



Researchstudie (Anno)



Rückkehr in die Gewinnzone in 2017

-

Margensteigerung durch Skaleneffekte zu erwarten

-

Strategischer Partner stärkt die Marktposition

Kursziel: 3,20 € (bisher: 2,45 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

NanoFocus AG*4,5a,5b,6a,7,10,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,20 €

Aktueller Kurs: 2,60
1.6.2017 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005400667
WKN: 540066
Börsenkürzel: N2F

Aktienanzahl³: 6,094
Marketcap³: 15,84
Enterprise Value³: 14,60
³ in Mio. / in Mio. €

Streubesitz: 52,2%

Transparenzlevel:
m:access (Börse München)

Marktsegment:
Open Market / Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Bank AG
Süddeutsche Aktienbank AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

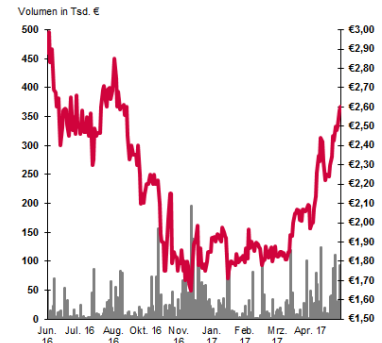
Branche: Technologie
Fokus: Oberflächenmessung und Analyse

Mitarbeiter: 91 (31.12.2016)

Gründung: 1994

Firmensitz: Oberhausen

Vorstand: Joachim Sorg (CFO), Marcus Grigat (COO)



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. Haupttätigkeiten des Unternehmens sind die Entwicklung, Fertigung sowie der weltweite Vertrieb von Geräten für die 3D-Oberflächenanalyse. NanoFocus-Geräte werden vor allem für die Qualitätssicherung eingesetzt und eignen sich für nahezu alle Industriebranchen. Durch seine Technologie ermöglicht NanoFocus Kunden und Partnerunternehmen die Herstellung innovativer Produkte und die Umsetzung effizienter Fertigungsverfahren. Die drei Hauptproduktlinien sind die Analysesysteme μ surf, μ scan und μ print. Daneben bietet die Gesellschaft ergänzende Dienstleistungen und die zum Betrieb notwendige Systemsoftware an. NanoFocus bietet seine 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 wird eine hohe Qualität der Produkte und ein technologischer Fortschritt gegenüber dem Wettbewerb gewährleistet. Durch die Übernahme der Breitmeier Messtechnik GmbH Ende 2015 hat die NanoFocus AG ihr technologisches Spektrum zudem auf taktile Messsysteme ausgeweitet.

Konzern-GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Nettoerlöse	12,32	13,63	15,28	16,57
EBITDA	-0,97	1,50	1,92	2,30
EBIT	-2,02	0,50	1,02	1,50
Jahresergebnis	-3,08	0,10	0,69	1,22

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,55	0,02	0,11	0,20
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,19	1,07	0,96	0,88
EV/EBITDA	neg.	9,74	7,61	6,35
EV/EBIT	neg.	29,21	14,32	9,73
KGV	neg.	158,44	22,96	12,94
KBV	1,63			

Finanztermine

28.06.2017: Hauptversammlung
31.08.2017: Halbjahreszahlen 2017
13.12.2017: 22. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
24.02.2017: RG / 2,45 / KAUFEN
09.02.2017: RG / 2,45 / KAUFEN
09.12.2016: RG / 2,90 / KAUFEN
21.11.2016: RG / 2,90 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im GJ 2016 erzielte die NanoFocus AG Umsatzerlöse in Höhe von 12,32 Mio. € und damit 10,4% mehr als im Vorjahr, was v.a. auf die Ende 2015 übernommene Breitmeier Messtechnik GmbH (Umsatzbeitrag: 1,29 Mio. €) zurückzuführen ist, die in 2016 erstmals konsolidiert wurde. Auf organischer Basis musste die Gesellschaft somit einen Umsatzrückgang verzeichnen. Insbesondere durch ausgebliebene Folgeaufträge und Projektverschiebungen im Bereich Automotive und Semiconductor wurde der Konzernumsatz belastet und damit das vom Unternehmen ausgegebene Umsatzziel verfehlt. Die Kernbereiche Standard/Labor und OEM haben sich in 2016 hingegen gut entwickelt und sich damit erneut als zuverlässige Umsatzstütze erwiesen.
- Trotz eines angestiegenen Umsatzes lag das ausgewiesene EBITDA mit -0,97 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von -0,16 Mio. €. Verantwortlich hierfür waren neben den unerwartet schwächeren Umsatzerlösen v.a. verschiedene Sonderaufwendungen, die mit insgesamt 0,61 Mio. € das Ergebnis belastet haben. Dabei waren eine Reihe von Einmalkosten angefallen, z.B. Kosten für die durchgeführten Kapitalmaßnahmen, Kosten des Umzugs in die neue Firmenzentrale sowie außerplanmäßige Beratungskosten. Bereinigt um diese einmaligen Effekte lag das EBITDA bei -0,36 Mio. €.
- Am 23.05.2017 gab die NanoFocus AG bekannt, mit der Carl Mahr GmbH & Co. KG einen strategischen Investor aus der Messtechnikbranche gewonnen zu haben. Eine Zusammenarbeit wird v.a. im Automotive-Bereich angestrebt. Durch diese Kooperation sollte sich die Marktposition der NanoFocus im Automotive-Bereich deutlich verbessern, nachdem NanoFocus mit der Übernahme der Breitmeier Messtechnik bereits seine Marktposition weiter ausbauen konnte.
- Hervorzuheben ist, dass die Erfolge der verstärkten Konzentration auf den Vertrieb zunehmend sichtbar werden, bspw. in Form eines starken Auftragseingangs im Q1 des laufenden Geschäftsjahres 2017. Zudem wurde vom Management ein Restrukturierungsprogramm eingeleitet, was mit großem Anteil auf den Personalbereich ausgerichtet wurde. Dies sollte sich bereits in 2017 positiv auf das Ergebnis auswirken.
- Für das GJ 2017 erwarten wir einen deutlichen Umsatz- und Ergebnissprung. Während wir umsatzseitig von 13,63 Mio. € ausgehen, maßgeblich vom Segment „Automotive“ getragen, erwarten wir ein Nettoergebnis in Höhe von 0,10 Mio. €, was v.a. von entfallenden Sonderaufwendungen und dem umgesetzten Restrukturierungsprogramm profitieren sollte. Für das Jahr 2018 und 2019 erwarten wir aufgrund von Skaleneffekten Nettoergebnisse von 0,69 Mio. €, respektive 1,22 Mio. €.
- **Auf Basis der Prognosen für die GJ 2017-2019 haben wir unser Kursziel für die NanoFocus AG angehoben. Der faire Wert auf der Grundlage unseres DCF-Modells beträgt 3,20 € (zuvor: 2,45 €). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Langfristig sind wir davon überzeugt, dass die NanoFocus AG deutlich höhere Rentabilitätsniveaus erreichen kann als bisher. Darüber hinaus sind wir auch überzeugt, dass die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen, der stärkere Fokus auf den Vertrieb, die Integration der Breitmeier Messtechnik und der gewonnene strategische Partner sich deutlich positiv auf den zukünftigen Umsatz und das Ergebnis auswirken werden.**

INHALTSVERZEICHNIS

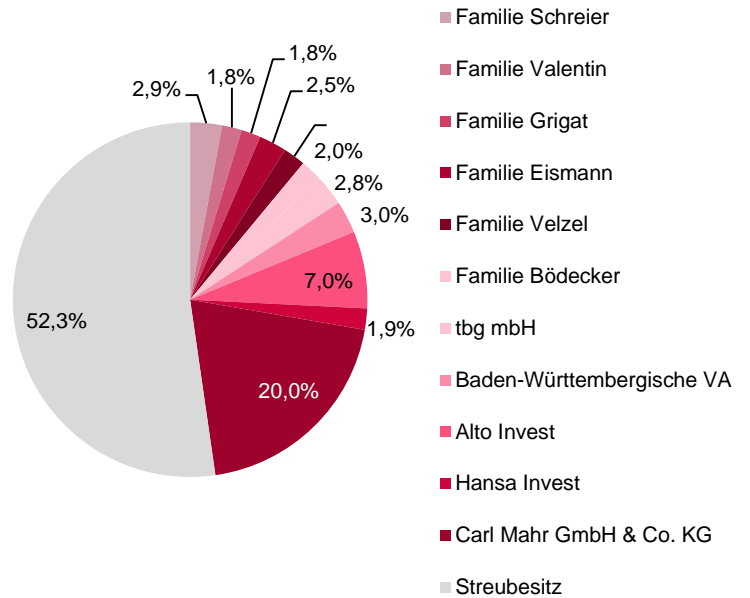
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Referenzkunden.....	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen der NanoFocus AG im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2016	7
Entwicklung der Umsatzerlöse	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognosen und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	17
Annahmen DCF-Modell	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

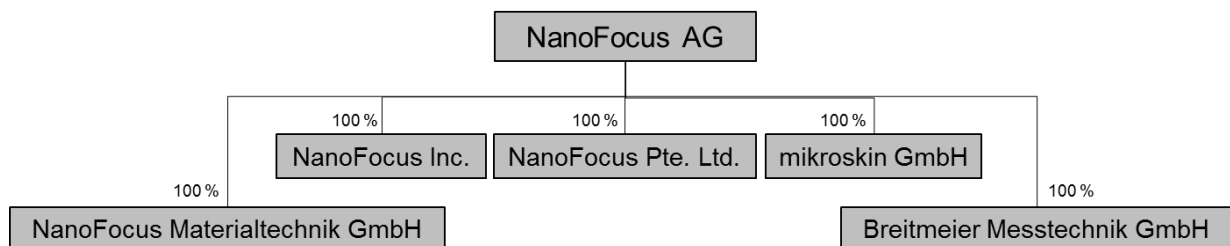
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	10.05.2017
Familie Schreier	2,9%
Familie Valentin	1,8%
Familie Grigat	1,8%
Familie Eismann	2,5%
Familie Velzel	2,0%
Familie Bödecker	2,0%
tbg mbH	2,8%
Baden-Württembergische VA	3,0%
Alto Invest	7,0%
Hansa Invest	1,9%
Carl Mahr GmbH & Co. KG	20,0%
Streubesitz	52,3%
Gesamt	100,0%

Quelle: NanoFocus, GBC



Unternehmensstruktur



Quelle: NanoFocus, GBC

Referenzkunden



Quelle: NanoFocus

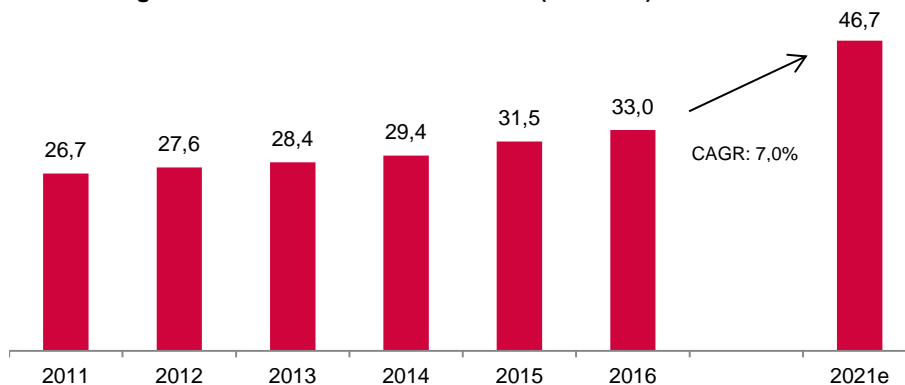
MARKT UND MARKTUMFELD

Photonikindustrie wächst um 7,0% pro Jahr

Die NanoFocus AG ist der Photonikindustrie zuzuordnen. In Deutschland werden mittelständische Unternehmen aus den Hightech-Branchen dabei durch den Branchenverband SPECTARIS/VDMA repräsentiert. Die Branche hat in den vergangenen Jahren ein kontinuierliches Wachstum verzeichnet. Zwischen 2011 und 2016 wurde ein kumulierter Zuwachs um 24,5% erzielt. Dabei wurde in Deutschland zuletzt ein Geschäftsvolumen von rund 33,0 Mrd. € generiert.

Auch für die kommenden Jahre ist der Branchenverband SPECTARIS zuversichtlich, dass weiteres Wachstum erreicht werden kann. So wird für 2017 ein Zuwachs um 8,0% erwartet. Bis zum Jahr 2021 geht der Verband davon aus, dass der deutsche Photonikmarkt auf 46,7 Mrd. € ansteigt, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum in Höhe von 7,0% entspricht.

Entwicklung der deutschen Photonikindustrie (in Mrd. €)



Quelle: SPECTARIS, GBC

Wachstumstreiber Industrie 4.0 und IoT

Die Zukunftsthemen wie Industrie 4.0 oder Internet of Things (IoT) spielen auch in der Messtechnik eine wesentliche Rolle und werden die Branche in den kommenden Jahren maßgeblich prägen. Diese Schlüsseltechnologien sollten der Branche zukünftig einen deutlichen Wachstumsschub verleihen.

Nach Einschätzung des Branchenverbands AMA Verband für Sensorik und Messtechnik e.v. (AMA) werden die klassischen Branchengrenzen verschwinden und sich die Wertschöpfungsprozesse verändern. Bspw. sollte die Softwareentwicklung für die Messtechnikunternehmen zukünftig immer wichtiger werden und sich der Entwicklungsumfang in diesem Bereich erhöhen.

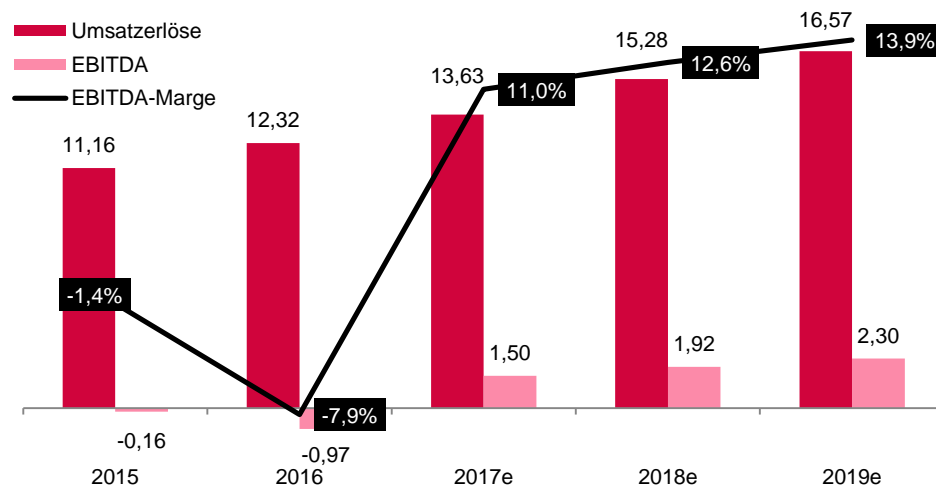
Aufgrund der Markttrends Digitalisierung und Vernetzung werden sich zudem die Geschäftsmodelle der klassischen Messtechnikunternehmen verändern. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in der strategischen Aufstellung der NanoFocus wider. Das Unternehmen adressiert mit seinen Lösungen genau diesen Bereich, mit dem Ziel, die Messtechnik, z.B. zur Qualitätsprüfung, direkt in die Produktionslinien der Automobilhersteller oder Halbleiterhersteller zu integrieren und damit die Produktion smarter und effizienter zu gestalten. Dies bringt den Kunden wirtschaftliche Vorteile, wie etwa schnellere Prozesse bei gleichzeitig höherer Präzision.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen der NanoFocus AG im Überblick

Konzern-GuV (in Mio. €)	GJ 2016		GJ 2017e		GJ 2018e		GJ 2019e	
Umsatzerlöse	12,32	100,0%	13,63	100,0%	15,28	100,0%	16,57	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,06	-0,5%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aktiviere Eigenleistungen	0,59	4,8%	0,50	3,7%	0,50	3,3%	0,50	3,0%
Materialaufwand	-4,43	-36,0%	-4,75	-34,8%	-5,60	-36,6%	-6,00	-36,2%
Roherttrag	8,41	68,3%	9,38	68,8%	10,18	66,6%	11,07	66,8%
Sonstige betriebliche Erträge	0,29	2,4%	0,30	2,2%	0,30	2,0%	0,30	1,8%
Personalaufwand	-5,71	-46,4%	-4,95	-36,3%	-5,25	-34,4%	-5,60	-33,8%
Abschreibungen	-1,05	-8,5%	-1,00	-7,3%	-0,90	-5,9%	-0,80	-4,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,96	-32,2%	-3,23	-23,7%	-3,31	-21,7%	-3,47	-20,9%
EBIT	-2,02	-16,4%	0,50	3,7%	1,02	6,7%	1,50	9,1%
Zinsergebnis	-0,31	-2,5%	-0,30	-2,2%	-0,30	-2,0%	-0,30	-1,8%
EBT	-2,33	-18,9%	0,20	1,5%	0,72	4,7%	1,20	7,2%
Ertragssteuern	-0,75	-6,1%	-0,10	-0,7%	-0,03	-0,2%	0,02	0,1%
Jahresergebnis	-3,08	-25,0%	0,10	0,8%	0,69	4,5%	1,22	7,4%
EBITDA	-0,97		1,50		1,92		2,30	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>		<i>11,0</i>		<i>12,6</i>		<i>13,9</i>	
EBIT	-2,02		0,50		1,02		1,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>		<i>3,7</i>		<i>6,7</i>		<i>9,1</i>	
Ergebnis je Aktie in €	-0,55		0,02		0,11		0,20	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	5,64		6,09		6,09		6,09	

Entwicklung der Umsatzerlöse, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: NanoFocus, GBC

Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2015 (AG)	GJ 2016 (Konzern)
Umsatzerlöse	11,16	12,32
EBITDA (Marge)	-0,16 (-1,4%)	-0,97 (-7,9%)
EBIT (Marge)	-1,02 (-9,1%)	-2,02 (-16,4%)
Periodenergebnis	-1,50	-3,08
EPS in €	-0,36	-0,55

Quelle: NanoFocus, GBC

Entwicklung der Umsatzerlöse

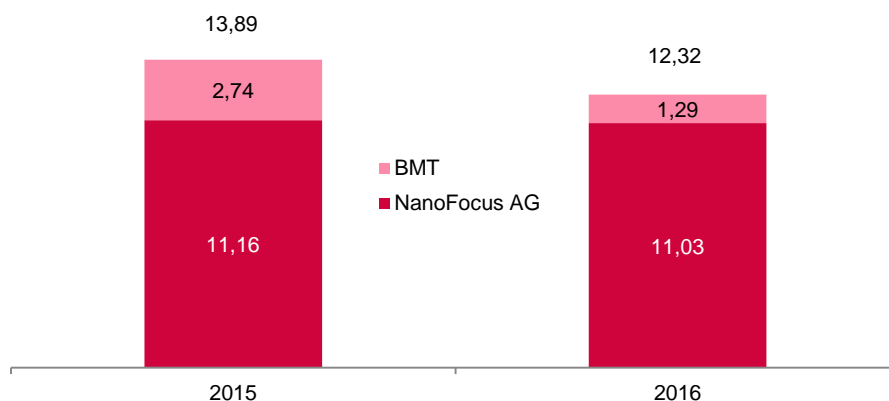
Die NanoFocus AG erstellte für das GJ 2016 erstmalig einen Konzernabschluss. Damit wird insbesondere die Ende 2015 übernommene Breitmeier Messtechnik GmbH (BMT) mit in den Konsolidierungskreis einbezogen. Vor dem Hintergrund der erstmaligen Berücksichtigung der BMT konnte der Konzernumsatz im GJ 2016 gegenüber dem Vorjahr um 10,4% höher ausgewiesen werden.

Berücksichtigt man jedoch die erstmalige Konsolidierung der BMT in 2016, wird deutlich, dass sowohl bei BMT, als auch in Summe der restlichen Konzerngesellschaften, ein Umsatzrückgang zu verzeichnen war. Auf Pro-forma-Basis wäre der Konzernumsatz in 2015 bei 13,89 Mio. € gelegen und damit in 2016 um 11,3% niedriger. Insgesamt hat das Management die eigenen Umsatzziele für 2016 damit verfehlt.

Hintergrund dessen waren vor allem nicht erfolgte Folgeaufträge aus der Automobil- und Halbleiterindustrie, von deren Beauftragung noch zu Jahresbeginn 2016 fest ausgegangen wurde. Dabei handelte es sich insbesondere um mehrere Großaufträge, teilweise mit Auftragsvolumina im siebenstelligen Bereich. Zu betonen ist dabei, dass die Hintergründe der Auftragsverschiebungen außerhalb des Einflussbereichs von NanoFocus lagen. Vielmehr wurden alle technischen Anforderungen erfüllt. Einfluss hat stattdessen unter anderem die Investitionszurückhaltung der Automobilindustrie vor dem Hintergrund des Abgas-Skandals genommen.

Aus den genannten Gründen musste das Unternehmen die Umsatz- und Ertragsprognosen für das GJ 2016 im Jahresverlauf zweimal nach unten korrigieren. Dabei ist jedoch auch zu betonen, dass die NanoFocus AG bis zu 40% der Jahresumsätze üblicherweise im Dezember generiert. Daher kann es dazu kommen, dass Auftragsverschiebungen in das Folgejahr erfolgen, wenn keine rechtzeitige Abrechnung erfolgen kann. Auch dies hatte einen Einfluss auf die verfehlten Jahresziele 2016.

Entwicklung der Konzern-Umsatzerlöse (in Mio. €) – 2015 Pro-forma

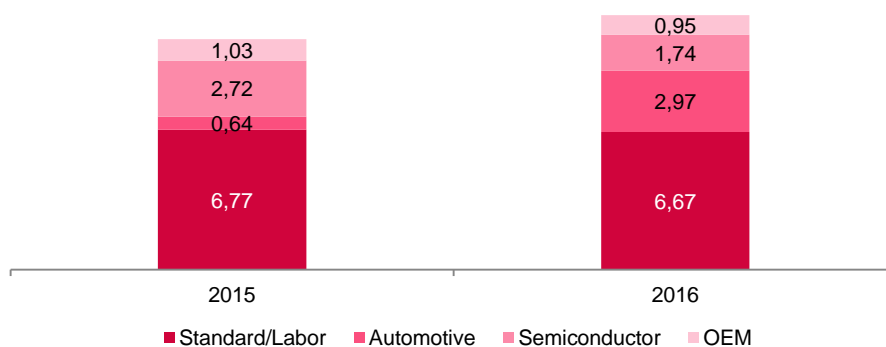


Quelle: NanoFocus, GBC

Zu betonen ist aber auch, dass sich die beiden Kernbereiche Standard/Labor und OEM innerhalb der Planungen des Managements entwickelt haben und die Planverfehlung ausschließlich auf das Industriegeschäft zurückzuführen war. So konnte im Segment Standard/Labor mit einem Umsatz von 6,67 Mio. € das gute Vorjahresniveau bestätigt werden. Nur leicht unter Vorjahr lag der OEM-Bereich, dessen Segmentumsatz von 1,03 Mio. € auf 0,95 Mio. € rückläufig war. Auch das Servicegeschäft nimmt zunehmend einen immer wichtigeren Umsatzanteil ein.

Von den erwähnten Verschiebungen von Folgeaufträgen waren ausschließlich die beiden Segmente Semiconductor und Automotive betroffen. Im Bereich Semiconductor waren die Umsatzerlöse in Folge dessen deutlich um 36,0% auf 1,74 Mio. € rückläufig. Das Automotive-Segment hatte ebenso unter Projektverschiebungen bei Großanlagen zu leiden und war durch die Investitionszurückhaltung in Folge des Abgas-Skandals belastet. Allerdings konnte durch die Konsolidierung der BMT eine Kompensation erreicht werden (Umsatzbeitrag: 1,29 Mio. €), so dass der Segmentumsatz insgesamt deutlich auf 2,97 Mio. € anstieg.

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus, GBC

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Umsatzentwicklung im GJ 2016 nicht zufriedenstellend war. Des Weiteren hat sich jedoch auch gezeigt, dass die beiden Kernbereiche Standard/Labor und OEM weiterhin einen konstanten Umsatzfaktor bilden und für einen Großteil des Konzernumsatzes stehen. Darüber hinaus wurde in 2016 deutlich, wie volatil das Industriegeschäft ist und wie lange die Entscheidungszeiträume andauern können. Vor diesem Hintergrund ist es sehr zu begrüßen, dass das Management der NanoFocus AG für die Guidance 2017 keine Großprojekte berücksichtigt hat. Damit sollte die Zielerreichung für 2017 mit weniger Unsicherheit belegt sein.

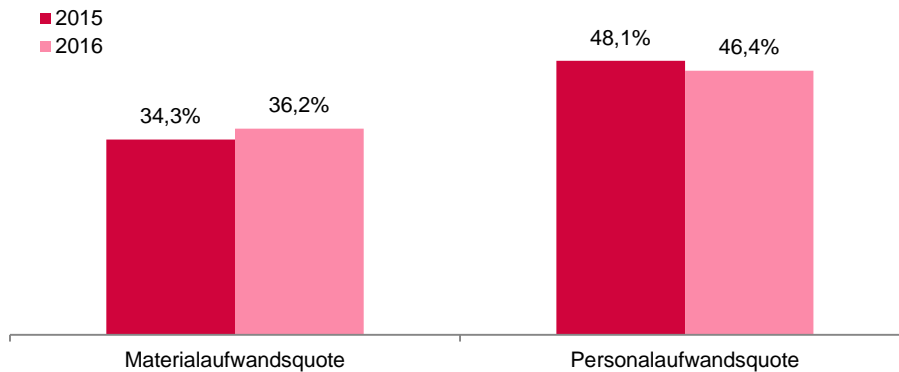
Ergebnisentwicklung

Die schwache Umsatzentwicklung spiegelte sich auch in den Ergebnissen wider. So ging das ausgewiesene EBITDA gegenüber dem Vorjahr von -0,16 Mio. € auf -0,97 Mio. € zurück. Entscheidend für die negative Ergebnisentwicklung waren neben den umsatzseitigen Effekten v.a. Einmalkosten für Pilotanlagen sowie ein erhöhter Materialaufwand für vollautomatisierte Systeme. Zudem wurde ein erhöhtes Auftragsvolumen über die beiden Tochtergesellschaften in Asien und den USA mit Verrechnungspreisen umsatzwirksam abgewickelt. Dies bedingte einen Anstieg der Materialaufwandsquote von 34,3% auf 36,2%.

Bereits in 2016 wurde damit begonnen, die Kosten an die Umsatzsituation ohne die erwarteten Großaufträge anzupassen. So wurden Personalmaßnahmen bereits in 2016 eingeleitet und den Auftragsverschiebungen insbesondere mit Kurzarbeit entgegenge-

wirkt. Absolut betrachtet war zwar noch ein Anstieg der Personalaufwendungen zu beobachten, jedoch konnte die Personalaufwandsquote leicht auf 46,4% gesenkt werden. Auch die Konsolidierung der BMT dürfte sich dabei positiv ausgewirkt haben.

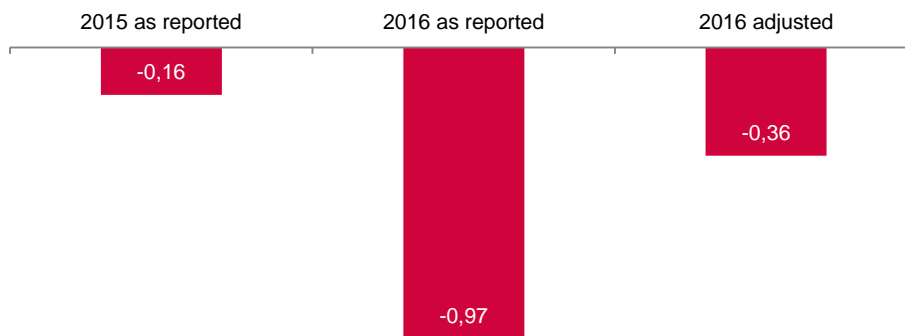
Entwicklung wichtiger Kostenquoten (in %)



Quelle: NanoFocus, GBC

Zu beachten ist im Zusammenhang mit der Ergebnisentwicklung auch, dass im Jahr 2016 eine Reihe von Einmalkosten angefallen sind. Zu nennen sind dabei Kosten für die durchgeführten Kapitalmaßnahmen, Kosten des Umzugs in die neue Firmenzentrale sowie außerplanmäßige Beratungskosten. In Summe belaufen sich die einmaligen Aufwendungen auf 0,61 Mio. € und haben das Ergebnis entsprechend zusätzlich belastet. Das um diese Effekte bereinigte EBITDA betrug -0,36 Mio. € und lag damit nur leicht unter Vorjahresniveau.

Darstellung des EBITDA und des bereinigten EBITDA (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus, GBC

Das Nettoergebnis war zusätzlich durch eine erhöhte Steuerbelastung geprägt, wobei diese nicht zahlungswirksam war. Insgesamt wurden Korrekturen von latenten Steuern in Höhe von 0,75 Mio. € vorgenommen, so dass das Nettoergebnis mit -3,08 Mio. € nochmals stärker belastet war als das operative Ergebnis und der Verlust doppelt so hoch ausfiel wie im Vorjahr.

Insgesamt war die Ergebnisentwicklung im GJ 2016 nicht zufriedenstellend. Insbesondere die Projektverschiebungen und Sonderaufwendungen wirkten sich sehr negativ auf das Konzernergebnis aus. Für die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft ist jedoch entscheidend, dass es sich nicht um dauerhafte Effekte oder strukturelle Probleme handelt. Zudem sollten sich die vom Management eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen (siehe Prognose und Modellannahmen) fortan positiv auf das Ergebnisniveau auswirken. Somit sollte die Break-Even-Schwelle bereits in 2017 deutlich reduziert werden können.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	10,03	9,72
EK-Quote (in %)	51,0%	52,1%
Liquide Mittel	1,04	2,92
Finanzverbindlichkeiten	2,04	1,68
Nettoverschuldung	1,00	-1,24
Working Capital	2,55	1,86
Bilanzsumme	19,65	18,68

Quelle: NanoFocus, GBC

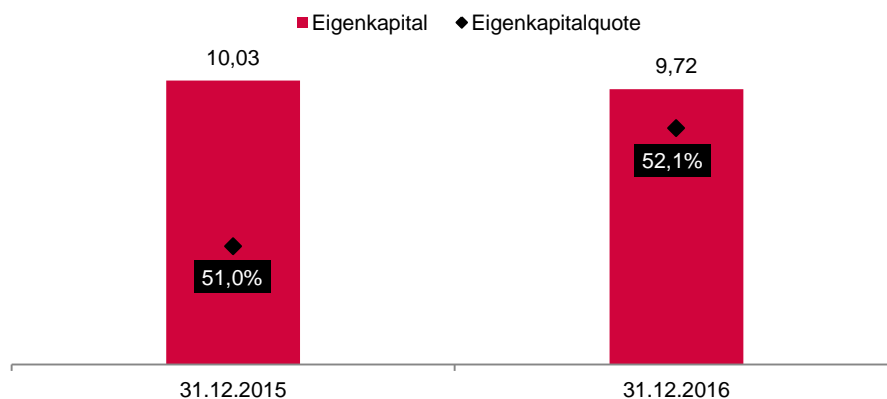
Die beschriebene Geschäftsentwicklung im GJ 2016 hat sich auch in der Bilanz niedergeschlagen. So verringerte sich das Eigenkapital aufgrund des Verlustes, der insbesondere durch die Projektverschiebungen und Sondereffekte verursacht wurde, leicht auf 9,72 Mio. €. Der Ergebnisentwicklung entgegen wirkten zwei in 2016 durchgeführte Kapitalerhöhungen, wodurch der Rückgang des Eigenkapitals nicht höher ausfiel. Die Eigenkapitalquote konnte in diesem Zuge sogar leicht auf 52,1% verbessert werden, womit das Unternehmen weiterhin über eine solide Eigenkapitalquote verfügt.

Durch die zwei Kapitalmaßnahmen im Juni und Dezember wurden im Jahr 2016 1,44 Mio. neue Aktien ausgegeben und die Aktienanzahl auf 5,64 Mio. Stück erhöht. Dabei flossen dem Unternehmen insgesamt liquide Mittel in Höhe von brutto 2,80 Mio. € zu. Aufgrund der vollzogenen Kapitalmaßnahmen konnte die Liquiditätslage des Unternehmens deutlich verbessert werden. So stiegen die liquiden Mittel zum Ende des GJ 2016 um 180,8% auf 2,92 Mio. €.

Aufgrund der gleichzeitig reduzierten Finanzverbindlichkeiten konnte die Nettoverschuldung von -1,0 Mio. € in eine Nettocash-Position von 1,24 Mio. € gedreht werden. Damit war das Unternehmen zum Jahresende 2016 trotz des schwachen Geschäftsjahres 2016 finanziell gut aufgestellt und sollte nun finanziell in der Lage sein auch Großprojekte zu finanzieren und abzarbeiten.

Eine weitere Kapitalerhöhung wurde indes im April 2017 durchgeführt. Hierbei beteiligte sich mit der Carl Mahr GmbH & Co. KG ein weltweit führender Hersteller von Fertigungsmesstechnik als strategischer Investor an der NanoFocus AG. Das Volumen der Kapitalerhöhung betrug weitere 453.000 Aktien und brachte einen Bruttoemissionserlös von 0,87 Mio. € ein. Die Cashposition sollte sich damit nochmals verbessert haben. Zukünftig ist mit dem neuen Großaktionär eine strategische Zusammenarbeit geplant.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: NanoFocus, GBC

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Marktführende Technologie im Bereich der Oberflächenmesstechnik • Breite Produktpalette, die vom Laborbereich, bis hin zum Industriebereich alle Anforderungen abdeckt • Proof-of-Concept für Inline-Systeme bereits mit Umsetzung bei mehreren Großkunden im Halbleiter- und Automotivebereich erbracht • Durch die Übernahme der Breitmeier Messtechnik GmbH hat das Unternehmen seine Marktpositionierung und den Kundenzugang in Richtung Produktionslieferant deutlich verbessert • Mit der Carl Mahr GmbH & Co. KG wurde ein starker strategischer Investor gewonnen, der zusätzliche Perspektiven für NanoFocus eröffnet 	<ul style="list-style-type: none"> • Projektgeschäft bringt zum Teil lange Vorlaufzeiten insbesondere 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 Liquiditätsbedarf • Hohe Abhängigkeit von großen Kunden • Noch kleine Unternehmensgröße und niedriges Handelsvolumen in der Aktie • Bilanz der Tochtergesellschaft mikroskin GmbH maßgeblich von aktivierten Eigenleistungen geprägt • 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 integrieren, könnte das Umsatzwachstum beschleunigen, nachdem heute noch kaum OEM-Kunden bedient werden • Möglicher Verkauf der mikroskin GmbH könnte Liquidität bringen und Risiken in der Bilanz reduzieren • Durch die Übernahme der BMT wurde der Zugang zu Automotive-OEM-Kunden und Zulieferern (Tier 1) entscheidend gestärkt und könnte neues Umsatzpotenzial eröffnen • Flache zukünftige Entwicklung der F&E-Kosten könnte zu deutlichen Skaleneffekten durch eine sinkende Personalkostenquote führen 	<ul style="list-style-type: none"> • Die von NanoFocus entwickelte Technologie könnte von Kunden nicht akzeptiert werden und damit das Potenzial des Absatzes beschränken • Der Markt für Oberflächenmesstechnik ist stark fragmentiert und daher durch einen hohen Wettbewerb gekennzeichnet. Dies könnte Preisdruck verursachen • Der Ausbau des internationalen Vertriebs könnte eine längere Zeit in Anspruch nehmen als derzeit erwartet. Dies könnte das mittelfristige Umsatzwachstum hemmen • Wichtige Kundenbranchen, etwa die Halbleiter- oder die Automobilindustrie, sind zyklische Branchen. Es könnten Perioden der kundenseitigen Nachfrageschwäche die Umsätze der NanoFocus AG beeinträchtigen. Allerdings sind die Produkte für Veränderungsprozesse in diesen Branchen maßgeblich.

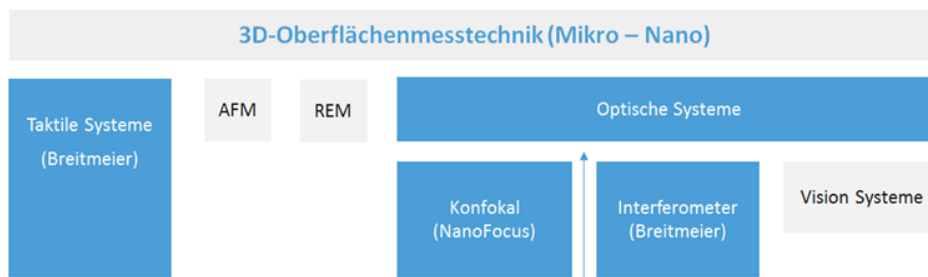
Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	12,32	13,63	15,28	16,57
EBITDA (Marge)	-0,97 (-7,9%)	1,50 (11,0%)	1,92 (12,6%)	2,30 (13,9%)
EBIT (Marge)	-2,02 (-16,4%)	0,50 (3,7%)	1,02 (6,7%)	1,50 (9,1%)
Konzernjahresüberschuss	-3,08	0,10	0,69	1,22
EPS in €	-0,55	0,02	0,11	0,20

Quelle: NanoFocus, GBC

Mit der Übernahme der Breitmeier Messtechnik GmbH (BMT) hat die NanoFocus AG ihr technologisches Spektrum um taktile Systeme erweitert. Bei den Interferometern von BMT erfolgt eine Messung mittels der Überlagerung von Lichtwellen, wobei die Wellen entsprechende Informationen liefern, die ausgewertet werden können. Damit ist das Unternehmen heute sehr breit aufgestellt und sollte von den vorherrschenden Markttrends profitieren. Dabei spielt vor allem die Automatisierung der Produktion in einer Vielzahl von Industrien eine wichtige Rolle, bei der die Systeme von NanoFocus zur Kostensenkung in der Fertigung beitragen. Aber auch durch die zunehmende Miniaturisierung im Bereich der Bauteile und der Oberflächenstrukturen werden die Anforderungen an die Leistungsfähigkeit der Messsysteme größer. Mit ihrer heutigen Aufstellung ist NanoFocus eines der technologisch führenden Unternehmen auf diesem Zukunftsmarkt.

Von NanoFocus abgedeckte Bereiche in der 3D-Oberflächenmesstechnik:



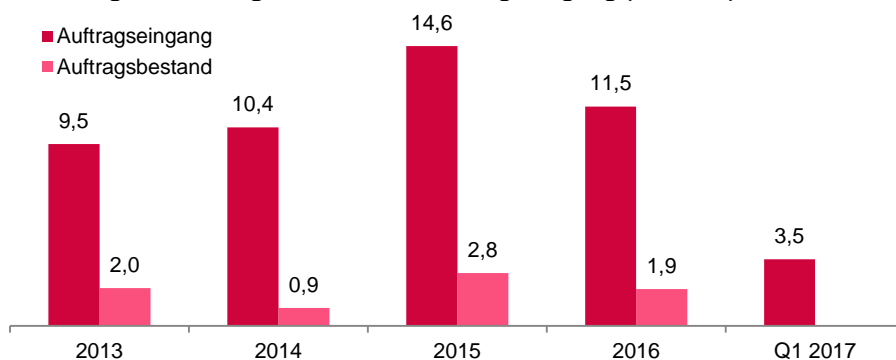
Quelle: NanoFocus

Umsatzprognosen

In Bezug auf die zukünftige Umsatzentwicklung sind wir bei der NanoFocus AG positiv gestimmt. Das Unternehmen hat sich in den vergangenen Jahren von einem reinen Laborgerätehersteller zu einem Ausrüster für moderne Industriemesstechnik entwickelt. Hierfür wurden über die Jahre rund 15 Mio. € an Forschung & Entwicklungsaufwendungen investiert. Durch die Ausweitung des Leistungsangebots in Richtung High-Tech-Messtechnik sollten zudem höhere Margen erzielbar sein, da die nun adressierten Marktsegmente weniger wettbewerbsintensiv sind und NanoFocus eine führende technologische Stellung einnimmt.

Nachdem die Basisentwicklung in diesem Bereich als abgeschlossen angesehen werden kann, konzentriert sich NanoFocus nun verstärkt auf den Vertrieb. Auf Basis dessen sind in den kommenden Jahren deutliche Umsatzzuwächse zu erwarten. Hierbei sollte sich vor allem die verstärkte Integration der Systeme in die Serienproduktion und die hiermit verbundenen größeren Losgrößen bemerkbar machen. Insbesondere in den Branchen Automotive und Semiconductor sehen wir für das Unternehmen ein hohes Umsatzpotenzial. Zudem sollte die Integration der BMT und die geplante Kooperation mit dem neuen strategischen Investor Mahr deutlich zum Umsatzwachstum beitragen.

Entwicklung von Auftragsbestand und Auftragseingang (in Mio. €)



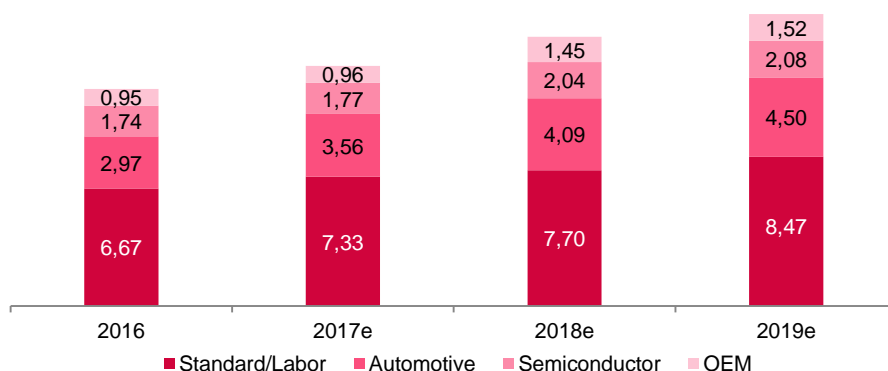
Quelle: NanoFocus, GBC

In der Vergangenheit konnte NanoFocus seinen Auftragseingang, mit Ausnahme in 2016, kontinuierlich steigern. Das abgelaufene GJ 2016 war geprägt von Projektverschiebungen - auch im Zusammenhang mit dem Abgas-Skandal - und einem verzögerten Auftrags-Rollout im Bereich industrieller Großanlagen. Im ersten Quartal 2017 hat sich die Situation jedoch gewandelt. Der Auftragseingang fiel mit 3,5 Mio. € in den ersten drei Monaten des Jahres außerordentlich stark aus und gibt eine gute Indikation für die steigende Dynamik. Die Entwicklung resultierte aus einer allgemein höheren Nachfrage seitens der Kunden sowie aus Projektverschiebungen des vergangenen Geschäftsjahres (Nachholeffekte).

Dabei konnten Kundenaufträge aus den verschiedenen Branchen, wie z.B. der Batterieproduktion, der Rasierklingenherstellung, der Halbleiterindustrie sowie der Automobilindustrie gewonnen werden. Hierbei ist anzumerken, dass ein signifikanter Teil des Auftragseingangs aus dem industriellen Großanlagenbereich stammt, insbesondere aus dem Automobilsektor. Aufgrund der anhaltenden hohen Nachfrage und der zahlreichen fortgeschrittenen Verkaufsverhandlungen erwartet das Unternehmen, dass sich dieser positive Trend auch in den kommenden Monaten fortsetzen wird.

Im Automotive-Segment erwartet das Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr ein Umsatzwachstum von 20%. Auch für die nachfolgenden Jahre erwartet die NanoFocus AG ein deutliches Wachstum in diesem Bereich, was wir entsprechend in unseren Prognosen berücksichtigt haben. Speziell die Ende 2015 übernommene Breitmeier Messtechnik GmbH (BMT) sollte für einen deutlichen Umsatzschub sorgen. Dieses Unternehmen ermöglicht einen guten Zugang zum Automotive-Bereich, wovon auch die NanoFocus AG profitieren sollte. Aber auch umgekehrt sollte die BMT von dem Zugang zum Kundenstamm der NanoFocus AG profitieren.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus, GBC

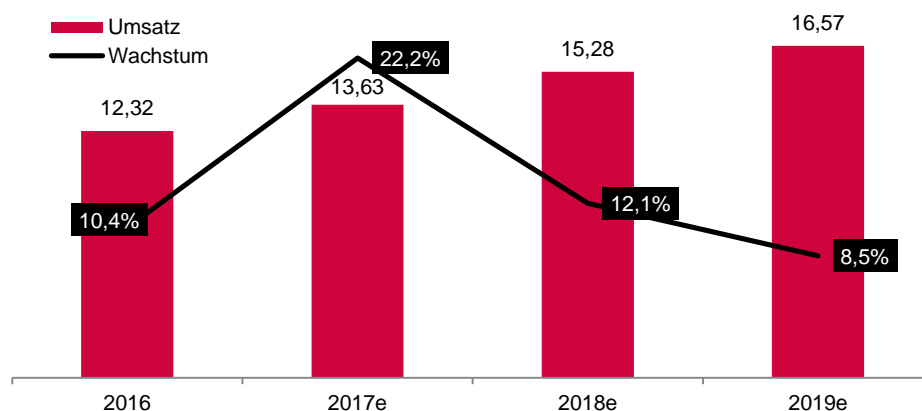
Am 24.05.2017 gab die NanoFocus AG bekannt, dass sie mit der Carl Mahr GmbH & Co. KG einen strategischen Investor aus der Messtechnikbranche (Umsatz in 2016: ca. 238 Mio. €) gewinnen konnte, der inzwischen mit aktuell rund 20% an der NanoFocus AG beteiligt ist. Beide Unternehmen beabsichtigen in unterschiedlichen Bereichen, insbesondere im Automobilsektor, zusammenzuarbeiten. Die Details der Kooperation werden derzeit von beiden Unternehmen erarbeitet. Wir gehen davon aus, dass dieser große Partner NanoFocus v.a. im Produkt- und Vertriebsbereich einen weiteren Schritt nach vorne bringen wird.

Für den Halbleiterbereich erwartet NanoFocus für 2017 einen Umsatz auf Vorjahresniveau. Folgebestellungen, die für das letzte Jahr erwartet wurden und nicht eingegangen sind, wurden dabei nicht berücksichtigt. Somit kann die Umsatzprognose als konservativ angesehen werden. Langfristig erwartet das Unternehmen hier jedoch ein signifikantes Umsatzwachstum. Wir erwarten für diesen Bereich ebenfalls eine gute Umsatzentwicklung in den kommenden Jahren. Der verstärkte Ausbau des Vertriebs und auch die verstärkte Vermarktung der industriellen Großanlagen sollten maßgeblich zu diesem Umsatzwachstum beitragen.

Im Kernsegment Standard/Labor erwarten wir in den kommenden Jahren ein deutliches Umsatzwachstum. Auch dieser Bereich sollte von einem Ausbau des Vertriebs profitieren. Zudem sollte der OEM-Bereich sich weiterhin als ein stabiler Umsatzlieferant erweisen.

Insgesamt ist für 2017 mit einem deutlichen Umsatzwachstum zu rechnen, v.a. getragen vom Automotive- und Labor/Standard-Segment. Die BMT und der neue strategische Investor sollten das Unternehmen umsatzseitig beflügeln und auch in anderen Bereichen verstärken. Aufgrund der Unsicherheiten im Projektgeschäft haben wir unsere Prognosen zurückhaltend gestaltet, um eventuelle Projektverschiebungen kompensieren zu können.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus, GBC

Ergebnisprognosen

Die zukünftige Ergebnisentwicklung sehen wir ebenso positiv wie die Umsatzentwicklung. Durch ein höheres Geschäftsvolumen sollten sich zukünftig deutliche Skaleneffekte ergeben. Dadurch sollte die NanoFocus AG auch wieder zweistellige Ergebnismargen erreichen und damit an in der Vergangenheit erreichten Renditegrößenordnungen anknüpfen können.

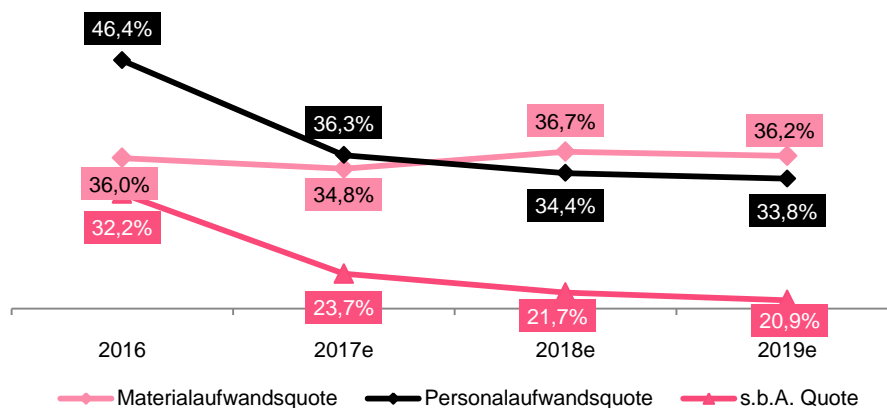
Hierzu sollte unserer Meinung nach v.a. eine unterproportionale Kostenentwicklung bei den Personalaufwendungen beitragen, die die größte Kostenposition des Unternehmens darstellen. Im Rahmen des Restrukturierungsprogramms soll speziell im F&E-Bereich Personal abgebaut werden. Aufgrund einer somit deutlich rückläufigen Entwicklung der Forschungs- und Entwicklungskosten in den kommenden Jahren und einem moderaten Personalaufbau ist, bei steigenden Umsätzen, zukünftig mit einer nur unterproportional steigenden Personalentwicklung zu rechnen.

In 2016 betrug der Anteil der F&E-Kosten (2,0 Mio. €) am Umsatz ungefähr 17,0%. Die NanoFocus AG strebt mittelfristig eine Quote von ca. 13,0% an. Hierdurch wird sich gemäß unseren Prognosen die Personalaufwandsquote von 46,4% in 2016 auf 33,8% in 2019 senken. Damit werden die Personalkosten die zukünftige Ergebnisentwicklung am deutlichsten prägen und zu entsprechenden Skaleneffekten führen.

Einen ähnlichen Effekt erwarten wir für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Auch diese Kostenposition sollte sich in den kommenden Jahren unterproportional entwickeln. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind im vergangenen Geschäftsjahr durch Kosten im Zusammenhang mit Kapitalmaßnahmen, durch Umzugskosten sowie durch außerplanmäßige Beratungskosten deutlich angestiegen. Für 2017 erwarten wir einen signifikanten Rückgang bei diesen Kostenpositionen und damit eine wesentlich verbesserte Kostenquote, was sich entsprechend positiv auf das operative Ergebnis auswirken sollte, nicht zuletzt da die diversen Sonderaufwendungen aus 2016 nicht wieder zu erwarten sind.

Mit Hinblick auf die Materialaufwendungen rechnen wir in 2017 mit zunächst mit einer leicht unterproportionalen Entwicklung im Vergleich zu den Umsätzen. In den kommenden Jahren wird die Materialaufwandsquote betreffend vor allem der Umsatzmix eine entscheidende Rolle spielen. So sind die erzielbaren Rohertragsmargen beispielsweise im Segment Automotive auf Grund des niedrigeren Hardwareanteils wesentlich höher als in anderen Segmenten. Da wir gleichzeitig aber auch im Halbleiterbereich mit dynamischen Zuwächsen rechnen, haben wir konservativ eine höhere Rohertragsmarge für die Jahre 2018 und 2019 angenommen.

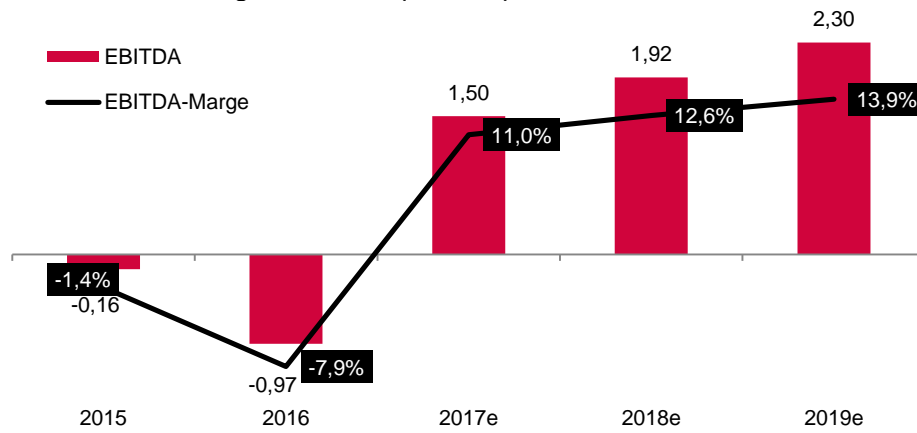
Erwartete Entwicklung der Aufwandsquoten (in %)



Quelle: NanoFocus, GBC

Insgesamt erwarten wir für das Geschäftsjahr 2017 und auch für die Folgejahre eine deutliche Verbesserung der Rentabilität, insbesondere aufgrund von Skaleneffekten. Auf Basis unserer Schätzungen sollte es der Gesellschaft gelingen, bis 2019 eine EBITDA-Marge von 13,9% zu erreichen. In der Vergangenheit hat das Unternehmen bereits bewiesen, dass zweistellige EBITDA-Margen erreichbar sind. Bereits in 2017 halten wir das Wiedererreichen dieses Rentabilitätsniveaus für wahrscheinlich.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: NanoFocus, GBC

BEWERTUNG

Annahmen DCF-Modell

Die NanoFocus AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. 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%.

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 1,25%.**

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 1,50 (bisher: 1,72)

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,50% (bisher: 9,95%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,50% (bisher: 9,95%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,50% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 3,20 € (zuvor: 2,45). Hintergrund der Anhebung des Kursziels ist das erwartete Erreichen der Gewinnschwelle in 2017, die niedrigeren Kapitalkosten vor dem Hintergrund der verbesserten Aussichten und des neuen strategischen Großaktionärs sowie die prognostizierten Skaleneffekte in den kommenden Jahren.

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	15,0%	ewige EBITA - Marge	11,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	13,63	15,28	16,57	17,40	18,27	19,18	20,14	21,15		
US Veränderung	10,7%	12,1%	8,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,05	2,31	2,51	2,63	2,76	2,90	3,04	3,19		
EBITDA	1,50	1,92	2,30	2,61	2,74	2,88	3,02	3,17		
EBITDA-Marge	11,0%	12,6%	13,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
EBITA	0,50	1,02	1,50	1,82	1,95	2,08	2,23	2,38		
EBITA-Marge	3,7%	6,7%	9,1%	10,4%	10,7%	10,9%	11,1%	11,2%		11,1%
Steuern auf EBITA	-0,24	-0,05	-0,08	-0,55	-0,58	-0,62	-0,67	-0,71		
zu EBITA	48,0%	4,7%	5,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		30,0%
EBI (NOPLAT)	0,26	0,97	1,43	1,27	1,36	1,46	1,56	1,66		
Kapitalrendite	3,1%	11,2%	16,0%	14,0%	14,8%	15,6%	16,4%	17,2%		17,1%
Working Capital (WC)	2,04	2,29	2,49	2,61	2,74	2,88	3,02	3,17		
WC zu Umsatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
Investitionen in WC	-0,19	-0,25	-0,19	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,66	6,61	6,61	6,61	6,62	6,63	6,63	6,63		
AFA auf OAV	-1,00	-0,90	-0,80	-0,79	-0,79	-0,79	-0,80	-0,80		
AFA zu OAV	15,0%	13,6%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%		
Investitionen in OAV	-1,00	-0,85	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80		
Investiertes Kapital	8,70	8,90	9,09	9,22	9,36	9,50	9,65	9,81		
EBITDA	1,50	1,92	2,30	2,61	2,74	2,88	3,02	3,17		
Steuern auf EBITA	-0,24	-0,05	-0,08	-0,55	-0,58	-0,62	-0,67	-0,71		
Investitionen gesamt	-1,19	-1,10	-0,99	-0,92	-0,93	-0,94	-0,94	-0,95		
Investitionen in OAV	-1,00	-0,85	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80		
Investitionen in WC	-0,19	-0,25	-0,19	-0,12	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	0,07	0,77	1,23	1,14	1,23	1,32	1,41	1,51		19,73
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	16,36	17,14								
Barwert expliziter FCFs	5,91	5,69								
Barwert des Continuing Value	10,45	11,45								
Nettoschulden (Net debt)	-1,88	-2,36								
Wert des Eigenkapitals	18,24	19,50								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	18,24	19,50								
Ausstehende Aktien in Mio.	6,09	6,09								
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,99	3,20								

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	30,2%
WACC	9,5%

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
16,1%	3,46	3,25	3,08	2,92	2,79
16,6%	3,54	3,32	3,14	2,98	2,84
17,1%	3,61	3,39	3,20	3,03	2,89
17,6%	3,69	3,46	3,26	3,09	2,94
18,1%	3,76	3,53	3,32	3,15	2,99

ANHANG

§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 GB 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 andere 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 §34b Abs. 1 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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,5b,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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. 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), Lurgiallee 12, 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:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 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