

Update

BUY

Target Price: 5,42 EUR

NanoFocus AG

Auf dem Weg in die Gewinnzone

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

Kurs aktuell:		2,59
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	4,53	2,50
Marktkap. (Mio. EUR)		10,4
Anzahl Aktien (in Mio.)		2,8

Aktionärsstruktur

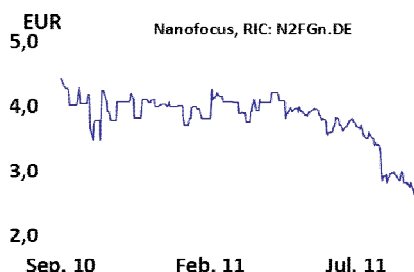
Streubesitz	48,77%
Alto Invest	8,95%
Dr. Hans Hermann Schreier	7,13%
LBBW	6,44%
Familie Eismann	6,12%
tbg	6,01%
Dr. Christiaan Velzel	4,41%
Familie Bödecker	4,41%
Jürgen Valentin (CTO)	3,88%
Marcus Grigat (COO)	3,88%

Performance

4 Wochen	-12,2%
13 Wochen	-27,6%
26 Wochen	-33,3%
52 Wochen	-40,4%
lfd. Jahr	-34,8%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0,00	0%
2010	0,00	0%
2011E	0,00	0%
2012E	0,00	0%
2013E	0,00	0%



- Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2011 realisierte die NanoFocus AG erneut ein starkes Umsatzwachstum, sodass erstmals seit Unternehmensgründung die 3 Mio. Euro Umsatzmarke überschritten wurde und der Umsatz von zuvor 2.663 TEUR in H1/11 um 27,7 Prozent auf nunmehr 3.375 TEUR stieg.
- Bezüglich der Umsatzverteilung ist hervorzuheben, dass sich die zukunftssträchtige Solarbranche mit 34 Prozent zum umsatzstärksten Segment entwickelte nachdem sie in H1/10 nur 7 Prozent des Gesamtumsatzes ausmachte. Des Weiteren ist ein sehr positiver Trend im asiatischen Markt zu beobachten, wo die Absatzzahlen um 125,6 Prozent auf 534 TEUR (zuvor: 281 TEUR in H1/10) stiegen, weshalb Asien nun der zweitwichtigste Absatzmarkt nach Deutschland ist.
- Ebenfalls verwirklichte man erstmalig ein positives EBITDA in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres, welches sich von -148 TEUR in H1/10 auf 51 TEUR erhöhte. Jedoch konnte man das angestrebte Ziel eines positiven Ergebnisses, aufgrund von erhöhten Investitionen in die Vertriebsstruktur und den Servicebereich sowie hohen Materialkosten als Einmal-Effekt, noch nicht erreichen.
- Die Analysten von Dr. Kallwoda Research sehen die Guidance des Unternehmens als realistisch an und gehen davon aus, dass es NanoFocus gelingen wird, die positive Geschäftsentwicklung fortzusetzen. Mit ihren Produkten und ihrem Know-How decken sie insbesondere im Zuge der umweltbewussten Entwicklung und Miniaturisierung branchenübergreifend Zukunftstrends ab.
- Aufgrund der guten Umsatzzahlen und des positiven Ausblicks haben wir unser Kursziel leicht von zuvor 5,36 Euro auf 5,42 Euro erhöht, was im Vergleich zum derzeitigen Aktienkurs einem Aufwärtspotenzial von 109,27 Prozent entspricht. Daraus resultierend bewerten wir die Aktie der NanoFocus AG mit „Kauf“.

EUR m	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Umsatzerlöse	5.024	6.477	8.450	9.200	10.120	11.031	11.913	12.747
EBITDA	-105	687	1.514	1.889	2.263	2.668	3.163	3.571
EBIT	-640	72	791	1.164	1.472	1.812	2.144	2.481
Nettoergebnis	-724	-58	611	890	1.054	1.166	1.323	1.546
EPS	-0,29	-0,02	0,22	0,32	0,38	0,42	0,47	0,55
BVPS	2,71	3,28	3,56	3,96	4,40	4,84	5,31	5,86
CFPS	-0,07	0,03	0,18	0,53	0,60	0,69	0,72	0,77
RoE	-11%	-1%	6%	8%	9%	9%	9%	9%
RoS	-14%	-1%	7%	10%	10%	11%	11%	12%
EBIT margin	-13%	1%	9%	13%	15%	16%	18%	19%

Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

Inhalt

1	Kurzprofil	3
2	Geschäftsverlauf	4
3	Ausblick.....	5
4	Aktie und Aktionärsstruktur	6
5	Finanzteil.....	7
5.1	Gewinn- und Verlustrechnung	7
5.2	Bilanzen	8
5.3	Kapitalflussrechnung.....	9
6	Bewertung	10
6.1	DCF-Modell	10
6.2	WACC.....	11
6.3	Fair Value – Sensitivitäten	11
6.4	Peer Group Modell.....	12
7	Kontakt	13
8	DISCLAIMER	14

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 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 beschäftigt die NanoFocus AG durchschnittlich 57 Vollbeschäftigte.

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

Die NanoFocus AG startete als Spätzykler erwartungsgemäß gut in das Geschäftsjahr 2011, sodass sie erneut ein zweistelliges Umsatzwachstum verbuchen und damit erstmals die 3 Mio. Euro Umsatzmarke zum Halbjahr überschreiten konnten. Im Vergleich zu H1/2010 stiegen die Erlöse um 26,7 Prozent auf 3.375 TEUR. Mit einem Auftragseingang von circa 4.000 TEUR war dies das beste Halbjahr seit Firmengründung.

Als umsatzstärkstes Produkt kristallisierte sich erneut das μ surf-Produkt heraus, was 39 Prozent am Gesamtumsatz ausmachte. Darüber hinaus entwickelte sich der Umsatz aus der Produktlinie „Sonstige Dienstleistungen“ sehr erfreulich. Der Anteil am Gesamtumsatz stieg signifikant von 4 Prozent auf 17 Prozent, sodass es sich zum zweitstärksten Segment und einem wichtigen Standbein der NanoFocus AG entwickelte.

Auch regional ist eine wesentliche Veränderung erkennbar. Der asiatische Markt entwickelte sich mit einem Umsatzwachstum von 281 TEUR (in H1/2010) auf 634 TEUR erfreulich, was einem Anteil am Gesamtumsatz von mittlerweile 19 Prozent entspricht. Damit stellt es die zweitstärkste Region nach Deutschland mit 49 Prozent dar. Durch die getätigten Investitionen konnten in Asien wertvolle Vertriebskontakte gewonnen werden, was diese Zahlen bestätigen. Darüber hinaus gelang der Eintritt in den türkischen Markt, wo bereits ein Projekt realisiert wird. In Europa (außer Deutschland) blieben die Umsätze weitestgehend konstant, weshalb es im Zuge des Umsatzanstieges nur noch 15 Prozent (zuvor: 22 Prozent) des Umsatzes ausmacht.

Des Weiteren erweist sich die zukunftssträchtige Solarbranche als Zugpferd der NanoFocus AG, was der boomende Anstieg von 7 Prozent des Umsatzes (in H1/2010) auf 34 Prozent des Umsatzes untermauert. In diesem Zusammenhang wurde NanoFocus auch mit dem international bedeutsamen Intersolar Award in der Kategorie PV-Produktionstechnik ausgezeichnet, der wegweisende Produkte und Dienstleistungen in der Solarwirtschaft prämiert. Neben der positiven Kritik an der eigenen Arbeit hatte die Auszeichnung auch den positiven Nebeneffekt, dass es gute Impulse für den Absatz brachte. Des Weiteren erwies sich die Automotive-Branche mit 18 Prozent der Umsätze erneut als kontantes Standbein, wobei vor allem das Geschäft mit dem Produkt μ surf cylinder florierte.

Das EBITDA erreichte aufgrund des Umsatzanstiegs erstmals den Sprung in den positiven Bereich. Zwar erreichte man ein EBITDA von 51 TEUR, jedoch gelang das gesetzte Ziel eines positiven Ergebnisses noch nicht, da insbesondere durch die Erweiterung des Geschäfts verstärkt in die Vertriebsstruktur und den Servicebereich investiert wurde. Außerdem drückten hohe Materialkosten, die allerdings als Einmal-Effekt zu sehen sind, sowie mitgezogene Kosten aus dem Geschäftsjahr 2010 das Ergebnis.

Die NanoFocus AG verfügt weiterhin über eine ausgezeichnete Bilanzstruktur. Man konnte die Eigenkapitalquote um 7,5 Prozent auf 71,6 Prozent steigern. Die aktive Unternehmensentwicklung spiegelt sich deutlich in dem Verhältnis von Investitionen zu Abschreibungen wider, welches über den Vergleichszeitraum kontinuierlich gestiegen ist. Die

Investitionen sind um 62 Prozent auf 444 TEUR gestiegen, wohingegen die Abschreibungen im Vergleichszeitraum marginal um 17,8 Prozent auf 318 TEUR wuchsen.

3 Ausblick

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die NanoFocus AG in den nächsten Jahren wachsen wird. Insbesondere in den Zukunftstrends Energie und Lifestyle sehen unsere Analysten enormes Absatzpotenzial, da beispielsweise Smartphones sowie Tablets trotz Miniaturisierung stets leistungsfähiger werden. Ähnlich ist die Situation in der Solar- und Automotive-Branche, wo sich die NanoFocus AG mit dem prämierten Produkt μ surf solar und dem neu entwickelten Produkt μ surf cylinder in dritter Generation eine gute Marktposition geschaffen hat. Darüber hinaus wird die NanoFocus AG nach unserer Meinung vom verstärkten Fokus von Unternehmen und Staaten auf Effektivität und Umweltverträglichkeit profitieren.

Des Weiteren eröffnet der Einstieg in den asiatischen Markt große Chancen, was sich in den Umsatzzahlen widerspiegelt. Neue Vertriebskontakte in Fernost stärken das Vorhaben und werden in der nächsten Zeit zum Wachstum beitragen.

Wir sehen für die nächsten Jahre ein steigendes Umsatzwachstum. Des Weiteren erwarten wir aufgrund der Einmal-Effekte in diesem Halbjahr einen Anstieg in den Profitmargins. Angesichts wachsender Absätze im Solar- und Halbleiterbereich sowie einem konstant starken Umsatz in der Automotive-Branche sind wir optimistisch, dass die NanoFocus AG in näherer Zukunft die Gewinnschwelle passieren wird. In diesem Zusammenhang schaffte man auch, sich mehr vom überwiegenden F&E-Geschäft hin zum Absatzgeschäft mit Unternehmen zu lösen. Insbesondere die in H2/11 anstehenden Großprojekte mit namhaften Großunternehmen, wie bspw. Daimler, Conti oder Bosch, deuten auf die Etablierung einer guten Marktposition und auf wachsende Erlöse hin.

Zusammenfassend denken wir, dass die NanoFocus AG mit ihrem Know-How und dem Einsatzgebiet ihrer Produkte branchenübergreifend Zukunftstrends abdeckt und sich bereits in relevanten Märkten etabliert hat. Ferner sehen wir die NanoFocus AG, aufgrund ihrer aussichtsreichen Technologien sowie der branchenübergreifenden Einsatzfähigkeit ihrer Produkte, gegen derzeitige konjunkturelle Schwächen gewappnet.

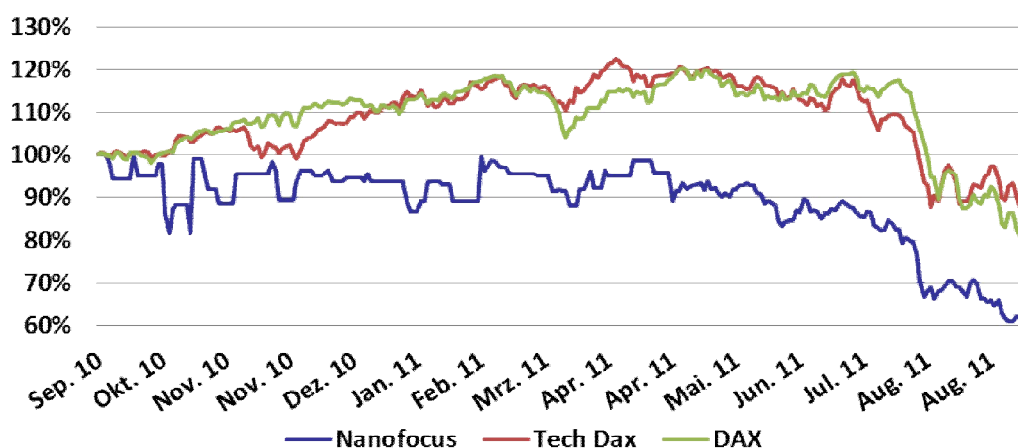
Die Analysten von Dr. Kalliwoda Research gehen davon aus, dass NanoFocus sein ausgeschriebenes Gesamtjahresziel von 8,5 Mio. Euro Umsatz erreichen wird. Im Zuge einer starken Umsatzentwicklung sollten sie bereits zum Geschäftsjahresende ein positives Ergebnis aufweisen können. Folglich erhöhen wir leicht unsere Schätzung und bewerten die Aktie der NanoFocus AG mit einem Kursziel von 5,42 EUR mit „Kauf“.

4 Aktie und Aktionärsstruktur

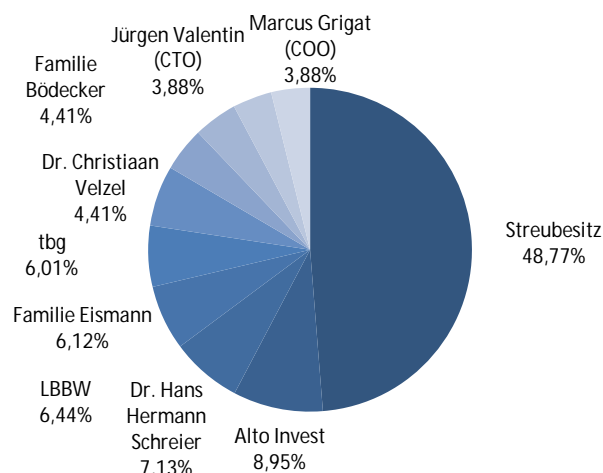
Basierend auf den letzten zwölf Monaten, entwickelte sich die Aktie der NanoFocus AG schlechter als die der Vergleichsindizes TecDax und Dax. Zu Beginn des Geschäftsjahres 2011 bewegte sich der Kurs in den ersten Monaten auf relativ konstantem Niveau und erreichte Mitte Februar das diesjährige Hoch bei 4,53 EUR. Seit diesem Hoch konnte sich die Aktie nicht von den allgemeinen Korrekturbewegungen der großen Indizes abkoppeln und fiel auf 2,83€ Daraufhin kam es zu einer Bodenbildung, welche am 26. August nach unten hin aufgelöst wurde und in eine weitere Korrekturbewegung mündete.

Der aktuelle Aktienkurs spiegelt nach unserer Einschätzung nicht den fairen Wert der Aktie wider. Trotz des aktuell angespannten und hochvolatilen Marktgeschehens sehen wir aus fundamentaler Sicht noch Potenzial von 109,27 Prozent in der Aktie. In dem aktuellen Kurs sollten nun alle wesentlichen Risiken eingepreist sein und somit eine Betrachtung der Fundamentaldaten wieder im Vordergrund stehen. Vor diesem Hintergrund empfehlen die Analysten von Dr. Kalliwoda Research die Aktie von NanoFocus weiterhin mit „Kauf“.

Aktienentwicklung der letzten 52 Wochen



Aktionärsstruktur



5 Finanzteil

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn & Verlustrechnung						
Zahlen in TEUR	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatzerlöse	5.023,9	6.476,8	8.450,0	9.200,0	10.120,0	11.030,8
Bestandsveränderungen	174,6	57,5	75,0	81,7	89,9	98,0
andere aktivierte Eigenleistungen	0,0	459,0	169,0	184,0	202,4	220,6
sonstige betriebliche Erträge	413,1	666,3	338,0	368,0	404,8	441,2
Gesamtleistung	5.611,6	7.659,6	9.032,0	9.833,7	10.817,1	11.790,6
Materialaufwand	-1.825,9	-2.103,8	-2.450,5	-2.622,0	-2.833,6	-3.022,4
Personalaufwand	-2.389,6	-2.907,4	-3.487,0	-3.638,5	-3.948,2	-4.244,6
Abschreibungen	-536,8	-615,0	-722,6	-786,7	-865,4	-943,2
sonstige betrieblichen Aufwendungen	-1.499,8	-1.956,1	-2.303,2	-2.409,3	-2.563,6	-2.711,8
Betriebsergebnis	-640,4	77,3	791,4	1.164,0	1.471,6	1.811,7
Finanzergebnis	-81,9	-133,3	-180,6	-196,7	-216,3	-235,8
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-722,3	-55,9	610,7	967,3	1.255,3	1.575,9
Sonstige Steuern/a.o. Aufwendungen u. Erträge	-1,9	-1,6	0,0	-77,4	-200,8	-409,7
Bilanzgewinn / -verlust	-724,27	-57,56	610,73	889,92	1054,41	1166,17
Gewinn & Verlustrechnung (jährliche Wachstumsrate)						
Umsatzerlöse	-23%	29%	30%	10%	10%	9%
Bestandsveränderungen	-42%	-67%	30%	9%	10%	9%
andere aktivierte Eigenleistungen	-100%	-	-63%	9%	10%	9%
sonstige betriebliche Erträge	176%	61%	-49%	9%	10%	9%
Gesamtleistung	-20%	36%	18%	9%	10%	9%
Materialaufwand	-24%	15%	16%	7%	8%	7%
Personalaufwand	10%	22%	20%	4%	9%	8%
Abschreibungen	4%	15%	17%	9%	10%	9%
sonstige betrieblichen Aufwendungen	-10%	30%	18%	5%	6%	6%
Betriebsergebnis	-353%	-112%	923%	47%	26%	23%
Finanzergebnis	102%	63%	36%	9%	10%	9%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-440%	-92%	-1192%	58%	30%	26%
Sonstige Steuern/a.o. Aufwendungen u. Erträge	0%	0%	0%	0%	158%	104%
Bilanzgewinn / -verlust	-444%	-92%	-1161%	46%	18%	11%
Gewinn & Verlustrechnung (Umsatzanteil)						
Umsatzerlöse	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bestandsveränderungen	3%	1%	1%	1%	1%	1%
andere aktivierte Eigenleistungen	0%	7%	2%	2%	2%	2%
sonstige betriebliche Erträge	8%	10%	4%	4%	4%	4%
Gesamtleistung	112%	118%	107%	107%	107%	107%
Materialaufwand	-33%	-27%	-29%	-29%	-28%	-27%
Personalaufwand	-43%	-38%	-38%	-37%	-37%	-36%
Abschreibungen	-10%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
sonstige betrieblichen Aufwendungen	-27%	-26%	-26%	-25%	-24%	-23%
Betriebsergebnis	-13%	1%	9%	13%	15%	16%
Finanzergebnis	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-13%	-1%	7%	10%	12%	13%
Sonstige Steuern/a.o. Aufwendungen u. Erträge	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bilanzgewinn / -verlust	-13%	-1%	7%	9%	10%	10%

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.2 Bilanzen

Bilanz NanoFocus						
Zahlen in EUR	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
AKTIVA						
<i>Aufwendungen für die Inangangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebs</i>	25,5	0	0	0	0	0
<i>Anlagevermögen</i>						
Immaterielle Vermögenswerte	424,0	837,0	1091,9	1201,1	1321,2	1440,2
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
Summe langfristige Vermögenswerte	2773,6	3171,3	3123,8	2935,2	2762,6	2594,4
<i>Umlaufvermögen</i>						
Vorräte	2354,5	2030,7	2365,3	2530,8	2735,1	2917,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2056,5	2585,9	3373,7	3673,2	4040,5	4404,2
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	3429,2	4785,6	6202,8	7664,0
Rechnungsabgrenzungsposten	100,6	58,8	64,7	71,2	78,3	86,2
Aktive Latente Steuern	0,0	1325,0	1141,8	874,8	558,5	208,6
Summe kurzfristige Vermögenswerte	6856,8	9595,1	10791,7	12394,2	14119,7	15835,2
Bilanzsumme	9655,8	12766,3	13915,5	15329,4	16882,3	18429,6
PASSIVA						
<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	1348,2	1561,0	1736,8	1799,8
Jahresergebnis	-514,0	-571,6	39,1	929,1	1983,5	3149,6
Summe Eigenkapital	6769,7	9162,3	9956,3	11059,0	12289,2	13518,4
<i>Sonderposten für Investitionszuschüsse zum AV</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<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	339,8	543,1	632,5	676,8	731,4	780,2
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	157,1	157,1	157,1	157,1
Summe Fremdkapital	2886,1	3604,0	3959,2	4270,4	4593,1	4911,3
Bilanzsumme	9655,8	12766,3	13915,5	15329,4	16882,3	18429,6

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung						
Zahlen in EUR	Geschäftsjahr					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Jahresergebnis	-724,3	-57,6	610,7	889,9	1054,4	1166,2
Erträge / Aufwendungen aus Anlageabgängen	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	536,8	615,0	722,6	786,7	865,4	943,2
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	-983,0	-246,2	-308,2	-254,3
Veränderung der Verb. aus LuL und andere Passiva	-72,0	-19,0	109,1	64,9	76,4	71,8
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-186,5	82,4	504,5	1491,6	1684,3	1923,2
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit						
Einzahlungen aus Anlagenabgängen	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen	-222,0	-618,0	-675,1	-598,1	-692,8	-775,1
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-216,0	-618,0	-675,1	-598,1	-692,8	-775,1
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit						
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	683,0	712,8	675,7	563,0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	796,0	1832,0	433,0	462,8	425,7	313,0
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode						
Wechselkursbedingte Änderungen	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderungen aus 1, 2 und 3	393,5	1296,4	262,5	1356,4	1417,3	1461,2
Zahlungsmittel zu Beginn der Periode	1479,8	1870,3	3166,7	3429,2	4785,6	6202,8
Zahlungsmittel am Ende der Periode	1870,3	3166,7	3429,2	4785,6	6202,8	7664,0

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6 Bewertung

6.1 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 01.09.2011 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 9/2011)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Umsatz	8,5	9,2	10,1	11,0	11,9	12,7
Veränderungsrate	10%	9%	10%	9%	8%	7%
EBIT	0,8	1,2	1,5	1,8	2,1	2,5
Veränderungsrate	923%	47%	26%	23%	18%	16%
Marge	9,4%	12,7%	14,5%	16,4%	18,0%	19,5%
Zins/Beteiligungsergebnis	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
EBT ex. Zinsergebnis	0,61	0,97	1,26	1,58	1,89	2,21
operativer Steueraufwand	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	0,0%	8,0%	16,0%	26,0%	30,0%	30,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	0,7	0,8	0,9	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	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-10,6%	-2,2%	-2,5%	-1,9%	-2,9%	-4,1%
Investitionen	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,3
Investitionsquote (% Umsatz)	-8,0%	-6,5%	-6,8%	-7,0%	-7,2%	-10,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	-0,24	0,87	0,97	1,13	1,14	0,84

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6.2 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
Eigenkapitalkostensatz	8,7%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	8,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	5,6%
WACC	
Wert des Eigenkapitals	7,2
Wert des Fremdkapitals	2,5
Gearing	34,5%
WACC	7,91%

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.

6.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf 5,42 EUR. Er ist damit um 109,27 Prozent höher als der aktuelle Kurs (2,59 EUR). 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				
$\beta = 0,7$		7,41%	7,66%	7,91%	8,16%	8,41%
Wachstum	1,0%	5,49	5,29	5,10	4,92	4,76
	1,5%	5,67	5,45	5,25	5,06	4,88
	2,0%	5,89	5,64	5,42	5,21	5,02
	2,5%	6,15	5,88	5,62	5,39	5,18
	3,0%	6,48	6,15	5,87	5,60	5,37

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,7$		7,41%	7,66%	7,91%	8,16%	8,41%
Wachstum	1,0%	15,35	14,78	14,25	13,76	13,31
	1,5%	15,86	15,24	14,66	14,13	13,64
	2,0%	16,47	15,78	15,14	14,56	14,02
	2,5%	17,20	16,42	15,71	15,06	14,47
	3,0%	18,10	17,20	16,39	15,66	15,00

6.4 Peer Group Modell

Die NanoFocus AG wird derzeit bei einem Umsatz von ca. 8.500 TEUR und einer Marktkapitalisierung von 10.400 TEUR mit dem 1,22-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 2010
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	
Basler AG	3,8	3,3	7,7	6,4	9,0	9,4	13,2%
Caliper Life Sciences Inc	41,2	15,3	70,8	16,6	233,1	74,9	-1,5%
Cognex Corp	8,4	n.a.	9,7	n.a.	18,2	15,6	25,0%
FEI Co	5,0	n.a.	5,8	n.a.	12,8	11,4	16,7%
MTS Systems Corp	n.a.	n.a.	6,3	n.a.	11,3	10,4	15,2%
MTS Systems Corp	n.a.	n.a.	6,3	n.a.	11,3	10,4	15,2%
Nanometrics Inc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,6	n.a.	26,2%
Veeco Instruments Inc	3,2	2,5	3,2	2,8	6,4	8,3	29,6%
Peer Benchmark	11,4	7,2	15,4	9,6	35,9	18,6	17%
NanoFocus AG	7,0	7,8	13,6	12,6	12,0	8,0	9,0%
Discount (-)/Premium (+)	-38,7	7,6	-12,1	31,3	-66,5	-56,9	83,5
Bewertungsbandbreite:			2,1 EUR bis 4,66 EUR				

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

Als Basis für die Bewertung haben wir ein DCF-Modell sowie eine Peer-Group-Analyse herangezogen. Das Kursziel stimmt nicht mit unserer Peer-Group-Analyse überein, da die gesamte Branche aufgrund der derzeitigen Marktturbulenzen unterbewertet ist.

7 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

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 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/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Adrian Kowolik Email: ak@kalliwoda.com	Dipl.Kfm; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA candidate	<u>Sectors:</u> Media, Gaming, Internet, Technology, Eastern European stocks
Emily Haines Email: eh@kalliwoda.com	M.Sc. in Neurobiology; University College London	<u>Sectors:</u> Biotech, Healthcare, Pharmaceutical
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Maximilian F. Kaessens 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
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/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
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.
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave 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



8 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 Prozent aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5 Prozent und 10 Prozent aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5 Prozent und - 5 Prozent aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5 Prozent und - 10 Prozent aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 Prozent 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 Prozent 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 Prozent 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.