



Researchstudie (Anno)

nanofocus[®]
see more ■

Begonnene Neuausrichtung soll die Basis schaffen für nachhaltiges profitables Wachstum

-

Für das GJ 2019 wird ein Umsatz auf nahezu Vorjahresniveau und eine deutliche Ergebnisverbesserung erwartet

-

Eine stärkere Kundenbetreuung, Pilotprojekte und OEM-/Vertriebspartnerschaften sollen sich zukünftig als Wachstumstreiber erweisen

Kursziel: 1,70 € (bisher: 2,45 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 26.08.2019 (09:58 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 26.08.2019 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

NanoFocus AG^{*4,5a,6a,7,10,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 1,70 €
(zuvor: 2,45 €)

Aktueller Kurs: 1,34
23.08.2019 / Xetra
(Schlusskurs)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005400667
WKN: 540066
Börsenkürzel: N2F

Aktienanzahl³: 6,70
Marketcap³: 8,98
Enterprise Value³: 11,07
³ in Mio. / in Mio. €

Streubesitz: 45,9%

Transparenzlevel:
m:access (Börse München)

Marktsegment:
Open Market / Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Bank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Branche: Technologie

Fokus: Oberflächenmessung und Analyse

Mitarbeiter: 74 (ø 31.12.2018)

Gründung: 1994

Firmensitz: Oberhausen

Vorstand: Michael Trunkhardt (CEO)



Die NanoFocus AG (NanoFocus) entwickelt, produziert und vertreibt optische sowie taktile Messsysteme und Software zur Charakterisierung von technischen Oberflächen. Die Messsysteme von NanoFocus ermöglichen hochpräzise 3D-Oberflächenanalysen im Mikro- und Nanometerbereich. Mit hohen Mess- und Analysegeschwindigkeiten eignen sich die Systeme sowohl für das Prüflabor als auch für den produktionsnahen Einsatz und die Inline-Kontrolle. Die Messsysteme werden weltweit von Markt- und /Innovationsführern aus der Medizin-, Automobil-, Elektronik- und Halbleiterindustrie erfolgreich eingesetzt.

Konzern-GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Nettoerlöse	11,28	11,54	11,92	12,43
EBITDA	-0,91	0,35	0,85	1,34
EBIT	-2,62	-0,50	0,05	0,59
Jahresergebnis	-2,76	-0,91	-0,35	0,24

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,41	-0,14	-0,05	0,04
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,98	0,96	0,93	0,89
EV/EBITDA	neg.	31,63	13,03	8,26
EV/EBIT	neg.	neg.	221,44	18,77
KGV	neg.	neg.	neg.	37,43
KBV	2,21			

Finanztermine

30.08.2019: Halbjahresbericht 2019

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.09.2018: RS / 2,45 / KAUFEN

02.06.2017: RS / 3,20 / KAUFEN

24.02.2017: RS / 2,45 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 des NanoFocus-Konzerns war geprägt von einer Konsolidierung, sowie der eingegangenen Mahr-Vertriebskooperation im Bereich der Standard- und Laborsysteme, die eine Implementierung neuer Prozesse nach sich gezogen hat. Die Konsolidierung beinhaltete unter anderem eine Verschlanung und Kostenoptimierung auf allen Unternehmensebenen sowie bilanztechnische Bereinigungen.
- Aufgrund der im vergangenen Geschäftsjahr weiterhin unbefriedigenden Ertragssituation der Technologiegesellschaft, kam es gegen Ende des Geschäftsjahres zu einem Vorstandswechsel. Ab dem 1. Januar 2019 leitet Herr Michael Trunkhardt, als Alleinvorstand, den NanoFocus-Konzern. Durch diesen Schritt soll die Konsolidierungsphase des Unternehmens und zugleich die parallel verlaufende Neuausrichtung konsequent fortgeführt werden. Mit Herrn Trunkhardt verfügt NanoFocus nun über einen sehr erfahrenen Unternehmer mit langjähriger Branchenerfahrung in leitenden Positionen.
- Auf Erlösebene musste NanoFocus im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 einen Umsatzrückgang um 4,7% auf 11,28 Mio. € (VJ: 11,82 Mio. €) hinnehmen. Die Umsatzerlöse wurden hierbei hauptsächlich von den Segmenten Standard/Labor und Automotive (Mobility) getragen. Bedingt durch eine rückläufige Umsatzentwicklung und verschiedener ergebnisbelastender Effekte, welche insbesondere eine außerplanmäßige Abschreibung im Volumen von 0,98 Mio. € betreffen, wurde ein Nettoergebnis in Höhe von -2,76 Mio. € erwirtschaftet (VJ: -4,81 Mio. €).
- NanoFocus ist im April des vergangenen Geschäftsjahres 2018 eine Vertriebspartnerschaft mit einem weltweit führenden Fertigungsmesstechnikunternehmen, der Mahr GmbH, eingegangen. Dieser strategische Partner ist zugleich mit einer aktuellen Beteiligungsquote von 29,8% auch Großaktionär der NanoFocus AG. Im Rahmen der Kooperation hat die Mahr GmbH die weltweiten exklusiven Vertriebsrechte für alle Produkte des Standard- und Laborbereichs erhalten. NanoFocus kann hierdurch vom weltweiten Zugang und der „Vertriebspower“ dieser führenden Messtechnikgesellschaft profitieren.
- Wir rechnen für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 mit Konzernumsatzerlösen in Höhe von 11,54 Mio. € und damit mit einem leichten Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahr. Für die nachfolgenden Geschäftsperioden erwarten wir einen weiteren Konzernumsatzanstieg auf 11,92 Mio. € (2020) und anschließend auf 12,43 Mio. € (2021). Aufgrund von erwarteten Skaleneffekten und einer fortlaufenden Kostenoptimierung sollte im Zuge des Umsatzwachstums eine überproportionale Ergebnisentwicklung erzielt werden können. Somit kalkulieren wir für das laufende Geschäftsjahr 2019 mit einem EBITDA von 0,35 Mio. €. In den Folgejahren sollte das operative Ergebnis weiter deutlich zulegen auf 0,85 Mio. € (2020) sowie anschließend auf 1,34 Mio. € (2021).
- **Vor dem Hintergrund der reduzierten Prognosen für die GJ 2019-2021 haben wir unser Kursziel für die NanoFocus AG gesenkt. Der faire Wert auf Grundlage unseres DCF-Modells beträgt nun 1,70 € je Aktie (zuvor: 2,45 €). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus aber unverändert das Rating Kaufen. Durch die Optimierung des Geschäftsmodells, einer stärkeren Fokussierung auf einzelne Zielbranchen sowie dem Ausbau von OEM-/Vertriebspartnerschaften sollte im laufenden Geschäftsjahr eine deutliche Ergebnisverbesserung gelingen und mittelfristig ein nachhaltiges profitables Wachstum realisiert werden können.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Geschäftsmodell und Geschäftsbereiche	4
Geschäftsführung.....	4
Aktionärsstruktur	5
Unternehmensstruktur	5
Ausgewählte Messprodukte/-systeme	5
Technologische Positionierung und Kernkompetenzen	6
Ausgewählte Referenzkunden	6
Markt und Marktumfeld	7
Photonikindustrie	7
Wachstumstreiber Digitalisierung und Automatisierung.....	7
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	9
Geschäftsentwicklung 2018	9
Entwicklung der Umsatzerlöse	9
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation 2018	13
SWOT-Analyse	14
Prognosen und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	17
Bewertung	19
Annahmen DCF-Modell	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Geschäftsmodell und Geschäftsbereiche

Der NanoFocus-Konzern ist samt Tochtergesellschaften international als eines der technologisch führenden Unternehmen auf dem Gebiet der prozessnahen optischen und taktilen Oberflächenmesstechnik im Mikro- und Nanometerbereich tätig.

Den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des Technologiekonzerns bildet die Entwicklung, Fertigung und der weltweite Vertrieb von Geräten für die 3D-Oberflächenanalyse. NanoFocus-Geräte werden insbesondere für die Qualitätssicherung eingesetzt und eignen sich für nahezu alle Industriebranchen. Durch ihre Technologie ermöglicht NanoFocus Kunden und Partnerunternehmen die Herstellung innovativer Produkte und die Umsetzung effizienter Fertigungsverfahren.

Die drei Hauptproduktlinien des Unternehmens sind die Analysesysteme μ surf, μ scan, μ sprint. Daneben bietet die Technologiegesellschaft ihren Kunden ergänzende Dienstleistungen (z.B. Schulungen oder Wartungen) und die zum Betrieb notwendige Systemsoftware an.

NanoFocus bietet Messlösungen und –systeme nicht nur konform zu nationalen und internationalen Standards an, sondern setzt das im Bereich der 3D-Messtechnik langjährig erworbene Expertenwissen auch in Normungsausschüssen ein. Durch diese zweigleisige Vorgehensweise werden eine hohe Qualität der Produkte und ein technologischer Fortschritt gegenüber dem Wettbewerb gewährleistet.

Geschäftsführung

Vorstand Michael Trunkhardt (CEO)

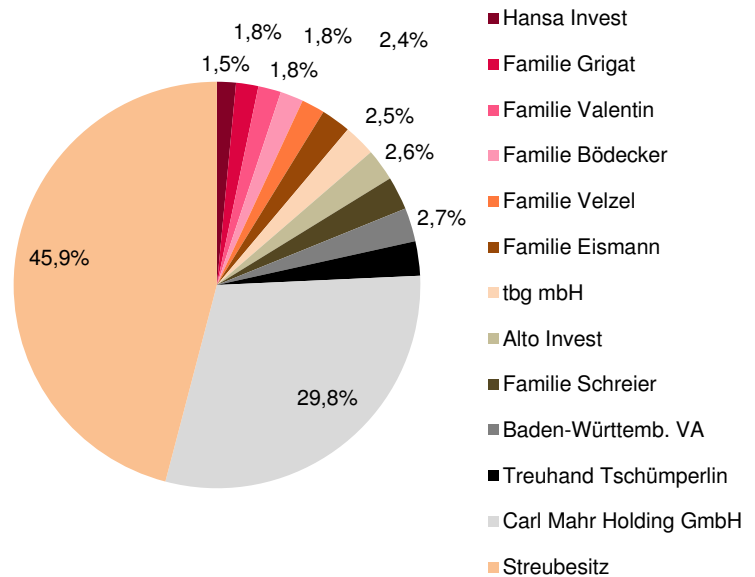


Herr Trunkhardt wurde zu Beginn des Geschäftsjahres 2019 in den Vorstand der NanoFocus berufen und ist seit diesem Zeitpunkt alleiniger Vorstand der Technologiegesellschaft. Er absolvierte nach seiner Ausbildung zum Fernmelde-Elektroniker ein Studium der Elektrotechnik an der RWTH Aachen, welches er erfolgreich mit dem akademischen Grad Dipl. Ing. abschloss und ein Aufbaustudium in Betriebswirtschaftslehre an der FernUniversität Hagen. Im Anschluss hieran war Herr Trunkhardt für die Parsytec Computer GmbH zunächst als Key-Account-Manager, danach als Managing Director bei Parsytec Asia /Pacific Co. Ltd. in Seoul/Shanghai und schließlich als Leiter des Vertriebs tätig. In 2007 wurde er in den Vorstand der Isra Vision Parsytec AG berufen, dem er bis 2013 angehörte. Danach übernahm Herr Trunkhardt die Position des Geschäftsführers bei der nokra Optische Prüftechnik und Automation GmbH und ab 2017 bei der Dr. Brandt GmbH. Seit dem 1. Januar 2019 ist er Alleinvorstand der NanoFocus AG.

Aktionärsstruktur

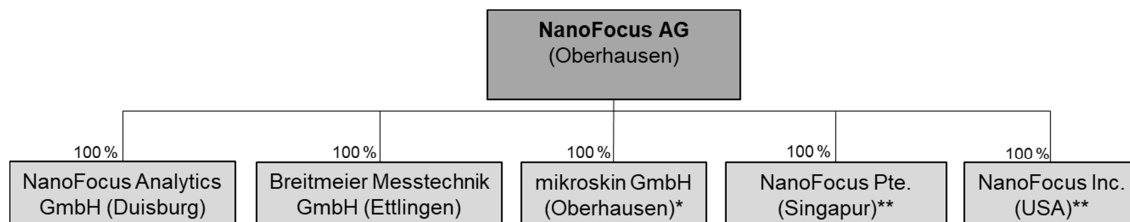
Anteilseignerin %	19.12.2019
Hansa Invest	1,49%
Familie Grigat	1,8%
Familie Valentin	1,8%
Familie Bödecker	1,8%
Familie Velzel	1,8%
Familie Eismann	2,4%
tbg mbH	2,5%
Alto Invest	2,6%
Familie Schreier	2,7%
Baden-Württemb. VA	2,7%
Treuhand Tschümperlin	2,7%
Carl Mahr Holding GmbH	29,8%
Streubesitz	45,9%

Quelle: NanoFocus AG; GBC AG



Unternehmensstruktur

Der Hauptsitz der NanoFocus AG befindet sich in Oberhausen (Nordrhein-Westfalen). Die Technologiegesellschaft hält jeweils hundertprozentige Beteiligungen am Kapital der nachfolgenden Tochtergesellschaften und hat sich zudem in der jüngsten Vergangenheit von einigen Tochtergesellschaften getrennt (NanoFocus Pte. und NanoFocus Inc.). Letzteres hat eine entsprechende Entkonsolidierung nach sich gezogen.



*geplante Verschmelzung mit der NanoFocus AG in 2019

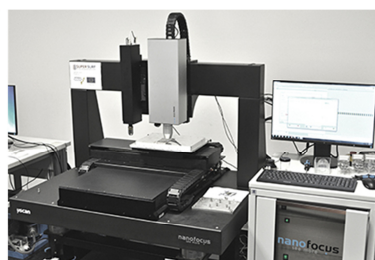
**Entkonsolidierung erfolgte zum 31.12.2018

Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Ausgewählte Messprodukte/-systeme



μsurf custom



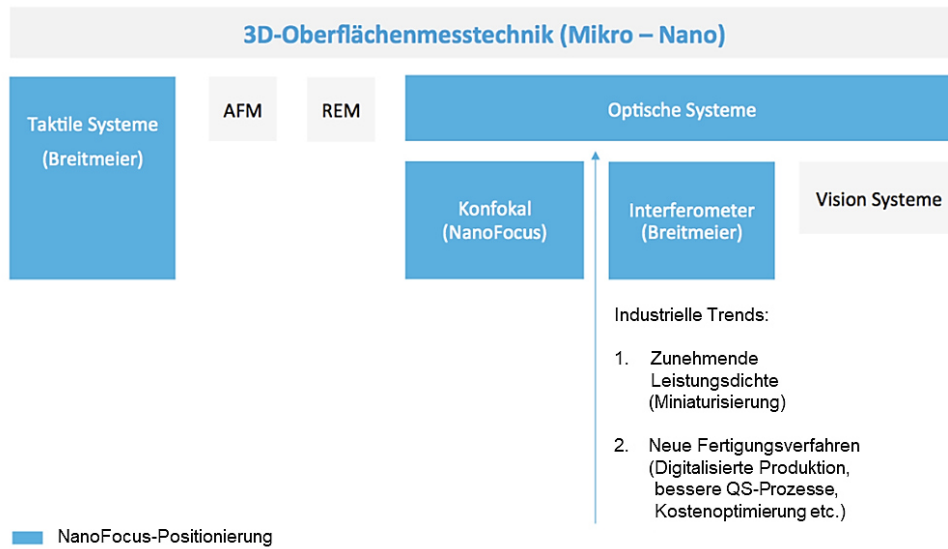
μscan CLM-FC (Fuel Cells)



μsprint hp-hsi 2000

Quelle: NanoFocus AG

Technologische Positionierung und Kernkompetenzen



Quelle: NanoFocus AG

Ausgewählte Referenzkunden



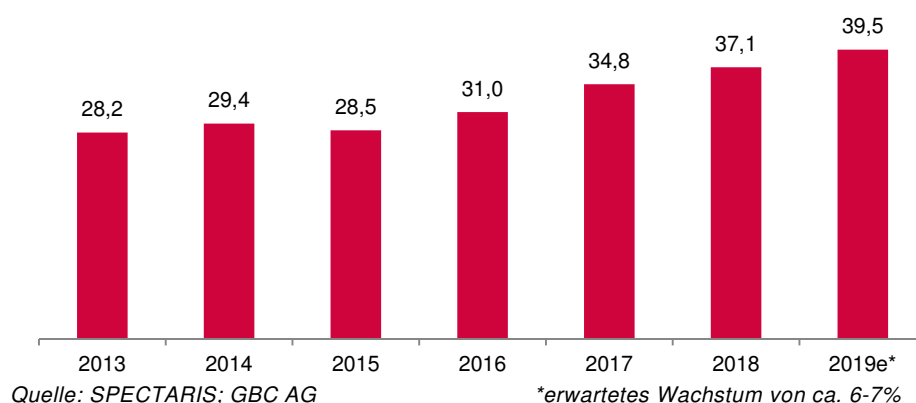
Quelle: NanoFocus AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Photonikindustrie

Die NanoFocus AG, als Technologieunternehmen, gehört der Photonikindustrie an. In Deutschland werden mittelständische Unternehmen aus den Hightech-Branchen dabei durch den Branchenverband SPECTARIS/VDMA repräsentiert bzw. vertreten. Die Branche, zu der insbesondere Hersteller von Lasern und optischen Komponenten zählen, hat in den vergangenen Jahren ein kontinuierliches Wachstum verzeichnet. Zwischen 2013 und 2018 stieg hierbei der Gesamtumsatz der Photonikindustrie um 31,6%. Dabei wurde in Deutschland zuletzt ein Geschäftsvolumen von rund 37,1 Mrd. € erwirtschaftet (Inlands- und Auslandsumsatz). Auch für das laufende Geschäftsjahr ist der Branchenverband SPECTARIS optimistisch gestimmt und rechnet mit einem erneuten Wachstum des Gesamtumsatzes um rund 6,5% auf 39,5 Mrd. €.

Entwicklung der deutschen Photonikindustrie (Gesamtumsatz in Mrd. €)



Wachstumstreiber Digitalisierung und Automatisierung

Die Trendthemen Digitalisierung und Automatisierung spielen auch in der Messtechnik eine immer bedeutendere Rolle und werden die Branche in den kommenden Jahren maßgeblich beeinflussen. Die zunehmende Digitalisierung der Industrie und die verstärkte Automatisierung von Prozessen in Unternehmen sollten die Messtechnik-Branche zukünftig beflügeln und das Wachstum zusätzlich antreiben.

Nach Einschätzung des Branchenverbands AMA Verband für Sensorik und Messtechnik e.v. (AMA) ermöglicht der intelligente Einsatz von Sensoren die Digitalisierung und Automatisierung der Industrie, die derzeit als wichtigste Wachstumstreiber angesehen werden. Die Branche Sensorik und Messtechnik erwartet für das laufende Jahr einen weiteren Umsatzanstieg um 5,0%. Auch solche Themen wie Industrie 4.0 und IoT (Internet of Things) gewinnen zunehmend an Bedeutung innerhalb der Messtechnikbranche.

Daneben führt auch der fortschreitende Miniaturisierungstrend, d.h. die immer kleiner werdenden Bauteile zu höheren Anforderungen an die Produktion und damit auch zu höheren Anforderungen an die Messmittel. Diese müssen entsprechend zunehmend präziser und feiner messen können, bspw. im Micro- und Nanobereich. Hierdurch resultiert eine zukünftig verstärkte Nachfrage seitens der Industrie nach moderner und leistungsfähiger Messtechnik, wie sie von der NanoFocus angeboten wird.

Bedingt durch die Markttrends Digitalisierung, Automatisierung und Vernetzung (IoT) werden sich zudem die Geschäftsmodelle der klassischen Messtechnikunternehmen verändern. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in der strategischen Positionierung der NanoFocus wider.

Die Technologiegesellschaft hat ihr Leistungsangebot von Laborlösungen hin zu produktionsnahen Lösungen oder produktionsintegrierten Lösungen (Stichwort: intelligente Produktion/Industrie 4.0) ausgeweitet. Damit bietet die NanoFocus ihren Kunden ein breites Leistungsangebot von Labormesstechnik bis hin zu Produktionsmesstechnik an. Das Technologieunternehmen adressiert mit seinen Lösungen speziell den Bereich der „modernen und intelligenten Produktion“, mit dem Ziel, die Messtechnik, z.B. zur Qualitätsprüfung, direkt in die Produktionslinien von Automobilherstellern oder Halbleiterherstellern zu integrieren und damit die Produktion intelligenter, sicherer und effizienter zu gestalten. Dies bringt den Industriekunden mehrere Vorteile, wie etwa schnellere Prozesse bei gleichzeitig höherer Präzision/Qualität. Oder bspw. niedrigere Produktionskosten und damit eine erzielte Kostenoptimierung.

NanoFocus hat sich mit ihrem innovativen und leistungsfähigem Produkt- und Lösungsportfolio im Bereich der 3D-Oberflächenmesstechnik in einem Wachstumssektor positioniert, der laut Marktexperten auch zukünftig gute Wachstumsperspektiven bietet. Aufgrund der Technologieführerschaft im Bereich der optischen Messtechnik und der guten Positionierung innerhalb von Marktnischen, sollte die Technologiegesellschaft von den sich bietenden Marktchancen signifikant profitieren können.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	12,32	11,82	11,28
EBITDA	-0,97	0,22	-0,91
EBIT	-2,02	-4,54	-2,62
Periodenergebnis	-3,08	-4,81	-2,76
EPS in €	-0,55	-0,79	-0,41

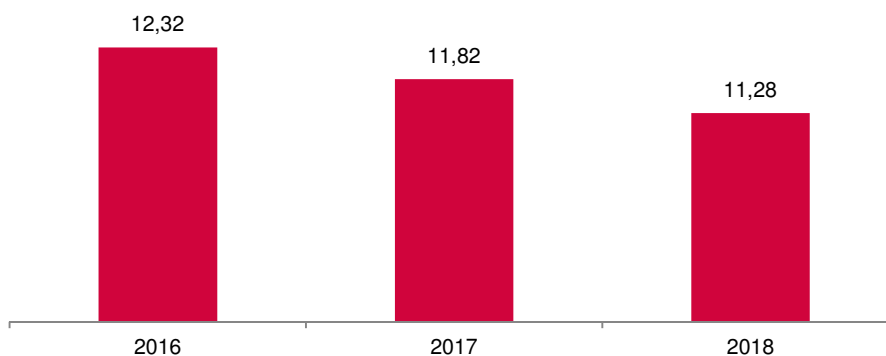
Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Entwicklung der Umsatzerlöse

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 des NanoFocus-Konzerns war geprägt von einer Konsolidierung, sowie der eingegangenen Mahr-Vertriebskooperation im Bereich der Standard- und Laborsysteme, die eine Implementierung neuer Prozesse nach sich gezogen hat. Die Konsolidierung beinhaltet unter anderem eine Verschlinkung und Kostenoptimierung auf allen Unternehmensebenen sowie bilanztechnische Bereinigungen.

Aufgrund der im vergangenen Geschäftsjahr weiterhin unbefriedigenden Ertragssituation der Technologiegesellschaft, kam es gegen Ende des Geschäftsjahres zu einem Vorstandswechsel. Ab dem 1. Januar 2019 leitet Herr Trunkhardt als Alleinvorstand den NanoFocus-Konzern. Durch diesen Schritt soll die Konsolidierungsphase des Unternehmens und zugleich die parallel verlaufende Neuausrichtung konsequent fortgeführt werden. Mit Herrn Trunkhardt verfügt NanoFocus nun über einen sehr erfahrenen Unternehmer mit langjähriger Branchenerfahrung in leitenden Positionen.

Entwicklung der Konzernumsatzerlöse (in Mio. €)



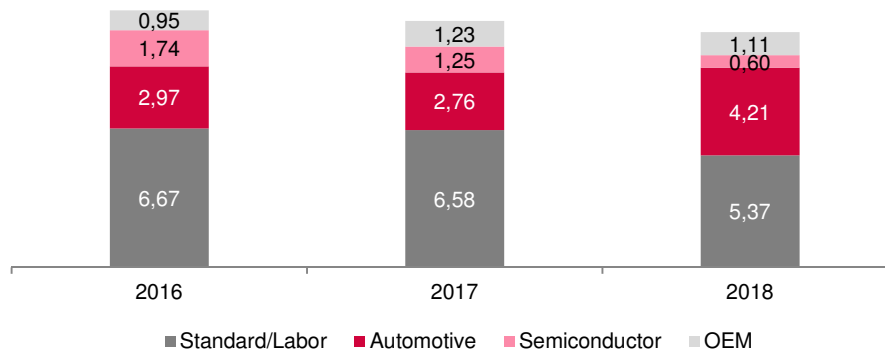
Quelle: GBC AG

Auf Erlösebene musste NanoFocus im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 einen Umsatzrückgang um 4,7% auf 11,28 Mio. € (VJ: 11,82 Mio. €) ausweisen und hat damit sein Umsatz- und Ergebnisziel nicht erreicht. Auch unsere Umsatz- und Ergebnisguidance wurde hierdurch verfehlt. Hauptsächlich für die Verfehlung der Umsatzplanung waren unerwartete Verzögerungen bei der Implementierung erforderlicher Vertriebs- und Koordinationsprozesse im Rahmen der eingegangenen Mahr-Vertriebskooperation im Bereich der Standard- und Labormessgeräte.

Entsprechend kam es im größten Segment Standard/Labor im Vergleich zum Vorjahr zu einem Umsatzrückgang um 18,4% auf 5,37 Mio. € (VJ: 6,58 Mio. €). Entgegengesetzt entwickelten sich die Erlöse im Automotive-Segment (Mobility). In diesem Geschäftsbereich konnten die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 52,5% auf 4,21 Mio. € (VJ:

2,76 Mio. €) deutlich gesteigert werden. Diese positive Entwicklung war bedingt durch eine in 2018 wieder anziehende Investitionsneigung, nachdem in den Jahren zuvor das Thema „Abgasproblematik“ zu einer Investitionszurückhaltung geführt hatte. Im Rahmen dessen wurden in den Vorjahren verschobene Projekte nun in 2018 realisiert bzw. umgesetzt.

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



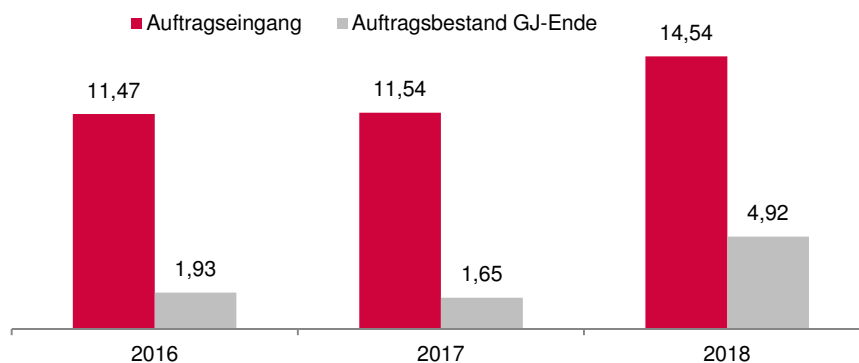
Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Im Geschäftsbereich OEM kam es im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls zu einem Umsatzrückgang um 9,8% auf 1,11 Mio. € (VJ: 1,23 Mio. €). Trotz dieses Rückgangs hat sich dieses Segment auf absoluter Ebene weitgehend stabil entwickelt.

Im kleinsten Segment Semiconductor hat NanoFocus im Vergleich zum Vorjahr einen erneuten Umsatzrückgang um 53,0% auf 0,60 Mio. € (VJ: 1,25 Mio. €) verzeichnen müssen. Diese Entwicklung war unter anderem durch strukturelle Anpassungen in diesem Geschäftsbereich bedingt, die in 2019 zu einer Trendwende beim Umsatz führen sollen.

Darüber hinaus wurden im vergangenen Geschäftsjahr 2018 zahlreiche technologische Neuentwicklungen (neue Sensorgeneration μ surf E) und Weiterentwicklungen (z.B. Einführung des neuen Hochgeschwindigkeitssensors μ sprint C3x) erzielt, die gute wirtschaftliche Perspektiven für die Zukunft eröffnen.

Entwicklung des Auftragseingangs und des Auftragsbestands (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus AG

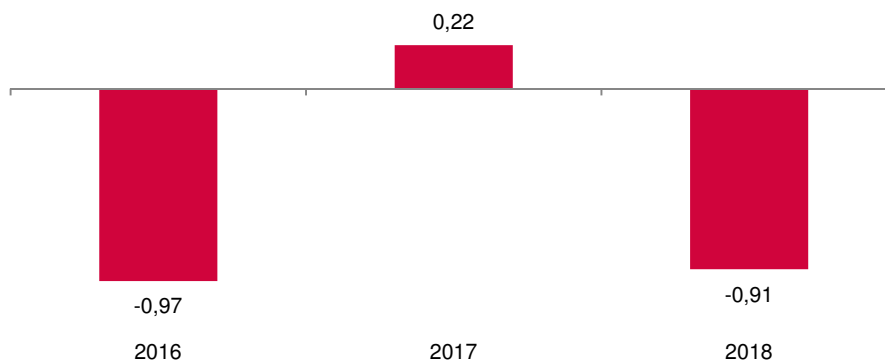
Auftragsseitig konnte der Technologiekonzern eine positive Entwicklung verzeichnen. So ist sowohl der Auftragseingang als auch der Auftragsbestand im Vergleich zum Vorjahr deutlich angestiegen. So verfügt NanoFocus zum Jahresende 2018 über einen Auftragsbestand in Höhe von 4,92 Mio. € und damit über rund dem dreifachen Auftragsvo-

lumen im Vergleich zum Vorjahresstichtag. Dieser hohe Auftragsbestand sollte eine gute Basis bilden für die Geschäftsentwicklung des laufenden Geschäftsjahr 2019.

Ergebnisentwicklung

Die verhaltene Umsatzentwicklung des Geschäftsjahres 2018 spiegelt sich ebenso in der Ergebnisentwicklung wider. Aufgrund des rückläufigen Umsatzes, Reorganisationsaufwendungen, Refinanzierungskosten, Rechtsberatungskosten, Zertifizierungskosten sowie Personal- und Beratungskosten wurde ein EBITDA deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus erzielt. So sank das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 1,13 Mio. € auf -0,91 Mio. € (VJ: 0,22 Mio. €).

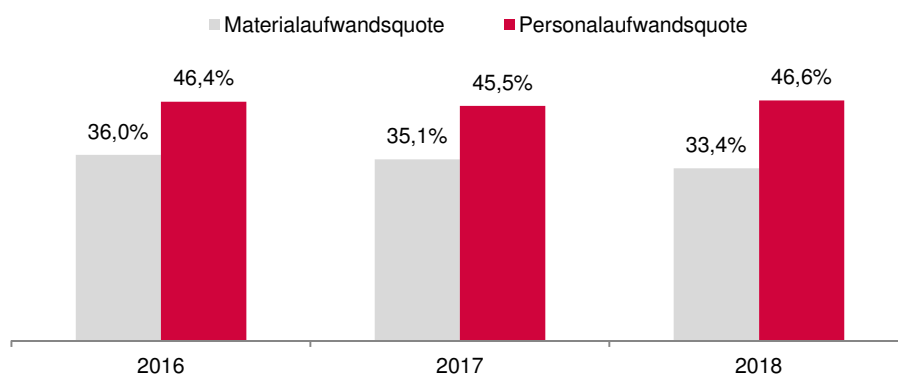
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Auf Kostenebene wirkte sich eine im Vergleich zum Vorjahr niedrigere Materialaufwandsquote ergebnissteigernd aus. So sank die Materialaufwandsquote spürbar um 1,7% auf 33,4% (VJ: 35,1%). Die Personalaufwandsquote konnte, trotz Kosten im Zusammenhang mit Mitarbeiterabgängen und einem niedrigeren Umsatzniveau, mit 46,6% (VJ: 45,5%) auf einem im Vergleich zum Vorjahr relativ stabilen Niveau gehalten werden. Darüber hinaus sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, aufgrund der oben genannten Kostenfaktoren, im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 14,3% auf 3,84 Mio. € (VJ: 3,36 Mio. €) angewachsen.

Entwicklung wesentlicher Kostenquoten



Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Das Nettoergebnis war zusätzlich neben angestiegenen Zinsaufwendungen vor allem durch außerplanmäßige Abschreibungen auf das Umlaufvermögen, insbesondere Vorrä-

te und Forderungen gegenüber vorwiegend ausländischen Kunden, in Höhe von 0,86 Mio. € sowie außerplanmäßige Abschreibungen auf das Miet- und Demosystem des Anlagevermögens in Höhe von 0,12 Mio. € belastet. Entsprechend ergab sich somit ein negatives Nettoergebnis in Höhe von -2,76 Mio. € und damit eine Ergebnisverbesserung im Vergleich zum Vorjahr (VJ: -4,81 €). Das Vorjahresergebnis wurde ebenfalls durch hohe außerplanmäßige Abschreibungen belastet, jedoch in einem wesentlich höherem Ausmaß.

Insgesamt war die Performance im vergangenen Geschäftsjahr, wie auch in den Vorjahren, nicht zufriedenstellend. Durch den vollzogenen Managementwechsel soll das Technologieunternehmen nun in naher Zukunft in die nachhaltige profitable Wachstumsphase überführt werden. Mit dem neuen Vorstand verfügt die Technologiegesellschaft über einen sehr erfahrenen Manager aus der Messtechnikbranche und damit über eine gute Ausgangsbasis für die zukünftige Unternehmensentwicklung.

Bilanzielle und finanzielle Situation 2018

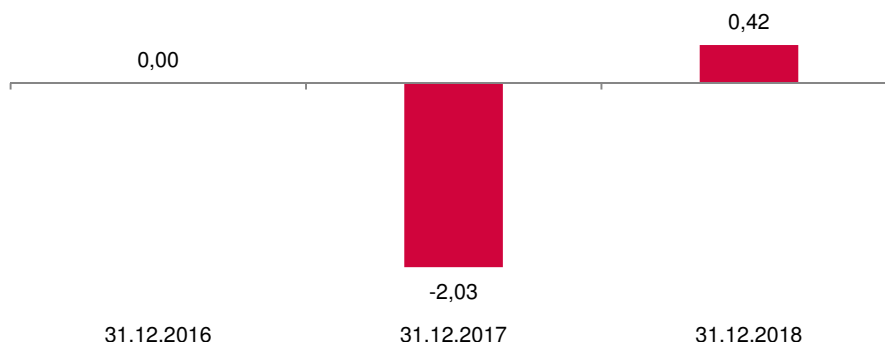
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	9,72	5,72	4,06
EK-Quote (in %)	52,1%	42,8%	29,4%
Liquide Mittel	2,92	1,13	3,24
Verbindlichkeiten	5,68	5,06	7,19
Working Capital	1,86	2,98	3,43
Bilanzsumme	18,68	13,35	13,82
Operativer Cashflow	0,00	-2,03	0,42

Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Die Geschäftsentwicklung der vergangenen Geschäftsperiode 2018 hat sich auch in der Bilanz niedergeschlagen. So ist das Eigenkapital, bedingt durch das negative Nettoergebnis, zum Bilanzstichtag um rund 29,0% auf 4,06 Mio. € (VJ: 5,72 Mio. €) gesunken.

Entgegengesetzt wirkte eine im November 2018 durchgeführte (Bar-)Kapitalerhöhung im Volumen von 0,98 Mio. € (Bruttoemissionserlös), welche vollständig vom Hauptinvestor (Carl Mahr Holding GmbH) der NanoFocus AG gezeichnet wurde. Somit beträgt die Eigenkapitalquote zum Ende des Geschäftsjahres 2018 29,4%. Dieser strategische Investor aus der Messtechnikbranche ist zugleich auch ein Kooperationspartner der NanoFocus AG. Eine Zusammenarbeit besteht im Bereich der Standard- und Laborgeräte. Mahr übernimmt hierbei den exklusiven weltweiten Vertrieb und Service dieser Produktlinie.

Entwicklung des operativen Cashflow (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Trotz eines negativen Ergebnisses im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte jedoch zum Stichtag 31.12.2018 mit 0,42 Mio. € (VJ: -2,03 Mio. €) ein positiver operativer Cashflow erwirtschaftet werden.

Die Cash-Position konnte zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres, aufgrund der durchgeführten Kapitalmaßnahme, um 2,11 Mio. € auf 3,24 Mio. € (VJ: 1,13 Mio. €) deutlich erhöht werden. Daneben sind auch die Verbindlichkeiten zum Bilanzstichtag 31.12.2018 im Vergleich zum Vorjahr um 2,13 Mio. € auf 7,19 Mio. € (VJ: 5,06 Mio. €) angewachsen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Marktführende Technologie im Bereich der 3D-Oberflächenmesstechnik • Breite Produktpalette, die vom Laborbereich, bis hin zur Produktionsmesstechnik reicht. • Proof-of-Concept für Inline-Messsysteme bereits mit Großkunden im Halbleiter- und Automobilbereich erbracht • Durch die Tochtergesellschaft Breitmeier Messtechnik GmbH (BMT) verfügt NanoFocus auch über Knowhow und Erfahrungen im Bereich Projektmanagement sowie über einen Kundenzugang zu Automobilherstellern und -zulieferern. • Mit der Carl Mahr GmbH & Co. KG hat NanoFocus einen finanzkräftigen strategischen Investor sowie einen schlagkräftigen Kooperationspartner aus der Messtechnikbranche gewonnen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Das Projektgeschäft bringt zum Teil lange Vorlaufzeiten bei Pilotprojekten mit sich und verursacht damit noch volatile Umsatzerlöse vor einem gut planbaren Folgegeschäft. • Steigender Working Capital-Bedarf im Rahmen der größer werdenden Projekte erhöht den Liquiditätsbedarf. • Hohe Abhängigkeit von einzelnen Branchen und Vertriebspartnern • Noch kleine Unternehmensgröße und niedriges Handelsvolumen in der Aktie • Noch unzureichend ausgebaute internationale Vertriebsstruktur
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die technische Komplexität schafft hohe Markteintrittsbarrieren für neue Wettbewerber. Bei einem gleichzeitig wachsenden Marktvolumen ergeben sich hohe Chancen. • Die zunehmende Gewinnung von OEM-Kunden, welche die NanoFocus-Sensoren und Spezialsoftware integrieren, könnte das Umsatzwachstum beschleunigen, nachdem heute noch kaum OEM-Kunden bedient werden. • Flache zukünftige Entwicklung der F&E-Kosten könnte zu deutlichen Skaleneffekten führen. • Vertriebskooperation mit der Mahr-Gruppe stärkt im Standard/Laborbereich den internationalen Vertrieb und ermöglicht hierdurch ein hohes Umsatzpotenzial. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die vom Unternehmen entwickelte Technologie könnte von Kunden nicht akzeptiert werden oder es könnte zukünftig eine andere Messtechnologie bevorzugt werden und damit das Potenzial des Absatzes beschränken • Der Markt für Oberflächenmesstechnik ist stark fragmentiert und daher grundsätzlich durch einen hohen Wettbewerb gekennzeichnet. Dies könnte Preisdruck verursachen. • Der Ausbau des internationalen Vertriebs sowie die Gewinnung weiterer OEM-Partner könnte eine längere Zeit in Anspruch nehmen als derzeit erwartet. Dies könnte das mittelfristige Umsatzwachstum hemmen. • Wichtige Kundenbranchen, wie etwa die Halbleiter- oder die Automobilindustrie, sind zyklische Branchen. Es könnten Perioden der kundenseitigen Nachfrageschwäche die Umsätze der NanoFocus AG beeinträchtigen.

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019 Neu	GJ 2019e Alt	GJ 2020 Neu	GJ 2020e Alt	GJ 2021e
Umsatzerlöse	11,28	11,54	13,30	11,92	14,00	12,43
EBITDA	-0,91	0,35	1,14	0,85	1,44	1,34
EBIT	-2,62	-0,50	0,39	0,05	0,74	0,59
Nettoergebnis	-2,76	-0,91	0,04	-0,35	0,39	0,24
EPS in €	-0,41	-0,14	0,01	-0,05	0,06	0,04

Quelle: NanoFocus AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Nach der Konsolidierungsphase und dem Vorstandswechsel im vergangenen Geschäftsjahr 2018, hat die Technologiegesellschaft nun im aktuellen Geschäftsjahr eine Strategieanpassung vorgenommen. Daneben plant das Unternehmen weitere Kostenoptimierungen, sowie strukturelle Anpassungen zu implementieren (schlankere Prozesse, agile Strukturen etc.) um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen.

Im Rahmen der neuen strategischen Ausrichtung verfolgt die NanoFocus eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie. Wesentliche Elemente dieser Wachstumsstrategie sind eine stärkere Kundenorientierung, Branchenfokussierung sowie OEM-Partnerschaften. Zudem soll die eingegangene Vertriebskooperation mit der Mahr GmbH auch eine bedeutende Rolle in der zukünftigen Geschäftsentwicklung spielen.

Im Rahmen der stärkeren Kundenorientierung kommt dem neu gegründeten Customer-Support-Center (CSC) eine hohe Bedeutung zu, welches insbesondere auf Bestandskunden ausgerichtet ist. Hierdurch soll eine höhere Kundenbindung erzeugt werden und zusätzliches Umsatzpotential durch z.B. neue Serviceverträge und Dienstleistungsangebote erschlossen werden.

Einen weiteren zukünftigen Wachstumstreiber soll eine stärkere Branchenfokussierung bilden. Hierbei konzentriert sich der NanoFocus-Konzern zukünftig auf die beiden Wachstumsbranchen Mobility und Semiconductor/Electronics. In diesen Bereichen plant das Technologieunternehmen ihr Leistungsangebot in Richtung produktionsnahe- und „In-Line-Messtechnik“ auszudehnen.

Diese Bereiche sollen insbesondere durch eine OEM-Strategie adressiert werden. Dieser strategische Schritt ist dadurch begründet, dass sich die Technologiegesellschaft bereits in diesen Sektoren in attraktiven Nischen mit einem breiten Leistungsangebot befindet. Daneben verfügt das Unternehmen über einen sehr guten Ruf und einen guten Marktzugang in diesen Bereichen, denen auch ein hohes Wachstumspotenzial zugesprochen wird. Diese gute Ausgangsbasis möchte NanoFocus nutzen und zusätzliche Angebote entlang der Wertschöpfungskette der Industriekunden in diesen beiden Branchen anbieten.

Im Bereich Mobility könnte bspw. das Leistungsangebot, das sich aktuell vorrangig auf den Antriebsstrang fokussiert, auch auf den Bereich Batterietechnik oder Leichtbaumaterialien ausgeweitet werden. Eine Angebotserweiterung hat das Unternehmen bereits in Richtung Brennstoffzelle mit der Entwicklung des Messgeräts „µscan CLM – FC“ vorgenommen.

Darüber hinaus sollen bestehende OEM-Lieferbeziehungen ausgebaut und neue OEM-Partnerschaften eingegangen werden. Laut Einschätzung des Unternehmens sind nur

durch OEM-Partnerschaften die Zielbranchen Mobility und Semiconductor für Nischenanbieter wie die NanoFocus AG nachhaltig erschließbar. Als Basis für die Gründung von OEM-Partnerschaften sollen erfolgreiche Pilotprojekte mit Messtechnologien im produktionsnahen Umfeld sowie in In-Line-Produktionsprozessen dienen. In diesen beiden Bereichen hat NanoFocus bereits erste Pilotprojekte mit namhaften Industriekunden begonnen. Diese Pilotprojekte sollen in Kooperation mit der Tochtergesellschaft Breitmeier Messtechnik, die über umfangreiche Projekterfahrung sowie Produktionsprozess-Know-how verfügt, umgesetzt werden. Hierbei strebt die Muttergesellschaft NanoFocus zukünftig eine Intensivierung der Zusammenarbeit mit Breitmeier Messtechnik an, um weitere Synergien auf verschiedenen Ebenen zu nutzen. Daneben soll durch Pilotprojekte der direkte Kundenkontakt gewährleistet und damit auch Markttrends und Marktentwicklungen frühzeitig erkannt werden.

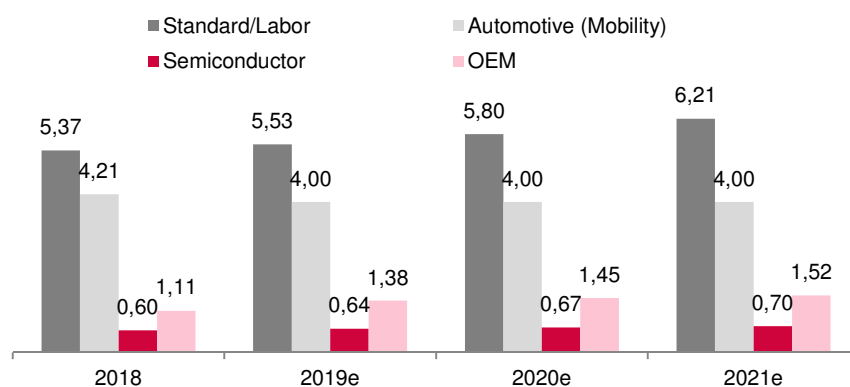
Im Bereich Einzelverkauf der Standard- und Laborsysteme soll die bestehende exklusive Vertriebskooperation mit der Mahr GmbH optimiert werden, um das Potenzial der bestehenden Zusammenarbeit bestmöglich zu heben. Durch den Weiterverkauf (Reselling) der Standard- und Laborgeräte über das weltweite Vertriebsnetz von Mahr eröffnen sich signifikante Umsatzpotenziale für NanoFocus.

Auf technologischer Ebene strebt NanoFocus eine Erweiterung des Sensorik-Spektrums an, nachdem sich die Technologiegesellschaft bisher weitgehend auf Konfokalsysteme, der Weißlichtinterferometrie sowie auf die taktile Messtechnik konzentriert hat. Mithilfe der Erweiterung des Sensorik-Portfolios (Multisensorik) soll die Messlösungskompetenz verbreitert und damit auch das Anwendungsspektrum der Messtechnologie ausgebaut werden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2018 erwartet die Technologiegesellschaft einen Konzernumsatz in der Bandbreite zwischen 11,50 Mio. € und 12,50 Mio. €. Hierbei soll eine EBITDA-Marge zwischen 3,0% und 4,0% erzielt werden. Dies entspricht einem EBITDA von 0,35 Mio. € bis 0,50 Mio. €. Vor dem Hintergrund der Geschäftsentwicklung im vergangenen Geschäftsjahr und den aktuellen Entwicklungen haben wir unsere bisherigen Prognosen angepasst.

Wir rechnen für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 mit dem Erreichen der unteren Bandbreite der herausgegebenen Umsatz- und EBITDA-Guidance. Konkret kalkulieren wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 11,54 Mio. € und damit mit einem leichten Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahr. Untermauert wird unsere Prognose durch den hohen Auftragsbestand des Unternehmens in Höhe von 4,92 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) zum Ende des Geschäftsjahres 2018, der bereits rund 43,0% unserer Konzernumsatzprognose ausmacht.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)

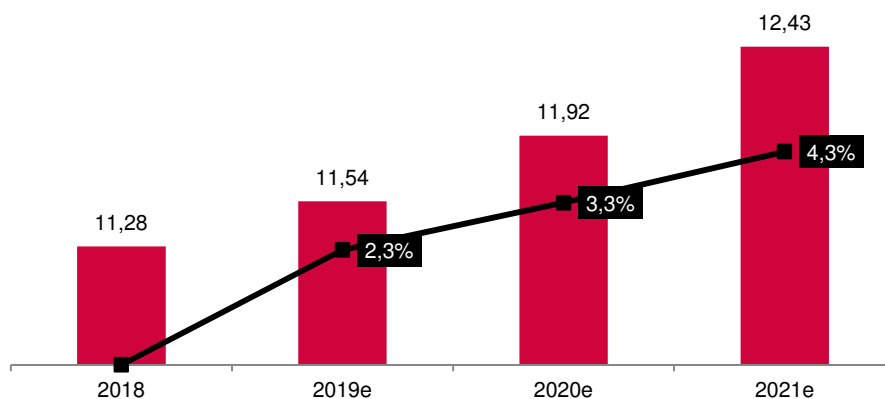


Quelle: GBC AG

Zu dem von uns erwarteten Konzernumsatzanstieg sollten die beiden größten Geschäftsbereiche Standard/Labor mit einem Geschäftsvolumen von 5,53 Mio. € und Automotive (Mobility) mit Umsatzerlösen von 4,00 Mio. € maßgeblich beitragen. Das stärkste Segmentumsatzwachstum erwarten wir im Segment OEM. Bedingt durch einen erwarteten verstärkten Ausbau des OEM-Geschäftsbereichs sollte der Segmentumsatz um 24,2% auf 1,38 Mio. € (VJ: 1,11 Mio. €) gesteigert werden können. Für den kleinsten Geschäftsbereich Semiconductor rechnen wir aufgrund von erwarteten strukturellen Anpassungen lediglich mit einem Segmentumsatz auf Vorjahresniveau und kalkulieren entsprechend mit Umsatzerlösen von 0,64 Mio. € (VJ: 0,60 Mio. €).

In den Folgejahren gehen wir aufgrund der erwarteten positiven Effekte aus der Mahr-Vertriebskooperation, der geplanten Erhöhung des OEM-Partnergeschäfts sowie dem Ausbau des Geschäftsvolumens innerhalb der wachstumsträchtigen Zielbranchen Mobility und Semiconductor von einer spürbaren Fortsetzung des Konzernumsatzwachstums aus. Daneben sollte der Ausbau der Kundenbetreuung das Umsatzwachstum zusätzlich unterstützen und zu einer stärkeren Kundenbindung beitragen. Somit rechnen wir für die Folgejahre mit einem weiteren Konzernumsatzanstieg auf 11,92 Mio. € (2020) und anschließend auf 12,43 Mio. € (2021).

Erwartete Entwicklung der Konzernumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Insgesamt ist für das Geschäftsjahr 2018, bedingt durch die erwartete Transformationsphase mit einem leichten Umsatzanstieg zu rechnen. In den nachfolgenden Geschäftsperioden gehen wir davon aus, dass die Mahr-Vertriebskooperation verstärkte umsatzseitige Impulse entfacht und das Umsatzwachstum beflügelt. Zudem sollte der Ausbau des OEM-Geschäfts und die Erhöhung des Geschäftsvolumens in den Zielbranchen sowie eine stärkere Kundenbetreuung zum nachhaltigen Umsatzwachstum beitragen. Hierbei sollte NanoFocus insbesondere von ihrer Technologieführerschaft im Bereich 3D-Oberflächenmesstechnik und von ihrem guten Kundenzugang/Branchenkontakten profitieren können.

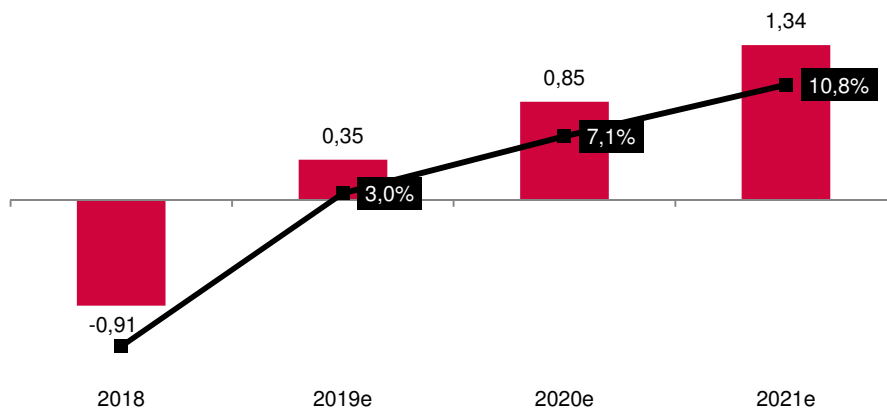
Ergebnisprognosen

Parallel zum erwarteten Unternehmenswachstum rechnen wir ebenso aufgrund von einsetzenden Skaleneffekten und Synergieeffekten sowie weiteren Kostenoptimierungsmaßnahmen mit einer spürbaren Ergebnisverbesserung. Durch ein erwartetes höheres Geschäftsvolumen und einer zugleich (erwarteten) verbesserten Kostenstruktur sollten in den kommenden Jahren signifikante Skaleneffekte realisiert werden können. Hierdurch sollte der NanoFocus-Konzern in den kommenden Jahren eine deutliche Margenverbesserung erreichen.

Vor diesem Hintergrund kalkulieren wir für das laufende Geschäftsjahr das Erreichen des operativen Break-Evens. Konkret erwarten wir für die aktuelle Geschäftsperiode ein EBITDA in Höhe von 0,35 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 3,0% gleichkommt. In Anbetracht dessen rechnen wir somit mit dem Erreichen der unteren Bandbreite der Ergebnisprognose des Unternehmens.

Für die nachfolgenden Geschäftsjahre gehen wir bei erwarteten skalierenden Margen von einer deutlichen Ergebnisverbesserung auf 0,85 Mio. € (2020) sowie anschließend auf 1,35 Mio. € (2021) aus. Entsprechend sollte NanoFocus auch mittelfristig eine EBITDA-Marge im zweistelligen Prozentbereich erwirtschaften können. Bereits in der Vergangenheit hat der Technologiekonzern bewiesen, dass ihr Geschäftsmodell hierzu in der Lage ist.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Insgesamt rechnen wir somit für das laufende Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung. Vor dem Hintergrund erwarteter einsetzender Skaleneffekte, einer geplanten weiteren Kostenoptimierung sowie einem ansteigenden Umsatzvolumen, sollte die Profitabilität in den kommenden Jahren sukzessiv angehoben werden können und damit auch im Geschäftsjahr 2021 ein positives Konzernergebnis erzielt werden können.

BEWERTUNG

Annahmen DCF-Modell

Die NanoFocus AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 bis 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0% (bisher: 5,0%). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0% angenommen (bisher: 13,0%). In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0% (bisher: 2,0%).

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der NanoFocus AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00% (bisher: 1,25%).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41 (bisher: 1,41).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,78% (bisher: 9,03%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0% (zuvor: 100,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,46% (bisher: 9,50%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,46% (zuvor: 9,03%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 1,70 € (zuvor: 2,45 €). Hintergrund der Kurszielsenkung ist vor allem die schwächer als erwartet verlaufende Umsatz- und Ergebnisdynamik. Zum aktuellen Aktienkurs errechnet sich dennoch ein starkes Bewertungspotenzial und wir behalten deshalb unser Rating Kaufen bei.

DCF-Modell

NanoFocus AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	9,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 24e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,54	11,92	12,43	13,05	13,70	14,39	15,11	15,86	
US Veränderung	2,3%	3,3%	4,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,61	5,41	6,36	5,64	5,27	5,08	5,01	5,02	
EBITDA	0,35	0,85	1,34	1,57	1,64	1,73	1,81	1,90	
EBITDA-Marge	3,0%	7,1%	10,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	-0,50	0,05	0,59	1,18	1,18	1,21	1,25	1,30	
EBITA-Marge	-4,4%	0,4%	4,8%	9,0%	8,6%	8,4%	8,3%	8,2%	9,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,04	-0,04	-0,06	-0,07	
EBI (NOPLAT)	-0,50	0,05	0,59	1,14	1,14	1,16	1,19	1,23	30,0%
Kapitalrendite	-8,0%	1,0%	14,8%	29,8%	26,8%	24,9%	23,9%	23,3%	18,7%
Working Capital (WC)	2,31	1,79	1,86	1,96	2,06	2,16	2,27	2,38	
WC zu Umsatz	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	1,12	0,52	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,50	2,20	1,95	2,31	2,60	2,83	3,01	3,16	
AFA auf OAV	-0,85	-0,80	-0,75	-0,39	-0,46	-0,52	-0,57	-0,60	
AFA zu OAV	33,9%	36,3%	38,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	
Investiertes Kapital	4,81	3,99	3,82	4,27	4,66	4,99	5,28	5,54	
EBITDA	0,35	0,85	1,34	1,57	1,64	1,73	1,81	1,90	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,04	-0,04	-0,06	-0,07	
Investitionen gesamt	0,62	0,02	-0,58	-0,84	-0,85	-0,85	-0,86	-0,86	
Investitionen in OAV	-0,50	-0,50	-0,50	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	
Investitionen in WC	1,12	0,52	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,97	0,87	0,77	0,69	0,76	0,83	0,90	0,97	14,33

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	12,31	12,48
Barwert expliziter FCFs	4,19	3,68
Barwert des Continuing Value	8,12	8,80
Nettoschulden (Net debt)	1,53	1,06
Wert des Eigenkapitals	10,78	11,42
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,78	11,42
Ausstehende Aktien in Mio.	6,70	6,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,61	1,70

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	30,2%
WACC	8,5%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
17,7%	1,93	1,77	1,63	1,51	1,40
18,2%	1,98	1,81	1,66	1,54	1,43
18,7%	2,03	1,85	1,70	1,58	1,47
19,2%	2,08	1,90	1,74	1,61	1,50
19,7%	2,13	1,94	1,78	1,65	1,53

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,7,10,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- 7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de