	9,1 %	7,3 %	7,3 %	8,4 %	9,8 %	11,5 %	13,1 %
ROE	7,3 %	4,2 %	5,2 %	10,4 %	12,0 %	12,8 %	13,7 %
<b>Sonstige</b>							
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	0,4
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,44	0,26	0,33	0,69	0,90	1,09	1,33
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
P/BV	2,7	2,7	2,7	2,6	2,3	2,0	1,7
EV/Umsatz	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	10,2	11,1	10,4	9,2	8,2	7,2	6,3
EV/EBITA	16,8	20,8	19,5	16,2	13,8	11,5	9,5
EV/EBIT	16,8	20,8	19,5	16,2	13,8	11,5	9,5
EV/FCF	-31,1	32,6	35,6	27,4	35,7	20,8	16,1
Adjustierte FCF Rendite	5,5 %	4,9 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %	7,3 %	8,6 %
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,7 %	1,1 %	1,6 %	2,4 %

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.

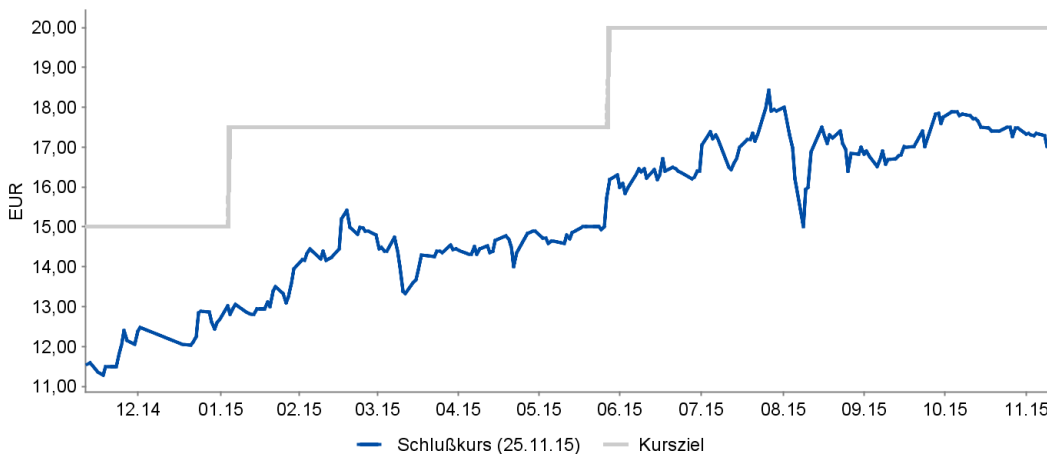
**Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:**

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 26.11.15**

**Aufnahme Coverage**  
14-April-11



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

<b>Kaufen</b>	56.56 %	100,00 %
<b>Verkaufen</b>	10.66 %	0,00 %
<b>Halten</b>	32.79 %	0,00 %



## 1. Allgemeine Hinweise/Haftung

Diese Finanzanalyse dient allein der Information institutioneller Investoren und ist nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung zu verstehen, die darin genannten Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Das Dokument ist vertraulich und wird von 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

**Aliaksandr Halitsa**  
Analyst  
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 83  
E-Mail: aliaksandr.halitsa@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**

**Christian Alisch**  
Sales  
Tel.: +49 (0)40 414 3885 - 99  
E-Mail: christian.alisch@ha-research.de

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