

Kaufen (Alt: Kaufen)

Kursziel: EUR 23,50 (Alt: EUR 24,00)

Aktueller Kurs: EUR 14,45 **Nächster Termin:** Q4 27.04.17
Bloomberg: NTG GR **Marktkapitalisierung:** EUR 115,6 Mio.
Reuters: NTGG.DE **Unternehmenswert:** EUR 184,7 Mio.

30-November-16

Sascha Berresch, CFA
 Analyst

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

Q3 im Rahmen der Erwartungen, jedoch durch Einmaleffekte verzerrt / Outlook bleibt solide

Nabaltec hat **Q3-Ergebnisse vorgelegt, die durch den vorübergehenden Stillstand des kleinen US-Werks (Nashtec) verzerrt wurden**, d.h. zusätzliche Frachtkosten, um Produkte von Deutschland in die USA zu versenden, sowie Rechtskosten für die Abwicklung des Kaufprozesses der Anteile des JV-Partners. Durch eine sehr hohe Auslastung des deutschen Werks und dem starken USD sollte sich die **Profitabilität in Q4** laut Management jedoch gegenüber dem Vorquartal **wieder verbessern**. Das Management bestätigte uns zudem, dass man sich auf einem guten Weg befindet, die angestrebten Preiserhöhungen von 9,5% für das Kernprodukt (55% vom Umsatz) für 2016 durchzusetzen.

Der Umsatz legte in Q3 um 2,0% YoY auf € 38,4 Mio. (eH&A € 39,0 Mio.) zu (9M: +6% YoY) und fiel damit aufgrund der Stilllegung von Nashtec (US 13% vom Umsatz) etwas gedämpft aus.

Trotz einer Steigerung beim Bruttoergebnis um 6,4% YoY (Marge +2PP auf 48,3%), **verringerte sich das EBIT in Q3 durch zusätzliche Fracht- und Rechtskosten i.H.v. € 1,5 Mio. um 6,0% YoY auf € 2,5 Mio.** (eH&A € 2,5 Mio.). Entsprechend sollte sich das um Einmaleffekte adjustierte EBIT stark verbessert haben.

Das EPS wurde um 9,7% YoY auf € 0,15 gesteigert (eH&A € 0,13, stabil auf 9M-Basis). Grund hierfür sind „positive“ Minderheitsanteile des JV Nashtec, bei dem in Q3 durch die Stilllegung ein Verlust angefallen ist. Damit war das EPS nach 9M stabil bei € 0,68.

Mit einem CFO von € 21 Mio. nach 9M war die **Cash-Generierung stark** und reichte zur Finanzierung von Capex € 13,7 Mio. und Zinskosten € 1,4 Mio. aus. Die Nettoverschuldung verringerte sich auf € 37 Mio., während die Bruttoliquidität mit € 41 Mio., trotz Schuldentilgung von ca. € 5 Mio. und Dividenden von € 1,2 Mio., stabil blieb.

Maßnahme: Senkung der Schätzungen 2016, um die weiteren Rechtskosten und einen leicht geringeren Umsatz, was teilweise durch niedrigere Minderheitsanteile kompensiert wird, zu berücksichtigen. Die Schätzungen 2017 reflektieren einen niedrigeren Umsatz und damit auch EBIT sowie eine höhere Steuerquote von 30% (alt 28%).

Nabaltec ist in einem globalen Oligopol weiterhin gut positioniert, um von der strukturell steigenden Nachfrage nach umweltfreundlichen Flammhemmern, die insbesondere in Kabeln eingesetzt werden, zu profitieren. Angesichts der zunehmend knapperen Kapazitäten, der Konsolidierung in den USA und den hohen Investitionen des Wettbewerbers Huber, dem Käufer der Martinswerke, hat sich darüber hinaus der Ausblick für Preiserhöhungen verbessert. Auch für die Situation des kleinen JV-Werks in den USA dürfte 2017 eine Lösung gefunden werden. Wahrscheinlich wird Nabaltec den JV-Partner ausbezahlen und das Werk in ein alleinstehendes Werk umwandeln (eH&A Investition von USD 10 Mio. & niedriger einstelliger Mio. USD-Betrag für Anteile des JV-Partners und Wegfall der Minderheitsanteile – noch nicht in den Schätzungen reflektiert). **Eine Bewertung von 6,3x EV/EBITDA '17E erscheint attraktiv. KAUFEN, neues Kursziel € 23,50** (alt € 24) auf Basis des FCFY '18E. (Fortsetzung)

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	129,2	132,9	143,3	151,3	159,5	167,5	178,4
Umsatzwachstum	0 %	3 %	8 %	6 %	5 %	5 %	6 %
EBITDA	18,8	19,8	22,4	24,6	24,6	28,2	31,8
EBIT	10,0	10,5	12,7	14,5	14,0	17,2	20,5
Jahresüberschuss	2,1	2,6	5,5	6,7	7,3	9,0	11,9
Nettoverschuldung	55,2	50,8	44,2	41,3	41,1	35,7	23,2
Netto-Fremdkapitalquote	111,7 %	99,4 %	83,9 %	71,7 %	61,9 %	45,2 %	28,6 %
Nettoverschul./ EBITDA	2,9	2,6	2,0	1,7	1,7	1,3	0,7
EPS pro forma	0,26	0,33	0,69	0,84	0,91	1,13	1,49
Cash Flow pro Aktie	1,31	0,17	1,25	1,15	1,29	1,48	1,57
Dividende pro Aktie	0,00	0,06	0,12	0,15	0,18	0,23	0,40
Dividendenrendite	0,0 %	0,4 %	0,8 %	1,0 %	1,3 %	1,6 %	2,7 %
Rohrertragsmarge	48,0 %	48,7 %	47,4 %	48,2 %	49,0 %	49,3 %	49,8 %
EBITDA-Marge	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,3 %	15,4 %	16,9 %	17,9 %
EBIT-Marge	7,8 %	7,9 %	8,8 %	9,6 %	8,8 %	10,3 %	11,5 %
ROCE	7,3 %	7,3 %	8,4 %	8,9 %	8,3 %	10,2 %	12,5 %
EV/Umsatz	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA	10,0	9,4	8,3	7,5	7,5	6,4	5,2
EV/EBIT	18,8	17,6	14,6	12,8	13,2	10,4	8,1
KGV	56,1	43,7	21,0	17,2	15,9	12,8	9,7
Adjustierte FCF Rendite	5,4 %	5,8 %	6,4 %	6,8 %	7,1 %	8,4 %	10,6 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 29.11.2016



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 16,02 / 12,85

Preis/Buchwert: 1,7

Relative Performance (SDAX):

3 Monate 3,9 %

6 Monate 11,3 %

12 Monate -8,2 %

Veränderung der Schätzungen

		Umsatz	EBIT	EPS
2016	Alt:	160,6	15,2	0,95
	Δ	-0,7%	-7,8%	-4,5%
2017	Alt:	170,2	18,3	1,25
	Δ	-1,6%	-5,7%	-9,6%
2018	Alt:	177,9	20,5	1,49
	Δ	-	-	-

Aktien Daten:

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

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 4,0

Buchwert pro Aktie: (in €) 8,3

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 20.000

Aktionärsstruktur:

Free Float 39,0 %

Familie Heckmann 31,2 %

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.

EURm	Q3 2016	Q3 2016 est	Q3 2015	yoy	9M 2016	9M 2015	yoy
Umsatz	38.4	39.0	37.6	2.0%	122.4	115.4	6.0%
Funktionale Füllstoffe	25.4	26.0	24.8	2.5%	83.8	78.5	6.8%
Technische Keramik	12.9	13.0	12.8	1.0%	38.5	36.9	4.4%
Rohertrag	18.5	18.3	17.4	6.4%	59.9	55.2	8.6%
Rohertragsmarge (%)	48.3%	46.9%	46.3%	+ 2.0 pp	49.0%	47.8%	+ 1.1 pp
EBITDA	5.2	5.1	5.2	-0.9%	19.0	19.2	-1.4%
EBITDA Marge (%)	13.5%	13.2%	13.9%	- 0.4 pp	15.5%	16.7%	- 1.2 pp
EBIT	2.5	2.5	2.6	-6.0%	11.0	11.7	-5.5%
EBIT Marge (%)	6.5%	6.4%	7.0%	- 0.6 pp	9.0%	10.1%	- 1.1 pp
Funktionale Füllstoffe	6.6%	5.6%	8.9%	- 2.3 pp	10.7%	11.1%	- 0.3 pp
Technische Keramik	6.3%	8.4%	3.5%	+ 2.8 pp	5.3%	8.0%	- 2.8 pp
Gewinn	1.2	1.0	1.1	-226.1%	5.5	5.4	1.2%
Gewinn Marge (%)	3.1%	2.6%	2.9%	+ 0.2 pp	4.5%	4.7%	- 0.2 pp
Gewinn pro Aktie	0.15	0.13	0.14	9.7%	0.68	0.67	1.2%

Quelle: Unternehmensdaten; Hauck&Aufhäuser

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	129,2	132,9	143,3	151,3	159,5	167,5	178,4
<i>Umsatzwachstum</i>	0,1 %	2,9 %	7,8 %	5,6 %	5,4 %	5,0 %	6,5 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	0,1	1,4	-0,3	1,9	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	129,4	134,3	143,0	153,2	159,5	167,5	178,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,7	1,3	2,6	2,8	1,7	1,8	1,9
Materialaufwand	67,3	69,6	75,1	80,3	81,3	84,9	89,5
Personalaufwand	21,8	22,5	25,4	26,8	28,7	30,1	31,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,2	23,8	22,7	24,3	26,5	26,0	27,5
Gesamte betriebliche Aufwendungen	110,5	114,6	120,6	128,6	134,9	139,2	146,5
EBITDA	18,8	19,8	22,4	24,6	24,6	28,2	31,8
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	8,8	9,2	9,7	10,2	10,6	11,0	11,3
EBITA	10,0	10,5	12,7	14,5	14,0	17,2	20,5
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	10,0	10,5	12,7	14,5	14,0	17,2	20,5
Zinsertrag	0,4	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	6,3	6,2	4,3	3,9	3,2	2,9	2,4
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-5,9	-5,9	-4,2	-3,7	-3,2	-2,9	-2,4
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,1	4,7	8,5	10,8	10,8	14,3	18,2
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	4,1	4,7	8,5	10,8	10,8	14,3	18,2
Steuern	1,1	0,9	2,5	3,4	3,4	4,3	5,4
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	3,0	3,7	6,1	7,4	7,5	10,0	12,7
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	3,0	3,7	6,1	7,4	7,5	10,0	12,7
Anteile Dritter	1,0	1,1	0,6	0,7	0,2	1,0	0,8
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,1	2,6	5,5	6,7	7,3	9,0	11,9
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,26	0,33	0,69	0,84	0,91	1,13	1,49

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	0,1 %	1,0 %	-0,2 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,1 %	101,0 %	99,8 %	101,3 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,3 %	1,0 %	1,8 %	1,9 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
Materialaufwand	52,1 %	52,4 %	52,4 %	53,1 %	51,0 %	50,7 %	50,2 %
Personalaufwand	16,8 %	16,9 %	17,7 %	17,7 %	18,0 %	18,0 %	17,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,9 %	17,9 %	15,8 %	16,1 %	16,6 %	15,5 %	15,4 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	85,5 %	86,2 %	84,2 %	85,0 %	84,6 %	83,1 %	82,2 %
EBITDA	14,6 %	14,9 %	15,6 %	16,3 %	15,4 %	16,9 %	17,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,8 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %	6,6 %	6,6 %	6,3 %
EBITA	7,8 %	7,9 %	8,8 %	9,6 %	8,8 %	10,3 %	11,5 %
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	7,8 %	7,9 %	8,8 %	9,6 %	8,8 %	10,3 %	11,5 %
Zinsertrag	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand	4,9 %	4,6 %	3,0 %	2,6 %	2,0 %	1,7 %	1,3 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-4,6 %	-4,4 %	-2,9 %	-2,4 %	-2,0 %	-1,7 %	-1,3 %
Gewöhnl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,2 %	3,5 %	5,9 %	7,1 %	6,8 %	8,6 %	10,2 %
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewinn vor Steuern	3,2 %	3,5 %	5,9 %	7,1 %	6,8 %	8,6 %	10,2 %
Steuerquote	26,8 %	20,2 %	28,8 %	31,5 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	2,3 %	2,8 %	4,2 %	4,9 %	4,7 %	6,0 %	7,1 %
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	2,3 %	2,8 %	4,2 %	4,9 %	4,7 %	6,0 %	7,1 %
Anteile Dritter	0,7 %	0,8 %	0,4 %	0,5 %	0,1 %	0,6 %	0,4 %
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,6 %	2,0 %	3,8 %	4,4 %	4,6 %	5,4 %	6,7 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Sachanlagen	116,0	111,8	112,0	116,6	123,0	129,0	116,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANLAGEVERMÖGEN	116,2	112,0	112,4	117,1	123,5	129,5	117,2
Vorräte	23,6	26,2	27,5	30,8	31,9	33,5	35,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,4	4,3	4,6	5,2	5,5	5,8	6,1
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,4	3,8	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5
Liquide Mittel	14,3	29,7	27,2	42,3	29,9	26,5	26,8
Latente Steuern	0,6	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UMLAUFVERMÖGEN	45,3	64,2	66,4	84,8	73,9	72,3	75,2
BILANZSUMME	161,5	176,3	178,8	201,9	197,4	201,8	192,4
EIGENKAPITAL	49,4	51,1	52,6	57,5	66,5	79,0	81,0
Anteile Dritter	-2,0	-0,8	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	59,9	70,6	61,4	71,3	58,8	50,0	40,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	17,8	18,9	25,3	28,0	28,0	28,0	28,0
Sonstige Rückstellungen	1,3	1,6	2,4	2,6	1,6	1,6	1,6
Langfristige Verbindlichkeiten	79,0	91,1	89,0	101,9	88,3	79,5	69,5
Kurzfristige Bankschulden	9,7	9,9	10,0	12,2	12,2	12,2	10,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,4	8,7	9,9	12,3	12,9	13,6	14,5
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	11,9	13,3	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
Latente Steuern	3,1	2,9	1,5	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	35,0	34,8	37,4	41,9	42,6	43,2	41,9
BILANZSUMME	161,5	176,2	178,8	201,9	197,4	201,8	192,4

Bilanz (In % vom Umsatz)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Immaterielle Vermögenswerte	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Sachanlagen	71,8 %	63,4 %	62,6 %	57,7 %	62,3 %	63,9 %	60,7 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
ANLAGEVERMÖGEN	72,0 %	63,6 %	62,8 %	58,0 %	62,6 %	64,2 %	60,9 %
Vorräte	14,6 %	14,9 %	15,4 %	15,2 %	16,2 %	16,6 %	18,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,1 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %	2,9 %	3,2 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,1 %	2,1 %	3,9 %	3,2 %	3,3 %	3,2 %	3,4 %
Liquide Mittel	8,9 %	16,8 %	15,2 %	20,9 %	15,2 %	13,1 %	14,0 %
Latente Steuern	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
UMLAUFVERMÖGEN	28,0 %	36,4 %	37,1 %	42,0 %	37,4 %	35,8 %	39,1 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	30,6 %	29,0 %	29,4 %	28,5 %	33,7 %	39,2 %	42,1 %
Anteile Dritter	-1,2 %	-0,4 %	-0,1 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	37,1 %	40,0 %	34,3 %	35,3 %	29,8 %	24,8 %	20,8 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	11,0 %	10,7 %	14,1 %	13,8 %	14,2 %	13,9 %	14,5 %
Sonstige Rückstellungen	0,8 %	0,9 %	1,3 %	1,3 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Langfristige Verbindlichkeiten	48,9 %	51,7 %	49,8 %	50,5 %	44,8 %	39,4 %	36,1 %
Kurzfristige Bankschulden	6,0 %	5,6 %	5,6 %	6,1 %	6,2 %	6,1 %	5,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,4 %	4,9 %	5,5 %	6,1 %	6,6 %	6,7 %	7,5 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	7,3 %	7,5 %	8,9 %	7,9 %	8,1 %	7,9 %	8,3 %
Latente Steuern	1,9 %	1,6 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,8 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	21,7 %	19,7 %	20,9 %	20,8 %	21,6 %	21,4 %	21,8 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	3,0	3,7	6,1	7,4	7,5	10,0	12,7
Abschreibung Anlagevermögen	8,8	9,2	9,7	10,2	10,6	11,0	11,3
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	2,5	2,2	2,1	2,7	1,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	14,3	15,1	17,9	20,2	19,1	21,0	24,0
Veränderung Vorräte	2,7	-2,6	-1,3	-3,2	-1,1	-1,6	-2,2
Veränderung Forderung aus LuL	-1,6	-1,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,4
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	1,6	-2,9	1,2	2,4	0,7	0,6	-0,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	2,7	-6,8	-0,4	-3,0	-0,7	-1,2	-3,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	17,0	8,3	17,5	17,2	18,3	19,8	20,6
Investitionen	10,6	2,6	10,0	13,1	17,0	13,0	10,0
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	-10,6	-2,6	-10,0	-13,1	-17,0	-13,0	-10,0
Cash Flow vor Finanzergebnis	6,4	5,8	7,5	4,2	1,3	6,8	10,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-8,4	9,7	-10,0	12,2	-12,5	-8,8	-12,2
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	0,5	1,0	1,2	1,5	1,5
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-8,4	9,7	-10,4	10,6	-13,7	-10,3	-13,7
Veränderung liquide Mittel	-2,0	15,5	-2,9	15,1	-12,4	-3,5	-3,1
Endbestand liquide Mittel	14,7	30,1	27,2	42,3	29,9	26,5	26,8

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Regionale Aufteilung (EUR Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Inland	40,0	40,9	40,7	41,9	43,0	44,5	46,0
Jährliche Veränderung	-1,7 %	2,2 %	-0,4 %	2,8 %	2,7 %	3,5 %	3,4 %
Sonstiges Europa	59,9	63,6	68,5	73,2	76,5	80,0	82,8
Jährliche Veränderung	2,7 %	6,2 %	7,8 %	6,8 %	4,5 %	4,6 %	3,5 %
NAFTA - Nord- und Mittelamerika	14,8	14,4	18,0	19,7	22,0	24,5	26,2
Jährliche Veränderung	-11,9 %	-2,3 %	24,8 %	9,4 %	11,6 %	11,4 %	7,0 %
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	14,4	14,0	16,0	16,5	18,0	18,5	23,3
Jährliche Veränderung	8,9 %	-3,1 %	14,7 %	2,9 %	9,1 %	2,6 %	26,4 %
Total	129,1	132,9	143,3	151,3	159,5	167,5	178,4
Jährliche Veränderung	0,1 %	2,9 %	7,8 %	5,6 %	5,4 %	5,0 %	6,5 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
G&V Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum	0,1 %	2,9 %	7,8 %	5,6 %	5,4 %	5,0 %	6,5 %
EBITDA Wachstum	-8,5 %	4,9 %	13,2 %	10,2 %	-0,1 %	14,6 %	29,3 %
EBIT Wachstum	-20,0 %	5,0 %	20,3 %	14,2 %	-3,1 %	22,8 %	46,4 %
EPS Wachstum	-41,5 %	28,5 %	107,6 %	22,3 %	8,2 %	24,3 %	63,8 %
Effizienz							
Gesamtkosten/ Umsatz	85,5 %	86,2 %	84,2 %	85,0 %	84,6 %	83,1 %	82,2 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	317,5	320,3	345,4	360,2	375,3	389,5	n/a
EBITDA pro Mitarbeiter	46,3	47,6	53,9	58,7	58,0	65,7	n/a
Bilanzanalyse							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	13,6 %	14,4 %	15,3 %	15,2 %	15,1 %	15,0 %	14,5 %
Vorratumschlag	5,5	5,1	5,2	4,9	5,0	5,0	5,0
Zahlungsziele	9,6	11,8	11,6	12,5	12,5	12,5	12,5
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	29,4	23,9	25,3	29,6	29,6	29,6	29,6
Kapitalumschlag (in Tagen)	81,2	103,6	97,2	96,7	97,6	98,1	99,0
Cash Flow-Analyse							
Free Cash Flow	6,4	5,8	7,5	4,2	1,3	6,8	10,6
Free Cash Flow/ Umsatz	5,0 %	4,4 %	5,2 %	2,7 %	0,8 %	4,1 %	5,9 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	311,1 %	218,6 %	136,5 %	62,3 %	18,4 %	75,4 %	88,8 %
Capex/ Abschreibungen	120,4 %	27,8 %	103,1 %	128,4 %	160,4 %	118,2 %	88,5 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	133,8 %	81,4 %	133,3 %	163,3 %	212,5 %	212,5 %	62,5 %
Capex/ Umsatz	8,2 %	1,9 %	7,0 %	8,6 %	10,7 %	7,8 %	n/a
Solvenzanalyse							
Nettoverschuldung	55,2	50,8	44,2	41,3	41,1	35,7	23,2
Nettoverschuldung/ EBITDA	2,9	2,6	2,0	1,7	1,7	1,3	0,7
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,3
Zinsdeckung	1,6	1,7	2,9	3,7	4,4	6,0	8,6
Gewinnausschüttungsquote	0,0 %	18,1 %	17,5 %	18,0 %	20,0 %	20,0 %	26,7 %
Produktivität							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
Operativer Kapitalumschlag	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Umschlag des Sachanlagevermögens	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5
Vorratumschlag	5,5	5,1	5,2	4,9	5,0	5,0	5,0
Renditen							
ROCE	7,3 %	7,3 %	8,4 %	8,9 %	8,3 %	10,2 %	12,5 %
ROE	4,2 %	5,2 %	10,4 %	11,6 %	10,9 %	11,4 %	14,7 %
Sonstige							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	8,6 %	8,2 %	5,7 %	5,1 %	4,1 %	4,3 %	4,0 %
Durchschn. Anzahl der Mitarbeiter	407	415	415	420	425	430	0
Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Dividende pro Aktie	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,26	0,33	0,69	0,84	0,91	1,13	1,49
Bewertungskennzahlen							
P/BV	2,3	2,3	2,2	2,0	1,7	1,5	1,4
EV/Umsatz	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA	10,0	9,4	8,3	7,5	7,5	6,4	5,2
EV/EBITA	18,8	17,6	14,6	12,8	13,2	10,4	8,1
EV/EBIT	18,8	17,6	14,6	12,8	13,2	10,4	8,1
EV/FCF	29,5	32,0	24,7	44,5	138,1	26,3	15,8
Adjustierte FCF Rendite	5,4 %	5,8 %	6,4 %	6,8 %	7,1 %	8,4 %	10,6 %
Dividendenrendite	0,0 %	0,4 %	0,8 %	1,0 %	1,3 %	1,6 %	2,7 %

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 Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate besitzt (a) oder (b) eine Nettoleerverkaufsposition von >0.5% der ausstehenden Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate besitzt,
- (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.

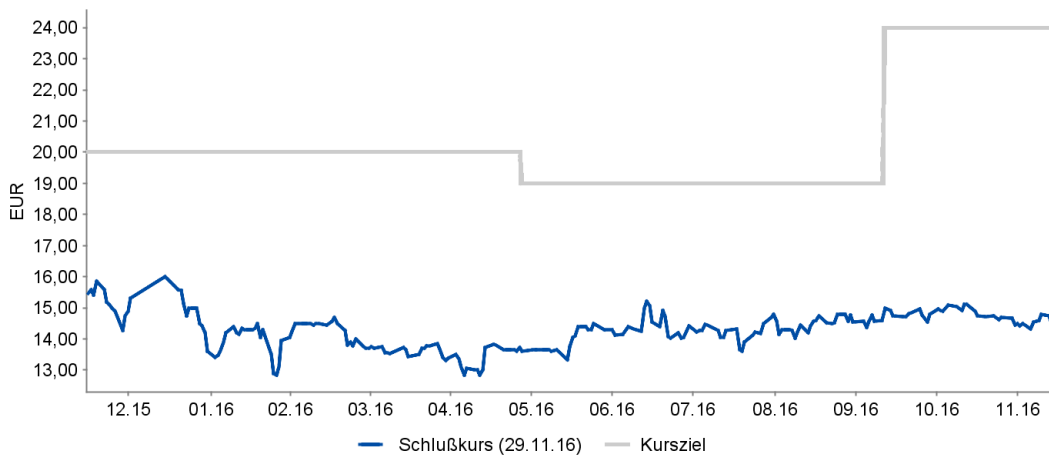
Folgende Interessenkonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse gegeben:

Unternehmen	Ausweispflicht
Nabaltec AG	2

Historische Kursziele und Empfehlungen für Nabaltec AG in den letzten 12 Monaten

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Nabaltec AG am 30.11.16**

Aufnahme Coverage
14-April-11



Unternehmen	Datum	Analyst	Empfehlung	Kursziel	Schlußkurs
-------------	-------	---------	------------	----------	------------

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

Kaufen	60,15 %	100,00 %
Verkaufen	9,77 %	0,00 %
Halten	30,08 %	0,00 %

Datum der Erstellung dieser Publikation: #ATTRIBUTE_DOC_RELEASED_DATE#

Datum der Verteilung dieser Publikation #ATTRIBUTE_DOC_DISTRIBUTION_DATE#

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 93
Fax: +49 (0) 40 414 3885 71
Email: info@ha-research.de
www.ha-research.de

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

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

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

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

Nils-Peter Gehrman
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 86
E-Mail: nils-peter.gehrman@ha-research.de

Pierre Gröning
Analyst
Tel.: +49 40 450 6342 30 92
E-Mail: pierre.groening@ha-research.de

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

Aliaksandr Halitsa
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 83
E-Mail: aliaksandr.halitsa@ha-research.de

Christian Salis
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 96
E-Mail: christian.salis@ha-research.de

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

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

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

Hauck & Aufhäuser Sales

Oliver Anderson
Sales
Tel.: +44 207 408 1100
E-Mail: oliver.anderson@ha-research.de

Toby Woods
Sales
Tel.: +44 207 408 1100
E-Mail: toby.woods@ha-research.de

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

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

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

Alexander Lachmann
Sales
Tel.: +41 43 497 30 23
E-Mail: alexander.lachmann@ha-research.de

Georgina Harrold
Sales
Tel.: +49 69 2161 1299
E-Mail: georgina.harrold@hauck-aufhaeuser.de

Jan Neynaber
Sales
Tel.: +49 69 2161 1268
E-Mail: jan.neynaber@hauck-aufhaeuser.de

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

JPP Eurosecurities Inc.
Sales North America
Quinn Raftery
Tel.: + 1 231 649 4998
E-Mail: quinn.raftery@haa-na.com

Hauck & Aufhäuser Sales Trading

Hauck & Aufhäuser
Privatbankiers KGaA
Mittelweg 16/17
20148 Hamburg
Germany

Tel.: +49 40 414 3885 75
Fax: +49 40 414 3885 71
Email: info@hauck-aufhaeuser.de
www.hauck-aufhaeuser.de

Mirko Brueggemann
Trading
Tel.: +49 40 414 3885 75
E-Mail: mirko.brueggemann@hauck-aufhaeuser.de

Joseph Kaselak
Trading
Tel.: +49 40 450 6342 3093
E-Mail: joseph.kaselak@hauck-aufhaeuser.de

Christian von Schuler
Trading
Tel.: +49 40 414 3885 77
E-Mail: christian.schuler@hauck-aufhaeuser.de

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

Kathleen Jonas
Middle-Office
Tel.: +49 40 414 3885 97
E-Mail: kathleen.jonas@hauck-aufhaeuser.de

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