

## Update

## BUY

Target Price: 5,36 EUR

Branche: Technologie  
Land: Deutschland  
WKN: 540066  
Reuters: N2FGn.DE  
Webseite: nanofocus.de

Kurs aktuell:		3.51
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	4.76	3.48
Marktkap. (Mio. EUR)		9.8
Anzahl Aktien (in Mio.)		2.8

## Aktionärsstruktur

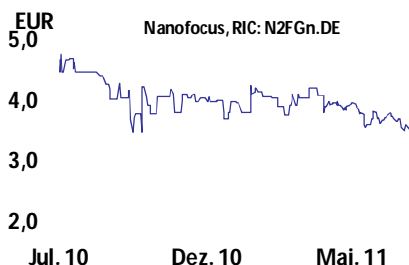
Streubesitz	48.58%
Alto Invest	8.94%
Dr. Hans Hermann Schreier	7.12%
LBBW	6.44%
Familie Eismann	6.33%
tbG	6.01%
Dr. Christiaan Velzel	4.41%
Familie Bödecker	4.41%
Jürgen Valentin (CTO)	3.88%
Marcus Grigat (COO)	3.88%

## Performance

4 Wochen	-4.5%
13 Wochen	-13.9%
26 Wochen	-12.0%
52 Wochen	-21.4%
lfd. Jahr	-12.0%

## Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0.00	0%
2010	0.00	0%
2011E	0.00	0%
2012E	0.00	0%
2013E	0.00	0%



## NanoFocus AG

## Kurz vor Überschreitung der Gewinnschwelle

- Im Geschäftsjahr 2010 erhöhte sich der Umsatz der Nanofocus AG um 28,9% auf 6,5 Mio. Euro. Das Wachstum basiert vor allem auf Umsätzen mit der Produktlinie  $\mu$ surf sowie auf Dienstleistungen, die um 48,2% bzw. 38,1% im Vergleich zum Vorjahr zunahm. Am besten entwickelte sich das Geschäft in Asien, wo sich der Umsatz von 90 Tsd. Euro im GJ 2009 auf 1,4 Mio. Euro verbesserte.
- Das hohe Umsatzwachstum im GJ 2010 spiegelte sich im EBITDA wider, das von -105 Tsd. Euro im Vorjahr auf 687 Tsd. Euro anstieg. Zudem wirkte sich eine Verbesserung der Kosteneffizienz, insbesondere bei den Material- und Personalkosten, positiv aus. Aufgrund von höheren Abschreibungen und Zinsaufwendungen im Vergleich zum GJ 2009, blieb das Nettoergebnis mit -58 Tsd. Euro (2009: -724 Tsd. Euro) hingegen negativ.
- Infolge des verbesserten Nettoergebnisses sowie der höheren Abschreibungen, stieg der operative Cashflow von -186 Tsd. Euro im Vorjahr auf 82 Tsd. Euro. Zusammen mit einer Kapitalerhöhung von 1,3 Mio. Euro sowie einer Kreditaufnahme in Höhe von 1 Mio. Euro führte dies zu einem Anstieg des Finanzmittelbestandes von 1,9 Mio. Euro auf 3,2 Mio. Euro. Ende Dezember 2010 hatte Nanofocus eine Netto-Cash-Position in Höhe von 970 Tsd. Euro. Die neu entwickelten Produkte des Unternehmens bieten aus Kundensicht klare Wettbewerbsvorteile. Sie sind einfach in der Handhabung, liefern schnellere Ergebnisse und ermöglichen hohe Einsparpotenziale.
- Unserer Meinung nach ist die Nanofocus-Aktie ein sehr interessanter Wert, der mit einem KGV 2012 von 10,5 derzeit günstig bewertet ist. Die Nanotechnologie ist ein absoluter Zukunftstrend und wird verstärkt in zukunftsreichen Bereichen, wie der Clean-Tech-, Solar- und Medizintechnik-Branche eingesetzt. Zudem ist die Nanofocus weltweit präsent und wächst besonders stark in Asien.
- Unsere Prognose war für das GJ 2010 leicht zu hoch angesetzt. Wir haben unsere Planzahlen für die nächsten Jahre angepasst (Umsatz 2011 um 0,4 Mio. Euro verringert) und das Kursziel leicht von 6 Euro auf 5,36 Euro gesenkt. Unserer Empfehlung „Kaufen“ bleibt unverändert.

EUR m	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatzerlöse	5,024	6,477	8,420	8,910	9,801	10,683
EBITDA	-105	687	1,496	1,889	2,263	2,668
EBIT	-640	72	776	1,127	1,425	1,755
Nettoergebnis	-724	-58	596	937	1,216	1,526
EPS	-0.29	-0.02	0.21	0.34	0.43	0.55
BVPS	2.71	3.28	3.49	3.83	4.26	4.81
CFPS	-0.07	0.03	0.12	0.60	0.67	0.85
RoE	-11%	-1%	6%	9%	10%	11%
RoS	-14%	-1%	7%	11%	12%	14%
EBIT margin	-13%	1%	9%	13%	15%	16%

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Kurzprofil .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Geschäftsverlauf .....</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Ausblick.....</b>	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>Finanzteil.....</b>	<b>6</b>
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung.....	6
4.2	Bilanzen .....	7
4.3	Kapitalflussrechnung.....	8
<b>5</b>	<b>Bewertung .....</b>	<b>9</b>
5.1	DCF-Modell .....	9
5.2	WACC.....	10
5.3	Fair Value – Sensitivitäten .....	10
5.4	Peer Group Modell.....	11
<b>6</b>	<b>Kontakt .....</b>	<b>12</b>
<b>7</b>	<b>DISCLAIMER .....</b>	<b>13</b>

## 1 Kurzprofil

Die in Oberhausen ansässige NanoFocus AG ist ein führendes High-Tech-Unternehmen auf dem Gebiet der berührungslosen optischen Oberflächenmesstechnik. NanoFocus entwickelt, produziert und vertreibt Instrumente zur 3D-Charakterisierung von technischen Oberflächen im Mikro- und Nanometerbereich. Als GmbH wurde das Unternehmen 1994 von Ingenieuren und Wissenschaftlern aus den Fachgebieten Optik, Elektronik und Software gegründet.

Zu dem Zeitpunkt beschäftigte man sich bereits mit der Grundlagenforschung und der Entwicklung hochauflösender 3D-Mikroskopie, konfokaler Weißlichtmikroskopie sowie 3D-Analysesoftware. 1999 begann man mit dem Vertrieb der NanoFocus-Produkte  $\mu$ surf und  $\mu$ scan, die auf neuartigen physikalisch-technischen Verfahren beruhen und eine hochauflösende optische Oberflächenanalyse ermöglichen. Mit der Integration der OM Engineering Messtechnik GmbH 2001 vollzog man auch den Wandel in eine Aktiengesellschaft. Mittlerweile beschäftigt die NanoFocus AG im Jahresdurchschnitt 47 Mitarbeiter.

Seit 2005 ist das Unternehmen durch die NanoFocus Inc., Richmond, Virginia, auch mit einer Vertriebstochtergesellschaft in den USA vertreten. Die NanoFocus-Technologie wird branchenübergreifend in der Produktionskontrolle, Qualitätssicherung und in der Entwicklung eingesetzt.

Die Nanotechnologie gilt als Zukunftstechnologie schlechthin, ohne dass sie jedoch so einfach einem bestimmten Forschungs- oder Wirtschaftsbereich zuordenbar wäre. Die Nanotechnologie ist daher eine Querschnittstechnologie, die in nahezu alle Bereiche der Naturwissenschaft und Technik eindringen dürfte und deren Fortschritt über die weitere Entwicklung zukunftssträchtiger Branchen mitentscheiden sollte.

Das künftige Marktvolumen und die Anwendungsmöglichkeiten von Nanotechnologien sind nur schwer abschätzbar. Mit dem Trend zur Miniaturisierung und der Verlagerung des Schwerpunkts vom Mikro- in den Nanobereich entstehen für das Produktportfolio der NanoFocus AG neue Einsatzmöglichkeiten, so wie in der Medizintechnik, im Automotive- und Solarbereich, der Forensik und der Materialwissenschaft. Immer größere Bedeutung gewinnen generell Messlösungen für die produktionsnahe und produktionsintegrierte Inspektion.

## 2 Geschäftsverlauf

Im Geschäftsjahr 2010 konnte die NanoFocus ihren Umsatz signifikant verbessern und wieder auf Vorkrisenniveau zurück kehren. Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2009 stieg er um 28,9% auf 6,5 Mio., was vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen war: (1) um 48,2% höhere Umsätze mit der Produktlinie  $\mu$ surf, die in der industriellen Forschung (Produkt „ $\mu$ surf basic“) und in der Qualitätskontrolle (Produkt „ $\mu$ surf solar“) eingesetzt wird (2) um 38,1% gestiegene Umsätze mit Dienstleistungen, wie Systemvermietung, Software, Wartung sowie Auf- und Umrüstung.

Vor allem in Asien entwickelte sich das Geschäft der NanoFocus wieder sehr erfreulich. Dort stieg der Umsatz von 90 Tsd. Euro im GJ 2009 auf 1,4 Mio. Euro, wodurch der Anteil der asiatischen Kunden am Gesamtumsatz 21,7% erreichte (GJ 2009: 1,8%). Enttäuschend entwickelte sich dagegen der Umsatz in den USA (-26,4% auf 1,1 Mio. Euro), wo sich vor allem die Sparmaßnahmen der Regierung im Forschungsbereich negativ auswirkten. Mit einem Umsatzanteil von 45,3% bleibt der deutschsprachige Raum für die NanoFocus der wichtigste Absatzmarkt.

Im GJ 2010 verbesserte sich das EBITDA von -105 Tsd. Euro auf 687 Tsd. Euro (EBITDA-Marge: 10,6%), was vor allem auf die dynamische Entwicklung beim Umsatz zurückzuführen war. Ein weiterer Grund für die gestiegene Rentabilität waren Verbesserungen bei der Kostenstruktur. So verringerte sich der Anteil der Materialkosten am Umsatz infolge von stabilen Einkaufspreisen und einem starken Anstieg der Dienstleistungsumsätze von 32,5% im GJ 2009 auf 29,2%. Bei den Personalkosten wurde eine Verbesserung von 42,6% auf 40,4% verzeichnet.

Trotz eines gestiegenen EBITDA blieb die NanoFocus beim Nettoergebnis im negativen Bereich. Aufgrund von Goodwill-Abschreibungen und der Umbuchung von Entwicklungs- und Vorführgeräten vom Vorrats- ins Anlagevermögen Anfang 2010, stieg der Abschreibungsaufwand im Vergleich zum Vorjahr um 78 Tsd. Euro. Da sich im GJ 2010 die Bankverbindlichkeiten um 639 Tsd. Euro auf 2,2 Mio. Euro erhöhten, verschlechterte sich zudem das Finanzergebnis von -82 Tsd. Euro auf -133 Tsd. Euro.

Zum 31. Dezember 2010 wies die NanoFocus eine exzellente Bilanzstruktur auf. Aufgrund eines positiven operativen Cashflows von 82 Tsd. Euro, einer erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung im Volumen von 1,285 Mio. Euro und der Aufnahme eines KfW-Konjunkturkredites im Wert von 1 Mio. Euro, stiegen die liquiden Mittel des Unternehmens von 1,9 Mio. Euro auf 3,2 Mio. Euro. Bei einer Netto-Cash-Position von 970 Tsd. Euro, lag das Gearing bei 10,6%. Ende Dezember 2010 war die Bilanz der NanoFocus zu 71,8% eigenkapitalfinanziert (2009: 70,1%).

### 3 Ausblick

Wir sind der Auffassung, dass das Wachstum der NanoFocus in den nächsten Jahren vor allem durch Kunden aus den Branchen Elektronik/Elektrotechnik, Automobil und Solar generiert werden wird. Im Fall der Elektronikbranche, die stark konjunkturabhängig ist, gehen wir davon aus, dass infolge des andauernden Trends zur Miniaturisierung die Nachfrage nach den Lösungen des Unternehmens dynamisch ansteigen wird. Im Bereich Automobil und Solar sollte NanoFocus dagegen von dem verstärkten Fokus auf Effektivität, Qualität und Umweltverträglichkeit profitieren, der durch gestiegenen Wettbewerb sowie regulatorische Vorgaben des Staates hervorgerufen wurde. Wir denken zudem, dass sich die zusätzlichen Investitionen in regenerative Energieerzeugung, die nach der Fukushima-Katastrophe beschlossen wurden, mittelfristig positiv auf die Geschäftsergebnisse des Unternehmens auswirken werden.

Für das Geschäftsjahr 2011 prognostiziert die NanoFocus einen Umsatz in Höhe von ca. 8,5 Mio. Euro und einen Gewinn je Aktie von ca. 0,21 Euro. Im GJ 2012 sollte der Umsatz nach Angaben des Unternehmens auf ca. 8,9 Mio. Euro steigen und der Gewinn positiv bleiben.

Die langfristige strategische Planung der NanoFocus sieht vor, dass sich das Unternehmen zu einem Komplettanbieter im Bereich der optischen 3D-Qualitätssicherung auf konfokaler Basis entwickeln wird. Die NanoFocus will nicht nur die Entwicklungsarbeit für ihre Kunden übernehmen, sondern auch durch die anschließende Fertigung bzw. Lizenzierung der Produkte Geld verdienen. Zudem ist eine fokussierte Ausrichtung des internationalen Vertriebes geplant. Anstatt mit Resellern von standardisierten Produkten, will das Unternehmen in Zukunft mit internationalen Vertragshändlern zusammenarbeiten, die über entsprechende Markt-, Branchen- und Kundenkenntnis verfügen.

## 4 Finanzteil

### 4.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn & Verlustrechnung						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>5,023.9</b>	<b>6,476.8</b>	<b>8,420.1</b>	<b>8,910.0</b>	<b>9,801.0</b>	<b>10,683.1</b>
Bestandsveränderungen	174.6	57.5	74.8	79.1	87.0	94.9
andere aktivierte Eigenleistungen	0.0	459.0	168.4	178.2	196.0	213.7
sonstige betriebliche Erträge	413.1	666.3	336.8	356.4	392.0	427.3
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5,611.6</b>	<b>7,659.6</b>	<b>9,000.1</b>	<b>9,523.7</b>	<b>10,476.1</b>	<b>11,419.0</b>
Materialaufwand	-1,825.9	-2,103.8	-2,441.8	-2,539.4	-2,744.3	-2,927.2
Personalaufwand	-2,389.6	-2,907.4	-3,487.0	-3,523.8	-3,823.8	-4,110.8
Abschreibungen	-536.8	-615.0	-720.0	-761.9	-838.1	-913.5
sonstige betrieblichen Aufwendungen	-1,499.8	-1,956.1	-2,295.0	-2,333.3	-2,482.8	-2,626.4
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-640.4</b>	<b>77.3</b>	<b>776.2</b>	<b>1,127.3</b>	<b>1,425.2</b>	<b>1,754.6</b>
Finanzergebnis	-81.9	-133.3	-180.0	-190.5	-209.5	-228.4
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-722.3</b>	<b>-55.9</b>	<b>596.2</b>	<b>936.8</b>	<b>1,215.7</b>	<b>1,526.2</b>
Sonstige Steuern/ä.o. Aufwendungen u. Erträge	0.0	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Bilanzgewinn /-verlust</b>	<b>-724.27</b>	<b>-57.56</b>	<b>596.23</b>	<b>936.81</b>	<b>1215.69</b>	<b>1526.22</b>
<b>Gewinn &amp; Verlustrechnung (jährliche Wachstumsrate)</b>						
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>-0.23</b>	<b>0.29</b>	<b>0.30</b>	<b>0.10</b>	<b>0.10</b>	<b>0.09</b>
Bestandsveränderungen	-0.42	-0.67	0.30	0.06	0.10	0.09
andere aktivierte Eigenleistungen	-1.00	-	-0.63	0.06	0.10	0.09
sonstige betriebliche Erträge	1.76	0.61	-0.49	0.06	0.10	0.09
<b>Gesamtleistung</b>	<b>-0.20</b>	<b>0.36</b>	<b>0.18</b>	<b>0.06</b>	<b>0.10</b>	<b>0.09</b>
Materialaufwand	-0.24	0.15	0.16	0.04	0.08	0.07
Personalaufwand	0.10	0.22	0.20	0.01	0.09	0.08
Abschreibungen	0.04	0.15	0.17	0.06	0.10	0.09
sonstige betrieblichen Aufwendungen	-0.10	0.30	0.17	0.02	0.06	0.06
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-3.53</b>	<b>-1.12</b>	<b>9.04</b>	<b>0.45</b>	<b>0.26</b>	<b>0.23</b>
Finanzergebnis	1.02	0.63	0.35	0.06	0.10	0.09
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-4.40</b>	<b>-0.92</b>	<b>-11.66</b>	<b>0.57</b>	<b>0.30</b>	<b>0.26</b>
Sonstige Steuern/ä.o. Aufwendungen u. Erträge	-1.00	-	-1.00	-	-	-
<b>Bilanzgewinn /-verlust</b>	<b>-4.44</b>	<b>-0.92</b>	<b>-11.36</b>	<b>0.57</b>	<b>0.30</b>	<b>0.26</b>
<b>Gewinn &amp; Verlustrechnung (Umsatzanteil)</b>						
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>1.00 %</b>	<b>1.00 %</b>	<b>1.00 %</b>	<b>1.00 %</b>	<b>1.00 %</b>	<b>1.00 %</b>
Bestandsveränderungen	0.03 %	0.01 %	0.01 %	0.01 %	0.01 %	0.01 %
andere aktivierte Eigenleistungen	0.00 %	0.07 %	0.02 %	0.02 %	0.02 %	0.02 %
sonstige betriebliche Erträge	0.08 %	0.10 %	0.04 %	0.04 %	0.04 %	0.04 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>1.12 %</b>	<b>1.18 %</b>	<b>1.07 %</b>	<b>1.07 %</b>	<b>1.07 %</b>	<b>1.07 %</b>
Materialaufwand	-0.33 %	-0.27 %	-0.29 %	-0.29 %	-0.28 %	-0.27 %
Personalaufwand	-0.43 %	-0.38 %	-0.38 %	-0.37 %	-0.37 %	-0.36 %
Abschreibungen	-0.10 %	-0.08 %	-0.08 %	-0.08 %	-0.08 %	-0.08 %
sonstige betrieblichen Aufwendungen	-0.27 %	-0.26 %	-0.26 %	-0.25 %	-0.24 %	-0.23 %
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-0.13 %</b>	<b>0.01 %</b>	<b>0.09 %</b>	<b>0.13 %</b>	<b>0.15 %</b>	<b>0.16 %</b>
Finanzergebnis	-0.02 %	-0.02 %	-0.02 %	-0.02 %	-0.02 %	-0.02 %
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0.13 %</b>	<b>-0.01 %</b>	<b>0.07 %</b>	<b>0.10 %</b>	<b>0.12 %</b>	<b>0.13 %</b>
Sonstige Steuern/ä.o. Aufwendungen u. Erträge	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
<b>Bilanzgewinn /-verlust</b>	<b>-0.13 %</b>	<b>-0.01 %</b>	<b>0.07 %</b>	<b>0.10 %</b>	<b>0.12 %</b>	<b>0.13 %</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

## 4.2 Bilanzen

Bilanz NanoFocus						
Zahlen in EUR	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>AKTIVA</b>						
<i>Aufwendungen für die Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebs</i>	25	0	0	0	0	0
<i>Anlagevermögen</i>						
Immaterielle Vermögenswerte	424.0	837.0	1088.1	1196.9	1316.6	1435.1
Firmenwert	2093.7	1744.7	1395.8	1046.8	697.9	348.9
Geleistete Anzahlungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Technische Anlagen und Maschinen	22.3	305.3	335.8	369.4	406.3	446.9
Andere Anlagen, BGA	108.8	159.4	175.3	192.9	212.1	233.4
Anteile an verbundene Unternehmen	124.9	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>2773.6</b>	<b>3171.3</b>	<b>3120.0</b>	<b>2930.9</b>	<b>2757.9</b>	<b>2589.3</b>
<i>Umlaufvermögen</i>						
Vorräte	<b>2354.5</b>	<b>2030.7</b>	<b>2356.9</b>	<b>2451.0</b>	<b>2648.8</b>	<b>2825.4</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2056.5	2585.9	3361.8	3557.4	3913.2	4265.3
Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen	226.7	238.4	262.2	288.4	317.3	349.0
Sonstige Vermögensgegenstände	189.0	140.7	154.7	170.2	187.2	205.9
Wertpapiere	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	1929.4	3215.6	3092.0	4453.0	5920.9	7803.2
Rechnungsabgrenzungsposten	100.6	58.8	64.7	71.2	78.3	86.2
Aktive Latente Steuern	0.0	1325.0	1146.1	865.1	500.4	42.5
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>6856.8</b>	<b>9595.1</b>	<b>10438.5</b>	<b>11856.4</b>	<b>13566.1</b>	<b>15577.5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9655.8</b>	<b>12766.4</b>	<b>13558.4</b>	<b>14787.3</b>	<b>16324.0</b>	<b>18166.8</b>
<b>PASSIVA</b>						
<i>Eigenkapital</i>						
Gezeichnetes Kapital	2473.5	2794.8	2794.8	2794.8	2794.8	2794.8
Kapitalrücklage	4810.2	5774.1	5774.1	5774.1	5774.1	5774.1
Gewinn-/Verlustvortrag	0.0	1165.0	1165.0	1165.0	1165.0	1165.0
Jahresergebnis	-514.0	-571.6	24.6	961.4	2177.1	3703.4
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>6769.7</b>	<b>9162.3</b>	<b>9758.6</b>	<b>10695.4</b>	<b>11911.1</b>	<b>13437.3</b>
<i>Sonderposten für Investitionszuschüsse zum AV</i>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<i>Rückstellungen</i>						
Sonstige Rückstellungen	274.7	192.7	188.8	185.0	181.3	177.7
<i>Verbindlichkeiten</i>						
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1605.9	2244.7	2494.7	2744.7	2994.7	3244.7
erhaltene Anzahlungen auf Bestellung	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	<b>339.8</b>	<b>543.1</b>	<b>630.3</b>	<b>655.5</b>	<b>708.4</b>	<b>755.6</b>
Verb gegenüber verbundenen Unternehmen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sonstige Verbindlichkeiten	530.5	381.2	400.3	420.3	441.3	463.4
Rechnungsabgrenzungsposten	52.7	2.8	3.3	4.0	4.8	5.7
Passive latente Steuern	0.0	157.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>2886.1</b>	<b>3604.0</b>	<b>3799.9</b>	<b>4091.9</b>	<b>4412.9</b>	<b>4729.5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>9655.8</b>	<b>12766.3</b>	<b>13558.4</b>	<b>14787.3</b>	<b>16324.0</b>	<b>18166.8</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

## 4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung						
Zahlen in EUR	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>						
Jahresergebnis	-724.3	-57.6	596.2	936.8	1215.7	1526.2
Erträge / Aufwendungen aus Anlageabgängen	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Abschreibungen	536.8	615.0	720.0	761.9	838.1	913.5
Sonstige zahlungswirksame Geschäftsvorfälle	-9.0	8.0	45.1	-3.8	-3.7	-3.6
Veränderung der Vorräte, Forderungen aus LuL und andere Aktiva	86.0	-464.0	-967.0	-56.9	-241.8	-129.1
Veränderung der Verb. aus LuL und andere Passiva	-72.0	-19.0	-50.3	45.8	74.7	70.2
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>-186.5</b>	<b>82.4</b>	<b>344.1</b>	<b>1683.9</b>	<b>1883.0</b>	<b>2377.2</b>
<b>2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>						
Einzahlungen aus Anlagenabgängen	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Auszahlungen für Investitionen	-222.0	-618.0	-668.6	-572.9	-665.1	-744.9
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-216.0</b>	<b>-618.0</b>	<b>-668.6</b>	<b>-572.9</b>	<b>-665.1</b>	<b>-744.9</b>
<b>3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>						
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführung	784.0	1285.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Einzahlungen aus Finanzierungsleasing	267.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tilgung von Finanzierungsleasing	-41.0	-59.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Auszahlungen aus der Tilgung von Krediten	-214.0	-394.0	-250.0	-250.0	-250.0	-250.0
Einzahlungen aus der Aufnahme von Krediten	0.0	1000.0	499.8	500.0	500.0	500.0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>796.0</b>	<b>1832.0</b>	<b>249.8</b>	<b>250.0</b>	<b>250.0</b>	<b>250.0</b>
<b>4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>						
Wechselkursbedingte Änderungen	-3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Veränderungen aus 1, 2 und 3	393.5	1296.4	-74.7	1361.1	1467.9	1882.3
<b>Zahlungsmittel zu Beginn der Periode</b>	<b>1479.8</b>	<b>1870.3</b>	<b>3166.7</b>	<b>3092.0</b>	<b>4453.0</b>	<b>5920.9</b>
<b>Zahlungsmittel am Ende der Periode</b>	<b>1870.3</b>	<b>3166.7</b>	<b>3092.0</b>	<b>4453.0</b>	<b>5920.9</b>	<b>7803.2</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2011



## 5 Bewertung

### 5.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Abschlüsse der NanoFocus AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.07.2011 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

#### / Discounted Cash Flow-Modell (Basis 7/2011)

<b>Umsatz</b>	<b>8.4</b>	<b>8.9</b>	<b>9.8</b>	<b>10.7</b>	<b>11.5</b>	<b>12.3</b>
Veränderungsrate	10%	6%	10%	9%	8%	7%
<b>EBIT</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>
Veränderungsrate	904%	45%	26%	23%	18%	16%
Marge	9.2%	12.7%	14.5%	16.4%	18.0%	19.5%
Zins/Beteiligungsergebnis	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>0.60</b>	<b>0.94</b>	<b>1.22</b>	<b>1.53</b>	<b>1.83</b>	<b>2.14</b>
operativer Steueraufwand	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
Abschreibungsquote (%Umsatz)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
Veränderung langf. Rückstellungen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Anteil Umsatz	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-0.9	0.0	-0.2	-0.1	-0.5	-0.5
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-10.4%	-0.4%	-1.9%	-0.8%	-4.3%	-4.1%
Investitionen	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-1.2
Investitionsquote (%Umsatz)	-7.9%	-6.4%	-6.8%	-7.0%	-7.1%	-10.0%
Sonstige Anpassungen	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>-0.41</b>	<b>0.81</b>	<b>0.83</b>	<b>1.15</b>	<b>0.95</b>	<b>0.81</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

## 5.2 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

### // WACC-Berechnung

#### Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum/ Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2017)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	7,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4,5%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	6,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,70
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>8,7%</b>

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	8,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>5,6%</b>

Wert des Eigenkapitals	10,0
Wert des Fremdkapitals	2,5
Gearing	25,1%
<b>WACC</b>	<b>8,08%</b>

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

## 5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 5,36. Er ist damit um 52,8 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 3,51). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0,7		7.58%	7.83%	8.08%	8.33%	8.58%
Wachstum	1.0%	5.44	5.23	5.03	4.85	4.68
	1.5%	5.63	5.40	5.18	4.98	4.80
	2.0%	5.85	5.59	<b>5.36</b>	5.14	4.94
	2.5%	6.12	5.83	5.56	5.32	5.10
	3.0%	6.44	6.11	5.81	5.54	5.30

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0,7		7.58%	7.83%	8.08%	8.33%	8.58%
Wachstum	1.0%	15.21	14.61	14.06	13.55	13.07
	1.5%	15.73	15.08	14.48	13.93	13.41
	2.0%	16.35	15.63	<b>14.97</b>	14.37	13.80
	2.5%	17.09	16.29	15.55	14.88	14.26
	3.0%	18.00	17.07	16.24	15.49	14.80

## 5.4 Peer Group Modell

Die NanoFocus AG wird derzeit bei einem Umsatz von ca. 6,5 Mio. € und einer Marktkapitalisierung von 9,8 Mio. € mit dem 1,51-fachen des Umsatzes bewertet. Diese Bewertung erscheint auf den ersten Blick hoch, allerdings dürfte sich das KUV mit der Ausweitung der Geschäftstätigkeit in den Branchen Solar, Medizintechnik und Halbleiter schon bald relativieren. Zur Verifizierung des aus dem DCF-Modell generierten Unternehmenswertes erfolgt eine Peer-Group-Analyse.

In der Peer-Group-Analyse werden ausgewählte Multiplikatoren einander gegenübergestellt. Die in der Liste aufgeführten sind ausschließlich börsennotierte Unternehmen, die zumindest in Teilen in vergleichbaren Märkten tätig.

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010E
Basler AG	4.3	3.8	8.2	7.1	11.6	10.4	13.6%
Caliper Life Sciences Inc	36.1	n.a.	81.9	52.7	neg.	72.0	-2.8%
Cognex Corp	10.6	n.a.	12.0	n.a.	22.4	18.7	25.3%
FEI Co	6.4	n.a.	7.6	n.a.	16.6	14.9	16.9%
ISRA VISION PARSYTEC AG	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
MTS Systems Corp	n.a.	n.a.	7.5	n.a.	13.2	12.3	15.5%
Nanometrics Inc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.4	n.a.	25.1%
Veeco Instruments Inc	5.4	4.0	5.4	5.0	9.5	12.5	31.1%
Peer Benchmark	12.6	4.2	21.4	22.6	14.9	23.1	13.5%
Nanofocus	5.9	4.7	11.4	7.8	16.5	10.5	1.2%
Discount (-)/Premium (+)	-53.3	10.6	-46.8	-65.2	10.1	-54.7	1033.4
<b>Bewertungsbandbreite:</b>	<b>1.22 EUR bis 5.8 EUR</b>						

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

Als Basis für die Bewertung haben wir ein DCF-Modell sowie eine Peer-Group-Analyse herangezogen. Sowohl die Ergebnisse der Peer-Group-Analyse als auch des DCF-Modells legen eine Unterbewertung offen. Mit den hergeleiteten Ergebnissen sehen wir den fairen Wert der NanoFocus AG bei 5,36 Euro.

## 6 Kontakt

NanoFocus AG

Lindnerstraße 98  
D-46149 Oberhausen

Telefon: + 49 (0) 208 / 62 00 0 – 0  
Telefax: + 49 (0) 208 / 62 00 0 – 99  
CFO and IR: Joachim Sorg  
ir@nanofocus.de

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Sven Bedbur</b> E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
<b>Adrian Kowolik</b> Email: ak@kalliwoda.com	Dipl.Kfm; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA candidate	<u>Sectors:</u> Media, Gaming, Internet, Technology, Eastern European stocks
<b>Emily Haines</b> Email: eh@kalliwoda.com	M.Sc. in Neurobiology; University College London	<u>Sectors:</u> Biotech, Healthcare, Pharmaceutical
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Maximilian F. Kaessens</b> E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Patrick Bellmann</b> E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Robin-Andreas Braun</b> E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Nele Rave</b> E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; German School London	<u>Legal Advisory</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg**  
**Thomson Reuters**  
**vwd group**  
**Factset**



Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA

## 7 DISCLAIMER

<b>KAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	<b>BUY</b>
<b>AKKUMULIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	<b>ACCUMULATE</b>
<b>HALTEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	<b>HOLD</b>
<b>REDUZIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	<b>REDUCE</b>
<b>VERKAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	<b>SELL</b>

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 ( in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

### Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen NanoFocus AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

## DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.