

Update

BUY

Target Price: 5.40 EUR

NanoFocus AG

Schätzungen angepasst

Branche: Technologie
Land: Deutschland
WKN: 540066
Reuters: N2FG.DE
Webseite: nanofocus.de

Kurs aktuell: 3,60
Hoch **Tief**
Kurs 52 W.: 6,10 2,90
Marktkap. (Mio. EUR) 11,53
Anzahl Aktien (in Mio.) 2,47

Aktionäre

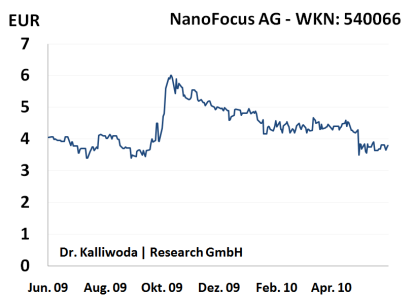
Streubesitz 58,82 %
Familie Eismann 7,15 %
tbg 6,79 %
Dr. Schreier 8,31 %
Jürgen Valentin 4,45 %
Marcus Grigat 4,50 %

Performance

4 Wochen -1,64 %
13 Wochen -14,52 %
26 Wochen -25,83 %
52 Wochen -12,44 %
lfd. Jahr -24,42 %

Dividende

	in EUR	in %
2007	0,00	0,00 %
2008	0,00	0,00 %
2009e	0,00	0,00 %
2010e	0,00	0,00 %



Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

NanoFocus schließt die zweite Jahreshälfte 2009 mit positivem Ergebnis ab

- Die NanoFocus AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 ihre angestrebten Wachstumsziele erreichen. Dank der eingeleiteten Kostenanpassungen und der umgesetzten Kapitalmaßnahmen konnte die Eigenkapitalquote gegenüber dem Vorjahr von 68% auf 70% trotz der Ertragsschwäche im ersten Halbjahr gesteigert werden. In der zweiten Jahreshälfte konnte bereits ein positives Ergebnis von 112 TEUR erzielt werden. Damit lagen die veröffentlichten Zahlen insgesamt am oberen Rand unseres Zielkorridors. Zusätzlich zeigten sich die operativen Cash Flows zum Ende des Geschäftsjahres recht robust, sodass der Finanzmittelbestand trotz der Mittelabflüsse für die Übernahme und Integration der SISCAN-Technologie von 1,7 auf 1,9 Mio. EUR gesteigert werden konnte.
- NanoFocus hat sich mit der kontinuierlichen Weiterentwicklung seiner Technologie im Bereich der optischen berührungslosen Oberflächenanalyse inzwischen in eine führende Position gebracht und zählt mithin zu den Impulsgebern der Branche. Dabei versprechen wir uns besonders von der neuesten Produktgeneration μ surf solar, der Branchenlösung für alle Applikationen an mono- und polykristallinen Solarzellen, ein überdurchschnittliches Ertragspotenzial und einen neuen Wachstumsschub.
- Gerade mit der nachgewiesenen technologischen Umsetzungskompetenz und der stetigen Fokussierung auf das Kerngeschäft, die kontinuierlich durch weitere Ertragssäulen ergänzt werden, dürfte die Kundenbasis weiter wachsen. Wir sind daher davon überzeugt, dass NanoFocus auch in Zukunft einen gewichtigen Beitrag bei der Weiterentwicklung der industriellen Messtechnik leisten und die Marktposition weiter festigen kann.
- Die von uns erstellte Peer Group, die Unternehmen beinhaltet, die sich im Wesentlichen auf die Oberflächeninspektion fokussiert haben, zeigt auf, welchen weiteren Wachstumspfad die NanoFocus AG einschlagen könnte. Der ermittelte Unternehmenswert von 13,6 Mio. EUR basiert auf recht konservativen Annahmen, sodass bei Erreichen der angestrebten Umsatzausweitungen mit einer Prognose-Anpassung nach oben zu rechnen ist. Das Upside-Potenzial der NanoFocus Aktie liegt durch die ungerechtfertigten Kursabschläge inzwischen bei rund 53 Prozent. Wir empfehlen daher die Aktie der NanoFocus AG zum Kauf.

EUR m	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatzerlöse	5.31	6.54	5.02	7.00	7.54
EBITDA	0.15	0.77	-0.10	0.79	0.96
EBIT	-0.37	0.25	-0.64	0.22	0.36
Nettoergebnis	-0.96	0.21	-0.72	0.10	0.23
EPS	-0.42	0.03	-0.19	0.04	0.09
BVPS	2.61	2.69	2.47	2.50	2.55
CFPS	-0.18	0.29	-0.07	0.24	0.30
RoE	-14.66 %	3.10 %	-10.70 %	1.43 %	3.34 %
RoS	-17.95 %	3.20 %	-14.41 %	1.40 %	3.10 %
EBIT margin	-6.92 %	3.82 %	-12.74 %	3.18 %	4.83 %

Inhaltsverzeichnis

Investment Case	3
Geschäftszahlen.....	5
Das Geschäftsmodell	6
Das Produktportfolio der NanoFocus AG	7
Trend-, Rendite- und Ertragsindikatoren	9
Finanzteil.....	10
Bilanzen.....	10
Gewinn- und Verlustrechnung.....	11
Bewertung	12
DCF-Modell.....	12
WACC	13
Fair Value – Sensitivitäten.....	13
Peer Group-Bewertung	14
Kontakt.....	15
DISCLAIMER	16

Investment Case

Die Nanotechnologie ist ein relativ junger Wachstumsmarkt und wird gemeinhin als Schlüsseltechnologie des 21. Jahrhunderts bezeichnet, die sowohl die neuen als auch die bestehenden Technologiefelder radikal verändern wird.

Innerhalb der Nanotechnologie nimmt die Vermessung und Analyse von Nanometerstrukturen inzwischen eine herausragende Stellung ein. So dienen die Produkte der NanoFocus AG nicht nur dem Vermessen und Verstehen von Materialeigenschaften, sondern sie werden mehr und mehr zur Qualitätssicherung in der industriellen Produktion eingesetzt. Gerade die mit der fortschreitenden Miniaturisierung elektronischer Bauelemente verbundenen Anforderungen, wie sie im Halbleiterbereich und in der Solartechnologie vorzufinden sind, stellen für die Gesellschaft ein großes Wachstumspotenzial dar.

NanoFocus ist demzufolge direkt an den Wachstumsmarkt Nanotechnologie gekoppelt und kann diesen Markt aktiv mitgestalten. Durch die einzigartigen optischen Analysetools des Unternehmens werden zahlreiche Entwicklungen und Kontrollprozesse erst möglich gemacht. Hinzu kommt, dass NanoFocus bereits auf eine jahrelange erfolgreiche Forschungs- und Entwicklungstätigkeit zurückblicken kann. Der damit verbundene technologische Vorsprung ist in dieser Form auf dem Markt kein weiteres Mal vorzufinden.

Mit der erreichten Marktreife, der einfachen Handhabung und den unzähligen Einsatzmöglichkeiten der bewährten Produkte dürfte die Gesellschaft auch in den kommenden Jahren in allen Geschäftsbereichen schneller wachsen als der Markt. Zudem nutzt NanoFocus gezielt seine Innovationskraft um Zukunftsfelder in der Solarbranche abzudecken, aktiv mitzugestalten und neue Geschäftsperspektiven daraus zu entwickeln.

Allerdings ist der Zukunftsmarkt Nanoanalytik kein Selbstläufer. Für den langfristigen Erfolg ist entscheidend, wie rasch der Technologiewandel von der Gesellschaft mitgestaltet werden kann. Zudem sind mit der Erschließung neuer Potenziale und der fortschreitenden Marktdurchdringung auf den bestehenden Märkten Produktivitätsvorteile verbunden, die von NanoFocus aufgegriffen werden sollten. Ein bedeutender Wertschöpfungskanal zeichnet sich u.a. im Bereich Automation ab. Hier will NanoFocus mit den Konfokalsensoren, die in große und hochwertige Maschinen integriert werden, weiter wachsen. Außerdem verspricht sich das Unternehmen von der μ sprint-Technologie, die die Inline-Produktionsüberwachung sicherstellt, neue Wachstumsmöglichkeiten.

Strategisch gefestigt wird das Geschäftsmodell der NanoFocus AG außerdem durch das bestehende OEM-Geschäft. Ebenso hat sich das Geschäft in den Bereichen Forensik, Medizin, Solar, Automotive (CleanTech) und Materialwissenschaft stabilisiert. Für das Geschäftsjahr 2010/2011 bildet außerdem die produktnahe Auftragsentwicklung für Großkunden (Outsourcing) ein strategischer Schwerpunkt. Das Auftragsvolumen liegt hier für die nächsten fünf Jahre im siebenstelligen Umsatzbereich. Das Geschäftsmodell deckt innerhalb der Messtechnik den folgenden Schwerpunkt ab:

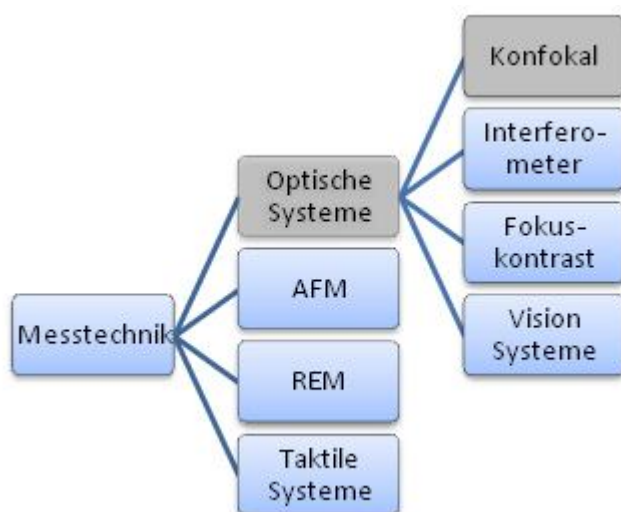


Abb. Positionierung und Fokus innerhalb der Messtechnik

Neben den bestehenden Technologien μ surf, μ scan und μ sprint, die eine sekundenschnelle und zuverlässige 3D-Messung von Rauheit, Mikrogeometrie, Topografie sowie Schichtdicke von Mikro- und Nanostrukturen ermöglichen, hat die Gesellschaft vor kurzem ihre Produktpalette um das μ surf basic 3D-Mikroskop für industrielle Labore erweitert. Diese Neuentwicklung zeichnet sich vor allem durch eine einfache Probenpositionierung, schnelle 3D-Datenaufnahme und die automatisierte Dokumentation der Messergebnisse aus. Die im Geschäftsjahr 2009 erworbene SISCAN-Technologie, die von Siemens in Zusammenarbeit mit dem Fraunhofer Institut entwickelt wurde und nun bei NanoFocus unter dem neuen Namen μ sprint fortgeführt wird, hat die Produktplattform komplettiert.

Bedingt durch die mit der Krise verbundenen Belastungsfaktoren hat sich NanoFocus entschieden die bisher favorisierte internationale Vermarktung von standardisierten NanoFocus-Produkten vorerst aufzuschieben, da der Verdrängungswettbewerb in diesem Segment stark zugenommen hat.

Unsere Bewertungsüberlegungen fußt auf den klar umrissenen zukunftsweisenden Wachstumfeldern, die zu einer Zielbewertung für die NanoFacus AG von rund 13,6 Mio. Euro führt. Zudem kann man konstatieren, dass die Gesellschaft eine solide Vermögens- und Kapitalstruktur vorweisen kann und damit bestens für die Zukunft aufgestellt ist. Da das Management sich bereits für das laufende Geschäftsjahr 2010 einen erneuten Wachstumsschub verspricht, notiert die Aktie mit einem beachtlichen Abschlag von nahezu 40 % auf unsere Zielbewertung. Die kurzfristige Prognose des Managements für das Geschäftsjahr 2010 liegt bei einem Umsatz von 6,5 Mio. Euro bis 7 Mio. Euro bei einem anvisierten EPS von 0,04 bis 0,12 Euro. Unser Kursziel auf 12-Monatssicht lautet auf 5.50 Euro.

Geschäftszahlen

NanoFocus konnte in der zweiten Jahreshälfte wieder deutlich an Fahrt aufnehmen und an die erfolgreiche Geschäftsentwicklung der vergangenen Geschäftsjahre anknüpfen. Der Umsatz reduzierte sich zwar insgesamt um 23,1 Prozent von 6,5 Mio. Euro auf 5,0 Mio. Euro, allerdings erwartet das Management bereits für dieses Jahr ein anziehendes Geschäft. Die Umsatzzahlen bei Systemvermietung und OEM konnten sogar moderat gesteigert werden. Der überproportionale Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge, die um 176 Prozent zulegen konnten, und der Rückgang bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen führten insgesamt zu einem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von -722 TEUR bzw. einem ausgeglichen Jahresergebnis.

Weiteres überdurchschnittliches Wachstumspotenzial besitzen aus unserer Sicht vor allem die optischen Inspektionslösungen für den Solarbereich sowie die Integrationslösungen für Produktionsmaschinen. So ist die Einführung des Messsystems μ surf solar für die Überprüfung der mikrogeometrischen Beschaffenheit von Solaroberflächen ein weiterer Schritt in die richtige Richtung und aus unserer Sicht geeignet bereits in absehbarer Zeit den Eintritt in den Massenmarkt zu schaffen und damit Skalenerträge zu erzielen. Bislang verfügt die Gesellschaft zwar über erstklassige technologische Kompetenzen, allerdings spiegelte sich dies bislang nicht in der Ertragslage wider.

Unsere Umsatzerwartung für das Jahr 2010 orientiert sich an der Management-Guidance. Aufgrund der erstklassigen technologischen Positionierung und vor dem Hintergrund der unverändert aussichtsreichen Geschäftsperspektiven des Unternehmens bestätigen wir den positiven Ausblick.

Beim aktuellen Kurs von 3,60 Euro gelangen wir zu einem für Technologiewerte günstigen KBV von 1,3. Die von uns erstellte Peer Group, die Unternehmen beinhaltet, die sich im Wesentlichen auf die Oberflächeninspektion fokussiert haben, zeigt auf, welchen weiteren Wachstumspfad die NanoFocus AG einschlagen könnte. Der ermittelte Unternehmenswert von 13,6 Mio. EUR basiert auf recht konservativen Annahmen, sodass bei Erreichen der angestrebten Umsatzausweitungen mit einer Prognose-Anpassung nach oben zu rechnen ist. Das Upside-Potential der NanoFocus Aktie liegt durch die ungerechtfertigten Kursabschläge inzwischen bei rund 53 Prozent. Wir empfehlen daher die Aktie der NanoFocus AG daher zum Kauf.

Das Geschäftsmodell

Die in Oberhausen ansässige NanoFocus AG ist ein führendes High-Tech-Unternehmen auf dem Gebiet der berührungsfreien 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 μ surf und μ 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 hat die NanoFocus AG 41 Vollzeitbeschäftigte.

Seit 2005 ist das Unternehmen durch die NanoFocus, Inc., Richmond, VA, 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 dem Übergang 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.

Nur mit einer exakten Messung von Oberflächen im Nanobereich lassen sich Prozesse zur Herstellung von Produkten mit funktionellen Oberflächen tatsächlich beherrschen. In der Forschung und Entwicklung ist man insbesondere auf die Kenntnis der Funktionsoberflächen von Materialien im Nanobereich angewiesen. Hier kann NanoFocus mit seinen Produkten einen wichtigen Beitrag leisten. Die Technologie von NanoFocus hat letztendlich das Potenzial, eine Schlüsselrolle bei der Realisierung von Produkten mit sehr hohem Qualitätsanspruch zu spielen.

Das Produktportfolio der NanoFocus AG

NanoFocus stellt mit ihren High-End-Messtechniklösungen eine breite Palette an optischen Geräten zur Oberflächenmessung bereit. Das Produktspektrum lässt sich in die Produktkategorien Standard, Modular, Integration und Business Solutions unterteilen. Die einmaligen Eigenschaften der NanoFocus-Produkte zeigen sich insbesondere bei komplexen Oberflächenstrukturen. Die in Sekundenschnelle berührungslos ermittelten Messergebnisse erfüllen selbstverständlich die üblichen Standards wie DIN EN ISO-Normen.

Produktspektrum NanoFocus	
Produktkategorie Standard	<ul style="list-style-type: none"> μsurf basic μsurf explorer μscan explorer μsurf mobile
Produktkategorie Modular	<ul style="list-style-type: none"> μsurf custom μscan custom
Produktkategorie Business Solutions	<ul style="list-style-type: none"> μsurf cylinder μsurf solar μsurf blade μsurf leak test
Produktkategorie Integration	<ul style="list-style-type: none"> μsurf sensor μscan sensor μsprint sensor

Die optische Messung bietet den Vorteil, dass empfindliche Oberflächen sehr schonend und berührungsfrei vermessen werden können. Zusätzlich arbeiten die Geräte von NanoFocus halbautomatisch, wodurch aufwendige Einstellarbeiten und Fehlinterpretationen vermieden werden. Der entscheidende Erfolgsfaktor der NanoFocus AG stellt hierbei die eigens entwickelte Software dar, die das Zusammenspiel der Hardwarekomponenten gewährleistet.

Mit dem 3D-Messsystem μsurf von NanoFocus lassen sich komplexe Strukturen flächenhaft vermessen und mit hoher vertikaler und lateraler, also flächenhafter Auflösung, darstellen. Die von NanoFocus eingesetzte Technik basiert auf der konfokalen Multi-Pinhole-Technik. Das Messsystem μsurf steht in zahlreichen Varianten zur Verfügung, die jeweils für bestimmte Einsatzbereiche und Branchen optimiert sind.

So eignet sich das optische 3D-Messsystem μsurf explorer hervorragend für Mess- und Prüflabore, aber auch in der Produktionsumgebung kommt das Messsystem zum Einsatz. Anwendungsfelder finden sich beispielsweise in der Automobilindustrie, Medizintechnik, Mikroelektronik, Druck- und Papierindustrie, Stahlindustrie und in der optischen Industrie.

Eine weitere Produktvariante stellt das optische 3D-Messsystem μ surf mobile dar, welches speziell für die Messung von großen Objekten wie Walzen und Karosserien entwickelt wurde. Das Gerät basiert auf der robusten μ surf-Konfokaltechnik, wodurch der Einsatz in der rauen industriellen Produktionsumgebung problemlos möglich wird.

Gesteuert werden die Systeme von der Software μ soft control, mit deren Hilfe auch die Ergebnisse dargestellt werden. Die Software μ soft analysis (hier sind die Versionen Standard, XT und Premium verfügbar) ermöglicht umfassende 2D- und 3D-Auswertungen. Auch nachträglich lassen sich die Systeme noch mit der μ soft automation ausstatten, die automatisierte Messabläufe ohne Benutzereinfluss ermöglicht. Alle Programme laufen windowsbasiert. Mit zahlreichen Hard- und Softwareoptionen lassen sich die Messsystem weiter ausbauen.

Zum Kundenspektrum der NanoFocus AG zählen Automobilhersteller wie Daimler, Volkswagen und BMW, ebenso gehören Technologiekonzerne wie Siemens, Infineon, Epcos, ThyssenKrupp oder Bosch zum Kundenkreis der Gesellschaft. International arbeitet NanoFocus u.a. mit Novelis, Wilkinson/ Schick, ABB, Olympus und Epcos zusammen. Insgesamt verfügt NanoFocus mittlerweile über ein umfassendes weltweites Kundennetz.

Breite Anwendungsvielfalt – einzigartige Produktvarianten

Mikro- und nanostrukturierte 3D-Funktionsoberflächen in der Fahrzeugtechnik senken den Energieverbrauch, machen Autos umweltschonender und reduzieren den Verschleiß. Die Schlüsselkomponenten der Kraftstoffzuführung und Antriebstechnik müssen präzise gefertigt und kontrolliert werden. Die NanoFocus-Technologie kann hierbei wertvolle Dienste leisten.

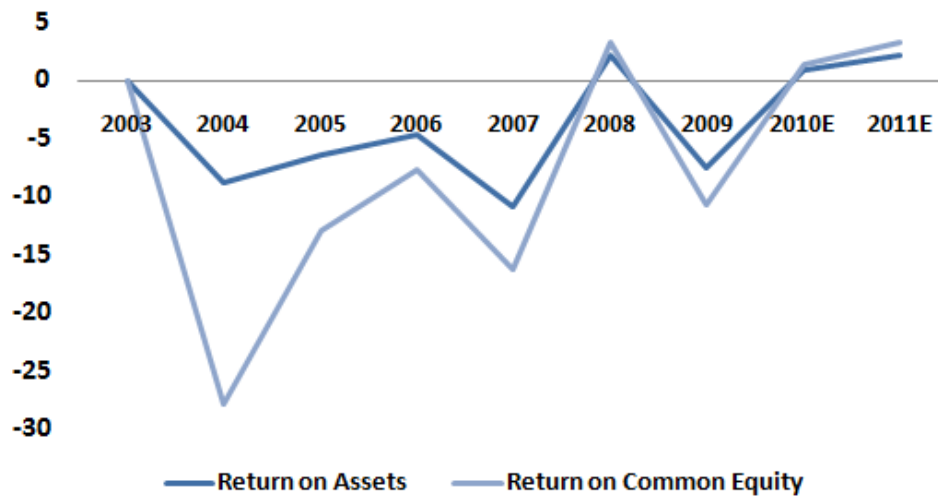
Zylinderlaufflächen: Der μ surf cylinder lässt sich in den Motorblock einführen und ist so in der Lage, die Oberflächenstruktur der Zylinder von innen zu kontrollieren. Ziele sind eine Verbesserung des Verschleißverhaltens sowie eine Minimierung des Ölverbrauchs. Für die Automobilindustrie schätzt NanoFocus das Absatzpotenzial auf weltweit rund 500 Systeme. Dies eröffnet ein theoretisches Marktvolumen von rund EUR 100 Mio., von dem man sich bei NanoFocus im Zeitablauf rund 90% Anteil verspricht.

Zum Einsatz kommen die Systeme auch bei den auf Feinblechen eingewalzten Schmiertaschen, die der Ölaufnahme dienen. Für die Analyse dieser funktional wichtigen 3D-Strukturelemente stehen praxisnahe Auswertungswerkzeuge zur Verfügung.

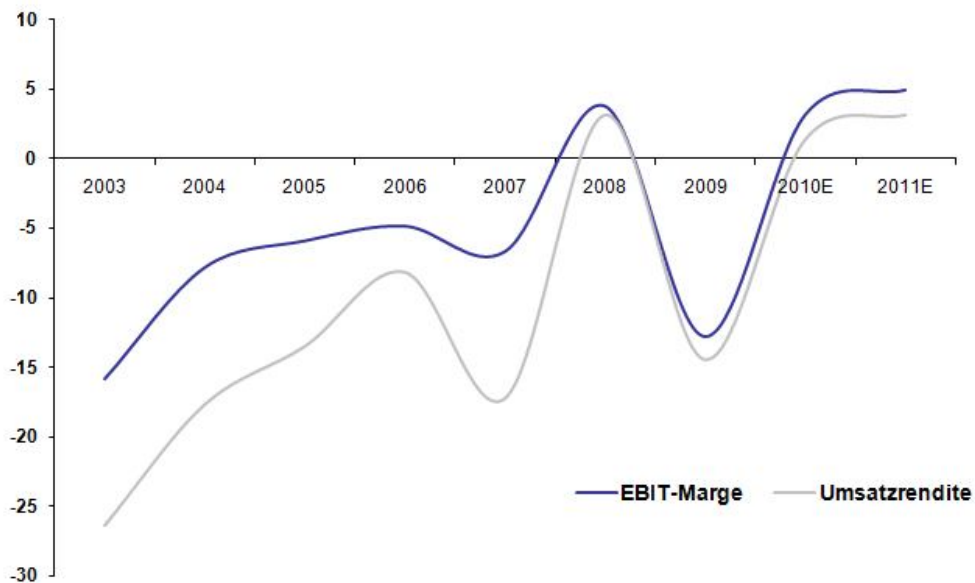
Mit Hilfe der neuen technologischen Möglichkeiten, resultierend aus der neu erworbenen Technologie, lassen sich neue Märkte und neue Kundengruppen in den Zielmärkten Medizintechnik, der Halbleiterindustrie und im Solarbereich erschließen.

Trend-, Rendite- und Ertragsindikatoren

Renditeentwicklung (%)



Margin Trends



Finanzteil

Bilanzen

Bilanzen																		
Position/Jahr	2006			2007			2008			2009			2010E			2011E		
	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %
Aktiva																		
Aufwendungen für die Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebs	102	1		76	1		51	1		25	0		0	0		0	0	
Lizenzen	229	3		157	2	-31	132	2	-16	424	5	221	405	5	-4	417	5	3
Firmenwert	3140	37	-10	2792	33	-11	2443	29	-13	2094	25	-14	1744	21	-17	1394	17	-20
Geleistete Anzahlungen	15	0	-66	94	1	527	228	3	143	0	0	-100	0	0	0	0	0	
Technische Anlagen und Maschinen	31	0	668	30	0	-2	26	0	-13	22	0	-15	70	1	218	110	1	57
Andere Anlagen, BGA	287	3	18	109	1	-62	112	1	2	109	1	-2	170	2	56	230	3	35
Anteile an verbundene Unternehmen	125	1	1	125	1	0	125	1	0	125	1	0	125	1	0	125	1	0
Summe langfristige Vermögenswerte	3826	45	-2	3307	39	-14	3065	36	-7	2774	33	-10	2514	30	-9	2276	27	-9
RHB	586	7	14	856	10	46	1127	13	32	956	11	-15	1032	12	8	1254	15	22
Unfertige Erzeugnisse	70	1	233	86	1	22	106	1	24	372	4	250	320	4	-14	350	4	9
Fertige Erzeugnisse	552	7	23	837	10	52	1117	13	34	1026	12	-8	1350	16	32	1350	16	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1165	14	42	1443	17	24	1624	19	13	2057	24	27	2428	29	18	2585	31	6
Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen	256	3	-7	488	6	91	783	9	60	227	3	-71	550	7	142	550	7	0
Sonstige Vermögensgegenstände	32	0	-45	96	1	204	164	2	70	189	2	15	250	3	32	280	3	12
Sonstige Wertpapiere	11	0	0	11	0	0	0	0	-100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	1809	22	-27	1960	23	8	1714	20	-13	1929	23	13	1654	20	-14	1833	22	11
Rechnungsabgrenzungsposten	3	0	-83	89	1		94	1	6	101	1	7	80	1	-21	80	1	0
Summe kurzfristige Vermögenswerte	4484	53	-3	5865	70	31	6729	80	15	6857	82	2	7664	91	12	8282	98	8
Bilanzsumme	8412	100	-1	9249	100	10	9845	100	6	9656	100	-2	10178	100	5	10558	100	4
Passiva																		
Eigenkapital																		
Gezeichnetes Kapital	1931	23	1	2250	27	16	2250	27	0	2473	29	10	2473	29	0	2473	29	0
Kapitalrücklage	3248	39	-6	4250	51	31	4250	51	0	4810	57	13	4810	57	0	4810	57	0
Gewinn-/Verlustvortrag				0		210				-514	-6		-514	0		-514	0	
Jahresergebnis				0		0				0	0		98			234		138
Summe Eigenkapital	5179			6500	77		6710	80		6769	80		6867			7003		
Sonderposten für Investitionszuschüsse zum AV	52	1		31	0	-41	9	0	-70	0	0	-100	0	0	0	0	0	
Rückstellungen																		
Sonstige Rückstellungen	231	3	79	213	3	-8	241	3	13	275	3	14	308	4	12	308	4	0
Verbindlichkeiten																		
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	525	6	0	1897	23	261	1996	24	5	1606	19	-20	2300	27	43	2300	27	0
erhaltene Anzahlungen auf Bestellung	173	2		0	0	-100	120	1		83	1	-31	87	1	5	80	1	-8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	148	2	-64	301	4	104	518	6	72	340	4	-34	540	6	59	791	9	46
Verb gegenüber verbundenen Unternehmen	0		-100	0		0	0		0	0		0	0		0	0		0
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	0			0		0	0		0	0		0	0		0	0		0
Sonstige Verbindlichkeiten	2102	25	0	308	4	-85	220	3	-29	530	6	141	76	1	-86	76	1	0
Rechnungsabgrenzungsposten	2	0	-75	0	0	-100	32	0		53	1	66	0	0	-100	0	0	0
Summe Fremdkapital	3233	38	1	2749	33	-15	3135	37	14	2887	34	-8	3311	39	15	3555	42	7
Bilanzsumme	8412	100	-1	9249	100	10	9845	100	6	9656	100	-2	10178	100	5	10558	100	4

Dr. Kalliwoda | Research GmbH © 2010

Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung															
Position/Jahr	2007			2008			2009			2010E			2011E		
	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %
Umsatzerlöse	5.313	100	19	6.535	100	23	5.024	100	-23	7.000	100	39	7.538	100	8
Bestandsveränderungen	300	6	99	302	5	0	175	3	-42	210	3	20	229	3	9
Andere aktivierte Eigenleistungen	6	0	-97	35	1	483	0	0	-100	14	0		16	0	19
Sonstige betriebliche Erträge	244	5	-46	150	2	-39	413	8	176	360	5	-13	150	2	-58
Gesamtleistung	5.863	110	12	7.021	107	20	5.612	112	-20	7.584	108	35	7.933	105	5
Materialaufwand	-2.147	-40	21	-2.407	-37	12	-1.826	-36	-24	-2.450	-35	34	-2.412	-32	-2
Personalaufwand	-1.979	-37	19	-2.180	-33	10	-2.390	-48	10	-2.510	-36	5	-2.635	-35	5
Afa auf immaterielle VG und SA	-516	-10	1	-515	-8	-0	-537	-11	4	-564	-8	5	-592	-8	5
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-1.589	-30	12	-1.666	-25	5	-1.499	-30	-10	-1.838	-26	23	-1.930	-26	5
Betriebsergebnis	-368	-7	231	253	3,87		-640	-12,74		222	3		364	5	64
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	73	1	40	75	1	2	36	1	-52	38	1	5	40	1	5
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-657	-12	206	-115	-2	-82	-118	-2	2	-160	-2	36	-168	-2	5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-952	-18	247	212	3		-722	-14		100	1		236	3	135
Sonstige Steuern/a.o. Aufwendungen 07	-2	0	-98	-2	0	0	-2	0	0	-2	0	0	-2	0	0
Jahresfehlbetrag/-überschuss	-954	-18	139	210	3		-724	-14		98	1		234	3	138

Dr. Kalliwoda | Research GmbH © 2010

Bewertung

DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Einzelabschlüsse der NanoFocus AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.06.2010 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-Cashflow-Modell								
Angaben in TEUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
Umsatzerlöse	5,024	7,000	7,350	7,718	8,489	9,338	10,272	
YoY		39.3 %	5.0 %	5.0 %	10.0 %	10.0 %	10.0 %	
Betriebsergebnis (EBIT)	-640	222	210	231	254	280	307	
EBIT-Marge	-12.7 %	3.2 %	2.9 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	
Steuern (adaptiert)	-2	-2	-2	-23	-25	-28	-31	
Steuerquote	-0.3 %	0.9 %	1.0 %	10.0 %	10.0 %	10.0 %	10.0 %	
NOPLAT	-642	220	208	208	229	252	277	
Abschreibungen	537.0	563.9	592.0	621.6	652.7	685.4	719.6	
Rückstellungen	275.0	308.0	314.2	320.4	326.9	333.4	340.1	
Veränderungen Rückstellungen		33	6	6	6	7	7	
Brutto-Cashflow	-105	817	806	836	888	943	1,003	
CAPEX	-216.0	-304.0	-319.2	-335.2	-351.9	-369.5	-388.0	
Working Capital		-3007	-3067	-3128	-3191	-3255	-3320	
Veränderungen im Working Cap		966	-264	-523	233	-456	-387	
Free Cashflows		228	223	-22	769	118	228	
WACC		7.96 %	7.96 %	7.96 %	7.96 %	7.96 %	7.96 %	7.96 %
Diskontierter free Cashflow		211.2	191.3	-20.7	659.8	93.7	167.9	14,622.0
Enterprise Value	15,925.2							
Fremdkapital	-2,559							
Nicht betriebsnotwendiges Verm	0							
Anteile Dritter	0							
Equity Value	13,366.2							
Anzahl ausstehender Aktien	2473							
Fair Value je Aktie (in Euro)	5.40							

Dr. Kalliwoda | Research GmbH © 2010

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.

DCF-Parameter	
Risk-free rate	3.10
Risk premium	6.00
Beta	0.70
Longterm growth rate	2
Cost of equity	9.04
Cost of debt	5.65
WACC	7.96

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

Betwert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex TecDax.

Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 5,40. Er ist damit um 50 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 3,60). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes

Sensitivität: Aktie									
	WACC								
Wachstum	5.96	6.46	6.96	7.46	7.96	8.46	8.96	9.46	9.96
1.00%	5.74	5.63	5.52	5.41	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90
1.50%	5.79	5.68	5.57	5.46	5.35	5.24	5.14	5.04	4.94
2.00%	5.84	5.73	5.61	5.50	5.40	5.29	5.18	5.07	4.96
2.50%	5.89	5.78	5.66	5.55	5.43	5.34	5.23	5.12	5.01
3.00%	5.95	5.83	5.71	5.60	5.49	5.38	5.27	5.16	5.07

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

Sensitivität: Marktkapitalisierung									
	WACC								
Wachstum	5.96	6.46	6.96	7.46	7.96	8.46	8.96	9.46	9.96
1.00%	14.20	13.92	13.65	13.38	13.11	12.86	12.61	12.37	12.12
1.50%	14.32	14.05	13.77	13.50	13.23	12.96	12.71	12.46	12.22
2.00%	14.44	14.17	13.87	13.60	13.35	13.08	12.81	12.54	12.27
2.50%	14.57	14.29	14.00	13.73	13.43	13.21	12.93	12.66	12.39
3.00%	14.71	14.42	14.12	13.85	13.58	13.30	13.03	12.76	12.54

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2010

Peer Group-Bewertung

Die sich aus der DCF-Bewertung ergebenden Ergebnisse haben wir mittels der Peer Group verifiziert.

Auf Basis der verwendeten Daten spiegelt sich auch in der Peer Group-Bewertung das Bild der DCF-Group-Bewertung wider. Die Schwachpunkte liegen gegenwärtig auf dem niedrigen Margenniveau und dem volatilen Ertragsverlauf. Sollte die Technologie von NanoFocus den erwarteten Erfolg haben, dürfte das aktuelle Bewertungsniveau nur noch Makulatur sein.

Multiples - Peergroup - Oberflächenanalyse // Messtechnik									
	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		KBV	EBIT-Margin	
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	current	2009	2010E
Basler	0.83	0.73	-3.80	17.93	-2.16	27.21	1.29	-21.87	4.05
Caliper	1.30	1.38	-14.73	-281.58	-17.32	-14.65	2.69	-8.80	-0.49
Cognex	2.94	2.08	-96.24	11.20	-577.33	20.38	1.74	-4.06	18.56
FEI	0.95	0.88	15.58	11.02	28.40	23.84	1.30	6.08	8.01
Isra Vision Parsytec	1.31	1.21	20.15	18.14	33.53	24.78	2.77	6.51	6.67
MTS Systems	0.93	1.03	10.42	11.41	18.19	21.34	2.36	8.97	9.04
Nanometrics	2.26	1.12	-16.81	6.03	-12.40	9.01	1.82	-13.47	18.55
Veeco Instruments	2.79	1.08	1931.31	4.48	-100.97	9.42	3.17	0.14	24.20
Mittelwert	1.50	1.20	-12.20	-29.41	-75.59	15.99	2.00	-3.81	9.20
Median	1.30	1.10	3.31	11.11	-7.28	20.86	2.09	-1.96	8.53
NanoFocus AG	1.71	1.22	-13.38	25.94	-12.41	40.00	1.31	-12.75	4.71
Premium(+)/Discount (-)	30.82	11.01	-504.04	133.52	70.46	91.78	-37.32		
Fair Value Bandbreite:	<u>3.20 bis 4.93 EUR</u>								
DR. KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2010									

Bei NanoFocus handelt es sich um ein Unternehmen, das sich durch seine über Jahre entwickelte Technologie im Bereich der optischen berührungslosen Oberflächenanalyse in eine technologisch führende Position gebracht hat, die durch Patente auch langfristig gesichert ist.

Mit einem von uns ermittelten langfristigen Unternehmenswert von 13,4 Mio. Euro sehen wir für die NanoFocus-Aktie weiterhin gute Chancen, dass sich der positive Newsflow auch bald in steigenden Kursen widerspiegeln wird. Die NanoFocus AG ist solide finanziert und kann unserer Ansicht nach bereits in absehbarer Zeit die Geschäftsaktivitäten deutlich ausbauen.

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
irel@nanofocus.de

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann 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.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Andreas Schick – Freiherr von Flotow	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

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 betret.

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.