Nynomic

(Scale All Share, Technology)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 34,00	
Kurs	EUR 21,40
Upside	58,9 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	34,20
EVA:	35,00
Peer Group:	33,85

Aktien Daten:	
Bloomberg:	M7U GR
Reuters:	M7UG
ISIN:	DE000A0MSN11

Beschreibung:

Nynomic ist Systemanbieter für berührungslose, zerstörungsfreie optische Messtechnik.

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	108,5
Aktienanzahl (Mio.):	5,1
EV:	112,3
Freefloat MC:	108,5
Ø Trad. Vol. (30T):	137,41

Aktionäre:	
Freefloat	100,0 %

Risikoprofil (WRe):	2018e
Beta:	1,2
KBV:	6,7 x
EK-Quote:	31 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	0,0 x
Net Debt / EBITDA:	0,0 x

Einstieg in großvolumige Smart-Home-Anwendungen; Aufnahme mit Kaufen

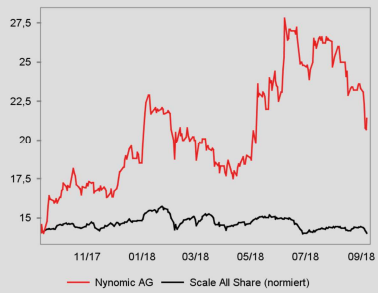
Nynomic ist ein Anbieter von optischer Messtechnik auf Basis der Spektroskopie. Die hohe technologische Kompetenz des Unternehmens, die sich aus der Erfahrung in medizinischen und biologischen Labor- und Forschungsanwendungen ergibt, wurde auf neue Endmärkte übertragen und macht Nynomic zu einem der ersten Unternehmen, das die Spektroskopie in einer Vielzahl von Branchen einsetzt. Im Gegensatz zur herkömmlichen optischen Messtechnik (CMM/VMM) werden bei der Spektroskopie nicht die Abmessungen erfasst, sondern ein breites Spektrum an Eigenschaften, wie Farbe, Temperatur, Luftfeuchtigkeit oder sogar chemische Zusammensetzung beobachtet. Als **First Mover** verfügt Nynomic über langjährige Kundenbeziehungen und ist als zuverlässiger Partner für integrierte optische Messtechniklösungen in zahlreichen Nischenmärkten fest etabliert. Das Unternehmen ist **gut positioniert,** um vom **starken zugrunde liegenden Marktwachstum** für automatisierte optische Messtechnik zu profitieren (CAGR 16-23e 7,3%, Quelle: Credence Research, Inc.).

2017 wuchs Nynomic um 11,4% auf EUR 60,7 Mio. und erreichte sein mittelfristiges EBIT-Margenziel von 15%. Das Segment Life Science, das sich an klassische Spektroskopie-Kundenindustrien wie Medizin, Biotechnologie und Pharmazie richtet, trug nur 14,6% (EUR 8,9 Mio.) zum Konzernumsatz bei. Der Bereich Clean Tech, der sich auf innovative Industrieanwendungen konzentriert (z.B. Halbleiter, LED, Lebensmittel und Getränke, Schienenverkehr), trug 68,9% (EUR 41,8 Mio.) bei, und 14,2% (EUR 8,6 Mio.) wurden vom Segment Green Tech erwirtschaftet, das Lösungen für intelligente Landwirtschaft und Umwelttechnologien umfasst. Die restlichen 2,2% (EUR 1,4 Mio.) entfielen auf sonstige Segmente.

Mit der Übernahme von Spectral Engines im Mai 2018 sehen wir **neues und hoch attraktives Marktpotenzial** für einen patentierten Sensor, das vom Markt völlig übersehen zu werden scheint. Obwohl das erste Produkt des Unternehmens gerade erst die Marktreife erreicht hat, bietet der NIRONE-Sensor grundlegende spektroskopische Funktionen auf optischen MEMS und kann zu deutlich niedrigeren Kosten als ein vollwertiges Spektrometer hergestellt werden. Während die Systeme von Nynomic bisher vorwiegend in industriellen Anwendungen eingesetzt wurden, dürfte dies den Weg in großvolumige Konsumentenprodukte ebnen. Kurzfristig sehen wir im Bereich der Haushaltsgeräte ein großes Potenzial, da der NIRONE-Sensor bereits in Anwendungen zur Analyse von Textilien und Lebensmitteln eingesetzt wird. Wir rechnen damit, dass Nynomic innerhalb der nächsten Monate erste Rahmenverträge abschließt und so die Visibilität für das große Umsatzpotenzial deutlich erhöht.

Bis 2020 erwarten wir ein **durchschnittliches Wachstum von 9,6% p.a.** auf EUR 85,1 Mio. Die Profitabilität könnte aufgrund der Kosten für den Hochlauf von Spectral Engines und der höheren Abschreibungen nach der Akquisition von LayTec und Spectral Engines nicht das Niveau von 2017 (EBIT-Marge 15,0%) erreichen (WRe EBIT-Marge 2018 14,4%). Die Profitabilität sollte sich jedoch schnell erholen und **bis 2020 eine EBIT-Marge von 15,3%** erreichen. Mittelfristig strebt das Unternehmen einen Umsatz von EUR 100 Mio. bei einer EBIT-Marge von 15% einschließlich weiterer Akquisitionen an. Nach den jüngsten Übernahmen von LayTec und Spectral Engines schätzen wir, dass dieses Ziel bis 2022 organisch erreicht wird.

Basierend auf unseren Annahmen wird Nynomic mit einem EV/EBIT von 9,0x für 2019e und 7,1x für 2020e gehandelt. Dies entspricht einem **Abschlag von mehr als 80% gegenüber der Peergroup**. Bereinigt um die Abschreibungen auf Firmenwerte (EUR 2 Mio. p.a.) nach HGB-Rechnungslegung (die meisten Mitbewerber berichten nach IFRS) würde das bereinigte EV/EBIT 2019e bei 7,6x und 2020e bei 6,1x liegen. In Anbetracht der starken Wachstumsentwicklung, des hohen mittel- bis langfristigen Umsatzpotenzials und des attraktiven ROCE von mehr als 30% für 2018 und darüber hinaus halten wir diesen hohen Abschlag für ungerechtfertigt. Wir haben eine DCF- und EVA-Analyse durchgeführt, die einen fairen Wert je Aktie von EUR 34 bzw. EUR 35 ergeben. Vor diesem Hintergrund nehmen wir die Coverage von Nynomic mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von EUR 34 auf, was einem Aufwärtspotenzial von 58,9% entspricht.



Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	-12,2 %
6 Monate:	13,4 %
Jahresverlauf:	21,0 %
Letzte 12 Monate:	53,9 %

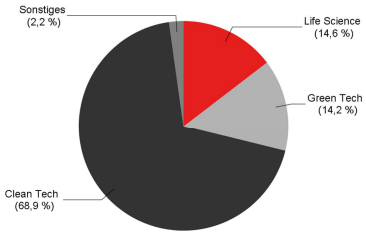
Unternehmenstermine:	
17.09.18	RS FFM
18.09.18	RS STR/MUC
19.09.18	RS HEL/CPH
05.10.18	RS ZRH

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (17-20e)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	11,9 %	49,5	52,1	54,5	60,7	70,8	76,8	85,1
Veränd. Umsatz yoy		20,8 %	5,1 %	4,6 %	11,4 %	16,7 %	8,5 %	10,8 %
Rohertragsmarge		*51,9 %*	*56,3 %*	*54,3 %*	*58,2 %*	*59,1 %*	*60,0 %*	*59,8 %*
EBITDA	16,2 %	4,6	6,8	7,9	10,2	12,2	14,1	16,0
Marge		*9,3 %*	*13,2 %*	*14,5 %*	*16,8 %*	*17,2 %*	*18,4 %*	*18,7 %*
EBIT	12,7 %	3,0	5,9	6,8	9,1	10,2	11,3	13,1
Marge		*6,1 %*	*11,4 %*	*12,6 %*	*15,0 %*	*14,4 %*	*14,7 %*	*15,3 %*
Nettoergebnis	18,2 %	1,1	3,0	3,7	4,6	5,7	6,3	7,6
EPS	15,9 %	0,23	0,64	0,76	0,97	1,14	1,25	1,51
EPS adj.	21,4 %	0,27	0,67	0,80	1,00	1,34	1,53	1,79
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		0,17	0,76	1,13	1,74	0,88	1,81	1,98
FCF / Marktkap.		3,9 %	18,0 %	17,1 %	12,8 %	4,1 %	8,5 %	9,2 %
EV / Umsatz		0,5 x	0,3 x	0,5 x	0,8 x	1,6 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA		5,0 x	2,7 x	3,4 x	4,9 x	9,2 x	7,2 x	5,8 x
EV / EBIT		7,5 x	3,1 x	3,9 x	5,4 x	11,0 x	9,0 x	7,1 x
EV / EBIT adj.		7,0 x	2,9 x	3,8 x	5,3 x	9,7 x	7,6 x	6,1 x
KGV		18,8 x	6,6 x	8,7 x	14,1 x	18,8 x	17,1 x	14,2 x
KGV ber.		16,1 x	6,3 x	8,3 x	13,6 x	16,0 x	14,0 x	12,0 x
Nettoverschuldung		2,1	-2,1	-5,2	-15,8	0,1	-7,6	-16,0
adj. ROCE		27,0 %	49,0 %	58,2 %	51,9 %	32,8 %	30,0 %	37,8 %
Guidance:		Umsatz EUR 66,0-68,0 Mio., EBIT EUR 10,0 Mio.						

Analyst/-in
Robert-Jan van der Horst
rvanderhorst@warburg-research.com
+49 40 309537-290

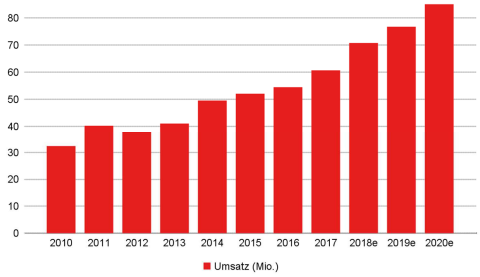
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Umsatz nach Segmenten
2017; in %



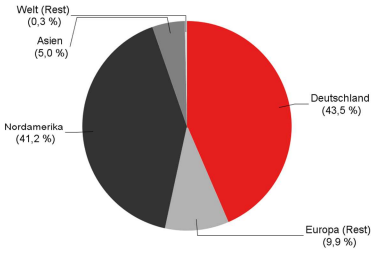
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2017; in %



Quelle: Warburg Research

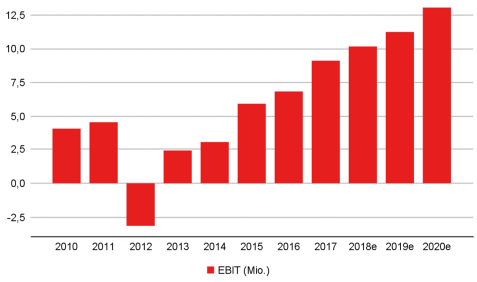
Unternehmenshintergrund

- Die 1995 gegründete Nynomic ist heute ein internationaler Anbieter von optischer Inline Messtechnik. Mit seiner Buy-and-Build erzielte das Unternehmen eine CAGR 13-17 von 10% und steigerte die EBIT-Marge von 6% auf 15%.
- Das operative Geschäft von Nynomic teilt sich in drei Segmente: Clean Tech mit einem Anteil von 68,9% am Konzernumsatz 2017, Life Science mit 14,6% und Green Tech mit 14,2%.
- Der Bereich Clean Tech richtet sich mit seinem breiten Angebotsspektrum an eine Vielzahl von Industrien wie u.a. Chemie, Halbleiter, LED, Holzwerkstoff, Lebensmittel und Logistik.
- Life Science umfasst die Lösungen für die Medizintechnik. Hier reicht das Angebot von Systemen zur Spektralanalyse über Lösungen für die Prozesssteuerung von medizinischen Instrumenten bis zu Laborautomation.
- Im Segment Green Tech ist das Geschäft von Nynomic mit Smart-Farming-Sensorsystemen (z.B. Bodennährstoff- und Pflanzen-Überwachung) sowie die Umwelttechnik (z.B. Solarmodulinspektion) zusammengefasst.

Wettbewerbsqualität

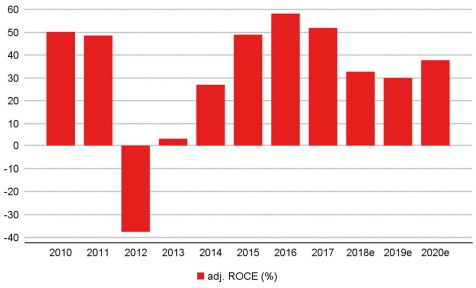
- Hohe Expertise in wachstumsstarken Nischen der optischen Messtechnik, die Nynomic als First Mover in ein breites Spektrum von Industrieanwendungen transferiert hat.
- Langjährige und belastbare Kundenbeziehungen mit tiefer Einbindung in deren Entwicklungsprozesse und eine exzellente Reputation bei kritischen Systemen in anspruchsvollen Anwendungsfeldern wie Halbleiter oder Bio-Tech.
- Diversifizierte Kundenstruktur mit defensiven Endmärkten wie Lebensmittelindustrie, Med-Tech, Pharma, Agrar und Schienenlogistik neben Wachstumsmärkten wie Halbleiter, LED oder Chemische Industrien.
- Asset-Light Geschäftsmodell fokussiert auf Systemintegration mit einem hohen Grad ausgelagerter Fertigung an ein breites Partnernetz auf über 100 Zulieferern.
- Zugang zum Kapitalmarkt ermöglicht neue Markteintritte durch Buy-and-Build Transaktionen.

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



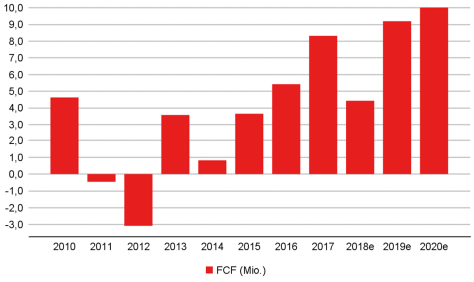
Quelle: Warburg Research

Entwicklung adj. ROCE
in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung FCF
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case 5

Unternehmensüberblick 6

Wettbewerbsqualität 7

„Ich sehe was, was du nicht siehst…“ 7
First Mover in zahlreichen attraktiven Endmärkten 8
Fokus auf OEM-Dienstleistungen 8
Hohe Änderungskosten 8
Diversifiziertes Lieferantennetzwerk 8
Einzigartige Aufstellung in Nischenmärkten 9
Buy-and-Build-Strategie stärkt Wettbewerbsqualität 9

Wachstum 11

Solide Wachstumsgeschichte und attraktives Marktumfeld 11
Durchblick bei smarten Anwendungen 11
Jüngste Akquisitionen bieten hohes Wachstumspotenzial 12
Marktführer bei der Inspektion von LED- und VCSEL-Epitaxie-Wafern 12
Spectral Engines ebnet den Weg für zahlreiche neue Anwendungen 12
Attraktive Perspektiven in allen Geschäftsbereichen 13
Life Science: Zentrum der Spektroskopie 13
Green Tech: Landwirtschaft 4.0 13
Clean Tech: Ein breites Spektrum 14
Konzernausblick 15
Guidance unterschätzt Wachstumspotenzial 15
Margen sollten sich nach kurzem Einbruch im Jahr 2018 schnell erholen 16
Warburg vs. Konsens 17

Renditen 18

Eingesetztes Kapital 18
Fokussierung auf den richtigen Teil der Wertschöpfungskette… 18
… hält die Investitionen auf einem niedrigen Niveau… 18
… aber erhöht den Working-Capital-Bedarf 19
Abschreibungen sollten die Kapitaleffizienz im Laufe der Zeit verbessern 19
Operative Profitabilität 20
Fokus auf OEM-Produkte 20
Ausblick 20
ROCE 21

Bewertung 22

Fundamentale Bewertung 22
DCF-Bewertung 22
Economic Value Added 24
Relative Bewertung 25
Peergroup-Analyse 25

Unternehmen 27

Finanzgeschichte **27**
Regionale Aufteilung/Märkte **27**
Unternehmensstruktur **28**
Management **30**
Unternehmensgeschichte **30**

Zusammenfassung des Investment Case

Investment-Trigger

- **Zurückhaltender Ausblick** – Die Guidance von Nynomic (Umsatz EUR 66-68 Mio.) impliziert zusätzliche Umsätze von EUR 5,3–7,3 Mio. gegenüber 2017 (Umsatz EUR 60,7 Mio.), was wir angesichts der Erstkonsolidierungseffekte von LayTec (WRe EUR 7,8 Mio.) und Spectral Engines (WRe EUR 1,5 Mio.) als sehr konservativ ansehen.
- **Potenzial der jüngsten Akquisition wird übersehen** – Obwohl Spectral Engines im Jahr 2018 möglicherweise nur einen Beitrag von rund EUR 1,5 Mio. leistet, sollte seine Technologie den Weg in zahlreiche volumenstarke Endmärkte ebnen. Wir rechnen damit, dass innerhalb der nächsten Monate erste Rahmenverträge unterzeichnet werden, wodurch sich die Visibilität des großen Wachstumspotenzials für die kommenden Jahre erhöht.
- **Anhebung der Konsensschätzungen erwartet** – Die Konsensschätzungen gehen derzeit von einem organischen Umsatzrückgang und einem durchschnittlichen Wachstum von nur 8,6% zwischen 2018 und 2020 aus. Dies liegt deutlich unter dem durchschnittlichen organischen Wachstum von Nynomic der letzten Jahre (CAGR 12-17 9,4%) und berücksichtigt nicht das hohe Wachstumspotenzial der jüngsten Akquisitionen von LayTec und Spectral Engines.

Bewertung

- **Das DCF-Modell deutet auf einen fairen Wert je Aktie von EUR 34 hin**, den wir als anfängliches Kursziel nehmen.
- **Unsere EVA-Analyse ergibt einen fairen Wert von EUR 35** und bestätigt unsere DCF-Analyse.
- **Die Aktie wird mit einem EV/EBIT 2019e von 9,0x gehandelt.** Dies entspricht einem Abschlag von ca. 88% gegenüber unserer Peergroup

Wachstum

- **Starke Erfolgsbilanz in der Vergangenheit in Bezug auf die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten (CAGR):**
  - +13,6% in den letzten 10 Jahren / +10,9% bereinigt um Akquisitionen
  - +10,0% in den letzten 5 Jahren / +9,4% bereinigt um Akquisitionen
- Gut positioniert in attraktiven Spektroskopie-Nischen mit einem **zugrunde liegenden durchschnittlichen Marktwachstum von mehr als 7%** für die nächsten fünf Jahre.
- Durch die Akquisition von LayTec wurde Nynomic zum Marktführer für Inspektionssysteme in **wachstumsstarken Halbleiter-Nischen** wie VCSEL-Laser, die zum Beispiel in der Face-ID-Technologie von Apple eingesetzt werden.
- Spectral Engines sollte den Weg **in großvolumige Smart-Home-Anwendungen ebnen.**

Wettbewerbsqualität

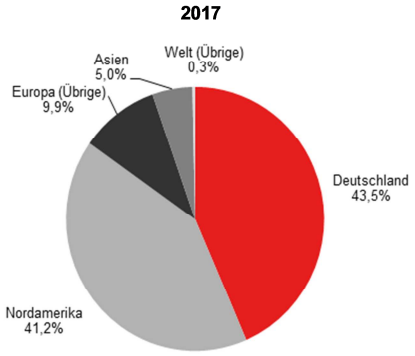
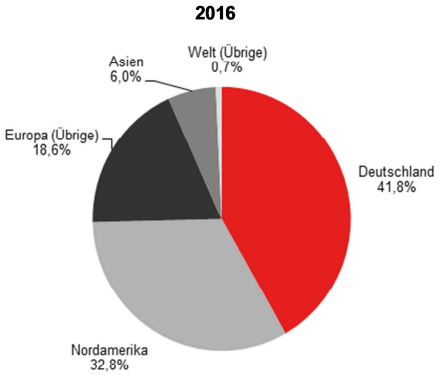
- **Hohe Expertise** in der Entwicklung und Systemintegration von Spektroskopielösungen für viele Anwendungsbereiche.
- **Langjährige Kundenbeziehungen** ermöglichen Nynomic Zugang zu den Projekten seiner Kunden in frühen Entwicklungsphasen.
- Mit einer **Buy-and-Build**-Strategie nutzt Nynomic seinen Zugang zum Kapitalmarkt, um neue Nischenmärkte zu erschließen und profitiert von technologischen Spillover- und Cross-Selling-Potenzialen.

Warburg vs. Konsens

- Die Konsens-**Umsatzprognose für 2018** (Umsatz EUR 67 Mio.) scheint den Erstkonsolidierungseffekt von LayTec und Spectral Engines nicht vollständig zu berücksichtigen und ist daher zu vorsichtig (WRe EUR 70,8 Mio.).
- Für 2018 bis 2020 rechnet der Konsens mit einen durchschnittlichen Wachstum von 8,6%, was angesichts der hohen Wachstumsrate der zugrunde liegenden Märkte sowie des neuen Marktpotenzials durch die Technologie von Spectral Engines zu niedrig erscheint.
- Im Hinblick auf die Profitabilität prognostiziert der Konsens eine EBIT-Marge von 15,0% für 2018, die wir aufgrund höherer Abschreibungen auf den Firmenwert für die jüngsten Akquisitionen und der Aufwendungen für den Eintritt in neue Märkte mit Spectral Engines (WRe 14,4%) für zu hoch halten. Da wir jedoch einen höheren Umsatz erwarten, liegen wir mit EUR 10,2 Mio. auf einem ähnlichen nominalen EBIT-Niveau.
- Für 2019 und 2020 erwarten wir eine Erholung der Profitabilität auf eine EBIT-Marge von 15,6%, was zu einem durchschnittlichen EBIT-Wachstum von 13,3% auf EUR 13,1 Mio. führt, gegenüber Konsensprognosen von 10,0% auf EUR 12,2 Mio.

Unternehmensüberblick

	Clean Tech	Life Science	Green Tech
Segmente	Das Clean Tech Segment umfasst ein breites Spektrum an Industrieanwendungen von einzelnen optischen Sensoren und Komponenten über Spektrometer bis hin zu kundenspezifischen, vollintegrierten Spektroskopie-Lösungen.	Der Bereich Life Science konzentriert sich auf die Pharmaindustrie sowie die Medizin- und Biotechnologie und bietet optische Sensoren Spektroskopiesysteme und Automationslösungen für Labore und Forschungseinrichtungen.	Green Tech umfasst das Geschäft mit dem Agrarsektor und der Umwelttechnik. Bei den Agrar-anwendungen handelt es sich v.a. um sensor-gestützte Analyse von Boden und Pflanzen, z.B. zur Optimierung der Düngemittelausbringung. In der Umwelttechnik findet die Messtechnik u.a. in der Produktion von Solarmodulen oder im
Umsatz 2017 (Mio. EUR) Umsatzanteil	41,8 68,90%	8,9 14,60%	8,6 14,20%
EBIT (Mio. EUR) EBIT Marge	**2017:**	9,1 12,6% **2016:**	6,8 15%
Zielmärkte	Halbleiter, Photonik, Chemische Industrie, Beschichtung, Druck, Lebensmittel, Holzwerkstoffindustrie, LED/OLED/VCSEL, Display, Wafer Inspektion, Brandschutz	Pharma, Medtech, Biotechnologie, Forschung	Agar und Umwelttechnik
Kundenstruktur	2017 hat Nynomic ca. 50% des Umsatzes mit den 5 größten Kunden generiert bzw. ca. 60% mit den 10 größten Kunden.		
Tochtergesellschaften	m·u·t efficient photonic solutions; tec5 Technology for Spectroscopy; AVANTES enlightening spectroscopy; SPECTRAL ENGINES It makes sense.		
	APOS; LAYTEC Knowledge is key		

Wettbewerber	Nynomic hat keine Wettbewerber die sich bezogen auf Produktspektrum, Kunden- und Produktionsstruktur vergleichbar sind. Je nach Produkt und Kundensegment konkurriert Nynomic mit unterschiedlichen Unternehmen. Bei vollintegrierten Lösungen und Prototypen besteht der Wettbewerb regelmäßig auf kleiner Ingenieursdienstleistern, im Komponentengeschäft für die Serienproduktion konkurriert Nynomic dagegen mit größeren Unternehmen (z.B. Carl Zeiss, Leica) sowie deren Tochtergesellschaften (z.B. Leoni Fiber Optics, Honeywell Control Systems Ltd.).
Zulieferer	Nynomic verfügt über ein Netzwerk aus >100 Zulieferern. Die bezogenen Produkte umfassen sowohl Standardprodukte wie Kabelbäume bis hin zu spezialisierteren Komponenten wie Glasfaser Optiken und optischen Sensoren. Bei kritischen Komponenten verfolgt das Unternehmen einen Multi-Source-Ansatz.
Umsatzanteil nach Regionen	 
Aktionärsstruktur	Nynomic ist Teil des Scale Segments, entsprechen gibt es keine Meldepflicht für einen Anteilsbesitz unter 25%. Nach dem IPO in 2007 hielten die Gründer insgesamt einen Anteil von 28.7% am Unternehmen.

Quelle: Warburg Research

Wettbewerbsqualität

- First Mover beim Transfer von hohem technologischen Know-how in neue Anwendungen
- Gute Positionierung in zahlreichen attraktiven Nischenmärkten
- Langjährige und belastbare Kundenbeziehungen
- Aktive Konsolidierung von Nischenanwendungen rund um die technologische Kernkompetenz (Buy-and-Build)

Großes Know-how in attraktiver optischer Messtechnik

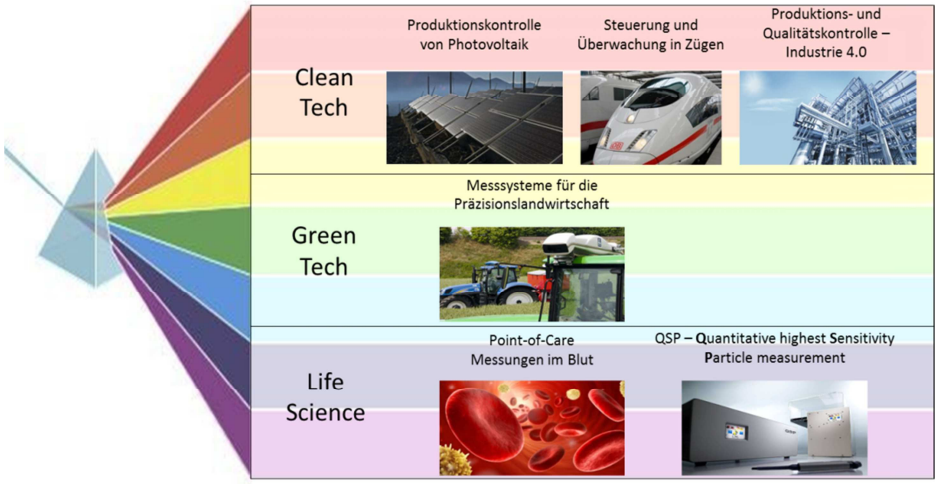
„Ich sehe was, was du nicht siehst…“

Nynomic (ehemals m-u-t) begann als Systemintegrator für die Spektroskopie in der Medizin und Biotechnologie und nutze seine hohe Kompetenz, um mit neuen effizienten Messtechnik-Lösungen neue Märkte zu erschließen. Heute ist das Unternehmen in mehreren attraktiven Nischenanwendungen der Spektroskopie wie Smart Agriculture, Biomassekraftwerke, Halbleiter, LED, Displays oder der Lebensmittelindustrie gut positioniert.

Spektroskopiesensoren messen die von einem Objekt reflektierten Wellenlängen. Im Vergleich zu den gängigsten Technologien der optischen Messtechnik wie Koordinatenmessgeräten (CMM) oder Videomessgeräten (VMM) geht es nicht darum, die Geometrie physikalischer Objekte zu messen, sondern ein breites Spektrum an Eigenschaften wie Farbe, Temperatur, Dichte, Feuchtigkeit oder sogar die chemische Zusammensetzung zu beobachten. So kann die Spektroskopie zum Beispiel den Nitratgehalt des Bodens zur Optimierung der Düngemittelausbringung, die Qualität von Wafern für die Halbleiterindustrie oder den Gehalt an Fett und Protein in Lebensmitteln messen.

Aufgrund der zerstörungsfreien und berührungslosen Eigenschaften der optischen Messtechnik hatte und hat die Spektroskopie einen disruptiven Effekt auf herkömmliche Methoden der Materialanalyse wie Stichprobentests und erschließt immer wieder neue Anwendungsgebiete in verschiedenen Branchen.

Beispiele für die Anwendungen von Nynomic



Quelle: Warburg Research, Company

Die meisten Kunden von Nynomic arbeiten in einem Fachgebiet, das sich kaum bis gar nicht mit optischen Systemen überschneidet. Daher sind ein tiefes Verständnis der Kundenbedürfnisse und eine frühe Einbindung in die Entwicklung entscheidend, um die beste und kostengünstigste Lösung anbieten zu können. Während sich die meisten Wettbewerber auf spezialisierte Systeme für größere Endmärkte, Systemintegration oder den Verkauf von Komponenten konzentrieren, bietet Nynomic einen One-Stop-Shop an, der die Entwicklung, Integration und Lieferung hochindividueller, integrierter Systeme

umfasst. Mit seiner Asset-Light-Konzernstruktur kann das Unternehmen diese Systeme zu einem attraktiven Preis anbieten.

First Mover in zahlreichen attraktiven Endmärkten

Als First Mover hat Nynomic sein umfassendes Wissen über Spektroskopie für medizinische und biologische Forschungslabore auf industrielle Anwendungen übertragen. Um sein Know-how zu erweitern, übernahm Nynomic 2007 tec5, einen Lieferanten für fortschrittliche elektrische Systeme, und 2008 den Spektroskophersteller Avantes. Diese vertikale Integration ermöglichte es dem Konzern, die meisten kritischen Teile für seine Systeme selbst zu entwickeln und zu produzieren. Daher wird Nynomic oft in die frühen Phasen der Produktentwicklungen seiner Kunden einbezogen und ist zu einem zuverlässigen Partner für integrierte OEM-Lösungen geworden.

Obwohl das Unternehmen in der Regel für Entwicklung und Prototyping bezahlt wird, während die Kunden das geistige Eigentum behalten, hat Nynomic umfangreiche Erfahrungen in einer Vielzahl von Branchen gesammelt, die in andere Anwendungen eingeflossen sind und es dem Konzern ermöglicht haben, neue Endmärkte zu erschließen.

Fokus auf OEM-Dienstleistungen

Um sich von kleineren Systemintegratoren für die Spektroskopie zu differenzieren, konzentrierte sich Nynomic auf größere OEM-Kunden. Während die Anwendungen noch als Nische angesehen werden können, sind die Kunden oft international tätige Großunternehme. Kleinere Player sind dabei regelmäßig nicht in der Lage, die Anforderungen dieser Unternehmen in Bezug auf Liefertreue, Lagerbestand oder internationale Aufstellung zu erfüllen.

Langjährige und belastbare Kundenbeziehungen

Nynomic hat langjährige und belastbare Kundenbeziehungen aufgebaut, die auf der Integration in die Produktentwicklung seiner Kunden basieren. Zum Schutz des geistigen Eigentums verlassen sich die Kunden in der Entwicklungsphase eher auf vertrauenswürdige Partner, als für Wettbewerb zwischen ihren Lieferanten zu sorgen. Infolgedessen wird Nynomic oft zu einem exklusiven Lieferanten.

Im Zuge der strategischen Fokussierung auf OEM-Kunden hat Nynomic einige kleinere Geschäftsbereiche wie den Direktvertrieb von Automatisierungslösungen an Labore veräußert. Das Unternehmen beliefert jedoch weiterhin größere Laborgerätehersteller. Auch der Prototypenbau wurde drastisch reduziert, insbesondere wenn es wenig Aussichten gab, Lieferant in einer Großserienfertigung zu werden. Dadurch kann Nynomic von Skaleneffekten profitieren, da die Entwicklungsanstrengungen zu höheren und langfristigeren Umsätzen führen. Andererseits ist das Klumpenrisiko auf Kundenseite relativ hoch, da die fünf größten Kunden rund 50% des Umsatzes generieren. Die zweite Umsatzhälfte ist jedoch stark diversifiziert. So tragen die nächsten fünf Kunden nur rund 10% zum Konzernumsatz bei.

Hohe Änderungskosten

Verlust eines Produkts an einen Wettbewerber ist unwahrscheinlich

Die Lösungen, die Nynomic insbesondere im OEM-Geschäft anbietet, sind hochgradig individuell und auf die Produkte der Kunden zugeschnitten. Nynomic wird in der Regel für die Entwicklung und das Prototyping kompensiert, während die Kunden von Skaleneffekten profitieren, wenn die Systeme in der Großserienproduktion eingesetzt werden. Gleichzeitig besteht für den Kunden ein Anreiz, die Lösung von Nynomic exklusiv zu nutzen, da Entwicklung und Hochlauf einer zweiten Quelle sehr kostenintensiv wären, insbesondere da die Messtechnik oft entscheidend für die Qualität des Outputs ist und daher umfangreichen und zeitaufwändigen Zertifizierungsprozessen unterliegt. Die Wahrscheinlichkeit, ein Produkt an einen Wettbewerber zu verlieren, ist daher gering.

Diversifiziertes Lieferantennetzwerk

Asset-Light in Serienproduktion

Trotz der tiefen vertikalen Integration innerhalb des Konzerns verfolgt Nynomic bei der Serienproduktion einen Fab-Light-Ansatz, der die Wertschöpfungstiefe und die Investitionsanforderungen gering hält. Die Systeme verwenden mehrere

Netzwerk von >100 Zulieferern mit Zweitlieferanten für alle kritischen Komponenten

Standardkomponenten wie Kabelbäume oder Glasfaserleitungen. Obwohl die Preissetzungsmacht von Nynomic begrenzt sein dürfte, sind die Märkte sehr wettbewerbsintensiv und halten die Preise auf einem attraktiven Niveau. Für spezialisiertere optische Komponenten sollte Nynomic aufgrund seiner Konzerngröße und der eigenen Produktionskapazitäten über eine gewisse Preismacht verfügen.

Nynomic hat ein Netzwerk aus mehr als 100 Lieferanten und mehrere Quellen für alle kritischen Komponenten. Letzteres ist vor allem eine Anforderung des Kunden, stärkt aber gleichzeitig die Verhandlungsposition von Nynomic und reduziert das Klumpenrisiko auf Lieferantenseite. In einigen Fällen bestimmen OEM-Kunden Setzlieferanten, wodurch sich alle Risiken im Zusammenhang mit Lieferanten und schwankenden Preisen auf den Kunden verlagern.

Einzigartige Aufstellung in Nischenmärkten

Es gibt unseres Wissens nach auf den Endmärkten von Nynomic keinen vergleichbaren Wettbewerber. Größere Anbieter von Spektroskopiesystemen sind üblicherweise in traditionelleren Marktsegmenten wie Medizintechnik, Biotechnologie sowie Labor- und Forschungsgeräte (z.B. Stratec) tätig, konzentrieren sich auf standardisierte Messsysteme für größere Anwendungen in der Elektronik-, Halbleiter- oder Öl- und Gasindustrie (z.B. ASML, KLA, Honey Well, Hexagon, Nanometrics) oder verkaufen Komponenten (z.B. Ocean Optics, Carl Zeiss).

One-Stop-Shop für integrierte Spektroskopiesysteme

Innerhalb der Nischenanwendungen von Nynomic sind Wettwerber in der Entwicklungsphase in der Regel kleinere Ingenieurs-Dienstleister. Wie bereits erwähnt, mangelt es kleineren Unternehmen oft an der Fähigkeit, Lieferant für den internationalen Rollout einer Serienproduktion zu werden. Daher müssen OEM-Kunden Komponenten in der Regel direkt beziehen. Die Spektroskopie ist jedoch oft weit von ihrem Fachgebiet entfernt, was einen One-Stop-Shop wie Nynomic sehr attraktiv macht, da er Entwicklung, Design-in, Produktion und Systemintegration aus einer Hand anbietet.

Abgesehen vom Unvermögen kleinerer Unternehmen, die Anforderungen einer großen Serienproduktion zu erfüllen, und der mangelnden Bereitschaft größerer Anbieter, kundenspezifische Lösungen für Nischenanwendungen bereitzustellen, stellen die etablierten Kundenbeziehungen die größte Markteintrittsbarriere dar. Als First Mover ist Nynomic mittlerweile tief in die Produktentwicklung und Lieferkette seiner Kunden integriert. Diese Kunden haben oft eine führende Position in ihren Märkten, was es für neue Akteure schwierig macht, in der jeweiligen Nische eine kritische Masse zu erreichen. Die Messtechnik ist in vielen Fällen entscheidend für die Produktionsqualität, was vor allem in Endmärkten wie der Lebensmittel- oder der Pharmaindustrie die Experimentierfreude mit neuen Partnern gering hält.

Der Konzernansatz unterstützt häufig die Reputation von Nynomic in den einzelnen Endmärkten. Laborgerätehersteller vertrauen Nynomic mit Reinraumanwendungen, da sie wissen, dass das Unternehmen auch in anspruchsvollen Halbleiternischen tätig ist. Die Lebensmittel- und Getränkeindustrie schätzt einen Lieferanten, der die hohen Standards der Pharma- und Biotechbranche erfüllt. In der Landwirtschaft wird die Expertise im Bereich Lebensmittel und Getränke geschätzt, usw.

Buy-and-Build-Strategie stärkt Wettbewerbsqualität

Um die Wettbewerbsqualität zu stärken, setzt Nynomic auf eine Buy-and-Build-Strategie. Über Akquisitionen erweitert das Unternehmen sein Portfolio um neue Anwendungen und erschließt neue Endmärkte. Ziel sind oft kleinere Unternehmen mit einer führenden Marktposition innerhalb ihrer Nischenanwendungen wie APOS, ein führender Anbieter optischer Messtechnik für die Holzindustrie und Biomassekraftwerke, und LayTec, das bei Inspektionssystemen für LED- und VCSEL-Epitaxie-Wafer führend ist. Die erworbenen Tochtergesellschaften profitieren von Synergien im Einkauf und von Spillover-Effekte in der Produktentwicklung und die Konzernstruktur unterstützt das OEM-Geschäft der Tochtergesellschaften mit größeren Kunden. Für Nynomic steigt die Skalierbarkeit seines hohen technologischen Know-hows mit jeder neuen Endmarktanwendung auf Basis der Spektroskopie.

Neben dem Ziel, einen schnelleren Markteintritt zu erreichen, erwirbt Nynomic über M&A neue Technologien, die das Produktportfolio in den bestehenden Märkten abrunden. In dieser Hinsicht war die letzte Akquisition von Spectral Engines eine optimale Ergänzung. Der NIRONE-Sensor des Unternehmens hat erhebliches Umsatzpotenzial in Märkten, in denen Nynomic bereits aktiv ist, wie z.B. intelligente Landwirtschaft und intelligente Industrieanwendungen, könnte aber auch den Weg in Konsumgüter (z.B. Haushaltsgeräte, Smart Home) mit deutlich höheren Losgrößen als Produktionsanlagen ebnen.

Die aktive Konsolidierung verschiedener Spektroskopieanwendungen in einem fokussierten Unternehmen durch die Anwendung einer Buy-and-Build-Strategie erfordert finanzielle Mittel. Insofern kann der Zugang zu den Kapitalmärkten als weiterer Wettbewerbsvorteil gegenüber kleineren Nischenanbietern angesehen werden.

Wachstum

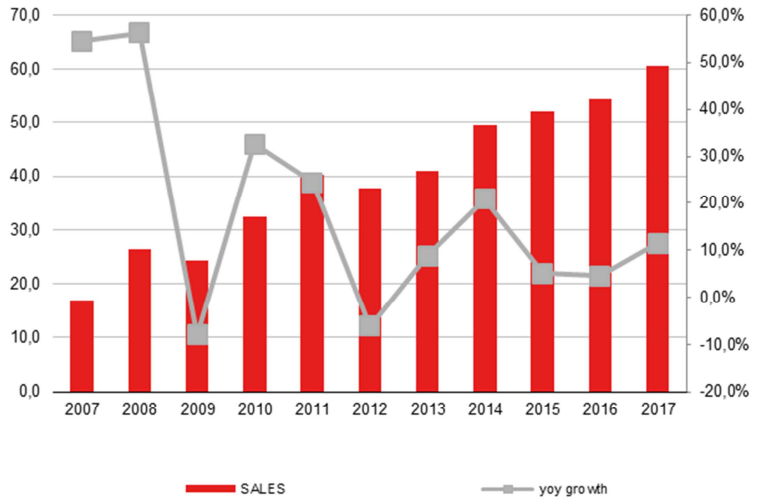
- Starkes historisches Wachstum mit einer CAGR 07-17 von 13,6%
- Hohes zugrunde liegendes Marktwachstum mit einer CAGR 16-23e von 7,3%
- Jüngste Akquisitionen ermöglichen es Nynomic, neue Märkte mit hohem Wachstumspotenzial zu erschließen
- Guidance und Konsensus unterschätzen die kurz- und mittelfristige Umsatzentwicklung

Solide Wachstumsgeschichte und attraktives Marktumfeld

Organische CAGR 12-17 von 9,4%

Seit dem Börsengang im Jahr 2007 kann Nynomic mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 13,6% in den letzten zehn Jahren bzw. 10,0% in den letzten fünf Jahren eine recht stabile Wachstumsentwicklung vorweisen. Akquisitionen im Rahmen der Buy-and-Build-Strategie wirkten sich ebenfalls auf das Wachstum aus, z.B. Avantes im Jahr 2008 (Umsatz 2007 EUR 3,9 Mio.) und APOS im Jahr 2016 (Umsatz 2015 EUR 1,7 Mio. WRe). Bereinigt um diese Effekte kann Nynomic immer noch eine solide organische CAGR 07-17 von 10,9% und eine CAGR 12-17 von 9,4% vorweisen.

Umsatzentwicklung



Quelle: Warburg Research

Deutliche Outperformance des zugrunde liegenden Marktwachstums

Die starke Umsatzentwicklung beruht auf der hohen Wettbewerbsqualität von Nynomic in einem attraktiven Marktumfeld mit einer wachsenden Nachfrage nach innovativen Messlösungen. In den letzten zehn Jahren sind die deutschen Sensorik- und Messtechnikumsätze durchschnittlich um 5,8% gestiegen. Seit 2013 hat sich die Dynamik sogar auf eine durchschnittliche Wachstumsrate von 6,7% erhöht (Quelle: AMA Verband für Sensorik und Messtechnik). Der Markt wird von Innovationen getrieben. 2016 lag der Umsatzanteil von Produkten, die innerhalb der letzten drei Jahre entwickelt wurden, bei 35,6%, gegenüber 13,6% für die deutsche Gesamtwirtschaft (Quelle: ZEW). Wir glauben, dass die hohe Innovationsfähigkeit von Nynomic ein Schlüsselfaktor für die Outperformance des Marktes ist.

Durchblick bei smarten Anwendungen

Angetrieben von intelligenten Industrieanwendungen

Um die Effizienz in intelligenten Prozessen zu steigern, ist permanentes Monitoring ein Schlüsselelement. In dieser Hinsicht ist die optische Messtechnik ein mächtiges Instrument. Da sie berührungslos und zerstörungsfrei ist, kann sie minimalinvasiv in Produktions- oder Bearbeitungsprozesse integriert werden. In den letzten Jahren haben sich optische Sensoren erheblich weiterentwickelt. Sie sind kleiner, genauer und kostengünstiger geworden. Darüber hinaus ist die optische Messtechnik nicht auf die

Messung der Größe beschränkt. Mit Hilfe der Spektroskopie können Sensoren viele Materialeigenschaften messen, von einfachen Merkmalen wie Farbe bis hin zu fortgeschrittenen Anwendungen wie der Beurteilung der chemischen Zusammensetzung.

Infolgedessen dürfte sich die Wachstumsdynamik der optischen Messtechnik weiter fortsetzen. Der Markt für automatisierte optische Messtechnik ist seit 2014 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 7,4% gewachsen und verzeichnete 2017 ein Volumen von USD 1,1 Mrd. Bis 2022 soll er mehr als USD 1,6 Mrd. (CAGR 7,3%) erreichen (Quelle: Market Research Engine, Credence Research, Inc.).

Jüngste Akquisitionen bieten hohes Wachstumspotenzial

Nynomic verfolgt weiterhin seine Buy-and-Build-Strategie und hat kürzlich zwei Unternehmen erworben, LayTec im November 2017 und Spectral Engines im Mai 2018. Diese sollten sich in den kommenden Jahren deutlich positiv auf das Konzernwachstum auswirken.

Marktführer bei der Inspektion von LED- und VCSEL-Epitaxie-Wafern

LayTec ist ein internationaler Anbieter von In-Situ-Messtechnik und Prozesskontrolle für die Halbleiterindustrie. Das Unternehmen besetzt eine marktführende Position in schnell wachsenden Nischen wie Inspektionssysteme für LED- und VCSEL-Epitaxie-Wafer. Der LED-Beleuchtungsmarkt wird bis 2025 voraussichtlich mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 14,4% wachsen (Quelle: Grand View Research, Inc.). Während das Wachstum in der Vergangenheit durch LED-Leuchten angetrieben wurde, entwickelte sich OLED im Jahr 2016 zum größten Produktsegment. Mit fortschrittlichen Display-Anwendungen, die heute der wichtigste Markttreiber sind, sollten Anbieter von hochwertigen Produktionsanlagen wie LayTec profitieren.

LayTec sollte von der Einführung von Apple‘s Face-ID profitieren

Der größte Wachstumstreiber für LayTec wird unserer Meinung nach jedoch der VCSEL-Laser sein, der hauptsächlich für die optische Datenübertragung in Glasfasernetzwerken eingesetzt wird und aktuell einen enormen Nachfrageanstieg verzeichnet, da Apple die Technologie für die Face-ID im iPhone X nutzt. Die weitere Verbreitung dieser 3D-Sensorrechnologie könnte zu einem weiteren Anstieg der Nachfrage nach VCSEL-Lasern um mehr als 70% im Jahr 2019 führen. Da die weltweiten Produktionskapazitäten bereits heute eine hohe Auslastung aufweisen, sollte die Nachfrage nach Anlagen in den kommenden Jahren deutlich steigen.

2017 erzielte LayTec bei einem Umsatz von rund EUR 7 Mio. eine niedrige zweistellige EBIT-Marge. Wir gehen davon aus, dass die Tochtergesellschaft bis 2021 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 15,1% wächst und bis 2019 das Konzern-Margenziel von 15% erreicht. Seit Anfang dieses Jahres trägt LayTec zum Segment Clean Tech bei.

Spectral Engines ebnet den Weg für zahlreiche neue Anwendungen

Im Mai erwarb Nynomic 75% von Spectral Engines, einem finnischen Technologie-Start-up, das 2017 ca. EUR 0,4 Mio. Umsatz generierte. Basierend auf den Halbjahreszahlen schätzen wir den Kaufpreis auf ca. EUR 12 Mio. Dies mag auf den ersten Blick teuer erscheinen, doch die Technologie von Spectral Engines bietet enormes Marktpotenzial.

Der patentierte NIRONE-Sensor des Unternehmens verwendet ein Micro Electro Mechanical System (MEMS) Fabry-Perot Interferometer, das schnelle und zuverlässige Messungen erlaubt. Im Vergleich zu einem vollwertigen Spektrometer sind die technologischen Anwendungen begrenzt, haben aber einen deutlich niedrigeren Preis. Wir sehen hierin einen Zugang zu neuen Marktsegmenten mit deutlich höheren Losgrößen.

Unseres Erachtens ergeben sich insbesondere in Smart-Home-Anwendungen große Potenziale. Spectral Engines hat bereits einen Lebensmittelscanner entwickelt, der mit einem Smartphone verbunden werden kann, um den Fett-, Eiweiß-, Zucker- sowie Gesamtenergiegehalt von Lebensmitteln zu ermitteln. Bei einer Integration in einen

Erhebliches Umsatzpotenzial bei intelligenten Anwendungen für Haushaltsgeräte

Kühlschrank könnte er die dort aufbewahrten Produkte erkennen und überwachen. Eine weitere Anwendung könnte eine Analyse von Textilien sein, um automatisch das passende Reinigungsprogramm zu finden. Darüber hinaus nutzt der NIRONE-Sensor von Spectral Engines Cloud-Anwendungen, was ihn besonders attraktiv für den Einsatz in Konsumgütern macht.

Neben volumenstarken Verbraucherendmärkten verfügt die Technologie über ein hohes Cross-Selling-Potenzial mit anderen preissensiblen Endmärkten, in denen Nynomic bereits aktiv ist. Im Bereich Smart Farming könnte Spectral Engines eine kostengünstige Lösung für Feuchtigkeitsanalysen bieten. In der intelligenten Umwelttechnik könnten Sensoren zur Messung von Kohlenwasserstoff eingesetzt werden. In der Medizintechnik könnten einige grundlegende Tests am Point-of-Care durchgeführt werden, anstatt Proben an ein externes Labor zu schicken und dort kosten- und zeitintensive Tests durchzuführen.

Nynomic befindet sich derzeit in ausführlichen Verhandlungen über eine Reihe von Projekten. Es wurden zwar noch keine Details bekannt gegeben, doch wir erwarten noch in diesem Jahr erste Rahmenverträge. Spectral Engines wird seit Mai konsolidiert. Für 2018 rechnen wir mit einem Umsatzbeitrag von rund EUR 1,5 Mio. Mit den ersten Produkteinführungen im nächsten Jahr erwarten wir, dass sich der Umsatz mehr als verdoppelt und EUR 3,5 Mio. erreicht. Angesichts des No-Fab-Ansatzes von Spectral Engines und der überschaubaren Kostenbasis sollte das Unternehmen in der zweiten Jahreshälfte 2019 den Break-even erreichen. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen bis 2022 die Umsatzschwelle von EUR 10 Mio. bei einer niedrigen zweistelligen EBIT-Marge überschreiten wird.

Attraktive Perspektiven in allen Geschäftsbereichen

Nynomic adressiert eine Vielzahl von Endmärkten mit unterschiedlichen Wachstumsaussichten.

Life Science: Zentrum der Spektroskopie

In den Zielmärkten des Segments **Life Science**, Medizintechnik/Biotechnologie und Pharmazie, ist die Penetration von Spektroskopiesystemen bereits hoch. In diesen Branchen ist die Spektroskopie ein gängiges Werkzeug zur Probenanalyse. Das Wachstum im Bereich Life Science sollte unter dem Marktdurchschnitt liegen, trotz der Verfügbarkeit neuer Anwendungen, die durch kleinere, genauere und vor allem kostengünstigere Sensoren (z.B. Schnelltests für Probenkontaminierung) angetrieben werden.

2017 sank der Absatz um 30,3% auf EUR 8,9 Mio. (14,6% des Konzernumsatzes), nachdem das Jahr 2016 außerordentlich stark gewesen war (+59,8% gg. Vj.). In den letzten Jahren haben sich die Life-Science-Zahlen aufgrund von Verschiebungen in den Auftragsplänen der Kunden verändert. Ein allgemeiner Wachstumstrend war nicht zu beobachten. Bis 2020 schätzen wir eine CAGR von 3,1% und damit eine moderate Outperformance des zugrunde liegenden Marktwachstums für Spektroskopiegeräte in den Bereichen Pharmazie und Biotechnologie (CAGR 18-23: 2,8%, Quelle: BCC Research). Diese Annahme basiert auf einer Rückkehr zum Mittelwert nach einem schwachen Jahr 2017, die sich bereits in H1 mit einem Umsatzwachstum von 18,3% auf EUR 5,0 Mio. abzeichnete. Aufgrund der schwachen Wachstumsentwicklung sind unsere Schätzungen immer noch konservativ.

Green Tech: Landwirtschaft 4.0

Im Bereich **Green Tech** konzentriert sich Nynomic auf Lösungen für Landwirtschaft und Umwelttechnologien (z.B. Solarzelleninspektion, Biomassekraftwerke). Das Segment weist seit 2013 eine CAGR von 24,4% auf, die hauptsächlich auf Smart-Farming-Anwendungen zurückzuführen ist. Der Markt für intelligente Landwirtschaft hat 2018 ein geschätztes Volumen von USD 7,5 Mrd. und soll bis 2023 USD 13,5 Mrd. erreichen, was einer CAGR von 12,4% entspricht (Quelle: MarketsandMarkets, Inc.). Da Precision-

Farming-Lösungen und Ertragsüberwachung eine wichtige Rolle spielen, sollten Anwendungen, die bei der Identifizierung von Bodenparametern zur Sicherstellung einer ausreichenden Nährstoffversorgung helfen, noch schneller wachsen als der Gesamtmarkt.

EU-Nitratrichtlinie erhöht Nachfrage nach Smart-Farming-Anwendungen

Die Nachfrage nach Precision Farming wird jedoch nicht nur durch Effizienzgewinne, sondern auch durch Regulierung, insbesondere in Europa, getrieben. Im Juni 2018 urteilte der Europäische Gerichtshof, dass Deutschland gegen eine EU-Nitratrichtlinie (91/676/EWG) zur Verringerung der Grundwasserverschmutzung durch Gülle verstoßen hat. Auch andere europäische Länder, darunter Frankreich und Belgien, wurden in der Vergangenheit wegen Verstößen gegen diese Vorschriften bestraft. Die Systeme von Nynomic, die auf Landmaschinen installiert sind, ermöglichen eine Echtzeitbewertung des Nitratgehalts zur Optimierung der Düngemittelausbringung und bieten leistungsstarke Werkzeuge zur Minimierung der Grundwasserbelastung. Eine Umfrage von pwc ergab, dass mehr als 50% der deutschen Landwirte bereits in Smart-Farming-Lösungen investiert haben und mehr als 75% regelmäßig Informationen zu diesem Thema sammeln.

Wir erachten Nynomic als gut positioniert ist, um von der anhaltend starken Nachfrage nach Smart Farming zu profitieren. Darüber hinaus könnte Spectral Engines neues Marktpotenzial bieten. Vor allem bei kleineren, preiswerteren Landmaschinen sind die Endkunden eher preissensibel. Daher sollte eine kostengünstige Lösung zur Überwachung der grundlegenden Bodeneigenschaften die Anforderungen erfüllen. Für das Segment Green Tech rechnen wir bis 2020 jedoch mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 11,2% auf EUR 11,8 Mio., da es einige Zeit dauern wird, bis diese Anwendungen Marktreife erlangen. Darüber hinaus könnte das Umsatzwachstum in diesem Segment durch eine geringere Dynamik im Bereich Umwelttechnologie gebremst werden, in dem wir von einem eher stagnierenden Umsatzniveau ausgehen.

Clean Tech: Ein breites Spektrum

Der Bereich **Clean Tech** umfasst optische Messtechnik-Anwendungen für eine Vielzahl von Branchen wie Halbleiter, LED/OLED, Chemie, Druck, Schienenverkehr und Branderkennung. Von 2013 bis 2017 wuchs der Umsatz des Segments mit einer CAGR von 15,7% auf EUR 41,8 Mio. und übertraf damit deutlich den Markt für automatisierte optische Messtechnik (CAGR 7,4%).

Clean Tech wächst mit einer CAGR 17-20 von 14,2%, getrieben von LayTec

Für 2018 prognostizieren wir einen Umsatz von EUR 50,3 Mio. (+20,2% gg. Vj.), der vor allem durch die Erstkonsolidierung von LayTec (WRe EUR 7,8 Mio.) getragen wird. Von 2018 bis 2020 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Wachstum von 11,2% auf EUR 62,2 Mio. Die erwartete Outperformance des Marktes für automatisierte optische Messtechnik (CAGR 16-23 7,3%; Quelle: Credence Research, Inc.) ist auf das bereits erwähnte hohe Wachstumspotenzial von LayTec und Spectral Engines zurückzuführen.

Wie bei Green Tech wird die erwartete hohe Wachstumsrate von LayTec und Spectral Engines durch das Geschäft in den defensiveren Endmärkten dieses Segments, wie z.B. der Lebensmittelindustrie, gebremst. Hier wird für Spektroskopie-Anwendungen ein durchschnittliches Marktwachstum von rund 3,3% p.a. erwartet (Quelle: BCC Research).

Umsatzentwicklung nach Segmenten

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Life Science	12.7	8.9	9.6	9.7	9.8
yoy	*59.8%*	*-30.3%*	*8.2%*	*0.8%*	*0.6%*
Green Tech	7.2	8.6	9.6	10.6	11.8
yoy	*33.6%*	*19.6%*	*11.5%*	*10.2%*	*11.8%*
Clean Tech	33.1	41.8	50.3	55.2	62.2
yoy	*-4,7 %*	*26,3%*	*20,2%*	*9,8%*	*12,7%*
Others	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
yoy	*-64.8%*	*-2.9%*	*-5.0%*	*0.0%*	*0.0%*
Group	**54.5**	**60.7**	**70.8**	**76.8**	**85.1**
yoy	**4.6%**	**11.4%**	**16.6%**	**8.5%**	**10.8%**

Quelle: Warburg Research

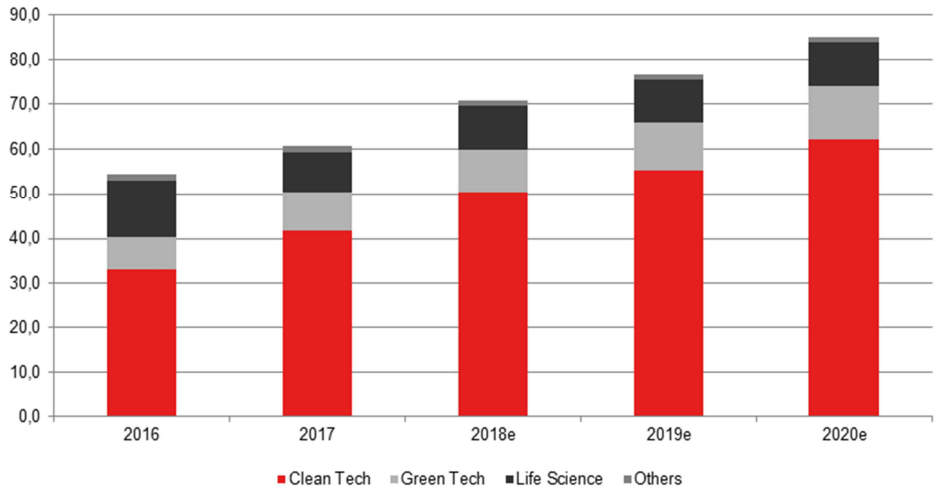
Konzernausblick

Guidance unterschätzt Wachstumspotenzial

Für 2018 rechnet Nynomic mit einem Umsatz von EUR 66-68 Mio. bzw. einer Wachstumsrate zwischen 8,7-12,0%, was deutlich unterbewertet scheint. Bereinigt um die Konsolidierungseffekte von LayTec (Umsatz 2017 ca. EUR 7 Mio.) impliziert der Ausblick ein organisches Wachstum des Konzernumsatzes von -2,5 bis 0,4%. Die H1-Zahlen bestätigen unsere Einschätzung. Der Umsatz stieg um 15,6% gegenüber dem Vorjahr auf EUR 36,3 Mio. und hinterlässt damit eine niedrige Messlatte für H2. Es ist lediglich ein zusätzlicher Umsatz von EUR 0,4 Mio. und EUR 2,4 Mio. im Vergleich zu 2017 notwendig, um die Guidance zu erreichen. Neben dem bereits erwähnten LayTec-Akquisitionseffekt sollten wir auch einen Beitrag von Spectral Engines sehen, das seit Mai in den Konsolidierungskreis einbezogen ist (WRe EUR 1,5 Mio.). Insgesamt erwarten wir für das Gesamtjahr ein Wachstum des Konzernumsatzes von 16,6% auf EUR 70,8 Mio.

Mittelfristig plant Nynomic ein Wachstum mit einer CAGR 2017-2023e von 10% und damit einen Umsatz von über EUR 100 Mio. im Jahr 2023. Dieses Wachstumsziel beinhaltet jedoch auch zukünftige Akquisitionen, die in unseren Schätzungen nicht berücksichtigt sind. Aber auch ohne weitere Transaktionen gehen wir aufgrund der hohen Marktdynamik bei Smart-Farming- und Halbleiterlösungen sowie neuen Produkten auf Basis der Spectral-Engines-Technologie davon aus, dass Nynomic bereits 2022 einen organischen Umsatz von EUR 102,7 Mio. erreichen wird.

Umsatzentwicklung



Quelle: Warburg Research

Margen sollten sich nach kurzem Einbruch im Jahr 2018 schnell erholen

In Bezug auf das Ergebnis rechnet Nynomic mit einem EBIT von EUR 10 Mio., was unseren Erwartungen entspricht (WRe EUR 10,2 Mio.). Basierend auf unserer Umsatzschätzung bedeutet dies einen Rückgang der EBIT-Marge von 15,0% im Jahr 2017 auf 14,4% im Jahr 2018. Dies impliziert auch einen Margenrückgang im zweiten Halbjahr von 15,9% in H1 auf 12,8% in H2.

Dieser Rückgang ist zum Teil auf die übliche Saisonalität von Nynomic zurückzuführen. Innerhalb der letzten fünf Jahre lag die durchschnittliche EBIT-Marge in H1 bei 12,3%, gegenüber einem Durchschnitt von 8,0% in H2. Er erklärt sich außerdem durch den margenverwässernden Effekt der Akquisitionen von LayTec und Spectral Engines. Nynomic gab an, dass LayTec 2017 eine EBIT-Marge erwirtschaftete, die unter dem Konzerndurchschnitt von 15% lag. Spectral Engines war defizitär. Nachdem das Produkt des Unternehmens 2017 erstmals auf den Markt gebracht wurde, erwarten wir weitere Aufwendungen für den Rollout dieses Produkts in den Jahren 2018 und 2019.

Zwar erwarten wir eine Steigerung der operativen Profitabilität, doch die negativen Effekte aus den jüngsten Akquisitionen werden diese kurzfristig übersteigen. Durch die Übernahmen erhöhte sich der Firmenwert deutlich von EUR 2,4 Mio. Ende 2016 auf EUR 21,4 Mio. nach H1 2018. Nach HGB wird der Firmenwert planmäßig abgeschrieben und sollte zu einem deutlichen Anstieg der Abschreibungen um rund EUR 1 Mio. im Jahr 2018 und EUR 2 Mio. ab 2019 führen, wenn Spectral Engines ganzjährig konsolidiert wird. Bereinigt um die Abschreibungen auf den Firmenwert würde sich die EBIT-Marge von 15,4% im Jahr 2017 auf 16,4% im Jahr 2018 erhöhen und bis 2019 17,3% erreichen.

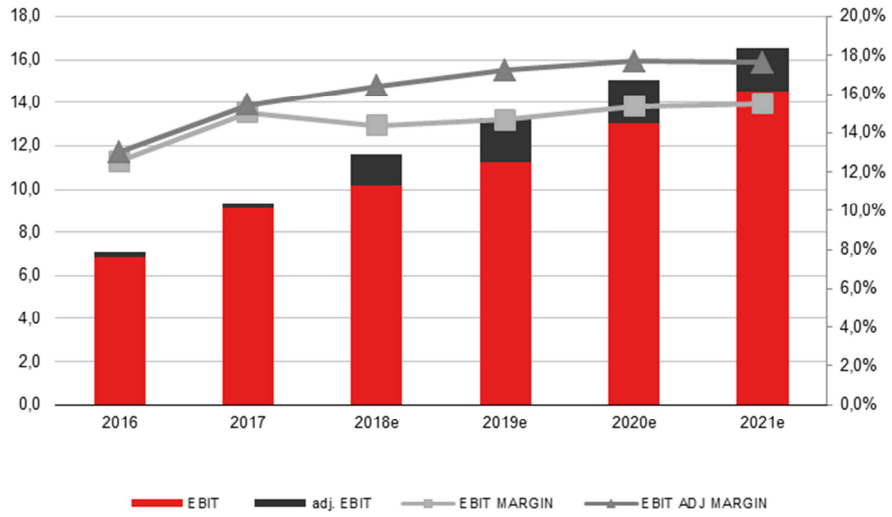
Hohe Abschreibungen nach HGB-Bilanzierung verwässern Margen

Wir gehen davon aus, dass sich die Profitabilität in den kommenden Jahren schnell erholen wird. LayTec sollte vom zentralen Einkauf der Gruppe profitieren und die Lücke zum Konzern-EBIT-Margenziel von 15% bis 2020 schließen (WRe 15,3%). Spectral Engines No-Fab-Strategie, die schlanke Kostenstruktur und das hohe Cross-Selling-Potenzial innerhalb des Konzerns dürfte einen schnellen Turnaround ermöglichen. Wir gehen davon aus, dass die Tochtergesellschaft ab 2020 zum Ergebnis beiträgt.

Im Zuge der jüngsten Akquisitionen stiegen die verzinslichen Verbindlichkeiten deutlich um EUR 18,4 Mio. Daher erwarten wir eine Verdoppelung des Zinsaufwandes von EUR 0,2 Mio. auf EUR 0,4 Mio. im Jahr 2018. Aufgrund der defizitären Tochtergesellschaften APOS und Spectral Engines sollte die Steuerquote 2018 (32,2%) und 2019 (30,8%) bei über 30% bleiben und nach dem erwarteten Turnaround im Jahr 2020

unter 30% sinken (28,9%). Dies führt zu einem Jahresüberschuss von EUR 6,6 Mio. im Jahr 2018, der bis 2020 auf EUR 8,9 Mio. ansteigt.

EBIT-Entwicklung



Quelle: Warburg Research

Warburg vs. Konsens

Die Konsensschätzung für den Umsatz 2018 liegt bei EUR 67 Mio., was der Mitte der Guidance entspricht und, wie bereits erwähnt, aus unserer Sicht deutlich zu konservativ ist, da sie impliziert, dass der um Konsolidierungseffekte bereinigte Umsatz sinken wird. Da wir keine Anzeichen dafür sehen, dass dies der Fall sein könnte, sollten die Umsatzerwartungen des Marktes in den kommenden Monaten steigen.

Für die folgenden Jahre prognostiziert der Konsens eine CAGR 18-20e von 8,5%, gegenüber unserer Prognose von 9,6%. Wir glauben, dass der Markt das hohe Wachstumspotenzial der jüngsten Akquisitionen nach wie vor unterschätzt. In Anbetracht der begrenzten Visibilität in Bezug auf die Veröffentlichung der ersten Serienprodukte von Spectral Engines sind unsere Schätzungen eher konservativ. Wir rechnen damit, dass Nynomic in den nächsten sechs Monaten Rahmenverträge bekannt gibt, was Aufwärtspotenzial für unsere Prognosen bedeuten würde.

Auswirkungen der jüngsten Akquisitionen unterschätzt

Im Hinblick auf die Profitabilität rechnet der Konsens mit einer EBIT-Marge von 15,0% bzw. einem EBIT von EUR 10,0 Mio., was dem Ausblick von Nynomic entspricht. Wie bereits erwähnt, sollten sich die höheren Abschreibungen auf Firmenwerte und die geringere Profitabilität der von LayTec erwirtschafteten Umsätze verwässernd auf die Margen auswirken. Aufgrund unserer höheren Umsatzschätzung für den Konzern liegen die WRe jedoch auf einem ähnlichen nominalen EBIT-Niveau (EUR 10,2 Mio.). Die Marktschätzungen berücksichtigen nach wie vor nicht die in unserer Prognose enthaltene Margenerholung, die zu einem höheren durchschnittlichen EBIT-Wachstum von 13,3% bis 2020 führt, verglichen mit dem vom Konsens prognostizierten Wachstum von 10,0%.

Renditen

- Geringe unternehmensinterne Wertschöpfung mit einem durchschnittlichen Investitions/Umsatzverhältnis von 1,7% in den letzten fünf Jahren
- Attraktiver ROCE von durchschnittlich 54,2% in den letzten fünf Jahren, trotz hohem Working-Capital-Bedarf (Fünfjahresdurchschnitt NWC/Umsatz von 19,7%)
- Eingesetztes Kapital ist nach den letzten Akquisitionen signifikant, sollte aber im Laufe der Zeit aufgrund von Abschreibungen abnehmen

Eingesetztes Kapital

Fokussierung auf den richtigen Teil der Wertschöpfungskette…

Nynomic ist ein Anbieter von optischen Messsystemen auf Basis der Spektroskopie. Die Kernkompetenz liegt in der Nutzung des hohen technologischen Know-hows und dem tiefen Verständnis für die Bedürfnisse der Kunden, um eine kosteneffiziente integrierte Lösung zu entwickeln und bereitzustellen. Mit Avantes als Lieferant von hochwertigen Komponenten und Spektroskopen und tec5 als Systemintegrator für elektronische Systeme und integrierte Spektrometersysteme ist Nynomic in der Lage, bei Bedarf große Teile der Wertschöpfungslette abzudecken

Asset-Light-Geschäftsmodell

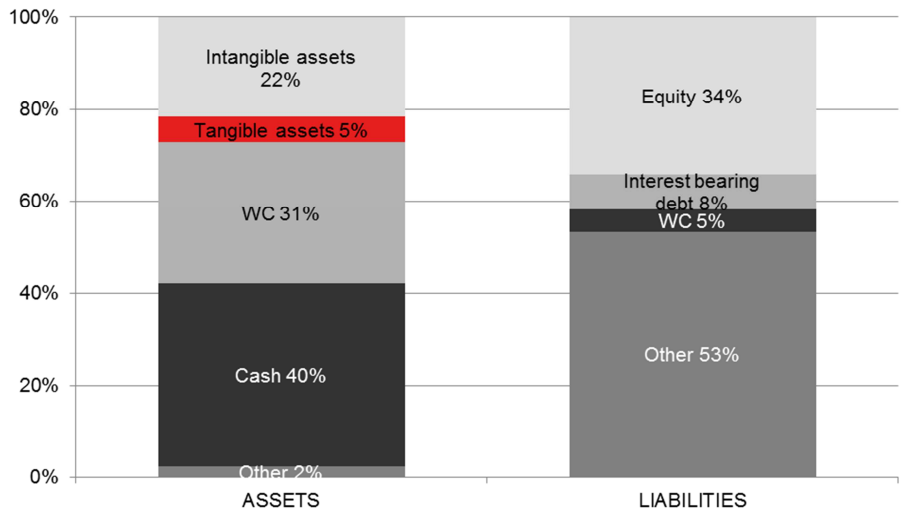
Mit dem strategischen Fokus auf große OEM-Produktlinien und die Kernkompetenz in der Entwicklung und Systemintegration weist Nynomic jedoch eine geringe Wertschöpfungstiefe auf. Die letzte Akquisition, Spectral Engines, passt mit ihren hochmodernen optischen MEMS und dem Fabless-Produktionsansatz perfekt ins Profil.

… hält die Investitionen auf einem niedrigen Niveau…

Anlagevermögen stark durch Firmenwert aufgebläht

Infolge des fokussierten strategischen Ansatzes ist der Bedarf an Erhaltungs-investitionen gering. Nach den ersten sechs Monaten des Jahres 2018 beliefen sich die Sachanlagen auf lediglich EUR 1,9 Mio. bzw. 3,1% der Bilanzsumme. Die immateriellen Vermögenwerte von EUR 23,5 Mio. machten 38,1% der Bilanzsumme aus. Aufgrund der Buy-and-Build-Strategie von Nynomic ist der mit Abstand größte Teil jedoch der Firmenwert (EUR 21,4 Mio.). Allein die Akquisition von LayTec führte zu einem Anstieg des Firmenwertes um EUR 7,8 Mio. Durch die Konsolidierung von Spectral Engines im Mai 2018 erhöhte sich die Position um weitere EUR 12,9 Mio. Die aktivierten F&E und sonstigen immateriellen Vermögenswerte belaufen sich auf nur EUR 2,1 Mio. bzw. 3,4% der Bilanzsumme. Die Erhaltungsinvestitionen lagen 2017 bei EUR 0,7 Mio. bzw. 1,2% des Umsatzes.

Bilanz GJ 2017



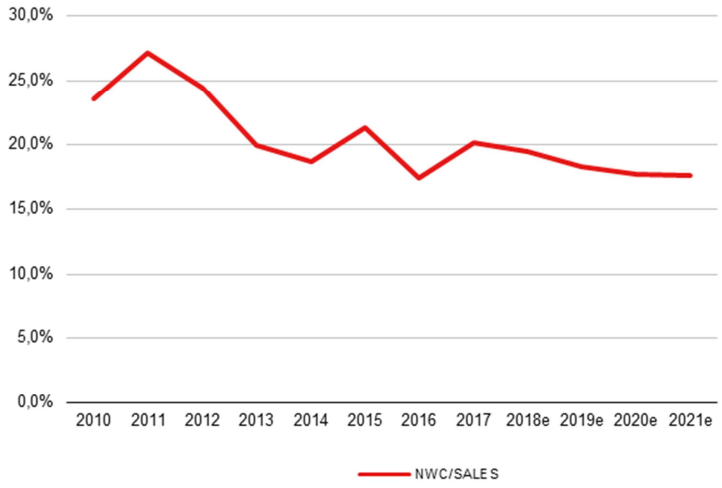
Quelle: Warburg Research

… aber erhöht den Working-Capital-Bedarf

Die Kehrseite des Asset-Light-Geschäftsmodells ist ein hohes Working Capital. Ende 2017 lag das NWC bei EUR 12,2 Mio. bzw. 20,1% des Umsatzes und damit nahe am Fünfjahresdurchschnitt von 19,7%. Nach den ersten sechs Monaten des Jahres 2018 erhöhte sich das NWC vor allem aufgrund von Stichtagseffekten um EUR 4,6 Mio. auf EUR 16,9 Mio. Das hohe Working Capital ergibt sich aus den Kundenanforderungen nach einer gewissen Flexibilität bei Abrufaufträgen. Darüber hinaus muss Nynomic aufgrund der geringen Wertschöpfungstiefe Lagerbestände an Halbfabrikaten halten. Daher machen die Vorräte mit EUR 8,8 Mio. im Jahr 2017 den größten Teil des Working Capital aus. Die Lagerumschlagshäufigkeit (7,2x) war aufgrund der Konsolidierung der LayTec Vermögenswerte, während der Umsatz 2017 noch nicht konsolidiert wurde im Vergleich zum Fünfjahresdurchschnitt (7,4x) etwas niedrig.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (EUR 6,5 Mio.) übersteigen die Verbindlichkeiten (EUR 2,4 Mio.) um 170,8%. Im Fünfjahresdurchschnitt hat Nynomic seine Forderungen nach rund 37 Tagen eingezogen, während es seine Lieferanten nach 15 Tagen bezahlt, was bedeutet, dass es seine Kunden vorfinanziert. Dies ist unserer Meinung nach die Kehrseite der langfristigen Kundenbeziehungen im Vergleich zu den kurzfristigen Bestellungen von standardisierten Produkten bei Lieferanten.

Entwicklung des Working Capital



Quelle: Warburg Research

Abschreibungen sollten die Kapitaleffizienz im Laufe der Zeit verbessern

Abschreibungen auf Firmenwerte sollten das eingesetzte Kapital reduzieren

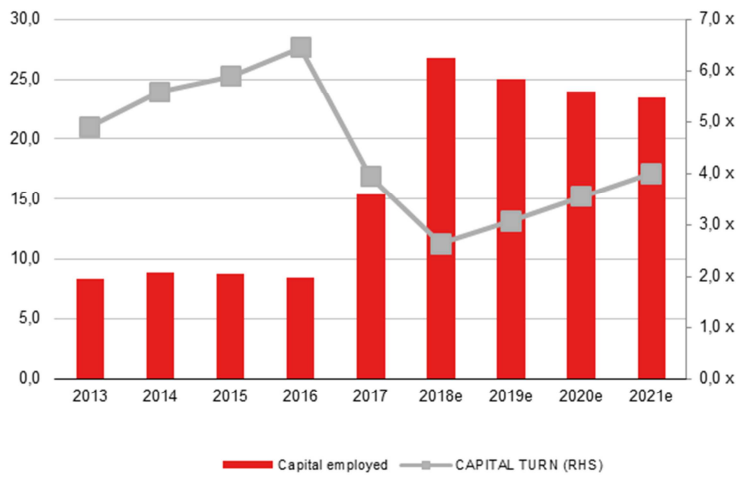
Wie bereits erwähnt, sind die immateriellen Vermögenswerte durch die Akquisitionen von LayTec und Spectral Engines deutlich gestiegen. Da Nynomic jedoch die Rechnungslegungsvorschriften nach HGB anwendet, werden diese in der Regel über einen Zeitraum von 10 Jahren abgeschrieben. Ohne Berücksichtigung weiterer Akquisitionen sollte dies das Capital Employed um rund EUR 2,3 Mio. p.a. reduzieren.

Darüber hinaus sehen wir weiteres Verbesserungspotenzial bei der Umschlagshäufigkeit des Working Capital. Zum einen wurden die Vermögenswerte aus der LayTec-Akquisition bereits 2017 konsolidiert, was aber in der GuV noch nicht sichtbar ist. Die geschätzten EUR 7,8 Mio. Umsatz aus der Erstkonsolidierung sollten daher kein zusätzliches Working Capital erfordern. Darüber hinaus sollte die Fokussierung auf größere OEM-Geschäfte zu einem wachsenden Anteil an ausgelagerter Produktion führen und den Bestand an Halbfabrikaten reduzieren. 2018 rechnen wir mit einem Rückgang des NWC/Umsatz von 20,2% im Jahr 2017 auf 19,5%. Mittelfristig erwarten wir einem weiteren Rückgang auf 17,7%.

Für 2017 haben wir das eingesetzte Kapital angepasst, da die Vermögenswerte von LayTec einschließlich einer Cash-Position von EUR 4,5 Mio. bereits konsolidiert, aber noch nicht bezahlt wurden. Dadurch entstanden kurzfristige Rückstellungen in Höhe von EUR 14,5 Mio., die wir in das eingesetzte Kapital einbezogen haben. Diese beliefen sich

auf insgesamt EUR 15,4 Mio. Ende 2018 sollte das eingesetzte Kapital inklusive Spectral Engines bei EUR 26,8 Mio. liegen. Für 2021 schätzen wir einen Rückgang auf EUR 23,4 Mio. Da wir von einer Abschreibung über einen Zeitraum von zehn Jahren ausgehen, setzt sich dieser Rückgang bis 2027 fort.

Entwicklung des eingesetzten Kapitals



Quelle: Warburg Research

Operative Profitabilität

Deutliche Profitabilitätssteigerung im Laufe der letzten Jahre

Innerhalb der letzten fünf Jahre steigerte Nynomic seine operative Marge von 6,2% im Jahr 2013 auf 15,0% im Jahr 2017. Da wir davon ausgehen, dass die Preissetzungsmacht von Nynomic begrenzt ist, sollte dieser Anstieg auf einen positiven Produktmix, Skaleneffekte und Kaufkraft zurückzuführen sein. Für 2018 strebt das Unternehmen ein EBIT von EUR 10 Mio. an, was unter Berücksichtigung der Umsatz-Guidance von EUR 66–68 Mio. einer EBIT-Marge von 14,7–15,2% entspricht. Trotz einiger Margenverwässerungseffekte im Zusammenhang mit der Buy-and-Build-Strategie strebt Nynomic eine durchschnittliche EBIT-Marge von 15% über den Zyklus an. Aus operativer Sicht erscheint dieses mittelfristige Ziel eher konservativ.

Fokus auf OEM-Produkte

In den letzten Jahren hat sich das Unternehmen auf große OEM-Kunden konzentriert, um die Skalierbarkeit seines starken Entwicklungs-Know-hows zu erhöhen und seine Kaufkraft besser zu nutzen. Aufgrund der geringen unternehmensinternen Wertschöpfung beinhalten die Fixkosten von Nynomic vor allem Personalkosten für Ingenieure im F&E-Bereich und Vertriebsmitarbeiter. Die operative Profitabilität sollte daher von einem steigenden Anteil an integrierten Produkten in der Großserienproduktion mit einem langen Produktlebenszyklus profitieren. Gleichzeitig erhöhen größere Mengen von Produkten mit dem gleichen Input die Kaufkraft und wirken sich positiv auf die Materialkosten aus.

Ausblick

Obwohl Nynomic sein mittelfristiges Ziel einer EBIT-Marge von 15% im Jahr 2017 erreicht hat, sehen wir noch Verbesserungspotenzial. Die operative Profitabilität wird durch Abschreibungen auf Firmenwerte belastet. Bereinigt um diese Effekte hätte die EBIT-Marge von Nynomic bei 15,4% gelegen.

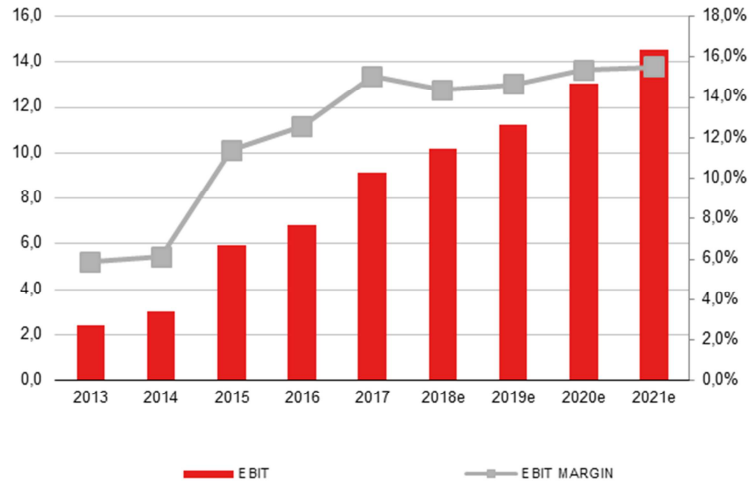
Für 2018 gehen wir von einem Rückgang der EBIT-Marge aus, der vor allem auf die neu erworbenen Tochtergesellschaften LayTec und Spectral Engines zurückzuführen ist. LayTec erzielte 2017 eine EBIT-Marge unter dem Konzerndurchschnitt und sollte 2018 noch verwässernd wirken. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen von Synergien in Einkauf und Marketing profitiert und im Jahr 2019 das Konzernmargenniveau erreicht.

Spectral Engines, das seit Mai 2018 konsolidiert wird, wird sich ebenfalls negativ auf das diesjährige EBIT auswirken. Nynomic plant, bis zu EUR 15 Mio. in die jüngste

Akquisition zu investieren, einschließlich des Kaufpreises von EUR 12 Mio. (WRe), sodass bis zu EUR 3 Mio. für weitere Kosten zur Verfügung stehen. Wir rechnen damit, dass Spectral Engines 2019 den Break-even erreicht und ab 2020 auf Ganzjahresbasis zum operativen Ergebnis beiträgt.

Insgesamt erwarten wir für 2018 eine EBIT-Marge von 14,4%. Bis 2021 rechnen wir mit einem Margenanstieg von 90 BP auf 15,3%, vor allem bedingt durch die verbesserte Profitabilität bei APOS, LayTec und Spectral Engines.

EBIT-Entwicklung

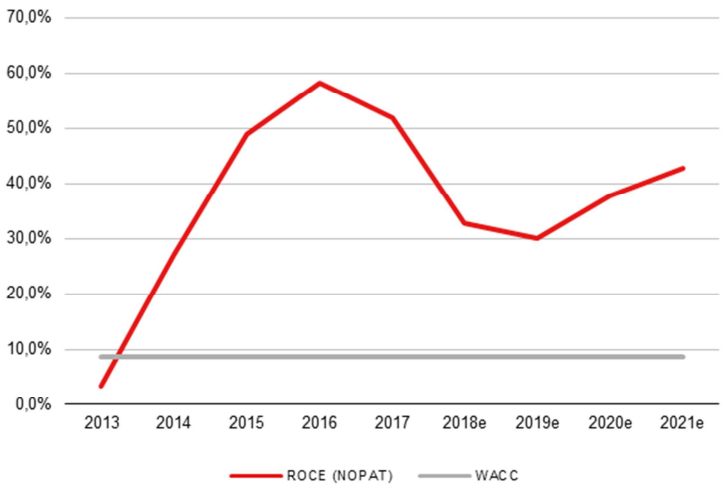


Quelle: Warburg Research

ROCE

Der ROCE (NOPAT) stieg in den letzten Jahren deutlich von 48,6% auf 58,2%. Dies ist auf das relativ stabile Niveau des eingesetzten Kapitals vor der jüngsten Akquisition (ber. CAGR 11-16 2,0%) und die starke EBIT-Verbesserung (CAGR 11-16 8,4%) zurückzuführen. 2017 sank der ROCE aufgrund des gestiegenen Firmenwertes auf 51,9% und sollte nach der Akquisition von Spectral Engines im Jahr 2018 weiter auf 32,7% sinken. Da das eingesetzte Kapital durch Abschreibungen auf den Firmenwert im Laufe der nächsten zehn Jahre abnimmt, sollte der ROCE im Jahr 2021 auf 42,9% steigen. Langfristig sehen wir mit der Abschreibung auf den Firmenwert ein ROCE-Potenzial von mehr als 75%.

ROCE-Entwicklung



Quelle: Warburg Research

Bewertung

- Unser Kursziel basiert auf einer DCF-Analyse.
- Zur Verifizierung unserer Ergebnisse haben wir eine EVA- und Peergroup-Analyse durchgeführt.
- Alle angewandten Methoden deuten auf eine Unterbewertung der Aktie hin.

Fundamentale Bewertung

Unser Kursziel basiert auf einem DCF-Modell, das auf einen fairen Wert von EUR 34,20 hindeutet. Darüber hinaus haben wir zur Überprüfung unserer Ergebnisse ein Economic Value Added-Modell (FW: EUR 35,00) erstellt und eine Peergroup-Analyse (FW: EUR 33,85) durchgeführt.

DCF-Bewertung

DCF-Modell deutet auf erhebliches Aufwärtspotenzial von 60% hin

Unsere DCF-Modellannahmen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Bis 2021 schätzen wir ein durchschnittliches Wachstum von 9,8% gegenüber 10,9% in den letzten zehn Jahren. In der anschließenden Übergangsphase nähert sich unsere Wachstumserwartung dem unterstellten ewigen Wachstum von 2,0% an, um die abnehmende Visibilität zu berücksichtigen.
- Die EBIT-Margen steigen bis 2022 auf einen Höchstwert von 15,6% und sinken dann auf 15,0%, was wir als langfristiges durchschnittliches Profitabilitätsniveau betrachten.
- Angesichts eines hohen Diversifizierungsgrads und einer starken Finanzkraft einerseits und einer mangelnden Visibilität als natürliche Folge der Buy-and-Build-Strategie und technologischer Risiken andererseits wird ein Beta von 1,2 angewendet.

Unsere DCF-Analyse ergibt einen fairen Wert von EUR 34,20 je Aktie.

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	**2018e**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	
Umsatz	70,8	76,8	85,1	93,7	102,7	110,7	117,9	124,4	130,0	134,5	138,6	142,0	144,9	
Umsatzwachstum	*16,7 %*	*8,5 %*	*10,8 %*	*10,1 %*	*9,6 %*	*7,8 %*	*6,5 %*	*5,5 %*	*4,5 %*	*3,5 %*	*3,0 %*	*2,5 %*	*2,0 %*	*2,0 %*
EBIT	10,2	11,3	13,1	14,5	16,0	17,2	18,0	18,8	19,5	20,0	21,2	22,7	23,2	
EBIT-Marge	*14,4 %*	*14,7 %*	*15,3 %*	*15,5 %*	*15,6 %*	*15,5 %*	*15,3 %*	*15,1 %*	*15,0 %*	*14,9 %*	*15,3 %*	*16,0 %*	*16,0 %*	
Steuerquote (EBT)	*32,2 %*	*30,8 %*	*28,9 %*	*28,6 %*	*29,1 %*	*29,5 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	
NOPAT	6,9	7,8	9,3	10,4	11,4	12,1	12,6	13,1	13,6	14,0	14,8	15,9	16,2	
Abschreibungen	2,0	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	2,2	1,6	1,7	
Abschreibungsquote	*2,9 %*	*3,7 %*	*3,4 %*	*3,2 %*	*3,0 %*	*2,9 %*	*2,8 %*	*2,7 %*	*2,6 %*	*2,5 %*	*1,6 %*	*1,1 %*	*1,2 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,6	0,3	1,0	1,5	1,5	1,3	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	
- Investitionen	1,6	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	
Investitionsquote	*2,2 %*	*1,0 %*	*1,0 %*	*1,0 %*	*1,1 %*	*1,1 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	
Sonstiges	19,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-13,6	9,5	10,4	10,9	11,8	12,8	13,3	13,9	14,5	15,0	14,7	15,2	15,7	15
Barwert FCF	-13,4	8,6	8,6	8,4	8,3	8,3	7,9	7,7	7,4	7,0	6,3	6,0	5,8	84
Anteil der Barwerte	**2,39 %**			**45,39 %**										**52,22 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,40
		Sonstiges	1,30
WACC	**8,54 %**	**Beta**	**1,20**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2030e	77		
Terminal Value	84		
Zinstr. Verbindlichkeiten	4		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	4		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	20	Aktienzahl (Mio.)	5,1
Eigenkapitalwert	**173**	**Wert je Aktie (EUR)**	**34,20**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	**2,00 %**	2,25 %	2,50 %	2,75 %
1,38	9,5 %	28,31	28,68	29,06	29,48	29,92	30,39	30,90
1,29	9,0 %	30,27	30,70	31,17	31,67	32,21	32,79	33,41
1,25	8,8 %	31,34	31,82	32,34	32,89	33,48	34,13	34,82
1,20	8,5 %	32,49	33,02	33,59	**34,20**	34,86	35,58	36,35
1,15	8,3 %	33,72	34,31	34,94	35,62	36,35	37,15	38,02
1,11	8,0 %	35,05	35,69	36,39	37,15	37,97	38,87	39,85
1,02	7,5 %	38,01	38,81	39,68	40,63	41,67	42,82	44,08

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,38	9,5 %	26,45	27,46	28,47	29,48	30,49	31,49	32,50
1,29	9,0 %	28,42	29,50	30,59	31,67	32,75	33,84	34,92
1,25	8,8 %	29,51	30,64	31,76	32,89	34,01	35,14	36,26
1,20	8,5 %	30,69	31,86	33,03	**34,20**	35,37	36,54	37,71
1,15	8,3 %	31,96	33,18	34,40	35,62	36,84	38,05	39,27
1,11	8,0 %	33,34	34,61	35,88	37,15	38,42	39,69	40,96
1,02	7,5 %	36,47	37,86	39,25	40,63	42,02	43,41	44,80

- Minderheiten wurden mit EUR 3,7 Mio. bewertet, konsistent mit dem S.E. Kaufpreis von EUR 12 Mio. (WRe) für 75%.
- Mittelabfluss für die Akquisition von LayTec, Spectral Engines und Avantes (EUR 19,4 Mio.) findet sich unter "Sonstige".
- In 2028 wird der Firmenwert vollständig amortisiert sein, was zu einem Anstieg der EBIT-Marge in 2028 und 2029 führt.

Economic Value Added

EVA-Modell bestätigt DCF-Analyse

Zur Plausibilisierung unsere DCF-Analyse und den Wert des außergewöhnlich hohen ROCE-Potenzials Rechnung zu tragen, haben wir eine EVA-Analyse durchgeführt. Unsere wesentlichen Annahmen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die für die Akquisitionen von LayTec (2017) und Spectral Engines (2018) abgeleiteten Abschreibungen auf den Firmenwert reduzieren das eingesetzte Kapital um EUR 2,3 Mio.
- Dies übersteigt die Erhaltungsinvestitionen zwischen 1,0% und 1,2% des Umsatzes sowie den Anstieg des Working Capital auf Basis einer langfristigen durchschnittlichen Working-Capital-Quote von 17,5%.
- Das eingesetzte Kapital sinkt bis 2027 und wird danach durch Investitionen und Working Capital erhöht.
- Die Annahmen bezüglich Profitabilität, Beta und WACC stimmen mit unserem DCF-Modell überein.

Unsere EVA-Analyse ergibt einen fairen Wert von EUR 35,00 je Aktie.

Economic Value Add

	History		Detailed planning			Transition period									Term. value
	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Capital Employed	8.4	15.4	26.8	25.0	24.0	23.4	22.10	22.3	21.6	20.9	20.1	19.1	19.3	20.0	20.5
EBIT	6.8	9.1	10.2	11.3	13.1	14.5	16.0	17.2	18.0	18.8	19.5	20.0	21.2	22.7	23.2
Tax	1.7	2.9	3.1	3.3	3.6	4.2	4.7	5.1	5.4	5.6	5.8	6.0	6.4	6.8	6.10
NOPAT	5.1	6.2	7.0	7.9	9.4	10.4	11.4	12.1	12.6	13.1	13.6	14.0	14.8	15.9	16.2
ROCE (NOPAT)	60.6%	40.6%	26.2%	31.7%	39.3%	44.0%	49.4%	54.3%	58.3%	62.9%	67.10%	73.4%	76.10%	79.4%	79.1%
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Cost of Capital	0.7	1.3	2.3	2.1	2.0	1.10	1.10	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8
EVA	4.4	4.9	4.7	5.8	7.4	8.4	9.4	10.2	10.8	11.4	11.9	12.4	13.2	14.2	14.5
Present value			4.7	5.3	6.3	6.5	6.8	6.8	6.6	6.4	6.2	5.9	5.8	5.8	82.9

Model parameters

Derivation of WACC:		Derivation of Beta:	
Debt ratio	10.0%	Financial Strength	1.00
Borrowing costs	6.0%	Liquidity	1.00
Market return	8.0%	Cyclicality	1.10
Risk-free return	1.5%	Transparency	1.40
Risk premium	6.5%	Others	1.30
Equity ratio	9.3%		
WACC	8.5%	**Beta**	**1.20**

Valuation (Mio.)

Adj capital employed 2017	15.4
Sum of present value EVA	156.0
Financial assets	0.7
Net cash/(debt)	5.3
Equity value	**177.4**
Number of shares	5.1
Value per share (EUR)	**35.00**

Relative Bewertung

Peergroup-Analyse

Die Nynomic-Gruppe hat keine direkten Wettbewerber mit einem vergleichbaren Geschäftsmodell und Produktsortiment. Unsere Peergroup-Analyse stützt sich auf Unternehmen, die im Bereich der optischen Messtechnik tätig sind und ähnliche Endmärkte bedienen und somit den gleichen Markttreibern unterliegen.

Mix aus EV/EBIT- und KGV-Multiplikatoren bestätigt unser DCF-basiertes Kursziel

Alle Multiplikatoren zeigen ein deutliches Aufwärtspotenzial für die Nynomic-Aktie. Da Profitabilität und Kapitalanforderungen innerhalb der Peergroup stark variieren, konzentrieren wir uns auf den EV/EBIT, der auf ein Aufwärtspotenzial von 85% (Peergroup-Mittelwert 2018-2020e 18,3x) bzw. 38% (Peergroup-Mittelwert 2018-2019e 23,0x) hindeutet. Im Durchschnitt deuten diese Multiplikatoren auf einen fairen Wert von EUR 33,85 je Aktie hin.

Bereinigung um HGB-spezifische Effekte führt zu noch mehr Aufwärtspotenzial

Aufgrund der HGB-Bilanzierung wird das operative Ergebnis von Nynomic mit Abschreibungen auf Firmenwerte in Höhe von rund EUR 2 Mio. belastet. Um eine bessere Vergleichbarkeit mit den Unternehmen der Peergroup zu erreichen, die i.d.R. nach IFRS bilanzieren, müsste man diesen Effekt bereinigen. Auf Basis adjustierter Kennzahlen ergibt sich ein durchschnittlicher fairer Wert von EUR 39,74 je Aktie.

Basler AG

Basler ist ein deutsches Unternehmen, das hochwertige Industriekameras entwickelt, konstruiert und produziert. Als Weltmarktführer im Bereich Vision Technology sind seine Kameras Bestandteile von Produkten weltweit. Mit 545 Vollzeitmitarbeitern erwirtschaftete das Unternehmen im Jahr 2017 einen Umsatz von EUR 150,2 Mio. bei einer EBIT-Marge von 20,7%.

ISRA Vision AG

Das Unternehmen mit Hauptsitz in Darmstadt liefert Software für intelligente Machine-Vision-Systeme in den Bereichen Robot Vision, Surface Vision und Qualitätskontrolle. 2016/2017 erzielte das Unternehmen mit 679 Vollzeitbeschäftigten einen Umsatz von EUR 142,9 Mio. und eine EBIT-Marge von 19,6%.

STRATEC Biomedical AG

Stratec ist ein in Deutschland ansässiger Technologiespezialist für Labor-automatisierungslösungen. Das Unternehmen stellt Analysesysteme für die klinische Diagnostik und Biotechnologie her, die auf den Bereich der In-vitro-Diagnostik spezialisiert sind. Mit 1086 Mitarbeitern wurde im Jahr 2017 ein Umsatz von EUR 209,8 Mio. und eine bereinigte EBIT-Marge von 19,6% erzielt.

KLA-Tencor Corporation

KLA-Tencor mit Hauptsitz in den Vereinigten Staaten bietet Prozesskontroll- und Ertragsmanagementlösungen für die Halbleiterindustrie und die damit verbundene Nanoelektronikindustrie an. 2017/18 erzielte das Unternehmen mit 5.990 Vollzeit-mitarbeitern einen Umsatz von USD 4.04 Mrd. bei einer EBIT-Marge von 39,6%.

Hexagon AB Class B

Das schwedische Unternehmen entwickelt und produziert Technologielösungen für Geo- und Industrieunternehmen. Lösungen für Industrieunternehmen umfassen Messungen und Qualitätsprüfungen für Automobil-, Luftfahrt- und Medizinanwendungen. Die Hexagon-Gruppe hatte 2017 17.543 Vollzeitbeschäftigte, einen Umsatz von SEK 33.443 Mio. und eine EBIT-Marge von 24,1% erwirtschafteten.

Nanometrics Incorporated

Das US-amerikanische Unternehmen produziert leistungsstarke Mess- und Prüfsysteme zur Prozesskontrolle vor allem für die Halbleiterindustrie. Mit 592 Mitarbeitern wurde 2017 ein Umsatz von USD 258,6 Mio. und eine EBIT-Marge von 16,6% erzielt.

Rudolph Technologies, Inc.

Das ebenfalls in den USA ansässige Unternehmen entwirft, entwickelt und produziert Systeme zur Fehlerinspektion, Messtechnik und Lithographieanwendungen für die Halbleiterindustrie. Im Jahr 2017 erreichte der Umsatz USD 255,1 Mio. bei einer EBIT-Marge von 17,5% und 592 Vollzeitbeschäftigten.

Peergroup - Key Figures

Company	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	EPS 18e	EPS 19e	EPS 20e	Sales 18e	Sales 19e	Sales 20e	EBITDA 18e	EBITDA 19e	EBITDA 20e	EBIT 18e	EBIT 19e	EBIT 20e
Basler AG	EUR	176.80	570.5	553.0	5.78	6.42	7.39	160.0	183.8	222.6	36.6	41.9	47.7	27.0	29.6	33.5
Rudolph Technologies, Inc.	USD	26.10	832.6	663.1	1.82	1.93	2.64	289.6	317.2	350.8	69.5	76.3	n.a.	62.7	74.6	98.2
ISRA VISION AG	EUR	51.30	1,123.8	1,121.3	1.02	1.23	1.33	158.7	177.4	199.3	48.5	56.3	63.6	32.6	39.6	45.7
STRATEC Biomedical AG	EUR	66.90	799.9	842.6	2.27	2.62	2.94	212.7	235.1	257.4	42.1	48.3	53.5	25.0	33.0	37.5
KLA-Tencor Corporation	USD	107.28	16,749.3	16,240.6	8.00	9.22	9.70	4,036.7	4,445.0	4,615.0	1,617.0	1,818.9	1,933.5	1,554.8	1,751.7	1,836.5
Hexagon AB Class B	SEK	526.60	189,809.3	211,152.6	21.33	23.68	25.94	39,429.9	42,076.9	44,141.5	12,578.6	13,817.4	14,791.5	9,762.2	10,839.1	11,636.3
Nanometrics Incorporated	USD	40.54	978.5	842.2	2.30	2.50	n.a.	321.7	340.3	n.a.	77.4	85.1	n.a.	69.6	77.0	n.a.
Nynomic AG	**EUR**	**20.70**	**104.9**	**108.7**	**1.14**	**1.25**	**1.51**	**70.8**	**76.8**	**85.1**	**12.2**	**14.1**	**16.0**	**10.2**	**11.3**	**13.1**

Peergroup - Valuation Multiples

Company	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	P / E 18e	P / E 19e	P / E 20e	EV / Sales 18e	EV / Sales 19e	EV / Sales 20e	EV / EBITDA 18e	EV / EBITDA 19e	EV / EBITDA 20e	EV / EBIT 18e	EV / EBIT 19e	EV / EBIT 20e
System peers																
Basler AG	EUR	176.80	570.5	553.0	30.6 x	27.5 x	23.9 x	3.5 x	3.0 x	2.5 x	15.1 x	13.2 x	11.6 x	20.5 x	18.7 x	16.5 x
Rudolph Technologies, Inc.	USD	26.10	832.6	663.1	14.4 x	13.5 x	9.9 x	2.3 x	2.1 x	1.9 x	9.5 x	8.7 x	n.a.	10.6 x	8.9 x	6.8 x
ISRA VISION AG	EUR	51.30	1,123.8	1,121.3	50.3 x	41.7 x	38.6 x	7.1 x	6.3 x	5.6 x	23.1 x	19.9 x	17.6 x	34.4 x	28.3 x	24.5 x
STRATEC Biomedical AG	EUR	66.90	799.9	842.6	29.4 x	25.5 x	22.8 x	4.0 x	3.6 x	3.3 x	20.0 x	17.4 x	15.7 x	33.7 x	25.5 x	22.5 x
KLA-Tencor Corporation	USD	107.28	16,749.3	16,240.6	13.4 x	11.6 x	11.1 x	4.0 x	3.7 x	3.5 x	10.0 x	8.9 x	8.4 x	10.4 x	9.3 x	8.8 x
Hexagon AB Class B	SEK	526.60	189,809.3	211,152.6	24.7 x	22.2 x	20.3 x	5.4 x	5.0 x	4.8 x	16.8 x	15.3 x	14.3 x	21.6 x	19.5 x	18.1 x
Nanometrics Incorporated	USD	40.54	978.5	842.2	17.7 x	16.2 x	n.a.	2.6 x	2.5 x	n.a.	10.9 x	9.9 x	n.a.	12.1 x	10.9 x	n.a.
Average					25.8 x	22.6 x	21.1 x	4.1 x	3.7 x	3.6 x	15.1 x	13.3 x	13.5 x	20.5 x	17.3 x	16.2 x
Median					24.7 x	22.2 x	21.5 x	4.0 x	3.6 x	3.4 x	15.1 x	13.2 x	14.3 x	20.5 x	18.7 x	17.3 x
Nynomic AG	**EUR**	**20.70**	**104.9**	**108.7**	**18.2 x**	**16.6 x**	**13.7 x**	**1.5 x**	**1.4 x**	**1.3 x**	**8.9 x**	**7.7 x**	**6.8 x**	**10.7 x**	**9.7 x**	**8.3 x**
Valuation difference to Average					42%	37%	54%	168%	164%	181%	69%	73%	99%	92%	79%	95%
Fair value per share based on Average					29.39	28.29	31.84	56.64	55.83	59.62	35.51	36.32	41.82	40.37	37.65	41.01

Sources: Warburg Research, FactSet

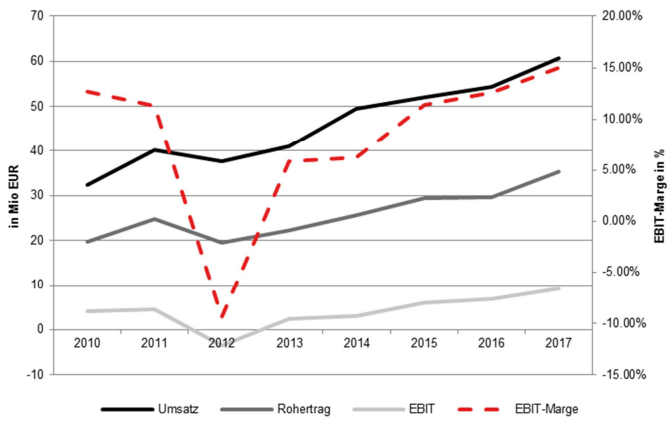
Unternehmen

Nynomic, 1995 in Wedel gegründet, entwickelt und produziert photonische Messtechnik für Anwendungen in der Medizin/Biotechnologie, Industrie (z.B. Halbleiter, Infrastruktur, Lebensmittel und Getränke), Umwelttechnik und Landwirtschaft. Mithilfe einer Buy-and-Build-Strategie erweitert das Unternehmen kontinuierlich sein Produktportfolio, um neue Endmärkte zu erschließen. Um eine besser skalierbare Produktion zu erreichen, liegt der Kundenfokus auf großen OEM-Aufträgen mit einem langen Produktlebenszyklus. 2017 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von EUR 60,7 Mio. bei einer EBIT-Marge von 15%. Es beschäftigt 350 Vollzeitkräfte.

Finanzgeschichte

Nynomic verzeichnete bis 2010 eine solide durchschnittliche Wachstumsrate von 17,5%. Neben einer dynamischen organischen Entwicklung war dies vor allem auf die Akquisition von Avantes im Jahr 2008 zurückzuführen (Avantes-Umsatz 2007 EUR 3,9 Mio.). Mit einem Fokus auf Großserienproduktionen für OEM- und Industriekunden erreichte der Umsatz von Nynomic im Jahr 2011 ein neues Allzeithoch von EUR 40,2 Mio. (+24,4%). 2012 sank der Umsatz jedoch um 6,2% auf EUR 37,7 Mio. Dies ist vor allem auf einen Rückgang des Auftragseingangs bei Industrie- und Schienenverkehrskunden zurückzuführen. 2012 lag das EBIT bedingt durch das geringere Umsatzvolumen und Sonderabschreibungen auf Vorräte (EUR -2 Mio.) bei EUR -3,1 Mio. (2011: EUR 4,6 Mio.) Darüber hinaus wurden 2013 Rückstellungen für Umstrukturierungen (EUR -0,7 Mio.) und die Verbesserung interner Prozesse gebildet.

Entwicklung von Umsatz, Rohertrag und EBIT



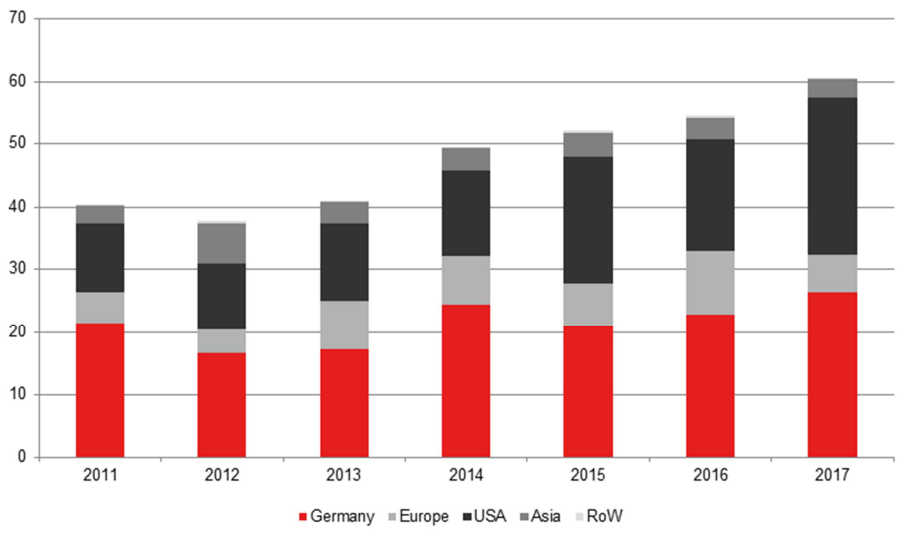
Quelle: Warburg Research

Neben der Reorganisation der Prozesse ersetzte Nynomic 2013 den CEO. Obwohl sich die Umsätze in den Jahren 2013 (EUR 41,0 Mio., +8,7% gg. Vj.) und 2014 (EUR 49,5 Mio., +20,8% gg. Vj.) erholten, konnte das neue Management seine ambitionierten Jahresziele nicht erreichen. Daraufhin ernannte Nynomic 2015 einen neuen CEO, Maik Müller, und CFO, Fabian Peters. Das neue Management verfolgte eine konservativere Kommunikationsstrategie mit dem Finanzmarkt. Das Wachstum setzte sich mit einer CAGR 14-17 von 7,0% fort und die EBIT-Marge verbesserte sich von 6,1% auf 15%. Darüber hinaus übertraf das Unternehmen seine Jahresziele für alle drei Jahre und musste seine GJ-Prognose anheben.

Regionale Aufteilung/Märkte

Die beiden Hauptmärkte von Nynomic sind Deutschland mit einem Umsatzanteil im Jahr 2017 von 43,5% und Nordamerika mit 41,2%. Die restlichen 15,3% wurden von anderen europäischen Ländern (9,9%), Asien (5,1%) und anderen Regionen (0,3%) erwirtschaftet. Historisch gesehen war der Heimatmarkt Deutschland kontinuierlich für fast die Hälfte des Konzernumsatzes verantwortlich, während sich der Umsatz in Nordamerika im Laufe der Jahre auf fast die gleiche Größe beschleunigte.

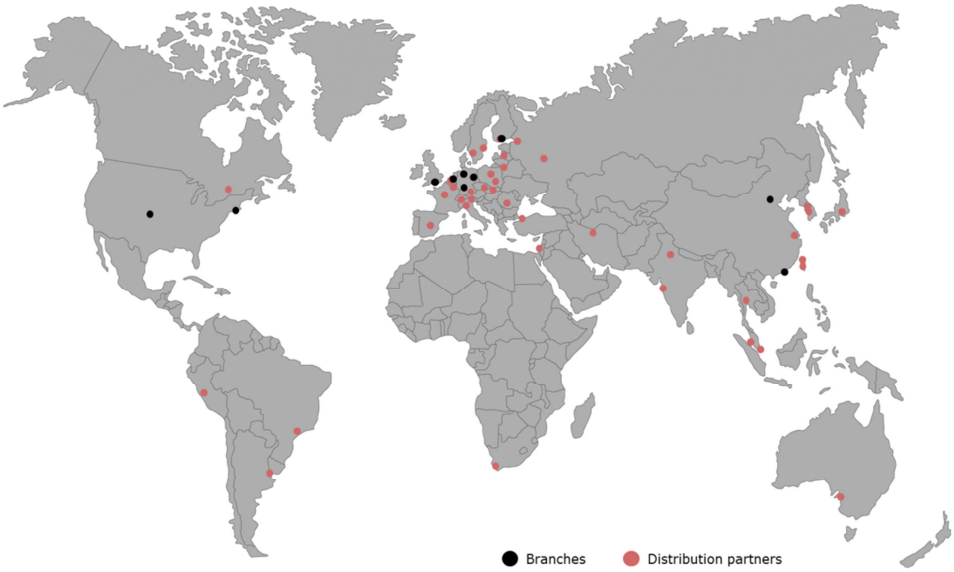
Konzernumsatz nach Regionen



Quelle: Warburg Research

Die Niederlassungen und das Vertriebsnetz von Nynomic spiegeln auch die regionale Umsatzverteilung wider. Während sich die Produktionsstätten hauptsächlich in Mitteleuropa (Deutschland, Niederlande) befinden, betreiben tec5 und Avantes Tochtergesellschaften in Amerika und Asien und bieten Vertriebsunterstützung und Engineering-Dienstleistungen für lokale Kunden. Darüber hinaus sorgt ein breites Netz von Vertriebspartnern für weltweite Produktverfügbarkeit und Marktzugang.

Niederlassungen und Vertriebspartner

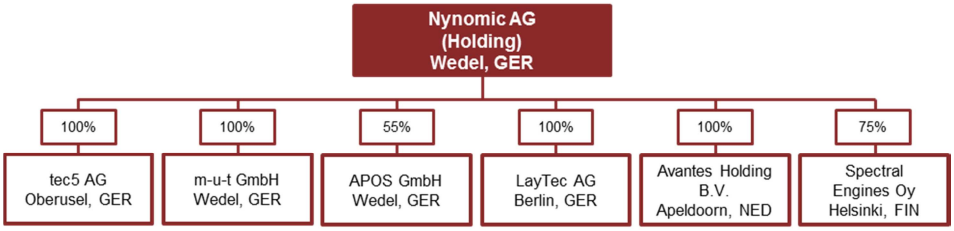


Quelle: Warburg Research

Unternehmensstruktur

Nynomic verfolgt eine Buy-and-Build-Strategie, um seine Wertschöpfungskette und das Produktportfolio zu erweitern. Mit der wachsenden Anzahl von Tochtergesellschaften beschloss Nynomic, das operative Geschäft in die m-u-t GmbH zu überführen und wurde 2014 zu einer Finanz- und Beteiligungsholding.

Unternehmensstruktur von Nynomic



Quelle: Warburg Research

m-u-t GmbH

Die 1995 in Wedel gegründete m-u-t GmbH führt heute das operative Geschäft der ursprünglichen m-u-t AG. Das Unternehmen liefert maßgeschneiderte Lösungen, die auf spezifischen technischen Bedingungen basieren. Die Produktpalette umfasst **Spektroskopie, Sensorik, Laborautomatisierung, Brandmeldetechnik und Medizintechnik**.

tec5 AG

Die tec5 AG entwickelt und produziert Komponenten, eingebettete Systeme und spezifische Systemlösungen auf Basis der **UV-VIS-NIR-** und **Raman-Spektroskopie**. Die Produkte werden sowohl von Industriekunden als auch von OEMs eingesetzt. Über Tochtergesellschaften in China und den USA erweiterte das Unternehmen seine Kundenbasis weltweit und erschloss schnell wachsende Märkte. 2007 erwarb Nynomic eine Mehrheitsbeteiligung von 51%, erhöhte seinen Anteil im Jahr 2011 auf 95% und erwarb im Jahr 2016 die restlichen 5%.

Avantes Holding B.V.

Avantes entwickelt kundenspezifische Spektrometerkonfigurationen. Das Produktportfolio umfasst **faseroptische Spektroskopie** und **Spektrometer**. Das OEM-orientierte Geschäft verfügt über ein weltweites Vertriebsnetz und kann die Kundenbedürfnisse vor Ort erfüllen. Nynomic beteiligte sich 2008 mit 51% und baute seinen Anteil 2017 in mehreren Schritten auf 100% aus.

APOS GmbH

Die Apos GmbH bietet **spektroskopische Messsysteme für die holzverarbeitende Industrie an**. Sie kombiniert spektroskopische Expertise mit ausgeprägtem Anwendungswissen in Bezug auf die stoffliche und thermische Nutzung von Holz. In Kombination mit seinen Softwarelösungen liefert das Unternehmen betriebsbereite Systeme an Kunden. Seit 2016 hält die Nynomic-Gruppe eine Mehrheitsbeteiligung von 55%.

LayTec AG

LayTec ist Weltmarktführer für **In-situ-Messtechnik** in der Laser- und LED-Produktion. Das Produktportfolio umfasst die Waferinspektion für die Herstellung von OLEDs und VCSEL-Lasern sowie für organische Dünnschichten in der PV- und Display-Industrie. 2017 erwarb Nynomic eine Mehrheitsbeteiligung von 95,6% und erhöhte seinen Anteil im März 2018 auf 100%.

Spectral Engines Oy

Im Mai 2018 erwarb Nynomic 75% von Spectral Engines mit der Option, die restlichen 25% im Jahr 2023 zu übernehmen. Das junge finnische Unternehmen **entwickelt und produziert intelligente Sensortechnologien** für den B2C-Markt. Die Sensoren können in mobilen Geräten eingesetzt werden und ermöglichen es Kundenanwendungen, in Echtzeit zu scannen und zu analysieren. Zusätzlich bietet es Cloud-basierte Software für den Datenabgleich. Die Produkte können in der Smart Industry, Smart Farming, Smart Home und mobilen Geräten eingesetzt werden.

Management

Maik Müller

Maik Müller ist seit Mai 2015 Vorstandsmitglied von Nynomic. Er ist in der Holdingstruktur für die Bereiche Technologie, Operations sowie F&E zuständig. Im Oktober 2010 wurde er zum Vorstand der tec5 AG berufen und verantwortet seitdem vollumfänglich die operative Führung der tec5-Gruppe weltweit. Nachdem er sein Studium der Nachrichtentechnik abgeschlossen hatte, trat er 1995 in die kurz zuvor gegründete tec5 GmbH ein und war dort mehr als zehn Jahre in verschiedenen Positionen am Aufbau der Gesellschaft maßgeblich beteiligt. Von 2005 bis 2008 war er als Direktor R&D bei der CyBio AG tätig. Danach war er bis zu seiner Berufung als Vorstand der tec5 AG bei Zühlke Engineering im Bereich High-Tech-Consulting tätig.

Fabian Peters

Fabian Peters ist seit Oktober 2013 für Nynomic tätig und seit Januar 2015 im Vorstand der Nynomic AG. Parallel verantwortet er als Alleingeschäftsführer die Geschicke der operativen m-u-t GmbH. Als Vorstand der Nynomic AG ist er verantwortlich für die Bereiche Finanzen, Controlling, Organisation und Investor Relations. Nachdem Fabian Peters sein Studium der Finanzwirtschaft abgeschlossen hatte, sammelte er vielfältige Führungserfahrung im Bereich der Versicherungswirtschaft. Vor seinem Eintritt bei der m-u-t GmbH war er bei der Versatel AG im Bereich Finance tätig. Darauf folgte eine langjährige CFO-Tätigkeit innerhalb der L&O-Gruppe.

Unternehmensgeschichte

Nynomic wurde 1995 als Ingenieurbüro gegründet, das spezialisierte photonische Lösungen für F&E oder Prototypen anbot, und entwickelte sich zu einem internationalen OEM- und Industriezulieferer für spektroskopische Lösungen. Die Erweiterung der Produktpalette und des Know-hows wurden durch interne Entwicklung und die Buy-and-Build-Strategie erreicht.

- 1995 Gründung der m-u-t GmbH in Wedel als Ingenieursbüro
- 1999 Erster Serienauftrag
- 2000 Unternehmen zieht in ein eigenes Gebäude von 2.800 qm
- 2001 ISO 9001- und VDE-Zertifizierung
- 2005 Erweiterung des Gebäudes um 2.400 qm
- 2007 Umfirmierung in m-u-t AG und Börsengang. Übernahme der Mehrheit an der tec5 AG Oberursel (Spektroskopielösungen für die Industrie und OEM)
- 2008 Übernahme der Mehrheit und Integration der Avantes Holding B.V., Niederlande, einem Hersteller von faseroptischen Spektroskopiegeräten
- 2010 Kapitalerhöhung um 725.000 Aktien
- 2011 Erhöhung der Beteiligung an der tec5 AG
- 2012 Neue Geschäftsbereiche: Green Tech, Clean Tech und Life Science
- 2013 Erhöhung der Beteiligung an der Avantes B.V.
- 2014 Gründung der Finanz- und Beteiligungsholding und Auslagerung des operativen Geschäfts in die m-u-t GmbH
- 2015 Veräußerung des Direktkundengeschäfts mit Laborautomatisierung
- 2016 Übernahme einer Minderheitsbeteiligung und Integration der APOS GmbH Wedel (Spektroskopiespezialist für die holverarbeitende Industrie). Vollständige Übernahme der tec5 AG
-

- 2017 Übernahme einer Minderheitsbeteiligung und Integration der LayTec AG Berlin (messtechnische integrierte Systeme). Vollständige Übernahme der Avantes Holding B.V.
- 2018 Kapitalerhöhung um 285.000 Aktien. Erwerb einer 75%-Beteiligung an Spectral Engines Oy Helsinki, Finnland. Umfirmierung in Nynomic AG

Wertermittlung

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
KBV	6,3 x	3,1 x	3,3 x	4,9 x	6,7 x	4,9 x	3,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,01	0,69	1,17	0,57	-0,93	0,69	2,58
EV / Umsatz	0,5 x	0,3 x	0,5 x	0,8 x	1,6 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA	5,0 x	2,7 x	3,4 x	4,9 x	9,2 x	7,2 x	5,8 x
EV / EBIT	7,5 x	3,1 x	3,9 x	5,4 x	11,0 x	9,0 x	7,1 x
EV / EBIT adj.*	7,0 x	2,9 x	3,8 x	5,3 x	9,7 x	7,6 x	6,1 x
Kurs / FCF	25,4 x	5,5 x	5,9 x	7,8 x	24,3 x	11,8 x	10,8 x
KGV	18,8 x	6,6 x	8,7 x	14,1 x	18,8 x	17,1 x	14,2 x
KGV ber.*	16,1 x	6,3 x	8,3 x	13,6 x	16,0 x	14,0 x	12,0 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	13,6 %	27,8 %	20,6 %	13,4 %	6,7 %	9,9 %	12,4 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	**49,5**	**52,1**	**54,5**	**60,7**	**70,8**	**76,8**	**85,1**
Veränd. Umsatz yoy	20,8 %	5,1 %	4,6 %	11,4 %	16,7 %	8,5 %	10,8 %
Bestandsveränderungen	1,6	-0,4	0,3	1,7	1,2	0,7	0,6
Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	**51,2**	**51,8**	**54,8**	**62,4**	**72,0**	**77,5**	**85,7**
Materialaufwand	25,5	22,4	25,2	27,1	30,2	31,5	34,8
Rohertrag	**25,7**	**29,3**	**29,6**	**35,3**	**41,9**	**46,0**	**50,9**
Rohertragsmarge	*51,9 %*	*56,3 %*	*54,3 %*	*58,2 %*	*59,1 %*	*60,0 %*	*59,8 %*
Personalaufwendungen	14,3	15,7	16,2	17,8	22,9	24,3	26,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	1,2	1,3	1,3	2,3	2,4	2,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,8	8,0	6,8	8,6	9,1	10,1	11,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**4,6**	**6,8**	**7,9**	**10,2**	**12,2**	**14,1**	**16,0**
Marge	*9,3 %*	*13,2 %*	*14,5 %*	*16,8 %*	*17,2 %*	*18,4 %*	*18,7 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
EBITA	**3,3**	**6,3**	**7,4**	**9,7**	**11,7**	**13,6**	**15,4**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	0,6	0,5	1,6	2,3	2,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**3,0**	**5,9**	**6,8**	**9,1**	**10,2**	**11,3**	**13,1**
Marge	*6,1 %*	*11,4 %*	*12,6 %*	*15,0 %*	*14,4 %*	*14,7 %*	*15,3 %*
EBIT adj.	**3,2**	**6,2**	**7,1**	**9,4**	**11,6**	**13,3**	**15,1**
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,5	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**2,3**	**6,4**	**6,5**	**9,0**	**9,8**	**10,8**	**12,6**
Marge	*4,7 %*	*12,3 %*	*12,0 %*	*14,7 %*	*13,8 %*	*14,0 %*	*14,8 %*
Steuern gesamt	0,5	1,7	1,7	2,9	3,1	3,3	3,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**1,8**	**4,7**	**4,8**	**6,1**	**6,6**	**7,4**	**8,9**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**1,8**	**4,7**	**4,8**	**6,1**	**6,6**	**7,4**	**8,9**
Minderheitenanteile	0,7	1,6	1,1	1,4	0,9	1,1	1,3
Nettoergebnis	**1,1**	**3,0**	**3,7**	**4,6**	**5,7**	**6,3**	**7,6**
Marge	*2,3 %*	*5,8 %*	*6,7 %*	*7,6 %*	*8,1 %*	*8,3 %*	*9,0 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,8	4,8	4,8	4,8	5,0	5,1	5,1
EPS	**0,23**	**0,64**	**0,76**	**0,97**	**1,14**	**1,25**	**1,51**
EPS adj.	0,27	0,67	0,80	1,00	1,34	1,53	1,79

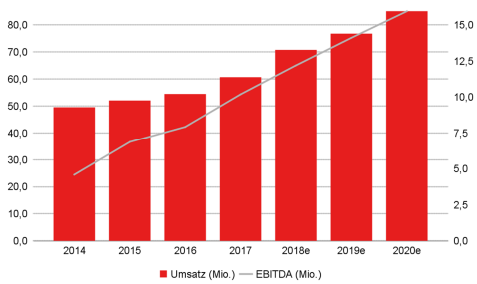
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz EUR 66,0-68,0 Mio., EBIT EUR 10,0 Mio.

Kennzahlen

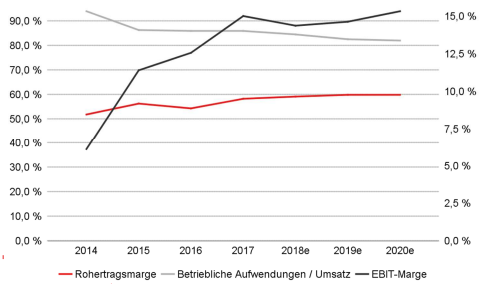
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,0 %	86,3 %	86,0 %	86,0 %	84,5 %	82,6 %	82,0 %
Operating Leverage	1,2 x	18,8 x	3,3 x	2,9 x	0,7 x	1,2 x	1,5 x
EBITDA / Interest expenses	8,8 x	16,4 x	24,1 x	50,0 x	30,7 x	29,0 x	32,9 x
Steuerquote (EBT)	23,0 %	26,9 %	26,5 %	32,2 %	32,2 %	30,8 %	28,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



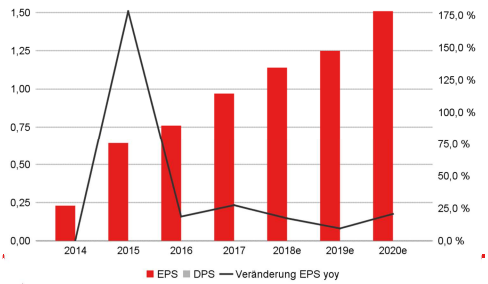
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

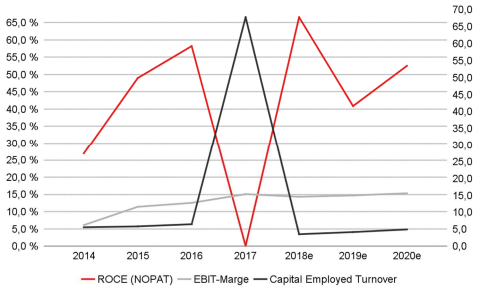
Bilanz

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,3	3,2	3,9	10,7	20,9	18,7	16,5
davon übrige imm. VG	0,7	0,5	1,4	1,2	1,6	1,6	1,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,6	2,7	2,4	9,3	19,2	17,0	14,8
Sachanlagen	1,5	1,4	1,5	2,0	2,2	2,4	2,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**4,9**	**4,6**	**5,4**	**13,4**	**23,2**	**21,1**	**19,1**
Vorräte	7,4	6,4	6,7	8,4	9,7	10,4	10,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,2	6,0	4,6	6,2	6,8	6,9	7,7
Liquide Mittel	6,4	8,3	10,6	19,6	22,0	29,6	38,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,3	0,9	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Umlaufvermögen	**19,3**	**21,6**	**23,3**	**35,8**	**40,1**	**48,5**	**58,3**
Bilanzsumme (Aktiva)	**24,1**	**26,2**	**28,7**	**49,1**	**63,2**	**69,7**	**77,3**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,8	4,8	4,8	4,8	5,1	5,1	5,1
Kapitalrücklage	0,6	0,6	0,0	0,0	4,3	4,3	4,3
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	4,2	4,0	6,6	12,6	20,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-2,1	1,1	0,5	4,6	0,3	0,3	0,3
Buchwert	3,3	6,5	9,5	13,4	16,2	22,3	29,6
Anteile Dritter	3,5	4,4	4,1	3,3	3,5	3,5	3,5
Eigenkapital	**6,8**	**10,9**	**13,6**	**16,7**	**19,8**	**25,8**	**33,1**
Rückstellungen gesamt	2,8	5,0	5,9	23,3	15,7	15,7	15,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	8,5	6,2	5,3	3,7	22,1	22,1	22,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	3,2	1,5	5,3	3,7	2,3	2,3	2,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,2	1,3	1,8	2,4	2,7	3,2	3,5
Sonstige Verbindlichkeiten	3,8	2,8	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Verbindlichkeiten	**17,4**	**15,3**	**15,1**	**32,4**	**43,4**	**43,9**	**44,2**
Bilanzsumme (Passiva)	**24,1**	**26,2**	**28,7**	**49,1**	**63,2**	**69,7**	**77,3**

Kennzahlen

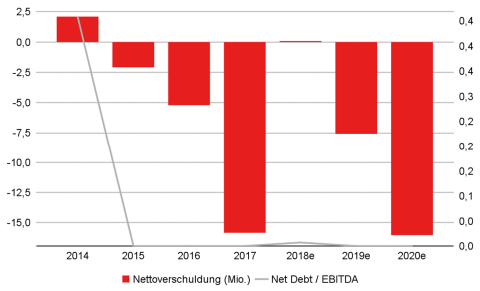
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,6 x	4,2 x	4,9 x	4,3 x	4,4 x	4,7 x	4,8 x
Capital Employed Turnover	5,6 x	5,9 x	6,5 x	67,8 x	3,6 x	4,2 x	5,0 x
ROA	23,1 %	66,3 %	67,3 %	34,7 %	24,7 %	30,0 %	40,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	27,0 %	49,0 %	58,2 %	n.a.	66,6 %	40,9 %	52,5 %
ROE	43,4 %	62,4 %	45,7 %	40,4 %	38,7 %	33,0 %	29,5 %
Adj. ROE	50,0 %	66,1 %	48,0 %	41,9 %	45,3 %	40,2 %	34,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	2,1	-2,1	-5,2	-15,8	0,1	-7,6	-16,0
Nettofinanzverschuldung	2,1	-2,1	-5,2	-15,8	0,1	-7,6	-16,0
Net Gearing	31,0 %	-19,1 %	-38,1 %	-94,6 %	0,4 %	-29,3 %	-48,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	45,8 %	n.a.	n.a.	n.a.	0,7 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	0,7	1,4	2,0	2,8	3,2	4,4	5,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,0	0,7	1,2	0,6	-0,9	0,7	2,6

Entwicklung ROCE



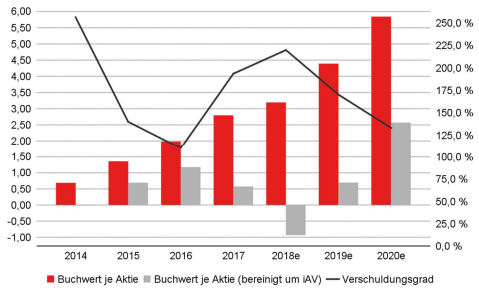
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

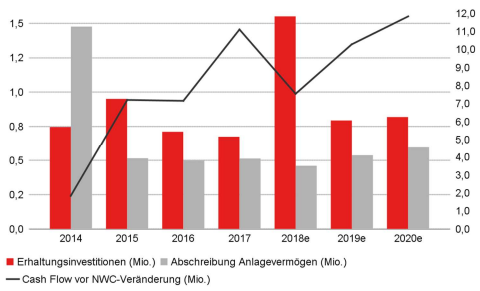
Cash flow

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,8	4,7	4,8	6,1	6,6	7,4	8,9
Abschreibung Anlagevermögen	1,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	0,6	0,5	1,6	2,3	2,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,2	2,2	0,4	2,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,5	-0,6	0,9	1,9	-1,1	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**1,8**	**7,2**	**7,2**	**11,1**	**7,5**	**10,3**	**11,8**
Veränderung Vorräte	-1,5	1,0	-0,4	-1,7	-1,3	-0,7	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	-1,9	1,4	-1,7	-0,6	-0,1	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,2	-1,0	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-0,8	-2,6	0,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,3	-2,6	-1,0	-2,1	-1,6	-0,3	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**1,6**	**4,6**	**6,1**	**9,0**	**6,0**	**10,0**	**10,8**
Investitionen in iAV	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,9	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagen	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-1,1	0,0	-19,4	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-0,7**	**0,5**	**-1,8**	**-0,6**	**-20,4**	**-0,8**	**-0,8**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,2	-3,1	-0,8	-1,5	18,3	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-1,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-2,2**	**-4,0**	**-2,3**	**-3,1**	**16,8**	**-1,5**	**-1,5**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**-1,4**	**1,1**	**2,0**	**5,3**	**2,4**	**7,7**	**8,5**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,5	0,4	0,6	-0,7	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	6,3	7,9	10,4	19,5	22,0	29,6	38,1

Kennzahlen

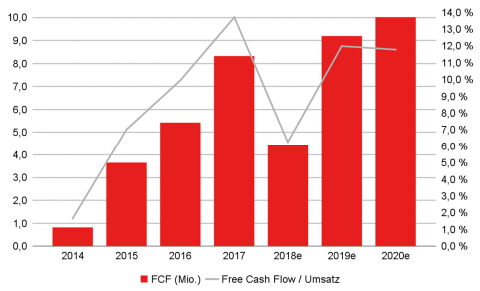
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Kapitalfluss							
FCF	0,8	3,7	5,4	8,3	4,4	9,2	10,0
Free Cash Flow / Umsatz	1,7 %	7,0 %	10,0 %	13,7 %	6,3 %	12,0 %	11,8 %
Free Cash Flow Potential	3,1	5,0	5,5	6,6	7,5	10,0	11,5
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	72,8 %	120,0 %	148,3 %	179,7 %	77,3 %	144,8 %	131,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,2 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,4 %	5,7 %	5,7 %	4,5 %	3,1 %	2,2 %	2,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,5 %	1,8 %	1,3 %	1,1 %	2,2 %	1,0 %	1,0 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	1,8 %	1,3 %	1,1 %	2,2 %	1,0 %	1,0 %
CAPEX / Abschreibungen	47,9 %	103,9 %	66,4 %	64,1 %	76,8 %	28,0 %	28,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,6 %	19,6 %	18,9 %	17,9 %	18,4 %	18,2 %	17,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	187,1 %	471,3 %	255,4 %	256,4 %	251,9 %	215,6 %	220,0 %
Vorratsumschlag	3,5 x	3,5 x	3,7 x	3,2 x	3,1 x	3,0 x	3,2 x
Receivables collection period (Tage)	31	42	31	37	35	33	33
Payables payment period (Tage)	32	21	26	33	33	37	37
Cash conversion cycle (Tage)	82	95	80	93	96	94	88

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



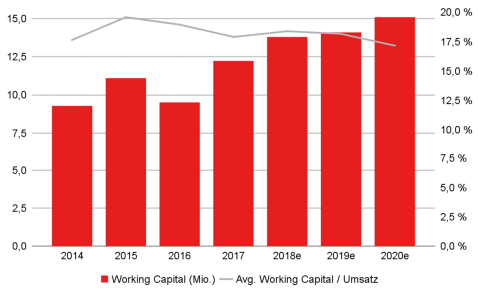
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report") ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg" bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.

4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

-1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.

-2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.

-6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.

-6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.

-6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.

-6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.

-7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Nynomic	2, 3, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0MSN11.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	**Kaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	**Halten:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	**Verkaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
"-"	**Empfehlung ausgesetzt:**	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	55
Halten	89	43
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	**207**	**100**

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

… unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche - Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	33	67
Halten	16	33
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	**49**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [NYNOMIC] AM [10.09.2018]

Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschmeier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Jonas Blum +40 40 309537-240
Small/Mid Cap Research jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Marina Manas Cháfer +49 40 309537-254
Renewables, Small/Mid Cap mmanaschafer@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Franz Schall +40 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson Reuters	www.thomsonreuters.com
Bloomberg	MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.com		

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com