

Kaufen (Alt: Kaufen)

Kursziel: EUR 44,00 (Alt: EUR 39,00)

Aktueller Kurs: EUR 30,30 **Nächster Termin:** Q4 2018 30.04.19
Bloomberg: NTG@GR **Marktkapitalisierung:** EUR 263,1 Mio
Reuters: NTGG.DE **Unternehmenswert:** EUR 332,0 Mio

21-März-19

Christian Sandherr
Analyst

Christian.Sandherr@ha-ib.de
Tel.: +49 (40) 4143885 79

Das Zauberwort „Böhmit“; Schätzungen + Kursziel angepasst

Nachdem wir mit dem CEO auf Roadshow waren und die Produktion in Deutschland besucht haben, sind wir von dem deutlichen Gewinnwachstumspotential des Unternehmens überzeugt, basierend auf den folgenden drei Punkten:

- 1) Böhmit.** Mit nur zwei großen Akteuren (Nabaltec und Estone) ist der Nischenmarkt für Böhmit, welches als Beschichtungslösung für Trennfolien in Lithium-Ionen-Batterien von Elektrofahrzeuge verwendet wird, äußerst attraktiv. Die starken Erwartungen an das Volumenwachstum für 2019 (+ 75% yoy auf bis 3,500t) sind unseres Erachtens nur der Anfang. Dadurch, dass die Nachfrage nach Böhmit dem stetig steigenden Markt für Elektrofahrzeuge ausgesetzt ist, dürften relevante Verkaufsmengen ab 2022/23 sichtbar werden. Aus unserer Sicht hat Nabaltec's **Böhmit das Potenzial, bis '23 einen Umsatz von € 55-60 Mio. und ein EBIT ~ € 20 Mio. zu erzielen. Ein DCF ausschließlich für Böhmit impliziert einen Wert von € 16-25 pro Aktie** (siehe Seite 4).
- 2) Nashtec – von einer Belastung zu einer Steigerung der GuV.** In 2018 belastete der Umbau / Aufbau von Nashtec das EBIT der Gruppe um c. € 4 Mio. Diese Einmaleffekte verblasen nun. Für das GJ 19 sollte Nashtec mindestens break-even sein, mit dem Potential einen positiven Ergebnisbeitrag zu leisten. Nabaltec baut außerdem ein zweites US Werk an einem strategisch gut positionierten ehemaligen DuPont-Standort in Chattanooga, TN, auf, welches bis Ende 2021 voraussichtlich 30,000t grobes ATH beisteuern wird. Außerdem wird diese Anlage auch 5,000t eines Spezial-ATH produzieren. Bisher wird dieser Markt von J.M. Huber dominiert.
- 3) Übertreffen der 2019 Guidance erscheint wahrscheinlich.** Das Management erwartet einen Umsatz von € 190-195 Mio. und eine EBIT-Marge von „nur“ 10-12%. In dieser Guidance wird jedoch auch ein deutlicher makroökonomischer Gegenwind berücksichtigt (z.B. Brexit und Abkühlung der Weltwirtschaft). Unseres Erachtens nach sollte Nabaltec die Margenguidance übertreffen, getrieben von den Preiserhöhungen, einem anziehenden Geschäft mit Böhmit und dem Rückgang der Anlaufkosten für Nashtec.

Der Fakt, dass die **adjustierte EBIT Marge 2018P bereits über 12%** lag, gibt zusätzliches Vertrauen, dass Nabaltec die 2019 Margenguidance übertreffen wird.

Maßnahme: Die Schätzungen werden erhöht um die angekündigte Preiserhöhung zu berücksichtigen. Schätzungen für das Geschäftsjahr 2021 werden auch hinzugefügt.

Um den positiven GuV-Effekt der neuen Anlagen in den USA und das wachsende Böhmitgeschäft besser widerspiegeln zu können, **rollen wir die Bewertung auf FCFY 2021, was zu einem neuen Kursziel von € 44** (alt: € 39) führt. –Fortgesetzt–

GJ 31.12 (EUR Mio.)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
Umsatz	151,3	159,2	168,6	176,7	200,1	220,1	238,6
Umsatzwachstum	6 %	5 %	6 %	5 %	13 %	10 %	8 %
EBITDA	24,6	22,9	30,0	30,6	40,0	46,2	50,5
EBIT	14,5	12,2	18,3	18,5	26,0	30,8	34,5
Jahresüberschuss	6,7	5,3	11,4	11,5	17,1	20,5	23,5
Nettoverschuldung	41,3	36,4	25,9	32,0	29,3	17,1	-1,4
Netto-Fremdkapitalquote	71,7 %	63,6 %	30,6 %	34,4 %	27,9 %	14,6 %	-1,0 %
Nettoverschul./ EBITDA	1,7	1,6	0,9	1,0	0,7	0,4	0,0
EPS pro forma	0,84	1,07	1,30	1,30	1,94	2,33	2,67
Cash Flow pro Aktie	1,15	1,88	1,90	1,37	1,84	2,04	2,80
Dividende pro Aktie	0,15	0,15	0,18	0,20	0,24	0,30	0,40
Dividendenrendite	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,3 %
Rohetragsmarge	48,2 %	49,3 %	50,8 %	52,0 %	53,2 %	53,6 %	53,6 %
EBITDA-Marge	16,3 %	14,4 %	17,8 %	17,3 %	20,0 %	21,0 %	21,2 %
EBIT-Marge	9,6 %	7,7 %	10,9 %	10,5 %	13,0 %	14,0 %	14,4 %
ROCE	8,9 %	7,1 %	10,0 %	9,9 %	12,6 %	15,5 %	16,1 %
EV/Umsatz	2,0	2,0	1,9	1,9	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	12,5	13,7	10,9	10,8	8,2	7,2	5,9
EV/EBIT	21,3	25,6	17,8	17,9	12,7	10,3	8,7
KGV	35,6	28,0	23,0	22,9	15,4	12,8	11,2
Adjustierte FCF Rendite	4,1 %	3,6 %	5,5 %	5,5 %	7,8 %	9,6 %	11,3 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser Datum Schlusskurs: 20.03.2019



Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

52 Wochen Hoch/Tief: 30,30 / 21,00

Preis/Buchwert: 2,9

Relative Performance (SDAX):

3 Monate -

6 Monate -

12 Monate 41,0 %

Veränderung der Schätzungen

		Umsatz	EBIT	EPS
2019	Alt:	193,9	22,8	1,68
	Δ	3,2%	14,0%	15,6%
2020	Alt:	219,1	29,0	2,18
	Δ	0,4%	6,4%	6,9%
2021	Alt:			
	Δ			

Aktien Daten:

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

Genehmigtes Kapital: (in € Mio.) 3,2

Buchwert pro Aktie: (in €) 10,6

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 2.200

Aktionärsstruktur:

Free Float 44,0 %

Family Heckmann 28,3 %

Family Witzany 27,2 %

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.

Böhmit mit Game-Changer Potenzial

In den letzten Jahren hatte Böhmit keinen spürbaren Einfluss auf Nabaltec's GuV. Dies dürfte sich jedoch erheblich ändern, insbesondere in Bezug auf das EBIT der Gruppe. **In 2018 alleine, machte Böhmit 4% des Konzernumsatzes aber fast 11% des EBITs aus (eH&A).**

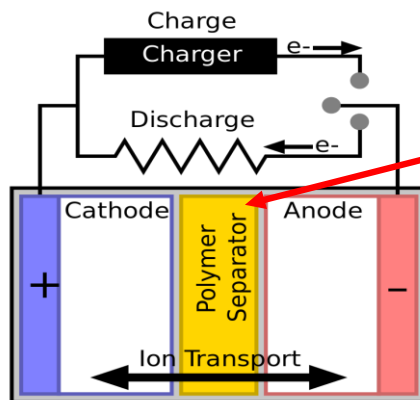
Was ist Böhmit und wofür wird es benutzt?

Vereinfacht gesagt ist Böhmit ein weißes Pulver (Aluminium-Oxid-Hydroxid) mit sehr hoher Hitzebeständigkeit. Bis vor 2-3 Jahren wurde es hauptsächlich in Katalysatoren oder als Flammschutzmittel in Leiterplatten eingesetzt.

Mit dem sich stetig entwickelnden Markt für Elektromobilität wird Böhmit auch **zunehmend als Beschichtungsmaterial für Separatorfolien in Lithium-Ionen-Batterien von Elektrofahrzeugen und Hybridfahrzeugen eingesetzt.** Aus folgendem Grund:

Innerhalb einer Lithium-Ionen Batterie ist der Separator eine durchlässige Membran, die zwischen Anode und Kathode angeordnet ist. Die Hauptfunktion besteht darin, die beiden Elektroden voneinander getrennt zu halten um einerseits Kurzschlüsse zu verhindern und andererseits elektrisch geladene Ionen durchzulassen. Dadurch kann der Stromkreislauf geschlossen werden und ein Laden und Entladen wird ermöglicht (siehe unten).

Schematic of a lithium-ion battery



Coated with boehmite, increasing safety while allowing for high performance

Source: Wikipedia, Hauck & Aufhäuser

Im Allgemeinen bestehen diese Separatoren aus einer ultradünnen (2-4 μm) Kunststoffolie mit der richtigen Porengröße, durch die die Ionen hindurchtreten können, während alle anderen Komponenten blockiert bleiben. **Je dünner der Separator ist, desto höher ist die Energiedichte und desto schneller kann eine Batterie aufgeladen oder entladen werden.** Dies ist besonders wichtig für Elektrofahrzeuge, da unter anderem die Reichweite und lange Ladezeiten Konsumenten aktuell davon abhalten, Elektrofahrzeuge zu kaufen.

Immer dünner werdende Folien bringen jedoch auch ein großes Problem mit sich. Je dünner diese werden, desto mehr Hitzebeständigkeit verlieren sie und können bei Hitzeeinwirkung zusammenschrumpfen. Dies ist besonders problematisch beim schnellen Laden und Entladen, da durch die freigesetzte Hitze die Folie schrumpfen kann. Folglich wären Anode und Kathode nicht mehr getrennt, **was zu einem Kurzschluss und letztlich einem Brand der Batterie führen würde.**

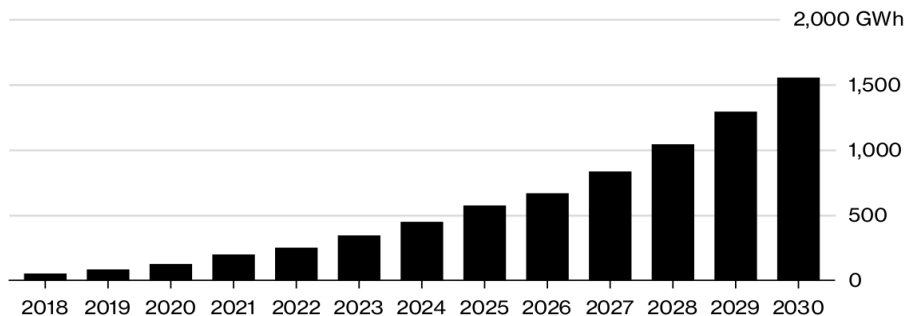
Es gibt nur zwei Möglichkeiten, diesem Problem entgegenzuwirken. Einerseits könnten die Folien dicker gemacht werden, was aber wiederum die notwendigen Vorteile einer ultradünnen Folie entgegenwirken würde. **Zum anderen kann die ultradünne Folie mit feinen, extrem hitzebeständigen Partikeln, wie z.B. Böhmit beschichtet werden.**

Durch das Beschichten der Kunststofftrennfolie kann die Hitzebeständigkeit dieser erheblich gesteigert werden ohne Leistungsvorteile aufzuopfern. Bei **Kosten von durchschnittlich € 10 pro Auto** bietet Böhmit den OEMs dies den OEMs eine **bemerkenswerte Sicherheitssteigerung bei relativ geringen Kosten.**

Das zugrunde liegende Marktwachstum steht kurz vorm Ausbruch

Im Allgemeinen hängt die **Nachfrage nach Böhmit stark von den produzierten Batteriekapazitäten ab**, die in GWh gemessen werden. Wichtig ist, dass sich das Nachfragewachstum ab 2022E deutlich beschleunigen sollte, wie in der nachfolgenden Grafik dargestellt.

Passenger car related battery demand for pure Evs in GWh



Source: Bloomberg New Energy Finance; Hauck & Aufhäuser

Der erwartete starke Anstieg von Batteriekapazitäten wird durch rasant steigende Verkaufszahlen von rein elektrischen Fahrzeugen getrieben. Die Gründe dafür sind (1) steigende regulatorische Anforderungen (z.B. haben Kalifornien, Frankreich und UK haben angekündigt, den Verkauf von Verbrennungsmotoren bis 2040 einzustellen), (2) ständig steigende Benutzerfreundlichkeit (z.B. höhere Reichweiten und kürzere Ladezeiten) und (3) ein wachsendes Umweltbewusstsein.

Als Faustregel gilt, dass für eine Batteriekapazität von 100 GWh c. 10,000t Böhmit benötigt werden. Daher könnte der globale Markt für Böhmit bis 2030 auf rund 160,000t steigen, was einen Umsatz von rund € 480 Mio. (bei einer Annahmerate von 100%) bedeuten würde. Eine Annahmerate von 100% erscheint jedoch unwahrscheinlich, da alternativ auch hochwertiges Aluminiumoxide verwendet werden könnte was ebenfalls von Nabaltec hergestellt wird. **Böhmit bietet jedoch Produktionsvorteile, da es schonender für die Beschichtungsanlagen und die Folie ist.**

Die obenstehende Grafik spiegelt außerdem nur das Potenzial aus rein elektrisch betriebenen PKWs wieder, nicht das aus Hybrid- und Nutzfahrzeugen.

Da Sicherheitsbedenken ständig zunehmen, **könnte unserer Meinung nach Böhmit auch in Energiespeicherlösungen**, ein durch die Energiewende getriebener Wachstumsmarkt, **zum Einsatz kommen.**

Auswirkungen auf Nabaltec

Bis jetzt gibt es nur zwei große Akteure, die in der Lage sind, größere Mengen geeignetes Böhmit für Separatoren herzustellen. Nabaltec und Estone aus China.

Nabaltec arbeitet bereits mit verschiedenen Zell- und Folienherstellern aus China zusammen und wird dadurch unserer Meinung nach deutlich von wachsenden Batterieproduktion profitieren.

Im Geschäftsjahr 2018 stiegen die Verkaufsmengen von Böhmit im Einklang mit dem starken Markt für Elektrofahrzeuge um 60% auf 2,000t. Dieses kräftige Wachstum sollte sich auch weiterhin fortsetzen, wenn nicht sogar noch weiter beschleunigen (**+75% yoy auf 3,500t für 2019**; eH&A).

Aufgrund der niedrigen Volumina scheint Böhmit auf den ersten Blick eher vernachlässigbar. Aber bei einem durchschnittlichen Verkaufspreis von € 3,500 pro Tonne und eine EBIT-Marge von 30%, **implizieren sogar diese niedrigen Volumina einen Umsatz von € 12,2 Mio. € und ein EBIT von € 3,7 Mio. in 2019.** Bis Juni diesen Jahres wird Nabaltec über eine Kapazität von 7,500 t verfügen, was ausreicht um einen Umsatz von € 26 Mio. und EBIT von 7,8 Mio. EBIT zu erzielen.

Wichtig ist auch, dass der **Investitionsbedarf** für den Aufbau zusätzlicher Kapazitäten **im Vergleich zum Rest des Geschäfts erheblich niedriger ist**. Dies zeigt sich sehr deutlich in den Capital Turns von c. 3x (1x auf Gruppenebene).

Unter der Annahme, dass sich die Produktion von Elektrofahrzeugen so entwickelt wie von den Autoherstellern angekündigt, dann hat Nabaltec's Böhmit das Potenzial bis 2023 € 55 bis 60 Mio. Umsatz und € 20 Mio. EBIT (bei stabilen Margen) zu erzielen.

DCF für Böhmit impliziert einen Wert von € 16-25 pro Aktie

Da die derzeitige Bewertungsmethode (FCFY'21) das Potenzial von Böhmit nicht angemessen widerspiegelt, gibt das nachstehende DCF einen Hinweis auf das Wertpotenzial für dieses Produkt.

In Anbetracht des hohen Maßes an Variablen in diesem Modell (z.B. Marktanteile von Böhmit und Nabaltec, die Entwicklung der Böhmitpreise und die globale Produktion von Elektrofahrzeugen) wählen wir einen konservativen WACC von 12,5% um diese Unsicherheiten auszugleichen.

Nichtsdestotrotz, unser **DCF impliziert einen fairen Wert für Böhmit von € 16 je Aktie**. Bei einem WACC von 10,5% bzw. 8,5%, würde der dementsprechende Wert pro Aktie auf € 19,5 bzw. € 25 je Aktie steigen. Weitere wichtige Annahmen sind:

- Produktion von Elektrofahrzeugen (Information Handling Services Inc., US)
- 50% Marktanteil von Böhmit als Beschichtung für Separatorfolien der sich im Laufe der Zeit allmählich verbessert, getrieben durch seine Produktionsvorteile gegenüber Aluminiumoxid und seine signifikante Verbesserung der Batteriesicherheit.
- Durchschnittlicher Böhmitbedarf von 3kg pro Elektrofahrzeug
- Ein Böhmit-Preis von rund 3,5 € / kg, der angesichts des Kostendrucks in der Automobilbranche auf 3 € / kg sinkt
- Ein gradueller Rückgang des Marktanteils von Nabaltec aufgrund potenzieller Wettbewerber
- Eine EBIT-Marge von 30%, die auf 25% sinkt und eine Steuerrate von 28%
- Langfristiges Wachstum von konservativen 2%.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal value
EV production (m units)	3.1	4.5	7.2	11.5	15.1	18	21.2	25.7	30.7
Boehmite market share	50%	50%	50%	65%	65%	70%	75%	80%	85%
Avg kg per Li-battery	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Global boehmite demand (kt)	4.7	6.8	10.8	22.4	29.4	37.8	47.7	61.7	78.3
Share Nabaltec (%)	75%	74%	67%	52%	63%	56%	51%	44%	38%
NTG boehmite capacity (kt)	7.5	7.5	10.0	15.0	20.0	22.5	25.0	27.5	30.0
NTG boehmite sales (kt)	3.5	5.0	7.3	11.6	18.6	21.3	24.5	27.0	29.7
	yoy	n.a.	45%	45%	60%	60%	15%	15%	10%
Price per tonne (k€)	3.5	3.4	3.3	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Sales (€ m)	12.3	16.9	23.6	36.5	56.3	64.9	74.6	82.1	90.3
	EBIT margin	30%	30%	30%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT (€m)	3.7	5.1	7.2	11.1	14.3	16.5	19.0	20.8	22.9
	yoy	n.a.	45%	45%	60%	60%	10%	10%	10%
NOPAT (€m)	2.7	3.7	5.2	8.0	10.3	11.9	13.6	15.0	16.5
Change in w/c (€m)		-0.8	-1.2	-2.3	-3.6	-1.5	-1.8	-1.3	-1.4
Capex (€m)	-3.0	0.0	-2.5	-5.0	-5.0	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
FCF (€m)	-0.3	2.9	1.5	0.7	1.7	7.8	9.4	11.2	12.6
Present value (€m)	-0.3	2.3	1.1	0.4	1.0	4.0	4.2	4.5	123.7

Fair value (€m) 140.9
Fair value per share (€) 16.0

Model assumptions:

Tax rate 28.0%
WACC (%) 12.5%
LT growth (%) 2.0%

Source: Company data, Hauck & Aufhäuser

Jüngster Newsflow mit positive Einfluss auf die Böhmitnachfrage

CATL beabsichtigt, die Batteriezellenfabrik in Deutschland auf 100 GWh zu erhöhen. Der führende chinesische Batteriezellenhersteller CATL hat die Pläne für seine deutsche Batteriefabrik in Erfurt erhöht. CATL hält eine Kapazität von bis zu 100 GWh in Thüringen für realistisch und liegt damit deutlich über den ursprünglich angestrebten 60 GWh. Das erhöhte Produktionsziel **könnte zu einer Böhmit-Nachfrage von 10,000t führen, die allein in Deutschland ein Umsatzpotenzial von € 30 Mio. bedeuten würde**, während die Hauptproduktion von CATL in China liegt.

SK Innovation baut eine größere Fabrik für Batteriezellen in den USA. Es war erwartet, dass die weltweite Produktionskapazität von SK Innovation bis 2022 voraussichtlich auf 60 GWh steigen soll. Vor kurzem wurde nun berichtet, dass aufgrund der hohen Nachfrage bis 2025 rund 10 Milliarden Dollar ausgegeben werden sollen, um die Produktionskapazität auf rund 100 GWh pro Jahr zu erhöhen.

LG Chem plant zweites Batteriewerk in Europa. LG Chem, Südkoreas führender Hersteller von Batterien für Elektrofahrzeuge erwägt eine zweite Anlage in Europe um der schnell wachsenden Nachfrage gerecht zu werden. Laut LG Chem soll die Produktionskapazität bis 2020 von derzeit 34GWh auf 110 GWh erhöht werden.

US-Werke bereiten dem Kernprodukt (ATH) den Weg für weiteres Wachstum

Nach rund zwei Jahren begrenzten Volumenzuwachses aufgrund einer nahezu voll ausgelasteten Produktion in Schwandorf in Deutschland haben die **jüngsten Investitionen in den USA den Weg für weiteres Umsatzwachstum geebnet.**

Im Detail arbeitet Nabaltec derzeit an dem Bau und dem Hochfahren zweier Werke in den USA. Nashtec und Naprotec. Jedes dieser Werke mit einem spezifischen Produkt:

Nashtec. Mit einer angestrebten Produktionskapazität von 30,000t feinem ATH befindet sich Nashtec derzeit im Hochfahrprozess. Nach einem EBIT-Verlust von € 4 Mio. in 2018, sollte Nashtec dieses Jahr mindestens die Kosten decken können, **besitzt aber auch das Potenzial einen positiven Beitrag zum Konzernergebnis zu leisten.** Aus unserer Sicht reicht das Marktwachstum aus, um die angekündigten Kapazitätserweiterungen von Nabaltec und Huber zu absorbieren.

Bei voller Auslastung hat Nashtec das Potenzial c. € 27m Umsatz (eH&A) mit feinem ATH für Kable zu generieren; EBIT-Margen im zweistelligen Bereich

Naprotec. Im Jahr 2018 beschloss Nabaltec, die **Kapazitäten des groben ATH um 30,000t zu erhöhen**, indem ein strategisch gut positionierter ehemaliger DuPont-Standort in Chattanooga, TN, gekauft und mit einem eigenen Maschinenpark ausgestattet wurde. Diese Anlage wird 5,000t Spezial-ATH für Gummiwandungen produzieren. Bisher wird dieser Markt von J.M. Huber dominiert.

Bei voller Auslastung hat Naprotec das Potenzial c. €24m Umsatz (eH&A) zu generieren; EBIT-Margen im zweistelligen Bereich.

Overview capacities (current/being set up/possible)

Schwandorf	Nashtec	Naprotec
<div style="border: 1px dashed red; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">100kt fine</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">30kt coarse</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">7.5kt boehmite</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">80kt special oxides</div> </div>	<div style="border: 1px dashed red; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">30kt fine</div> </div>	<div style="border: 1px dashed red; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">30kt coarse</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">5kt special ATH</div> </div>
BEING SET UP		
<div style="border: 1px dashed red; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">Boehmite*</div> </div>	POSSIBLE	
	<div style="border: 1px dashed red; padding: 5px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-bottom: 5px;">Boehmite*</div> </div>	

Source: Company data, Hauck & Aufhäuser *Capacity expansions of boehmite demand on commitment of battery producers, no limitation to capacity

Übertreffen der 2019 Guidance erscheint wahrscheinlich

Für das Geschäftsjahr 2019 erwartet das Management einen Umsatz von € 190-195 Mio. und eine EBIT-Marge von „nur“ 10-12%. In dieser Guidance wird jedoch auch ein deutlicher Makro Gegenwind berücksichtigt (z.B. Brexit und Abkühlung der Weltwirtschaft).

Unseres Erachtens sollte Nabaltec nicht nur in der Lage sein die Umsatzguidance zu übertreffen, sondern vor allem die Marge (eH&A: 13%), basierend auf:

- **7,5% Preiserhöhung für alle Produkte**, welche sich ab März positiv auf die GuV der Gruppe auswirken dürfte, da wir davon ausgehen, dass die höheren Preise teilweise auch zu höherem Gewinn führen werden.
- **Deutliches Wachstum des Böhmit-Umsatzes; +75% yoy auf 3,500t**, was zusätzlichen Umsatz von € 4,5 Mio. € und EBIT von € 1,5 Mio. (eH&A) bedeutet
- **Ausbleibende Einmaleffekte im Zusammenhang mit dem Hochfahren von Nashtec** (eH&A: € 4m); Management erwartet das Nashtec diese Jahr mindestens kostendeckend wird

Der Fakt, dass die **adjustierte EBIT Marge 2018P bereits über 12%** lag, gibt zusätzliches Vertrauen, dass Nabaltec die 2019 Margenguidance übertreffen wird.

Bewertung mit viel Luft nach oben

Nach Nabaltec's vorläufigen Zahlen zum Geschäftsjahr 2018, rollen wir die Bewertung um ein Jahr auf FCFY 2021 um folgendes besser zu berücksichtigen:

- **Den positive Ergebnisbeitrag von Nashtec und Naprotec**, welche bis jetzt nur die Nettoverschuldung erhöht und das Ergebnis verwässert haben.
- **Deutliches Ergebniswachstum durch Böhmit**. 2021 spiegelt jedoch immer noch nicht das volle Ertragspotenzial wieder, da die relevante Nachfrage erst 2022/23 eintreten wird, getrieben durch den erheblichen Anstieg von SK Innovation & CATL's Batteriezellenproduktion in Europa. In 2021 wird Böhmit nur etwa € 7 Mio. EBIT zur Gruppe beitragen, deutlich weniger als die € 22 Mio., die wir in 2022/23 erwarten (eH&A).

Das adj. FCFY Modell impliziert ein neues Kursziel von **€ 44 pro Aktie** (old: € 39).

FCF yield, year end Dec. 31	2017	2018P	2019E	2020E	2021E	
EBITDA	30.0	30.6	40.0	46.2	50.5	
- Maintenance capex	7.5	8.0	10.0	10.0	10.0	
- Minorities (EBIT)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- tax expenses	4.3	4.5	6.6	7.9	9.0	
= Adjusted Free Cash Flow	18.2	18.1	23.4	28.3	31.4	
Actual Market Cap	244.6	244.6	244.6	244.6	244.6	
+ Net debt (cash)	25.9	32.0	29.3	17.1	-1.4	
+ Pension provisions	36.8	36.8	36.8	36.8	36.8	
+ Off balance sheet financing	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
+ Adjustments prepayments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Financial assets	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
- Dividend payment	-1.2	-1.2	-1.5	-1.8	-2.1	
<i>EV Reconciliations</i>	61.4	67.6	64.5	52.1	33.2	
= Actual EV'	306.1	312.2	309.2	296.7	277.9	
Adjusted Free Cash Flow yield	6.0%	5.8%	7.6%	9.5%	11.3%	
Sales	168.6	176.7	200.1	220.1	238.6	
Actual EV/sales	1.8x	1.8x	1.5x	1.3x	1.2x	
Hurdle rate	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
FCF margin	10.8%	10.3%	11.7%	12.9%	13.2%	
Fair EV/sales	1.4x	1.4x	1.6x	1.7x	1.8x	
Fair EV	243.2	241.8	312.3	377.4	418.8	
- <i>EV Reconciliations</i>	61.4	67.6	64.5	52.1	33.2	
Fair Market Cap	181.8	174.3	247.7	325.3	385.6	
No. of shares (million)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	
Fair value per share	20.7	19.8	28.2	37.0	43.8	
Premium (-) / discount (+) in %	-25.7%	-28.8%	1.3%	33.0%	57.6%	
Sensitivity analysis fair value						
	7.5%	20.7	19.8	28.2	37.0	43.8
Hurdle rate	10.0%	13.8	12.9	19.3	26.2	31.9
	12.5%	9.6	8.8	14.0	19.8	24.8
	15.0%	6.8	6.1	10.4	15.5	20.0

Source: Company data, Hauck & Aufhäuser

Finanzen

Gewinn- und Verlustrechnung (EUR Mio)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
Umsatz	151,3	159,2	168,6	176,7	200,1	220,1	238,6
Umsatzwachstum	5,6 %	5,2 %	5,9 %	4,8 %	13,2 %	10,0 %	8,4 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	1,9	0,4	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	153,2	159,6	170,1	176,7	200,1	220,1	238,6
Sonstige betriebliche Erträge	2,8	2,2	4,5	2,7	2,4	3,1	3,3
Materialaufwand	80,3	80,9	83,7	84,8	93,6	102,1	110,7
Personalaufwand	26,8	31,7	31,3	32,9	36,2	39,6	42,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,3	26,2	29,6	31,1	32,6	35,2	37,8
Gesamte betriebliche Aufwendungen	128,6	136,7	140,1	146,1	160,0	173,8	188,1
EBITDA	24,6	22,9	30,0	30,6	40,0	46,2	50,5
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	10,2	10,7	11,7	12,1	14,0	15,4	16,0
EBITA	14,5	12,2	18,3	18,5	26,0	30,8	34,5
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 (inc Neubewertung netto)	14,5	12,2	18,3	18,5	26,0	30,8	34,5
Zinsertrag	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	3,9	3,3	2,7	2,6	2,4	2,4	2,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-3,7	-3,1	-2,6	-2,6	-2,3	-2,4	-1,9
Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	10,8	9,2	15,7	15,9	23,7	28,4	32,5
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	10,8	9,2	15,7	15,9	23,7	28,4	32,5
Steuern	3,4	3,9	4,3	4,5	6,6	7,9	9,0
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	7,4	5,3	11,4	11,5	17,1	20,5	23,5
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	7,4	5,3	11,4	11,5	17,1	20,5	23,5
Anteile Dritter	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (berichtet)	6,7	5,3	11,4	11,5	17,1	20,5	23,5
Durchschnittliche Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,3	8,8	8,8	8,8	8,8
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,84	0,67	1,39	1,30	1,94	2,33	2,67

Gewinn- und Verlustrechnung (In % vom Umsatz)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderung und aktivierte Eigenleistungen	1,3 %	0,2 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	101,3 %	100,2 %	100,9 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,9 %	1,4 %	2,7 %	1,5 %	1,2 %	1,4 %	1,4 %
Materialaufwand	53,1 %	50,8 %	49,7 %	48,0 %	46,8 %	46,4 %	46,4 %
Personalaufwand	17,7 %	19,9 %	18,6 %	18,6 %	18,1 %	18,0 %	18,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,1 %	16,5 %	17,5 %	17,6 %	16,3 %	16,0 %	15,9 %
Gesamte betriebliche Aufwendungen	85,0 %	85,8 %	83,1 %	82,7 %	80,0 %	79,0 %	78,9 %
EBITDA	16,3 %	14,4 %	17,8 %	17,3 %	20,0 %	21,0 %	21,2 %
Abschreibungen auf Sachanlagevermögen	6,7 %	6,7 %	6,9 %	6,8 %	7,0 %	7,0 %	6,7 %
EBITA	9,6 %	7,7 %	10,9 %	10,5 %	13,0 %	14,0 %	14,4 %
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 (inc Neubewertung netto)	9,6 %	7,7 %	10,9 %	10,5 %	13,0 %	14,0 %	14,4 %
Zinsertrag	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand	2,6 %	2,1 %	1,6 %	1,5 %	1,2 %	1,1 %	0,8 %
Sonstiges Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Gewönl. Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,1 %	5,8 %	9,3 %	9,0 %	11,8 %	12,9 %	13,6 %
Außerordentliches Ergebnis / Verlust	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewinn vor Steuern	7,1 %	5,8 %	9,3 %	9,0 %	11,8 %	12,9 %	13,6 %
Steuerquote	31,5 %	42,3 %	27,2 %	28,0 %	27,8 %	27,8 %	27,8 %
Jahresüberschuss aus fortlaufender Geschäftstätigkeit	4,9 %	3,3 %	6,8 %	6,5 %	8,6 %	9,3 %	9,8 %
Gewinn von aufgegebenen Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,9 %	3,3 %	6,8 %	6,5 %	8,6 %	9,3 %	9,8 %
Anteile Dritter	0,5 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Nettogewinn (berichtet)	4,4 %	3,4 %	6,8 %	6,5 %	8,6 %	9,3 %	9,8 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (EUR Mio)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
Immaterielle Vermögenswerte	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Sachanlagen	116,6	125,3	131,7	144,6	150,6	147,2	143,2
Finanzanlagen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
ANLAGEVERMÖGEN	117,1	125,9	132,2	145,2	151,1	147,8	143,7
Vorräte	30,8	30,9	33,0	34,6	38,5	41,5	45,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,2	3,1	4,1	4,3	4,9	5,3	5,8
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	6,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Liquide Mittel	42,3	36,2	45,9	38,3	41,1	21,9	40,4
Latente Steuern	0,0	1,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UMLAUFVERMÖGEN	84,8	76,8	89,2	82,7	89,9	74,2	97,5
BILANZSUMME	201,9	202,7	221,4	227,8	241,0	222,0	241,2
EIGENKAPITAL	57,5	57,2	84,5	93,2	104,9	117,7	134,9
Anteile Dritter	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	71,3	71,3	70,4	70,4	70,4	39,0	39,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	28,0	38,1	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8
Sonstige Rückstellungen	2,6	2,4	3,2	3,0	3,0	2,0	2,0
Langfristige Verbindlichkeiten	101,9	111,8	110,4	110,2	110,2	77,8	77,8
Kurzfristige Bankschulden	12,2	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	12,3	14,5	15,6	16,1	18,6	20,1	22,1
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	15,9	16,4	8,3	7,3	6,3	5,3	5,3
Latente Steuern	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	41,9	33,2	26,5	24,5	25,9	26,5	28,5
BILANZSUMME	201,9	202,7	221,4	227,8	241,0	222,0	241,3

Bilanz (In % vom Umsatz)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
Immaterielle Vermögenswerte	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Sachanlagen	57,7 %	61,8 %	59,5 %	63,5 %	62,5 %	66,3 %	59,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
ANLAGEVERMÖGEN	58,0 %	62,1 %	59,7 %	63,7 %	62,7 %	66,6 %	59,6 %
Vorräte	15,2 %	15,2 %	14,9 %	15,2 %	16,0 %	18,7 %	19,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6 %	1,5 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3,2 %	2,7 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %	2,5 %	2,3 %
Liquide Mittel	20,9 %	17,9 %	20,7 %	16,8 %	17,0 %	9,9 %	16,7 %
Latente Steuern	0,0 %	0,6 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
UMLAUFVERMÖGEN	42,0 %	37,9 %	40,3 %	36,3 %	37,3 %	33,4 %	40,4 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EIGENKAPITAL	28,5 %	28,2 %	38,2 %	40,9 %	43,5 %	53,0 %	55,9 %
Anteile Dritter	0,3 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	35,3 %	35,2 %	31,8 %	30,9 %	29,2 %	17,6 %	16,2 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	13,8 %	18,8 %	16,6 %	16,2 %	15,3 %	16,6 %	15,3 %
Sonstige Rückstellungen	1,3 %	1,2 %	1,5 %	1,3 %	1,2 %	0,9 %	0,8 %
Langfristige Verbindlichkeiten	50,5 %	55,1 %	49,9 %	48,4 %	45,7 %	35,1 %	32,2 %
Kurzfristige Bankschulden	6,1 %	0,6 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1 %	7,2 %	7,1 %	7,1 %	7,7 %	9,0 %	9,2 %
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	7,9 %	8,1 %	3,8 %	3,2 %	2,6 %	2,4 %	2,2 %
Latente Steuern	0,7 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kurzfristige Verbindlichkeiten	20,8 %	16,4 %	12,0 %	10,8 %	10,8 %	11,9 %	11,8 %
BILANZSUMME	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (EUR Mio)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	7,4	5,3	11,4	11,5	17,1	20,5	23,5
Abschreibung Anlagevermögen	10,2	10,7	11,7	12,1	14,0	15,4	16,0
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	2,7	2,8	3,5	-1,3	0,0	0,0	0,0
C/F der gew. Geschäftstätigkeit vor Veränderungen des Betriebskapitals	20,2	18,8	26,7	22,3	31,1	35,9	39,5
Veränderung Vorräte	-3,2	-0,1	-2,1	-1,6	-3,9	-3,0	-4,4
Veränderung Forderung aus LuL	-0,6	2,1	-1,0	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4
Veränderung Verbindlichkeiten aus LuL	2,4	2,2	1,1	-0,5	-2,4	-1,5	-2,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-3,0	4,3	-2,0	-2,3	-6,9	-10,0	-6,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	17,2	23,0	24,7	20,0	24,2	25,9	32,6
Investitionen	13,1	17,0	23,4	25,0	20,0	12,0	12,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,6	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	-13,1	-17,0	-23,9	-25,0	-20,0	-12,0	-12,0
Cash Flow vor Finanzergebnis	4,2	6,0	0,7	-5,0	4,2	13,9	20,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	12,2	-11,8	-0,8	-1,4	0,0	-31,4	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	17,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	1,0	1,2	1,2	1,2	1,5	1,8	2,1
Sonstiges	-0,6	0,6	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,4	0,2	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	10,6	-12,4	10,0	-2,6	-1,5	-33,1	-2,1
Veränderung liquide Mittel	15,1	-6,1	9,8	-7,6	2,7	-19,2	18,5
Endbestand liquide Mittel	42,3	36,2	45,9	38,3	41,1	21,9	40,4

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Kennzahlen (EUR Mio)	2015	2016	2017	2018P	2019e	2020e	2021e
G&V Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum	5,6 %	5,2 %	5,9 %	4,8 %	13,2 %	10,0 %	8,4 %
EBITDA Wachstum	10,2 %	-7,0 %	31,0 %	33,5 %	33,2 %	51,0 %	26,1 %
EBIT Wachstum	14,2 %	-15,5 %	49,7 %	51,2 %	42,0 %	66,5 %	32,5 %
EPS Wachstum	22,3 %	-20,4 %	107,5 %	95,0 %	40,1 %	78,9 %	37,3 %
Effizienz							
Gesamtkosten/ Umsatz	85,0 %	85,8 %	83,1 %	82,7 %	80,0 %	79,0 %	78,9 %
Umsatz pro Mitarbeiter (EUR Tsd.)	348,6	353,8	360,3	376,0	408,3	431,5	n/a
EBITDA pro Mitarbeiter	56,8	50,9	64,2	65,1	81,7	90,6	n/a
Bilanzanalyse							
Durchschnittliches Betriebskapital/ Umsatz	15,2 %	13,6 %	12,1 %	11,9 %	11,6 %	11,3 %	11,4 %
Vorratsumschlag	4,9	5,2	5,1	5,1	5,2	5,3	5,2
Zahlungsziele	12,5	7,1	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Umschlagsdauer der Verbindlichkeiten (Tage)	29,6	33,3	33,9	33,3	33,9	33,3	33,9
Kapitalumschlag (in Tagen)	96,7	80,8	84,5	88,3	86,5	85,5	87,2
Cash Flow-Analyse							
Free Cash Flow	4,2	6,0	1,3	-5,0	4,2	13,9	20,6
Free Cash Flow/ Umsatz	2,7 %	3,8 %	0,8 %	-2,8 %	2,1 %	6,3 %	8,6 %
Free Cash Flow/ Nettoergebnis	62,3 %	112,5 %	11,3 %	neg.	24,7 %	67,8 %	87,8 %
Capex/ Abschreibungen	128,4 %	159,2 %	199,8 %	206,6 %	142,9 %	77,9 %	75,0 %
Capex/ Erhaltungsinvestitionen	163,3 %	212,6 %	292,4 %	312,5 %	250,0 %	150,0 %	150,0 %
Capex/ Umsatz	8,6 %	10,7 %	13,9 %	14,1 %	10,0 %	5,5 %	5,0 %
Solvenzanalyse							
Nettoverschuldung	41,3	36,4	25,9	32,0	29,3	17,1	-1,4
Nettoverschuldung/ EBITDA	1,7	1,6	0,9	1,0	0,7	0,4	0,0
Nettoverschuldung/ Eigenkapital	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,1	neg.
Zinsdeckung	3,7	3,7	6,8	7,1	11,1	12,8	17,6
Gewinnausschüttungsquote	18,0 %	22,4 %	13,0 %	15,3 %	12,3 %	12,9 %	15,0 %
Produktivität							
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1
Operativer Kapitalumschlag	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4
Umschlag des Sachanlagevermögens	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,7
Vorratsumschlag	4,9	5,2	5,1	5,1	5,2	5,3	5,2
Renditen							
ROCE	8,9 %	7,1 %	10,0 %	9,9 %	12,6 %	15,5 %	16,1 %
ROE	11,6 %	9,4 %	13,5 %	12,3 %	16,3 %	17,4 %	17,4 %
Sonstige							
Zinsaufwand/ durchschnittliche Verbindlichkeiten	5,1 %	4,3 %	3,7 %	3,6 %	3,3 %	4,4 %	3,6 %
Durchschn. Anzahl der Mitarbeiter	434	450	468	470	490	510	0
Anzahl Aktien	8,0	8,0	8,3	8,8	8,8	8,8	8,8
Dividende pro Aktie	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
Gewinn pro Aktie - berichtet	0,84	0,67	1,39	1,30	1,94	2,33	2,67
Bewertungskennzahlen							
P/BV	4,2	4,2	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9
EV/Umsatz	2,0	2,0	1,9	1,9	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	12,5	13,7	10,9	10,8	8,2	7,2	5,9
EV/EBITA	21,3	25,6	17,8	17,9	12,7	10,3	8,7
EV/EBIT	21,3	25,6	17,8	17,9	12,7	10,3	8,7
EV/FCF	74,3	52,1	250,8	-66,9	77,9	22,8	14,5
Adjustierte FCF Rendite	4,1 %	3,6 %	5,5 %	5,5 %	7,8 %	9,6 %	11,3 %
Dividendenrendite	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,3 %

Quelle: Unternehmensdaten, Hauck & Aufhäuser

Angaben für Research Publikationen der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz sowie den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

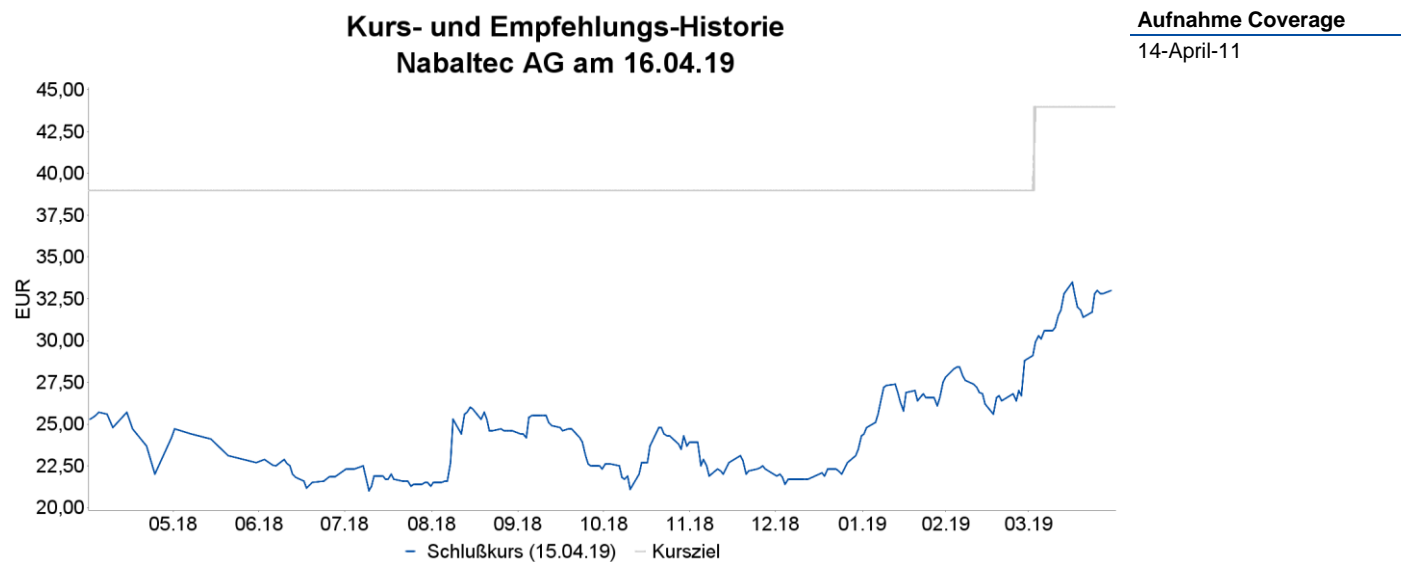
Gemäß § 85 WpHG und § 5 FinAnV ist bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG

- (1) oder mit dieser verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- (3) oder mit dieser verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte 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, 3

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



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

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

Kaufen	64,05 %	85,00 %
Verkaufen	11,76 %	0,00 %
Halten	24,18 %	15,00 %

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 AG, 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 AG anderen Personen als an die bestimmungsgemäßen Empfänger zuzuleiten. Ohne Zustimmung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG 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 AG – 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 AG 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 AG 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 AG, 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 AG 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 AG 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 AG. 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 AG.

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 AG hat sämtliche Informationen auf Plausibilität, nicht jedoch auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft.

6. Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG 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 AG

Hauck & Aufhäuser Research

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

Tel.: +49 (0) 40 414 3885 91
Fax: +49 (0) 40 414 3885 71
Email: research@ha-ib.de
www.ha-research.de

Tim Wunderlich, CFA
Head of Transactional Research
Tel.: +49 40 414 3885 81
E-Mail: tim.wunderlich@ha-ib.de

Henning Breiter
Head of Research
Tel.: +49 40 414 3885 73
E-Mail: henning.breiter@ha-ib.de

Marie-Thérèse Grübner
Head of Corporate Brokerage
Tel.: +49 40 450 6342 3097
E-Mail: marie-therese.gruebner@ha-ib.de

Carlos Becke
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 74
E-Mail: carlos.becke@ha-ib.de

Simon Bentlage
Analyst
Tel.: +49 40 4506342 3096
E-Mail: simon.bentlage@ha-ib.de

Frederik Bitter
Analyst
Tel.: +44 203 9473 247
E-Mail: frederik.bitter@ha-ib.de

Robin Brass, CFA
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 76
E-Mail: robin.brass@ha-ib.de

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

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

Alina Köhler
Analyst
Tel.: +49 40 4506342 3095
E-Mail: alina.koehler@ha-ib.de

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

Christian Sandherr
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 79
E-Mail: christian.sandherr@ha-ib.de

Julius Stinauer
Analyst
Tel.: +49 40 414 3885 84
E-Mail: julius.stinauer@ha-ib.de

Hauck & Aufhäuser Sales

Toby Woods
Sales
Tel.: +44 203 9473 245
E-Mail: toby.woods@ha-ib.de

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

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

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

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

Christian Schwenkenbecher
Sales
Tel.: +44 203 9473 246
E-Mail: christian.schwenkenbecher@ha-ib.de

Hauck & Aufhäuser Sales Trading

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

Tel.: +49 40 414 3885 78
Fax: +49 40 414 3885 71
Email: info@hauck-aufhaeuser.com
www.hauck-aufhaeuser.com

Mirko Brueggemann
Trading
Tel.: +49 40 414 3885 78
E-Mail: mirko.brueggemann@hauck-aufhaeuser.com

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

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

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

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