

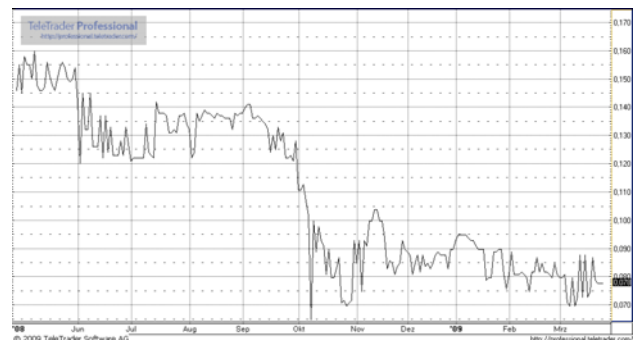
Natural Cool Holdings Ltd.

Zusammenfassung

- **Umsatzprognose übertroffen:** Im abgelaufenen Jahr hat Natural Cool 123 Mio. SGD (+ 7,8 Prozent) erlöst und damit unsere Erwartung deutlich übertroffen. Neben Konsolidierungseffekten trug dazu auch die dynamische Entwicklung im Geschäft mit Schaltanlagen bei, das um fast 10 Prozent wuchs.
- **Bruttomarge erhöht:** Die Expansion ging mit einer überproportionalen Steigerung des Bruttoergebnisses einher, die Bruttomarge konnte dadurch um 3 Prozentpunkte erhöht werden. Demgegenüber musste beim Nettoergebnis infolge von Sondereffekten ein Rückgang hingenommen werden.
- **Sonderchance Immobilienverkauf:** Der im letzten Sommer angekündigte Immobilienverkauf soll nun bis Ende Juni abgeschlossen werden und über 50 Mio. US-Dollar Cash in die Kassen spülen. Selbst nach Abzug der auf der Immobilie lastenden Schulden (20 Mio. US-Dollar) wäre der Mittelzufluss doppelt so hoch wie die aktuelle Marktkapitalisierung.
- **Hohes Kurspotenzial:** Doch auch ohne diesen Effekt signalisieren unsere Schätzungen einen fairen Wert, der rund 250 Prozent über der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Die Tatsache, dass der Kurs sich trotz der Markturbulenzen seit Oktober relativ stabil hält, verdeutlicht wachsendes Anlegervertrauen.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **0,270 Euro**
Aktueller Kurs 0,078 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,088	0,095	0,16
Tief (Euro)	0,07	0,07	0,065
Performance	-4,9%	-6,0%	-48,7%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	1.092	3.363	10.824

Stammdaten

ISIN / WKN	SG1T36930298 / A0JMEY
Branche	Bauzulieferer
Sitz der Gesellschaft	Singapur
Internet	www.natcool.com
Ausstehende Aktien	137,5 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 2006
Marktsegmente	Singapur, Catalist Deutschland, Freiverkehr
Marktkapitalisierung	10,7 Mio. Euro
Free Float	50,5 %
Rechnungslegung	Singapore FRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008e	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. SGD)	114,2	123,1	120,6	126,6	CAGR Umsatz 07-10 (e)	3,5%
Umsatzwachstum	56,0%	7,8%	-2,0%	5,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	3,2%
EBIT (Mio. SGD)	5,9	5,8	5,9	6,5	CAGR EpS 07-10 (e)	5,1%
EBIT-Marge	5,1%	4,7%	4,9%	5,1%		
EpS (SGD-Cent)	2,78	1,69	1,93	3,22	Enterprise Value (Mio. SGD)	59,7
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. SGD)	28,2
KUV	0,19	0,18	0,18	0,17	EV / Umsatz 09 (e)	0,5
KGV	5,8	9,5	8,3	5,0	EV / EBIT 09 (e)	10,1
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,8

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatzprognose übertroffen

Im abgelaufenen Jahr hat der Spezialist für Klimaanlage und Steuerungssysteme für die Gebäudeelektrik 123 Mio. SGD umgesetzt und damit trotz des zum Jahresende rapide verschlechterten konjunkturellen Umfelds unsere Ende August aufgestellte Prognose um über 5 Mio. SGD übertroffen. Gegenüber dem Vorjahr wurde somit ein Wachstum von 7,8 Prozent erzielt, das allerdings zum Teil auf die Konsolidierung der im August zu 51 Prozent übernommenen Baufirma Lifa Engineering Pte Ltd (LEP) zurückzuführen war. Dementsprechend erhöhte sich der Erlösbeitrag des Segments „Building Materials“, in dem die neue Beteiligung erfasst wird, um fast 53 Prozent bzw. 5,3 Mio. SGD auf annähernd 15,3 Mio. SGD. Ebenfalls dynamisch entwickelte sich das Geschäft mit Schaltanlagen und Steuerungssystemen für die Gebäudeelektronik (Switchgear), das um knapp 10 Prozent auf 40,5 Mio. SGD zulegte. Demgegenüber musste im Kerngeschäft Klimaanlage ein geringfügiger Umsatzrückgang von knapp einem Prozent (auf 66,5 Mio. SGD) hingenommen werden, der ausschließlich durch die Schwäche der Aktivitäten in China und in Kambodscha verursacht wurde. Im Stammmarkt Singapur konnte hingegen erneut ein kräftiges Wachstum von 6,6 Prozent ausgewiesen werden.

Geschäftszahlen (Mio. SGD)	GJ 2007	GJ 2008	Änderung
Umsatz	114,2	123,1	7,8%
- Aircon	67,1	66,5	-0,9%
- Switchgear	36,9	40,5	9,8%
- Building materials	10,0	15,3	53,0%
Bruttoergebnis	21,7	27,1	24,9%
Bruttomarge	19,0%	22,0%	
Vorsteuerergebnis *	4,3	6,5	51,1%
Jahresergebnis	3,8	2,4	-36,8%
Nettomarge	3,3%	1,9%	

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Natural Cool; Quelle: Unternehmensangaben; *vor Sondereffekten in Höhe von 2,8 Mio. SGD (Goodwill- und Forderungsabschreibungen)

Sondereffekte belasten

Erfreulicherweise ging das Umsatzwachstum auch mit einer deutlichen Steigerung des Bruttoergebnisses einher, das fast um ein Viertel auf 27,1 Mio. SGD zunahm. Die Bruttomarge erhöhte sich infolgedessen sogar um drei Prozentpunkte auf 22 Prozent. Allerdings konnte dieser Erfolg nicht in eine entsprechende Erhöhung des Nettogewinns umgemünzt werden. Bedingt durch höhere Verwaltungs-, Personal-, Miet- und Finanzierungskosten sowie durch eine Sonderabschreibung auf den Goodwill und eine Wertberichtigung von Forderungen (jeweils 1,4 Mio. SGD) ging das Vorsteuerergebnis um 13,4 Prozent auf 3,7 Mio. SGD zurück. Da gleichzeitig auch die Steuerbelastung wegen nicht abziehbarer Aufwendungen und Nachzahlungen aus dem Vorjahr sowohl relativ als auch

absolut deutlich zunahm, schrumpfte der Nachsteuergewinn sogar um mehr als ein Drittel auf 2,4 Mio. SGD.

Hoher operativer Cashflow

Die drei letztgenannten Effekte sind zwar unerfreulich, zur Beurteilung der operativen Kraft des Unternehmens aber eher irrelevant. Das zeigt der operative Cashflow, der um 40 Prozent auf 8,8 Mio. SGD zulegte. Je Aktie hat die Gesellschaft somit 0,06 SGD an liquiden Mitteln erwirtschaftet. Dass der Cashbestand zum Jahresende dennoch sogar abgenommen hat, liegt zum einen an massiven Investitionen in Immobilien, die auch eine deutlich erhöhte Schuldenaufnahme nach sich zogen, vor allem aber an den Verzögerungen im Vollzug des im letzten Sommer vereinbarten Sell-and-Lease-Back-Geschäfts betreffend des aktuellen Unternehmenssitzes, dessen Volumen sich auf 55,2 Mio. SGD belaufen sollte. Dadurch konnten weder der erwartete Mittelzufluss in der genannten Höhe noch der hieraus entstehende Ertrag in 2008 verbucht werden. Nach einer Verlängerung des Optionszeitraums, die allerdings auch mit einer Verschlechterung der Transaktionsbedingungen für Natural Cool einherging, soll der Deal nun bis Ende Juni 2009 endgültig abgeschlossen werden.

Zwischenfinanzierung gesichert

Für die Zwischenzeit konnte sich die Gesellschaft ein Darlehen in Höhe von 4 Mio. SGD mit einer zweijährigen Laufzeit und einem Zins von 7,5 Prozent sichern. Darüber hinaus soll der Darlehensgeber 20 Mio. Aktienoptionen erhalten, die zu einem Preis von 0,22 SGD (umgerechnet 0,112 Euro) ausgeübt werden dürfen. Bei Nichtausübung wird hingegen noch eine zusätzliche Zahlung von 0,01 SGD pro verfallene Option fällig, was maximal mit 0,2 Mio. SGD weiteren Kosten verbunden wäre.

Ausblick

Vorsichtiger Optimismus

Als wichtiger Handelsstandort hat Singapur sowohl überdurchschnittlich vom langjährigen Wirtschaftsboom in Asien profitiert als auch unter dem dramatischen Einbruch des Wirtschaftswachstums und des internationalen Handels gelitten. So ist das BIP des Stadtstaates im vierten Quartal um annualisiert 16,9 Prozent geschrumpft, für das Gesamtjahr 2009 taxiert die Economist Intelligence Unit den Rückgang der Wirtschaftsleistung auf 7,2 Prozent. Doch diese Zahlen sind hauptsächlich auf den schwachen Außenhandel zurückzuführen, die Binnenwirtschaft und selbst der zuvor boomende Immobiliensektor zeigen sich noch relativ stabil und sollen zusätzlich von dem beschlossenen 20,5 Mrd. SGD-Konjunkturprogramm profitieren. Dementsprechend verweist auch Natural Cool selbst auf die erwartete lokale Baunachfrage von 17 bis 19 Mrd. SGD in 2009 und zeigt sich angesichts des zum Jahresende auf 70 Mio. SGD angestiegenen Orderbestands (gegenüber 53 Mio. SGD Ende August) zuversichtlich, das schwierige Jahr relativ unbeschadet zu überstehen.

Schätzungen überarbeitet

Trotz alledem sehen wir unsere bisherige Projektion zur künftigen Geschäftsentwicklung nun als zu optimistisch an. Als Anpassung an das deutlich schlechtere Umfeld reduzieren wir deswegen die Umsatzerwartung von zuvor 141 Mio. SGD auf nunmehr 120,6 Mio. SGD. Damit wird trotz des positiven Konsolidierungseffekts aus dem Einstieg bei LEP eine zweiprozentige Schrumpfung angenommen. Beim Gewinn sehen wir hingegen einen geringen Anstieg auf 2,6 Mio. SGD, der sowohl in der Annahme der Einmaligkeit der letztjährigen Belastungsfaktoren als auch mit den Entlastungen durch die zu erwartenden Einsparungen bei Personalkosten begründet ist. Die letzteren möchte das Unternehmen ohne Entlassungen durch die Inanspruchnahme mehrmonatiger staatlicher Fort- und Weiterbildungsangebote realisieren, während derer die Gehaltszahlungen teilweise durch den Fiskus übernommen werden. Ab 2010 unterstellen wir dann eine graduelle Normalisierung, verbunden mit einem moderaten Wachstum (+5 Prozent) und einer sukzessiven Margenverbesserung. Die Annahmen bezüglich der weiteren Aussichten haben wir hingegen weitgehend unverändert gelassen. In Summe führen die getroffenen Modifikationen zum folgenden modellhaften Geschäftsverlauf als Grundlage unserer Wertermittlung:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. SGD)	120,6	126,6	139,1	152,8	167,9	182,8	197,3	212,1
Erlöswachstum		5,0%	9,9%	9,9%	9,9%	8,9%	7,9%	7,5%
Nettorendite	2,2%	3,5%	3,8%	3,8%	3,8%	3,5%	3,4%	3,3%
Gewinn (Mio. SGD)	2,65	4,43	5,27	5,82	6,41	6,47	6,71	7,00
Gewinnwachstum		67,0%	19,0%	10,3%	10,2%	0,9%	3,7%	4,3%

*Fairer Wert 0,270 Euro je
Aktie*

Hieraus resultiert ein neuer Unternehmenswert von 76,5 Mio. SGD bzw. 37,1 Mio. Euro. Als Diskontierungssatz haben wir 9,5 Prozent unterstellt, bestehend aus der Rendite der 10-jährigen Singapurischen Staatsanleihen (2,1 Prozent), der langfristigen Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,4. Für den nicht mehr detailliert erfassten Zeitraum ab 2017 wurde unverändert eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent angenommen. Je Aktie entsprechen die ermittelten Größen 0,56 SGD bzw. 0,270 Euro. Wie bereits in unserem letzten Update, haben wir hierin den Sondereffekt des bis zum Sommer abzuschließenden Immobilienverkaufs, der einen zweistelligen Einmalgewinn einbringen dürfte, nicht erfasst. Nichtsdestotrotz liegt der ermittelte Wert noch rund 250 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

Hoher Cashbestand absehbar

Und sollte die Transaktion wie angekündigt abgeschlossen werden, würden dem Unternehmen flüssige Mittel in Höhe der 2,5-fachen aktuellen Marktkapitalisierung zufließen. Selbst nach Abzug der kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (27 Mio. SGD) lägen die finanziellen Reserven noch 30 Prozent über der Marktbewertung, und das bei einem Unternehmen, das im letzten Jahr einen operativen

Cashflow in Höhe von fast 9 Mio. SGD erwirtschaftet hat. Andererseits ist Natural Cool aber auch auf den Abschluss der Transaktion angewiesen, da sich im aktuellen Umfeld eine kostengünstige Umfinanzierung der Verbindlichkeiten als relativ anspruchsvoll erweisen dürfte.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Trotz der schlechten Wirtschaftlage konnte Natural Cool im Jahresendgeschäft noch an Dynamik zulegen und unsere Umsatzprognose deutlich übertreffen. Dabei wurde die Bruttomarge signifikant erhöht, während das Nettoergebnis bedingt durch Sondereffekte hinter unseren Erwartungen geblieben ist. Wie ertragsstark das Geschäftskonzept aber abseits von Einmalbelastungen ist, zeigt nicht zuletzt der beeindruckende operative Cashflow, der im Gesamtjahr 8,8 Mio. SGD erreichte – rund 40 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung. Sollte zudem die im letzten Sommer angekündigte Immobilientransaktion wie angekündigt erfolgreich abgeschlossen werden, würde sich der Cashbestand selbst nach Tilgung der hohen Bankverbindlichkeiten auf über 130 Prozent der derzeitigen Marktbewertung belaufen. Doch auch ohne diesen Aspekt überwiegen nach unserer Einschätzung die Chancen, die sich nicht zuletzt in dem hohen und zuletzt noch gestiegenen Orderbestand von 70 Mio. SGD dokumentieren. Gleichzeitig dürfte die Gesellschaft im weiteren Jahresverlauf von dem staatlichen Konjunkturprogramm profitieren, das sich auf 20,5 Mrd. SGD beläuft und zu einem hohen Teil der Bauwirtschaft zugute kommen soll. Obwohl wir zur Abbildung der schweren Wirtschaftskrise unsere Schätzungen dennoch deutlich reduziert haben, signalisiert unser Bewertungsmodell nach wie vor ein Kurspotenzial von rund 250 Prozent. Wir belassen das Urteil deswegen unverändert und stufen Natural Cool weiterhin mit „Kaufen“ ein.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. A. Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
26.08.2008	0,136 Euro	Kaufen
08.08.2008	0,138 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: (keine)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.