

## Natural Cool Holdings Ltd.

### Zusammenfassung

- **Starker Jahresendspurt:** Dank des starken zweiten Halbjahrs konnte der Umsatz im Vorjahresvergleich um fast 19 Prozent auf 123,7 SGD gesteigert werden.
- **Turnaround:** Die zweite Jahreshälfte brachte aber auch Verbesserungen beim Ergebnis. Statt des zum 30.06. ausgewiesenen Fehlbetrages wurde zwischen Juli und Dezember ein Periodenüberschuss von 3,4 Mio. SGD erwirtschaftet, die EBIT-Marge erreichte mit 9,5 Prozent sogar schon das Vorkrisenniveau.
- **Wirtschaftsboom beflügelt:** Dabei profitierte Nat-Cool von der rasanten konjunkturellen Erholung, die im ersten Quartal 2010 dem Stadtstaat ein Rekordwachstum des BIP von 32 Prozent bescherte.
- **Immobilienverkauf vor Abschluss:** Der geplante Verkauf der Firmenzentrale steht kurz vor dem Abschluss und würde dem Unternehmen einen Netto-Cashzufluss von weit über 20 Mio. SGD beschern. Davon kann sofort ein – theoretisch voll als Sonderdividende ausschüttbarer – außerordentlicher Ertrag von 9,5 Mio. SGD verbucht werden.
- **Tochter-IPO:** Sollte der geplante Gang der Gebäude-Elektronik-Sparte an die Hongkonger Börse realisiert werden, dürfte die Unterbewertung noch offensichtlicher werden. Denn in Hongkong werden deutlich höhere Bewertungen erzielt als in Singapur.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. SGD)	104,3	123,7	135,0	148,5	CAGR Umsatz 08-11 (e)	12,5%
Umsatzwachstum	-	18,6%	9,1%	10,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	18,6%
EBIT (Mio. SGD)	6,0	5,1	9,0	10,0	CAGR EpS 08-11 (e)	37,9%
EBIT-Marge	5,7%	4,1%	6,7%	6,7%		
EpS (SGD-Cent)	1,73	0,67	3,72	4,54	Enterprise Value (Mio. SGD)	73,9
Dividende je Aktie	0	0	0,00	0,00	Buchwert (Mio. SGD)	31,7
KUV	0,32	0,27	0,25	0,22	EV / Umsatz 10 (e)	0,5
KGV	11,7	30,4	5,5	4,5	EV / EBIT 10 (e)	8,2
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	1,0

## Kaufen (unverändert)

**Kursziel** 0,344 Euro  
Aktueller Kurs 0,116 Euro (*Xetra*)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,123	0,124	0,134
Tief (Euro)	0,116	0,108	0,074
Performance	-3,3%	0,0%	+26,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	5.293	9.911	6.860

### Stammdaten

ISIN / WKN	SG1T36930298 / A0JMEY
Branche	Baulieferer
Sitz der Gesellschaft	Singapur
Internet	<a href="http://www.natcool.com">www.natcool.com</a>
Ausstehende Aktien	163,5 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 2006
Marktsegmente	Singapur, Catalist Deutschland, Freiverkehr
Marktkapitalisierung	19,0 Mio. Euro
Free Float	50,5 %
Rechnungslegung	Singapore FRS

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Switchgear-Geschäft beflügelt Wachstum

Im Geschäftsjahr 2009 hat Natural Cool 130,9 Mio. SGD umgesetzt und damit trotz der Krise den Vorjahreswert um 6,3 Prozent übertroffen. Noch beeindruckender stellt sich die Relation dar, wenn ausschließlich die fortgeführten Aktivitäten betrachtet werden, da der in Singapur beheimatete Spezialist für Klimaanlageanlagen und Steuerungssysteme für die Gebäudeelektrik das letzte Jahr konsequent genutzt hat, um Verlustbringer abzustößen. Ohne die verkauften Einheiten wurden 123,7 Mio. SGD Erlöst, fast 19 Prozent mehr als 2008. Besonders dynamisch zeigte sich dabei das Segment „Switchgear“, in dem das Geschäft mit Schaltanlagen und Steuerungssystemen für die Gebäudeelektronik zusammengefasst ist und das im letzten Jahr, auch dank eines abgeschlossenen Großauftrags sowie eines Zukaufs, um mehr als 30 Prozent zulegte.

Geschäftszahlen (Mio. SGD)	GJ 2008	GJ 2009	Änderung
Umsatz	104,29	123,71	18,6%
- Aircon	66,49	68,35	2,8%
- Switchgear	40,53	53,27	31,4%
- Building materials	15,27	7,22	-52,7%
- Others	0,83	2,10	154,2%
Bruttoergebnis	24,76	29,91	20,8%
EBIT	5,994	5,133	-14,4%
Vorsteuerergebnis	4,18	2,08	-50,1%
Periodenergebnis	2,83	1,09	-61,4%

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Natural Cool; Quelle: Unternehmensangaben

### Beeindruckender Turnaround

Wesentlich erfreulicher als die Umsatzentwicklung ist allerdings die Ergebnisverbesserung, die im zweiten Halbjahr erreicht werden konnte. Während nach den ersten sechs Monaten noch sämtliche Kennzahlen zur Profitabilität deutlich im Minus lagen, brachte das zweite Semester einen spürbaren Ertragssprung nicht nur im Vergleich mit dem Jahresanfang, sondern auch mit dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. So wurde im zweiten Halbjahr ein EBIT von 5,76 Mio. SGD erwirtschaftet, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von fast 10 Prozent und 115 Prozent mehr als 12 Monate zuvor. Im Gesamtjahr konnte dadurch der Rückgang auf 14 Prozent begrenzt werden, nachdem zur Jahresmitte sogar noch ein negatives EBIT von -0,6 Mio. Euro ausgewiesen werden musste. Beim Vorsteuerergebnis und dem Periodenüberschuss sieht der Vorjahresvergleich (jeweils zum zweiten Halbjahr) noch besser aus, weswegen auch hier die teilweise herben Verluste der ersten sechs Monate noch in ansehnliche Überschüsse gewandelt werden konnten. Auch wenn damit der Vergleich der beiden vollen Geschäftsjahre noch einen deutlichen Gewinnrückgang zeigt, verrät der genauere Blick auf die unterjährige Entwicklung bereits eine Ertragsdynamik, wie sie zuletzt vor der Krise zu verzeichnen gewesen ist.

### *Gebäudeelektronik soll an die Börse*

Wie in unserem letzten Update bereits vermutet, soll das zuletzt besonders erfolgreiche Segment Gebäudeelektronik, das durch die letztjährige Übernahme der Titans-Gruppe eine weitere Stärkung erfahren hat, demnächst tatsächlich in eine separate Zwischenholding ausgegliedert und als ein eigenständiges Unternehmen an die Börse gebracht werden. Dazu wurde bereits mit der Gathergates Group Pte. Ltd. mit Sitz auf den Britischen Jungferninseln eine entsprechende Muttergesellschaft gegründet und mit knapp 4 Mio. SGD ausgestattet, in die demnächst die neun dem Segment zurechenbaren Unternehmen übertragen werden. Anschließend soll die Gruppe in Hongkong gelistet werden. Mit der Wahl der ehemaligen Kronkolonie als Handelsplatz hofft das Management, neue Investorenkreise anzusprechen und die Eroberung des asiatischen Festlands zu forcieren. Ein für die Natural Cool-Aktionäre nicht unangenehmer Nebeneffekt dürfte aber auch die im Durchschnitt höhere Bewertung der Hongkonger Börse sein, wo vergleichbare Unternehmen mit zweistelligen KGVs bepreist werden.

### *Immobiliendeal vor dem Abschluss*

Darüber hinaus spielt wieder ein anderes Thema, das unsere Analysen von Natural Cool seit nunmehr fast zwei Jahren durchzieht, eine aktuellere Rolle: der Verkauf des neuen Unternehmenssitzes. Die betreffende Immobilie liegt in einem Gewerbegebiet, das in den letzten Jahren enorm gewachsen und durch Infrastrukturmaßnahmen deutlich an das Stadtzentrum „herangerückt“ ist – mit entsprechenden Folgen für ihren Wert. Nachdem der erste Versuch eines Sale-and-Lease-Back-Geschäfts wegen der Finanzkrise abgeblasen werden musste, wurde nun mit einem neuen Interessenten ein Optionsvertrag abgeschlossen. Vorbehaltlich des positiven Ausgangs einer Due Dilligence sowie der Zustimmung der noch einzuberufenden außerordentlichen Hauptversammlung würde das Objekt für 53 Mio. SGD den Besitzer wechseln und NatCool einen außerordentlichen Gewinn von 9,5 Mio. SGD bescheren. Der aus der Transaktion resultierende Mittelzufluss würde sich nach Tilgung der mit der Immobilie verbundenen Schulden auf mehr als 20 Mio. SGD belaufen, mehr als 60 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung. Angesichts dieser Rahmendaten halten wir für den Fall eines erfolgreichen Abschlusses eine hohe Sonderdividende für wahrscheinlich.

## **Ausblick**

### *Krise überwunden*

Aufgrund der starken Konzentration der Geschäftsaktivitäten auf den Heimatmarkt ist Natural Cool von der tiefsten je gemessenen Rezession des Stadtstaates gerade in der ersten Hälfte des letzten Jahres nicht unberührt geblieben. Doch gleichzeitig profitiert das Unternehmen nun von der dynamischen wirtschaftlichen Erholung, die bereits im zweiten Quartal 2009 eingesetzt und sich seitdem verstetigt hat. So wurden zuletzt für das erste Quartal 2010 sogar schwindelerregende 32 Prozent Wachstum zum Vorquartal gemeldet, gegenüber dem ersten

Vierteljahr 2010 lag das BIP um 13,1 Prozent im Plus. Insbesondere der für Natural Cool äußerst relevante Bausektor ist – auch dank staatlicher Konjunkturmaßnahmen – früh und kräftig angesprungen, die Wertschöpfung in der Bauwirtschaft lag schon im dritten Quartal um 12 Prozent über dem Vorjahr. Dabei profitiert Natural Cool in zweifacher Weise vom Immobilienboom. Zum einen durch die starke Nachfrage nach den eigenen Produkten aus den Bereichen Klimaanlageanlagen und Gebäudeelektronik, zum anderen aber auch durch die damit einhergehende Höherbewertung der eigenen Immobilien, insbesondere der neuen Unternehmenszentrale. Deren absehbarer Verkauf dürfte dem Unternehmen nicht nur hohe Sondergewinne bescheren, sondern auch reichlich Liquidität in die Kassen spülen, um die weitere Expansion im Kerngeschäft zu forcieren.

### *Erwartungen angehoben*

Nachdem die Stärke der Erholung im zweiten Halbjahr deutlich über unseren Erwartungen ausgefallen ist und damit auch die Jahreszahlen unsere Schätzungen übertroffen haben, sehen wir uns veranlasst, die Annahmen für die weitere Entwicklung etwas nach oben zu korrigieren. Statt wie bisher 125,9 Mio. SGD unterstellen wir für das laufende Jahr deswegen Erlöse von 135 Mio. SGD, bei einer Nettomarge von 4,5 Prozent. Diese liegt damit um 150 Basispunkte über unserem bisherigen Ansatz, doch noch immer unter dem Wert des letzten Halbjahrs. Entsprechend erhöhen wir auch die Margenannahmen für die Folgejahre. Den für dieses Jahr zu erwartenden Sondergewinn aus dem Immobilienverkauf lassen wir wie üblich außerhalb des Modells, weil es sich dabei um keine regelmäßig wiederkehrende Größe handelt. Auch die hieraus zu erwartenden Änderungen für die künftige Kostenstruktur (höhere Mietzahlungen, verbessertes Finanzergebnis) lassen wir bis zum definitiven Vollzug der Transaktion noch außer Betracht. In Summe basiert unsere Bewertung somit auf dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse (Mio. SGD)</b>	<b>135,0</b>	<b>148,5</b>	<b>163,5</b>	<b>179,9</b>	<b>196,1</b>	<b>211,8</b>	<b>227,7</b>	<b>243,6</b>
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	7,5%	7,0%
Nettorendite	4,5%	5,0%	4,8%	4,5%	4,2%	3,9%	3,7%	3,5%
<b>Gewinn (Mio. SGD)</b>	<b>6,08</b>	<b>7,43</b>	<b>7,85</b>	<b>8,09</b>	<b>8,24</b>	<b>8,26</b>	<b>8,42</b>	<b>8,53</b>
Gewinnwachstum		22,3%	5,6%	3,2%	1,8%	0,3%	2,0%	1,2%

### *Fairer Wert 0,344 Euro je Aktie*

Auf dieser Grundlage sehen wir den Unternehmenswert derzeit bei 98,4 Mio. SGD bzw. 56,3 Mio. Euro. Dabei wurde ein Diskontierungssatzes von 9,8 Prozent (bestehend aus der Rendite der 10-jährigen Singapur Staatsanleihen (2,4 Prozent), einer langfristigen Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,4) sowie eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent ab 2018 zugrunde gelegt. Je Aktie entspricht das 0,344 Euro bzw. 0,60 SGD. Damit liegt das Kursziel trotz der zwischenzeitlichen Verwässerung

nicht nur über unserer letzten Schätzung, sondern auch um fast 200 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Nach dem durchwachsenden Eindruck zum Halbjahr 2009 konnte der Spezialist für Klima- und Schaltanlagen mit seinen Geschäftszahlen für das gesamte vergangene Jahr nun vollauf überzeugen. Der Gewinn ist zwar im Vorjahresvergleich um mehr als die Hälfte geschrumpft, doch gegenüber den ersten sechs Monaten des Krisenjahres bedeuteten die erzielten Werte einen beeindruckenden Turnaround. In der separaten Betrachtung hat das zweite Halbjahr damit dynamisches Wachstum mit hoher Profitabilität gebracht. Angesichts des weiterhin boomenden Immobilienmarktes in Singapur ist auch für dieses und nächstes Jahr mit einer Fortsetzung dieser positiven Entwicklung zu rechnen. Gleichzeitig steigen dadurch auch die Chancen, dass der vereinbarte Verkauf der neuen Firmenzentrale nun doch erfolgreich zum Abschluss gebracht werden kann und dem Unternehmen dadurch weit über 20 Mio. SGD (netto, nach Schuldentilgung) zufließen, bei einem außerordentlichen Gewinn von 9,5 Mio. SGD. Alles in allem sehen wir uns in unserer bisherigen Einstellung zu Natural Cool bestätigt, wir bekräftigen unser Kaufurteil mit dem Kursziel 0,344 Euro.

## 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](mailto: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
14.10.2009	0,096 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 Wertsteigerung 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 Studiererstellung 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.