

# Report

Aktien | Deutschland | Chemie  
09.09.2011

# Nabaltec AG



**Empfehlung: Kaufen**  
**Risiko: Hoch**  
**Akt. Kurs: EUR 8,21**  
**Fairer Wert: EUR 15,0**

**Sektor: Chemie**  
**Reuters Code: NTGG.F**  
**Bloomberg Code: NTG GR**

Internetseite: [www.nabaltec.de](http://www.nabaltec.de)

Fiskaljahrende: Dezember

## Handelszahlen:

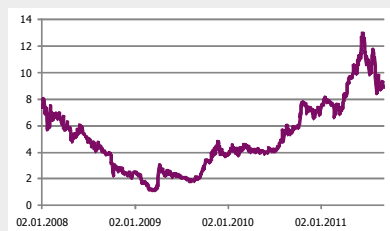
Hoch –Tief 52w (EUR): 13,39 – 5,30

Kapitalisierung (in EUR Mio.): 71,2

Ausst. Aktien (in Mio.): 8,0

Free Float: 37,7%

## Kursverlauf:



## Finanzkalender:

29. November 2011: Q3 2010

**Datum und Zeitpunkt der Kurse:**  
**09. September 2011, 9:30 MEZ**

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA

VEM Aktienbank

[r.saier@vem-aktienbank.de](mailto:r.saier@vem-aktienbank.de)

T +49 (0) 89 30 903 - 4881

**Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 20**

## Das Wachstum sollte anhalten

Die Finanzmärkte sind schwach, die Kurse fallen; auch die Aktien der Nabaltec AG verzeichneten Verluste.

Allerdings steht das Unternehmen aktuell so gut da wie noch nie. Die Umsätze des zweiten Quartals 2011 stiegen gegenüber dem Vergleichsquartals des Vorjahres um hervorragende 19,6% auf EUR 34,78 Mio.. Die Gewinnentwicklung überzeugt uns noch mehr. Die Q2 2011 Nettomarge betrug erstaunliche 6,1%, was einem Nettogewinn von EUR 2,13 Mio. entspricht.

Wir sehen aktuell keinen Anlass, unser positives Zukunftsszenario zu revidieren und rechnen für die Nabaltec AG in 2011 und 2012 weiterhin mit überproportional starken Wachstumsraten und mit positiven steigenden Nettoergebnissen.

Unser fairer Wert pro Aktie liegt bei EUR 15,0, was einem Unternehmenswert von EUR 120 Mio. entspricht.

Wir raten, die Aktie zu kaufen.

## Hauptpunkte

- > Die Nachfrage nach „Funktionalen Füllstoffen“ und „Technischer Keramik“ dürfte weiter ansteigen. Vor allem im Ausland sind aktuell hohe Wachstumsraten zu verzeichnen. Die Auftragsbücher sind und bleiben voll.
- > Das Unternehmen hat stark in die Entwicklung neuer Produkte investiert. Additive und Böhmit sollten künftig ein nicht unerheblicher Treiber für hohe Umsätze und Gewinne sein.
- > Das Unternehmen wird auch künftig relativ hohe Kapitalausgaben haben. Wir rechnen in 2011 mit einem Betrag von EUR 15 Mio.

## Finanzen

Für 2011 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 23% auf EUR 138,6 Mio. Der Nettogewinn sollte EUR 6,36 Mio. betragen, was einer Nettogewinnmarge von 4,6% entspricht. Für 2012 rechnen wir mit einem nochmaligen Umsatzwachstum von 15% auf EUR 159,4 Mio. und einer erneuten Nettomargenexpansion auf 5,8%.

## Bewertung

Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell. Zur Kalkulation verwendeten wir einen Abdiskontierungsfaktor von 9,0%.

(in EUR tsd.)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Umsatz	88.109	96.277	73.060	112.701	138.656	159.455
EBITDA Marge	9,5%	9,7%	5,1%	12,7%	15,2%	15,9%
EBIT Marge	4,5%	4,3%	-3,7%	5,8%	10,0%	11,0%
Nettogewinn	659	(182)	(5.365)	2.091	6.360	9.273
Gewinn Pro Aktie	0,30	0,14	(0,63)	0,22	0,67	1,03
Kurs/Umsatz			0,89	0,57	0,47	0,41
Kurs/Gewinn			n.m.	n.m.	10,2	7,0
Kurs/Buchwert			1,44	1,62	1,54	1,34

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
SWOT Analyse	4
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren	4
Bewertung	5
DCF Bewertung	5
Sensitivitätsanalyse	6
Profil	7
Das Geschäftsmodell	7
Management und Mitarbeiter	9
Investitionen	9
Die Aktionärsstruktur	9
Die Wachstums- und Werttreiber	11
Weiterhin hohe Nachfrage nach etablierten Produkten und steigende Marktanteile	11
Neue Einsatzgebiete - neues Produktsegment: Additive und Böhmit	12
Wachstumsmarkt Ausland	13
Finanzen	14
2. Quartal 2011 – sehr erfreulich	14
Positives Gesamtjahr 2011 und 2012 erwartet	15
Anhang - Finanzberichte	17
Gewinn- und Verlustrechnung	17
Bilanz	18
Kapitalflussrechnung	19
Anhang – Legal Disclaimer	20

## Executive Summary

- Die Ergebnisse des zweiten Quartals 2011 waren hervorragend und demonstrieren abermals die operative Stärke des Unternehmens. Die Umsätze stiegen um erstaunliche 19,6% auf EUR 34,78 Mio. Die EBIT Marge betrug erfreuliche 12,9%. Wir bleiben für das Gesamtjahr positiv und rechnen für 2011 mit einem Gesamtumsatz von EUR 138,6 Mio., was einer Steigerung von 23% gegenüber dem Vorjahr gleichkommt. Die Nettomarge sollte deutlich auf 4,6% ansteigen. Dies entspricht einem Nettogewinn von EUR 6,36 Mio. Die Verschuldung bleibt aufgrund des hohen Investitionsbedarfs hoch.
- Aktuell besteht weltweit eine große Angst vor einer erneuten globalen Rezession. Nabaltecs Umsätze könnten davon negativ betroffen sein. Allerdings sind die Auftragsbücher des Unternehmens voll, die Branche ist immer noch durch Preissteigerungen gekennzeichnet, neue Produkte der Nabaltec AG dürften für zusätzlichen Umsatz sorgen. Zudem dürften Marktanteilsgewinne des Unternehmens einen zusätzlichen Stimulus geben. Somit sehen wir aktuell keine Gefahr, dass das Unternehmen in 2011 und 2012 auf der operativen Seite nicht erfolgreich sein sollte.
- Die Nabaltec AG fokussiert sich auf die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Produkten basierend auf Aluminiumhydroxid und Aluminiumoxid. Das Unternehmen mit seinen aktuell 388 Mitarbeitern konzentriert sich dabei auf zwei Unternehmensbereiche: „Funktionale Füllstoffe“ für die Kunststoff- sowie die Kabelindustrie und „Technische Keramik“, für die Keramik-, Feuerfest- und Poliermittelindustrie.
- Das Unternehmen sollte weiterhin vor allem wegen einer besseren Produktqualität im Vergleich zu den Wettbewerbern Marktanteile gewinnen. Mittlerweile gehört die Nabaltec AG in den Bereichen „Funktionale Füllstoffe“ (Flammschutzmittel) sowie „Technische Keramik“ (Keramische Massen) zu den Marktführern.
- Neue Produkte - wie das neue Additiv ACTILOX CAHC (vor allem eingesetzt im Bereich PVC) und Böhmit für die Elektronikindustrie – dürften in den nächsten Jahren als Katalysator für ein überproportionales Umsatz- wie auch Gewinnwachstum dienen.
- Unser fairer Unternehmenswert der Nabaltec AG liegt bei EUR 120 Mio., was einem Wert von EUR 15,0 pro Aktie entspricht. Der aktuelle Aktienpreis von 8,2 EUR ist somit deutlich unter unserem Kursziel und wir erwarten mittelfristig eine Anpassung des Aktienkurses an den Zielkurs. Zur Aktienkursbestimmung haben wir ein DCF Model herangezogen.

## SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oligopolistisches Wettbewerbsumfeld und hohe Eintrittsbarrieren erleichtern die Konkurrenzsituation und machen Nabaltec zum bevorzugten Anbieter</li> <li>• Hervorragende Produkteigenschaften und langjährige Erfahrung schaffen ein großes Kundenvertrauen und führen zu Marktanteilsgewinnen</li> <li>• Neue Produkte sollten in den nächsten Jahren zu einem Wachstumsschub beim Umsatz und gleichzeitig zu einer Erhöhung der operativen Gewinnmarge beitragen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine hohe Verschuldung führt zu hohen Zinszahlungen, was die Gewinnentwicklung deutlich beeinträchtigt</li> <li>• Ausgeprägte Rohstoffabhängigkeit und hoher Energiebedarf machen das Ergebnis abhängig von Preisentwicklungen in diesen Bereichen</li> <li>• Generell ist das Geschäftsmodell noch durch geringe Gewinnmargen gekennzeichnet</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gesetzliche Rahmenbedingungen (Flamm- und Umweltschutz) zwingen vermehrt zum Einsetzen von flammhemmenden Stoffen, was langfristig zu einem überproportional hohen Umsatzwachstum führen sollte</li> <li>• Fortdauernde Investitionen in Forschung und Entwicklung ermöglichen die Entdeckung neuer innovativer Produkte und Anwendungsmöglichkeiten</li> <li>• Überproportional starkes Wachstumspotenzial in bislang unterrepräsentierten Regionen wie Asien.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das neue Additiv ist immer noch nur teilweise auf dem Markt erprobt und könnte die erhofften Umsatzziele nicht erreichen</li> <li>• Der Produkteinsatz in zyklische Sektoren macht das Unternehmensergebnis volatil und abhängig von der Wirtschaftsentwicklung</li> </ul>

## Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Am 29. November 2011 wird das Unternehmen die Zahlen für das dritte Quartal 2011 bekannt geben und liefert eventuell einen Überblick über das aktuelle Geschäftsumfeld.
- Das Management des Unternehmens wird weiterhin Investorengespräche und Roadshows durchführen. Dies sollte einen positiven Einfluss auf die Aktienentwicklung haben.

## Bewertung

Wir errechnen einen fairen Unternehmenswert der Nabaltec AG mittels eines Discounted Cash Flow (DCF) Modells. Es ist uns durchaus bewusst, dass diese Methodik einige Risiken beinhaltet. Deshalb haben wir zusätzlich eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um verschiedene Szenarien („best case“/„worst case“) durchspielen zu können, damit wir zu einem plausiblen und realistischen Unternehmenswert gelangen können.

Wir erachten eine Unternehmensbewertung mittels einer Peer Gruppen Analyse als ungeeignet. Eine sinnvolle Gruppe vergleichbarer Unternehmen kann unserer Meinung nach nicht zusammengestellt werden. Entweder sind die Konkurrenten der Nabaltec AG in privater Hand und somit sind keine Gewinnsschätzungen abrufbar oder sie gehören zu großen multinationalen Unternehmen und erwirtschaften nur einen kleinen Teil ihres Gesamtumsatzes mit vergleichbaren Produkten.

Die DCF Methode ergab einen fairen Unternehmenswert von EUR 120 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 15,0 entspricht. Wir raten zum Kauf.

## DCF Bewertung

Wir verwendeten den Free Cash Flow to Equity (FCFE), um den DCF Wert des Eigenkapitals der Nabaltec AG zu berechnen. Als langfristige Wachstumsrate nahmen wir einen Wert von 2,5% p.a. an. Wir verwendeten Kapitalkosten von 9,0%.

### DCF Model

( in EUR tsd)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Nettoeinkommen	2.091,00	6.360,41	9.273,25	8.349,04	9.016,97	8.513,08	8.271,87	7.429,65
(+) Abschreibungen und Amortization	7.776,00	7.268,87	7.784,28	8.770,00	9.471,60	10.134,62	10.742,69	11.172,40
(-) Cash flow aus working capital	-	1.662,55	1.125,62	877,00	947,16	1.013,46	1.074,27	1.117,24
(-) Investitionsaufwand	(7.493,00)	(15.000,00)	(13.000,00)	(8.770,00)	(9.471,60)	(10.134,62)	(10.742,69)	(11.172,40)
(-) Schuldenveränderung	-	-	(1.980,45)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)
<b>FCFE</b>	<b>2.374,00</b>	<b>291,83</b>	<b>3.202,69</b>	<b>8.226,04</b>	<b>8.964,13</b>	<b>8.526,54</b>	<b>8.346,14</b>	<b>7.546,89</b>
<b>FCFE adjustiert</b>	<b>2.374,00</b>	<b>291,83</b>	<b>3.202,69</b>	<b>8.226,04</b>	<b>8.964,13</b>	<b>8.526,54</b>	<b>8.346,14</b>	<b>7.546,89</b>
<b>PV der FCFE</b>	2.374,00	284,12	2.860,66	6.740,86	6.739,16	5.880,90	5.281,17	4.381,13
<b>Summe der PV of FCFE - 1. Phase</b>	9.885,64							
<b>Summe der PV of FCFE - 2. Phase</b>	22.282,36							
Langfristige Wachstumsrate	2,5%							
Terminal Value	119.008,60							
<b>PV des Terminal Values</b>	69.087,03							
<b>PV des FCFE</b>	101.255,03							
(+) Liquide Mittel	18.957,00							
	<b>120.212,03</b>							

Quelle: VEM Aktienbank

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% von Total
PV - 1. Phase	9.885,64	8,2%
PV - 2. Phase	22.282,36	18,5%
PV des Terminal Values	69.087,03	57,5%
Cash	18.957,00	15,8%
<b>Unternehmenswert</b>	<b>120.212,03</b>	<b>100,0%</b>

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	9,00%
Beta	1,00
Risikoprämie	6,5%
Risikoloser Zinssatz	2,5%

Quelle: VEM Aktienbank

## Sensitivitätsanalyse

Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse zeigen, dass die Nabaltec auch unter aggressiven Annahmen günstig bewertet ist.

### Übersicht Sensitivität

Unternehmenswert in EUR tsd.							Wert pro Aktie in EUR						
Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	Wachstumsrate	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
<b>WACC</b>							<b>WACC</b>						
7,5%	127.177	133.767	141.555	150.900	162.323	176.601	7,5%	15,90	16,72	17,69	18,86	20,29	22,08
8,0%	119.279	124.790	131.220	138.818	147.936	159.081	8,0%	14,91	15,60	16,40	17,35	18,49	19,89
8,5%	112.431	117.092	122.469	128.743	136.157	145.054	8,5%	14,05	14,64	15,31	16,09	17,02	18,13
9,0%	106.437	110.416	114.964	120.212	126.334	133.570	9,0%	13,30	13,80	14,37	15,03	15,79	16,70
9,5%	101.145	104.572	108.456	112.895	118.016	123.992	9,5%	12,64	13,07	13,56	14,11	14,75	15,50
10,0%	96.439	99.412	102.758	106.549	110.881	115.881	10,0%	12,05	12,43	12,84	13,32	13,86	14,49
10,5%	92.226	94.824	97.726	100.992	104.693	108.922	10,5%	11,53	11,85	12,22	12,62	13,09	13,62
11,0%	88.433	90.715	93.251	96.085	99.273	102.886	11,0%	11,05	11,34	11,66	12,01	12,41	12,86
11,5%	85.000	87.016	89.244	91.720	94.487	97.600	11,5%	10,63	10,88	11,16	11,47	11,81	12,20
12,0%	81.877	83.667	85.636	87.812	90.229	92.931	12,0%	10,23	10,46	10,70	10,98	11,28	11,62
12,5%	79.025	80.621	82.369	84.291	86.417	88.778	12,5%	9,88	10,08	10,30	10,54	10,80	11,10
13,0%	76.409	77.838	79.397	81.104	82.982	85.058	13,0%	9,55	9,73	9,92	10,14	10,37	10,63

Quelle: VEM Aktienbank

## Profil

Das 1994 gegründete Unternehmen fokussiert sich auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Spezialprodukten basierend auf Aluminiumhydroxid (ATH), Aluminiumoxid und anderen Rohmaterialien. Die Nabaltec AG produziert quasi weißes Pulver, was bei der Herstellung verschiedenster Produkte in der Kunststoff-, Kabel-, Keramik-, Feuerfest- sowie Poliermittelindustrie weltweit ihren Einsatz findet.

Die deutschen Produktionsstätten sind in Schwandorf, wo sich gleichzeitig der Hauptsitz befindet, und in Kelheim. Im Jahre 2006 kam die Nashtec L.P. (Corpus Christi, Texas/USA) hinzu; ein US Joint Venture mit Sherwin Alumina. Die Nabaltec AG hält daran 51% der Anteile.

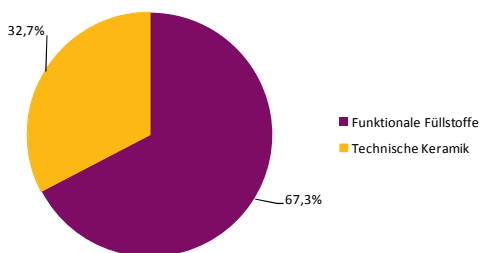
Das Unternehmen hat aufgrund seines anhaltenden operativen Erfolgs die Mitarbeiterzahl in 2011 deutlich erhöht. Aktuell sind weltweit ca. 400 Personen beschäftigt.

## Das Geschäftsmodell

Das Unternehmen konzentriert sich auf zwei Unternehmensbereiche - „Funktionale Füllstoffe“ und „Technische Keramik“. Im Geschäftsjahr 2010 wurde damit ein Gesamtjahresumsatz von EUR 112,7 Mio. erzielt; 54,2% höher als die Umsätze im Krisenjahr 2009. Der operative Gewinn lag bei EUR 6,5 Mio., was einer EBIT Marge von 5,8% entspricht.

Die Umsätze verteilen sich seit Jahren relativ ähnlich auf die Unternehmensbereiche. Im Geschäftsjahr 2010 entfielen ca. zwei Drittel des Gesamtumsatzes auf den Bereich „Funktionale Füllstoffe“.

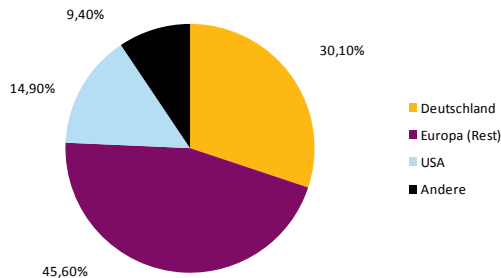
### Verteilung nach Geschäftsbereichen (Fiskaljahr 2010)



Quelle: Nabaltec AG

Nabaltecs Hauptabsatzmarkt ist mit einem Anteil von 75,7% am Gesamtumsatz Europa, wobei Deutschland innerhalb Europas den mit Abstand größten Markt darstellt (siehe Graphik). Nach Europa sind die USA der zweitwichtigste Markt. Dieser wuchs in den letzten zwei Jahren auch überproportional stark.

### Gesamtumsatz nach Regionen (Fiskaljahr 2010)



Quelle: Nabaltec AG

### Funktionale Füllstoffe

Aus Aluminiumhydroxid und Magnesiumhydroxid werden halogenfreie flammhemmende Füllstoffe (d.h. Produkte ohne Fluor, Chlor, Brom) hergestellt. Diese haben die Eigenschaft, dass sie sowohl rauchgasmindernd (Erhöhung der Fluchtzeit) sowie weder toxisch (Kohlenmonoxidreduktion um ca. ein Drittel) noch umweltschädlich sind.

Eingesetzt werden die Produkte in der Kunststoffindustrie in Kabeln, Isolierungen und Dämmstoffen. Diese wiederum finden ihren Einsatz im Immobilienbereich, in der Elektronik und bei Transportmitteln (Autos, Flugzeuge, Züge).

Die Füllstoffe sind zum Teil patentiert und werden unter anderem unter den Produktnamen APYRAL® und APYMAG® vertrieben und diversen Kunststoffen beigemischt.

Hauptabsatzgebiet für funktionale Füllstoffe ist Europa, gefolgt von den USA.

Im Gesamtjahr 2010 wurde mit dem Segment „Funktionale Füllstoffe“ ein Umsatz von EUR 75,9 Mio. erzielt; erfreuliche 51,2% mehr als im Krisenjahr 2009. Die operative Gewinnmarge lag bei 4,5%, nachdem diese in 2009 noch negativ war.

### Technische Keramik

Technische Keramik hat eine extrem hohe Abriebfestigkeit (nach Diamant gehört Aluminiumoxid zu den härtesten Mineralien), ist sehr form- und temperaturbeständig, ist nicht leitend, korrosionsresistent und widerstandsfähig gegen chemische und biologische Einflüsse. Auch hier ist das Hauptabsatzgebiet mit großem Abstand Europa, vor allem Deutschland.

Die Produkte finden ihren Haupteinsatz in Ofen-Auskleidungen in der Stahlindustrie. Generell werden sie in der Feuerfestindustrie, der Poliermittelindustrie, bei der Herstellung von Verschleißkeramik und in der Elektrokeramik verwendet.



Spezial-Aluminiumoxide werden unter verschiedenen Markennamen wie NABALOX®, SYMOLOX® und GRANALOX® vertrieben. Aus diesen Produkten entstehen keramische Rohstoffe und Massen, die höchsten Anforderungen und Belastungen standhalten können.

Mit dem Produktsegment „Technische Keramik“ erzielte die Nabaltec AG im Geschäftsjahr 2010 einen Umsatz von EUR 36,8 Mio.; ein Umsatzplus von 60,7%. In diesem Zeitraum betrug die operative Gewinnmarge hervorragende 8,4%.

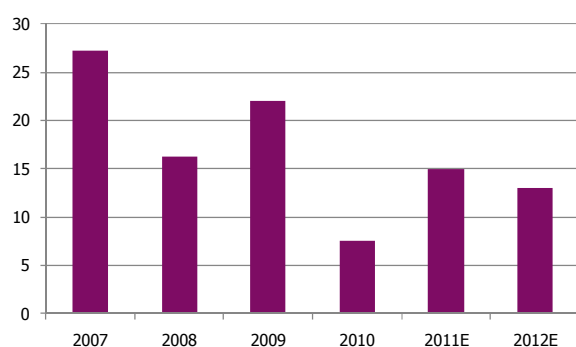
### Management und Mitarbeiter

Das Top Management der Nabaltec AG hat sich in den letzten Jahren nicht verändert und besteht aus den beiden Vorständen Gerhard Witzany und Johannes Heckmann. Beide Vorstände zeichnen sich durch hohe Kompetenz, ein breites Netzwerk und eine jahrelange Erfahrung aus. Sie sind erheblich am Unternehmen beteiligt (siehe Kapitel „Aktionärsstruktur“), was ein großes Engagement für das Unternehmen garantieren sollte.

### Investitionen

Das Geschäftsmodell ist sehr kapitalintensiv. Neue Maschinen, welche zur Expansion benötigt werden, sind von enormen Ausmaßen und dementsprechend hochpreisig. Allerdings hat die Nabaltec AG in den letzten Jahren massiv investiert und somit sind die Zeiten von überproportional hohen Investitionen unserer Meinung nach vorbei. Trotzdem rechnen wir auch 2011 und 2012 mit Investitionen im unteren zweistelligen Millionen Bereich.

**Jährliche Kapitalausgaben in EUR Mio.**



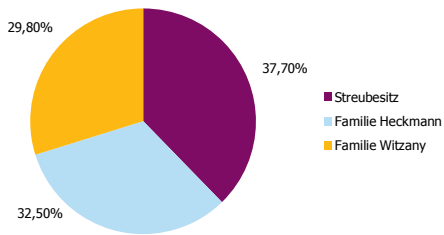
Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

### Die Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur hat sich in den letzten Monaten kaum verändert; mehr als 60% der Aktien befinden sich in den Händen des Managements. Es scheint kurz- bis mittelfristig nicht geplant zu sein,

Anteile zu verkaufen. Die Familien Heckmann (32,5% der Aktien) und Witzany (29,8% der Aktien) halten den Großteil der Aktien. Etwas mehr als 37% befinden sich im Freefloat.

**Aktuelle Aktionärsstruktur**



Quelle: Nabaltec AG

## Die Wachstums- und Werttreiber

Die Nabaltec AG ist momentan optimal positioniert. Die Auftragsbücher sind gefüllt, die Nachfrage ist hoch. Zwar existieren aktuell starke Bedenken über die Stabilität der weltweiten Wirtschaftsentwicklung, wir sehen allerdings keinen Anlass, nicht an die Wert- und Wachstumstreiber des Unternehmens zu glauben.

### Weiterhin hohe Nachfrage nach etablierten Produkten und steigende Marktanteile

Das generell hohe Wachstumspotenzial der bestehenden Produktpalette bleibt in Takt. Diverse unabhängige Forschungsunternehmen wie Frost & Sullivan oder die Freedonia Group Inc. bestätigen dies durch ihre Forschungsergebnisse.

Wir gehen somit davon aus, dass der Markt für „Funktionale Füllstoffe“ im mittleren bis oberen einstelligen Bereich wachsen sollte. Hauptgrund hierfür sind weiterhin neue weltweite Regulierungen zum Personenschutz in Transportmitteln wie auch in der Bauwirtschaft, wo besondere Sicherheitsaspekte erforderlich sind (keine Feuerentwicklung).

Auch im Segment „Technische Keramik“ rechnen wir längerfristig mit guten Wachstumsraten. Für „Technische Keramik“ sollte das Marktwachstum jährlich 5% betragen. Bestimmt wird hier das Wachstumspotenzial hauptsächlich von der weltweiten Wirtschaftsentwicklung.

Zudem erwarten wir in beiden Segmenten „Funktionale Füllstoffe“ wie auch „Technische Keramik“, dass das Unternehmen seine zum großen Teil schon dominierende Marktstellung weiter ausbauen sollte; dies hauptsächlich wegen der im Vergleich zur Konkurrenz höheren Produktqualität.

Das Wettbewerbsumfeld der Nabaltec AG ist quasi seit Jahren unverändert. Aufstrebende, neue Konkurrenten gibt es nicht. Hierfür sind die Markteintrittsbarrieren viel zu hoch und die Investitionen sind immens.

Somit befindet sich die Nabaltec AG in einer oligopolistischen Wettbewerbssituation. Meist sind es kleine Tochterunternehmen von großen multinationalen Chemiefirmen oder kleinere bis mittelgroße Firmen in privater Hand.

Seit Jahren gehört die Nabaltec AG in allen Geschäftsbereichen zu den Topanbietern. In den Bereichen „Funktionale Füllstoffe“ sowie „Technische Keramik“ (Bereich Keramische Massen) ist das Unternehmen Hauptanbieter.

Nur im Segment „Technische Keramik“ (Bereich Keramische Rohstoffe) gehört das Unternehmen nicht zu den Top 3 und nimmt den vierten Rang ein.

**Rangliste unter den Wettbewerbern (Stand 2010)**

Rangfolge	Funktionale Füllstoffe	Technische Keramik Keramische Rohstoffe	Technische Keramik Keramische Massen
1	<b>Nabaltec AG</b>	Almatis	<b>Nabaltec AG</b>
2	Albemarle/Martinswerk	Rio Tinto Alcan	Albemarle/Martinswerk
3	MAL Magyar Aluminium	MAL Magyar Aluminium	Eggerding & Co.
4	Sumitomo	<b>Nabaltec AG</b>	

Quelle: Nabaltec AG

**Neue Einsatzgebiete - neues Produktsegment: Additive und Böhmit**

Die Nabaltec AG investiert in die Forschung und Entwicklung neuer Produkte. Ziel ist es, die Produktpalette weiter auszubauen und den Produktmix zu verbessern, was längerfristig nicht nur überproportional hohe Wachstumsraten garantieren sollte, sondern auch höhere Gewinnmargen zur Folge hätte.

Die neuen Additive sind ein hervorragendes Beispiel für eine erfolgreiche Realisierung einer neuen Produktentwicklung. Das Unternehmen hat seine neue Produktionsstätte für das patentierte Additiv unter dem Produktnamen ACTILOX® CAHC in Betrieb genommen. Es wurden ca. EUR 20 Mio. in ein neues Gebäude und modernste Anlagen investiert.

Angewendet wird das neue Additiv hauptsächlich in der PVC-Kunststoffproduktion. Anwendungsgebiete sind im Wesentlichen Fensterprofile, Kunststoffrohre und Rollläden. ACTILOX® CAHC schützt Kunststoffe dauerhaft vor Zersetzung, Licht und Sauerstoff. Zusätzlich hat es die Eigenschaft, frei von Schwermetallen, also umweltfreundlich, zu sein. Zusätzliches Wachstumspotenzial bietet Böhmit, mit dem die Elektronikindustrie, hier speziell die Leiterplattenhersteller, beliefert wird. Mit Böhmit ist es möglich, einen halogenfreien Flammenschutz zu gewähren und aufgrund der hohen Thermostabilität bleifrei zu löten. Auch hier erhoffen wir uns einen positiven Umsatzbeitrag in den nächsten Jahren.

Allerdings dauert es, bis man neue Kunden dauerhaft als Partner gewinnen kann. Für potenzielle Neukunden bedeutet der Einsatz eines neuen Produktes eine erhebliche Umstellung der Produktionsprozesse, was verständlicherweise mit einem nicht unerheblichen Risiko einhergeht. Dies hat zur Folge, dass Unternehmen die neuen Additive ausgiebig testen. Die Nabaltec AG ist schon mit einigen namhaften Interessenten seit langer Zeit in fortgeschrittenen Verhandlungen. Mit einigen befindet man sich sogar schon im dritten Auditing.

Wir sind somit zuversichtlich, dass die Nabaltec AG in Kürze den Abschluss neuer Verträge mit renommierten, weltweit aktiven Unternehmen bekanntgeben wird. Dies sollte dann dazu führen, dass das Unternehmen mittel- bis längerfristig überproportional hohe Wachstumsraten garantieren sollte.

## Wachstumsmarkt Ausland

Im Geschäftsjahr 2010 erzielte das Unternehmen bereits einen Umsatzanteil von ca. 70% im nicht deutschsprachigen Raum. Dieser sollte sich in den nächsten Jahren sogar noch erhöhen. In Europa rechnen wir mit überproportional hohen Wachstumsraten u. a. in den in den letzten Jahren schwachen Regionen Portugal und Spanien.

In Asien ist der Umsatzanteil der Nabaltec AG immer noch einstellig. Dort ist das Unternehmen immer noch relativ schwach vertreten. Hier wird die Nachfrage nach Nabaltec Produkten zukünftig allerdings vor allem aufgrund von neuen Flamm- und Umweltschutzbedingungen stark wachsen, auch wenn sich die Wirtschaftsentwicklung in Teilen Asiens eventuell leicht verlangsamen wird.

Die Nabaltec ist hervorragend positioniert, um von diesem Trend in Asien zu profitieren. Hier wird die Nashtec LLC. – die US-Tochter der Nabaltec AG - eine wichtige Rolle spielen, da ein signifikanter Anteil der Produkte aus dem Werk in Texas nach Asien verschifft wird. Wir rechnen vor allem mit einer hohen Nachfrage aus den Wachstumsregionen China und Indien.

In den USA rechnen wir mit einer stabilen und guten Nachfrage. Überproportional hohes Wachstumspotenzial sehen wir in Lateinamerika. Ähnlich wie in Asien sind auch dort die Nabaltec AG Produkte noch wenig eingesetzt, dürften aber wegen geänderten Regulierungen in Zukunft eine hohe Nachfrage erfahren.

## Finanzen

### 2. Quartal 2011 – sehr erfreulich

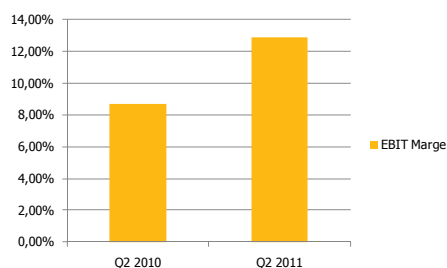
Das zweite Quartal 2011 war wie auch die Quartale davor sehr erfolgreich und demonstriert damit abermals die operative Stärke des Unternehmens.

Der Umsatz stieg in Q2 2011 gegenüber dem Vergleichsquartals des Vorjahres um erfreuliche 19,6% auf EUR 34,78 Mio.. Erfolgreich war man in allen Regionen und über beide Segmente. Preiserhöhungen trugen einen zusätzlichen Teil zum positiven Ergebnis bei.

Noch beeindruckender war für uns das operative Gewinnergebnis. Hier erreichte die Nabaltec AG eine EBIT Marge von 12,9%, was einem operativen Gewinn von EUR 4,5 Mio. entspricht. Das Unternehmen scheint es nun eindeutig geschafft zu haben, nachhaltig einen Gewinn zu erzielen. Dies demonstriert auch der Nettogewinn Q2 2011 von EUR 2,13 Mio. (entspricht einer Nettomarge von 6,1%).

Zwar sind die Zinsaufwendungen aufgrund des hohen Verschuldungsgrads mit EUR 1,79 Mio. weiterhin sehr hoch – und dies wird sich in Kürze auch nicht ändern – aber das Ergebnis kann sich sehr sehen lassen.

#### Entwicklung der EBIT Marge Q2 2011 versus Q2 2010 in %



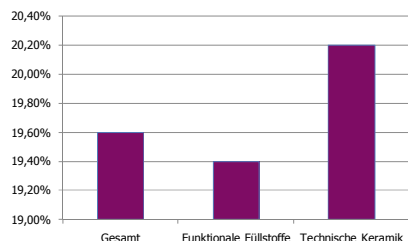
Quelle: Nabaltec AG

Sowohl „Funktionale Füllstoffe“ als auch „Technische Keramik“ trugen zu etwa gleichen Teilen zum positiven Umsatzwachstum bei.

Das Segment „Funktionale Füllstoffe“ wuchs im zweiten Quartal 2011 um 19,4% auf 23,43 Mio., der Umsatz im Bereich „Technische Keramik“ stieg leicht stärker um 20,2% auf EUR 11,35 Mio.. Im Vorjahr war die Wachstumsdiskrepanz zwischen den beiden Bereichen viel höher; dies zu Gunsten der „Funktionale Füllstoffe“.

Wir sehen dies als Zeichen der sehr guten wirtschaftlichen Verfassung, denn „Technische Keramik“ ist vom Charakter zyklischer als das andere Segment.

**Umsatzwachstum Q2 2011 versus Q2 2010 in %**

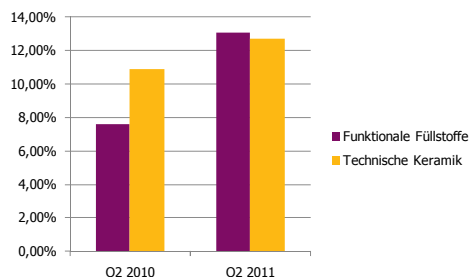


Quelle: Nabaltec AG

Wie gut sich das Unternehmen aktuell entwickelt, zeigt sich, wenn man die Gewinnentwicklung auf Segmentebene betrachtet. Hier erhöhte sich die Profitabilität vor allem im Bereich „Funktionale Füllstoffe“ beträchtlich. Betrug die EBIT Marge in diesem Segment in Q2 2010 noch 7,6%, so war sie in Q2 2011 schon zweistellig und zwar 13,1%; eine hervorragende operative Marge.

Aber auch im Segment „Technische Keramik“ konnte man die Gewinnmarge deutlich ausbauen. Hier wuchs sie von 10,9% in Q2 2010 auf 12,7% in Q2 2011.

**Entwicklung der EBIT Marge auf Segmentebene in %**



Quelle: Nabaltec AG

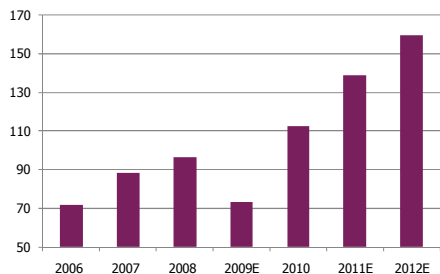
**Positives Gesamtjahr 2011 und 2012 erwartet**

Wir sehen keinen Anlass, unsere positive Einschätzung über die Unternehmensentwicklung der Nabaltec AG für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 zu ändern. Die Kapazitätsauslastung in den deutschen Werken ist hoch und auch das US Werk Nashtec LLC ist sehr gut ausgelastet. Preiserhöhungen sollten auch weiterhin möglich sein, die Werttreiber bleiben alle in Kraft.

Somit rechnen wir für das Geschäftsjahr 2011 mit einem Umsatzanstieg von 23% gegenüber dem Vorjahr, was einem Gesamtumsatz von EUR 138,66 Mio. entspricht. Wir gehen davon aus, dass beide Segmente „Funktionale Füllstoffe“ wie auch „Technische Keramik“ zu etwa gleichen Teilen für das Umsatzwachstum verantwortlich sein sollten.

Für 2012 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 15% auf EUR 159,9 Mio.. Ein Abschwächen des Umsatzes aufgrund rezessiver Tendenzen ist also nicht unser Szenario.

**Umsatzentwicklung in EUR Mio.**



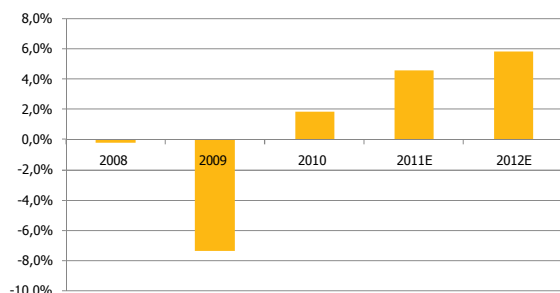
Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Auch auf der Gewinnseite bleiben wir positiv und könnten mit unseren Schätzungen sogar zu konservativ sein. Wir rechnen für 2011 mit einem operativen Gewinn von EUR 13,84 Mio. Dies entspricht einer EBIT Marge von 10%.

Für 2012 glauben wir, dass das Unternehmen die operative Marge nochmal um einen Prozentpunkt auf 11% ausweiten kann.

Auf der Nettoprofitseite bleiben wir ebenfalls positiv. Allerdings lasten die hohe Verschuldung und daher die hohen Zinsbelastungen auf dem Ergebnis. Dies dürfte sich in den nächsten Jahren nicht verändern, denn der Investitionsbedarf bleibt hoch. Dennoch gehen wir auch hier von einer deutlichen Margenexpansion aus. Für das Geschäftsjahr 2011 beträgt unsere Nettogewinnschätzung EUR 6,3 Mio. (Nettogewinnmarge 4,6%), für 2012 kalkulieren wir mit einem Nettoprofit von EUR 9,27 Mio. (Nettomarge 5,8%).

**Nettomargenentwicklung in %**



Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank



## Anhang - Finanzberichte

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR tsd.)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>56.499</b>	<b>61.319</b>	<b>71.578</b>	<b>88.109</b>	<b>96.277</b>	<b>73.060</b>	<b>112.701</b>	<b>138.656</b>	<b>159.455</b>
Wachstum in %		9%	17%	23%	9%	-24%	54%	23%	15%
Sonstiges	1.021	4.324	2.105	3.734	6.303	-679	-56	0	0
Wachstum in %		324%	-51%	77%	69%				
<b>Total</b>	<b>57.520</b>	<b>65.643</b>	<b>73.683</b>	<b>91.843</b>	<b>102.580</b>	<b>72.381</b>	<b>112.645</b>	<b>138.656</b>	<b>159.455</b>
Wachstum in %		14%	12%	25%	12%	-29%	56%	23%	15%
Materialaufwand in % des Umsatzes	-28.966 50,4%	-34.816 53,0%	-38.843 52,7%	-50.195 54,7%	-57.528 56,1%	-38.061 56,0%	-58.650 52,0%	-71.408 51,5%	-82.119 51,5%
<b>Rohergebnis</b>	<b>28.554</b>	<b>30.827</b>	<b>34.840</b>	<b>41.648</b>	<b>45.052</b>	<b>34.320</b>	<b>53.995</b>	<b>67.248</b>	<b>77.335</b>
Bruttomarge	49,6%	47,0%	47,3%	45,3%	46,8%	47,0%	47,9%	48,5%	48,5%
Personalkosten in % des Umsatzes	-12.036 21,3%	-12.817 20,9%	-13.867 19,4%	-15.648 17,8%	-17.109 17,8%	-15.595 21,3%	-19.017 16,9%	-21.870 15,8%	-24.057 15,1%
andere Kosten in % des Umsatzes	-11.020 19,5%	-12.209 19,9%	-13.608 19,0%	-17.649 20,0%	-18.625 19,3%	-14.992 20,5%	-20.654 18,3%	-24.265 17,5%	-27.905 17,5%
<b>EBITDA</b>	<b>5.498</b>	<b>5.801</b>	<b>7.365</b>	<b>8.351</b>	<b>9.318</b>	<b>3.733</b>	<b>14.324</b>	<b>21.114</b>	<b>25.374</b>
EBITDA Marge	9,7%	9,5%	10,3%	9,5%	9,7%	5,1%	12,7%	15,2%	15,9%
Abschreibungen	2.726	2.466	2.582	4.375	5.190	6.441	7.776	7.269	7.784
<b>EBIT</b>	<b>2.772</b>	<b>3.335</b>	<b>4.783</b>	<b>3.976</b>	<b>4.128</b>	<b>-2.708</b>	<b>6.548</b>	<b>13.845</b>	<b>17.590</b>
EBIT Marge	4,9%	5,4%	6,7%	4,5%	4,3%	-3,7%	5,8%	10,0%	11,0%
Finanzergebnis	-711	-915	-1.276	-2.805	-3.087	-4.323	-5.111	-5.364	-5.226
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>2.061</b>	<b>2.419</b>	<b>1.582</b>	<b>1.171</b>	<b>1.041</b>	<b>-7.031</b>	<b>1.437</b>	<b>8.481</b>	<b>12.364</b>
	3,6%	3,9%	2,2%	1,3%	1,1%	-9,6%	1,3%	6,1%	7,8%
Steuern vom Ertrag Steuersatz	750	922	761	512	1.223	-1.666	-654	2.120	3.091
				44%	117%	0%		25%	25%
Sonstige Steuern	-36	-37	-38						
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>1.275</b>	<b>1.460</b>	<b>783</b>	<b>659</b>	<b>-182</b>	<b>-5.365</b>	<b>2.091</b>	<b>6.360</b>	<b>9.273</b>
Nettomarge	2,2%	2,2%	1,1%	0,7%	-0,2%	-7,3%	1,9%	4,6%	5,8%
davon									
Anteilseigner des Mutterunternehmens				2.364	1.126	-5.047	1.779	5.360	8.273
Anteile anderer Gesellschafter				-1705	-1308	-318	312	1000	1000
<b>Gewinn pro Aktie (nach Minderheiten)</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>	<b>0,10</b>	<b>0,30</b>	<b>0,14</b>	<b>-0,63</b>	<b>0,22</b>	<b>0,67</b>	<b>1,03</b>
Anzahl der Aktien in tsd.	6.000	6.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000

Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

## Bilanz

(in EUR tsd)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
<b>AKTIVA</b>						
Sachanlagen	82.520	96.928	108.469	109.033	116.764	121.980
Immaterielle Vermögenswerte	265	364	233	216	216	216
Latente Steuern				1.310	1.310	1.310
<b>Anlagevermögen</b>	<b>82.785</b>	<b>97.292</b>	<b>108.702</b>	<b>110.559</b>	<b>118.290</b>	<b>123.506</b>
Vorräte	17.849	28.408	19.213	21.415	22.498	25.873
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände						
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.783	1.303	499	1.612	1.899	2.184
Sonstige Vermögensgegenstände	4.703	3.216	2.900	13.455	12.110	10.899
Liquide Mittel	1.676	1.942	497	18.957	19.249	22.452
Rechnungsabgrenzungsposten	7.062					
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>34.073</b>	<b>34.869</b>	<b>23.109</b>	<b>55.439</b>	<b>55.756</b>	<b>61.408</b>
<b>TOTAL</b>	<b>116.858</b>	<b>132.161</b>	<b>131.811</b>	<b>165.998</b>	<b>174.046</b>	<b>184.913</b>
<b>P A S S I V A</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>47.329</b>	<b>45.051</b>	<b>40.043</b>	<b>42.137</b>	<b>48.497</b>	<b>57.771</b>
Gezeichnetes Kapital	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Kapitalrücklage	29.764	29.764	29.764	29.764	29.764	29.764
Gewinnrücklage	9.707	9.707	9.707	9.711	9.711	9.711
Ergebnisvortrag	- 170	1.394	2.520	- 2.572	2.788	11.062
Konzernergebnis nach Steuern	2.364	1.126				
Sonstige Erfolgsneutrale EK Veränderungen	- 486	- 934	- 5.945	1.203	1.203	1.203
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter	- 1.850	- 4.006	- 4.003	- 3.969	- 2.969	- 1.969
<b>Rückstellungen</b>						
Sonstige Rückstellungen	1.528	930	868	354	354	354
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflich	9.606	9.643	11.078	13.053	14.358	15.794
<b>Verbindlichkeiten</b>						
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	20.374	27.377	47.197	39.609	39.609	37.629
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.401	9.497	6.066	11.244	11.738	13.499
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehm	7.240	6.171	4.927	4.951	4.703	4.939
Kurzfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	6.790	10.236	4.737	8.332	8.332	8.332
Sonstige Verbindlichkeiten	7.729	17.612	4.426	28.694	28.694	28.694
andere kurzfristige Verbindlichkeiten	1.037	1.093	10.393	14.908	14.908	14.908
Verbindlichkeiten aus Steuern	3.824	4.551	2.076	2.716	2.852	2.994
<b>TOTAL</b>	<b>116.858</b>	<b>132.161</b>	<b>131.811</b>	<b>165.998</b>	<b>174.046</b>	<b>184.913</b>

Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

## Kapitalflussrechnung

(in EUR tsd.)	2008	2009	2010	2011E	2012E
Konzernergebnis				6.360	9.273
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen				7.269	7.784
Veränderung der Rückstellungen				1.305	1.436
Sondereffekt aus Umstellung Factoring und anderes					
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva				-25	-2.449
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva				383	2.139
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>		<b>4.565</b>	<b>15.402</b>	<b>15.292</b>	<b>18.183</b>
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen		-20.336	-7.493	-15.000	-13.000
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>		<b>-20.336</b>	<b>-7.493</b>	<b>-15.000</b>	<b>-13.000</b>
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)					
Veränderung der Bankverbindlichkeiten					-1.980
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>		<b>14.372</b>	<b>10.520</b>	<b>0</b>	<b>-1.980</b>
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel		-1.399	18.429	292	3.203
Liquide Mittel am Anfang der Periode		1.942	497	18.957	19.249
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>		<b>1.942</b>	<b>497</b>	<b>18.957</b>	<b>22.452</b>

Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

## Anhang – Legal Disclaimer

### Legal Disclaimer

Die vorliegende Finanzanalyse ist nur zu Informationszwecken erstellt worden. Sie wurde auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen erstellt, die die VEM Aktienbank AG („VEM“) für zuverlässig hält. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der Informationen übernommen werden.

Weder VEM noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieser Analyse oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit dieser entstehen.

Diese Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bildet diese Analyse oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Analyse. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die vorliegende Analyse kann insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen.

Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen des Verfassers. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der VEM und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. VEM übernimmt keine Garantie dafür, dass die in dieser Analyse dargestellten Planzahlen erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen diese Analyse beruht, können einen materiellen Einfluss auf die aufgeführten Planzahlen haben.

Diese Analyse darf, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen natürlichen oder juristischen Personen zugänglich gemacht werden, die unter Article 19 (5) oder Article 49 (2) (a) bis (d) des Financial Services and Market Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 fallen und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Diese Finanzanalyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zum Kauf irgendeines Wertpapiers in den Vereinigten Staaten dar. Die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Analyse sind, sind nicht gem. dem US Securities Act zugelassen und dürfen weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, die nicht nach US-amerikanischen Wertpapierrecht zugelassen oder von der Zulassung nicht wirksam befreit sind. Die Verteilung dieser Analyse in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Dokuments und seines Inhalts im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsleitung der VEM Aktienbank AG gestattet.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptiert der Empfänger die vorgenannten Beschränkungen und jeglichen Haftungsausschluss.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Anlageurteil</u>	<u>Kursziel</u>
09.06.2009	EUR 2,40	Kaufen	EUR 3,75
11.09.2009	EUR 2,07	Kaufen	EUR 3,55
25.11.2009	EUR 4,74	Kaufen	EUR 5,50
05.03.2010	EUR 4,40	Kaufen	EUR 5,50
03.05.2010	EUR 4,15	Kaufen	EUR 5,50
25.08.2010	EUR 5,60	Kaufen	EUR 7,60
25.11.2010	EUR 7,20	Kaufen	EUR 8,60
20.04.2011	EUR 9,00	Kaufen	EUR 12,00
10.06.2011	EUR 9,50	Kaufen	EUR 15,00

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b des Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Finanzanalyse:**

**Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Mögliche Interessenkonflikte können bei Mitarbeitern der VEM, die die Analyse erstellt haben/ bei VEM als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen/ bei sonstigen für VEM oder die VEM-Gruppe tätigen und an der Erstellung der Analyse mitwirkenden Personen oder Unternehmen hinsichtlich folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.**

1. Es besteht eine wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen und/oder Unternehmen und dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.
2. Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.
3. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.
4. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten an den Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition (Shortposition) in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals des Emittenten.
5. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring).
6. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen treten für den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Makler (Corporate Broker) auf.
7. Die o.g. Personen und/oder 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 Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.
8. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen fungierten im Rahmen der Börseneinführung des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Emissionsbank oder Selling Agent.
9. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder erhielten in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.
10. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten von dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, Vergütungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder streben solche an.
11. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
12. Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.
13. Die o.g. Personen und/oder Mitglieder der Geschäftsleitung o.g. Unternehmen nehmen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahr.
14. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restrictedlist, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenskonflikt vorhanden ist, wird dieser offen gelegt.

Ersteller der vorliegenden Analyse:

**Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.**

**Für die Erstellung und Verbreitung verantwortliches Unternehmen:**

**VEM Aktienbank AG, Prannerstr. 8, 80333 München („VEM“)**

VEM ist als Kreditinstitut bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"), Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main, Deutschland, registriert und unterliegt der Aufsicht der BaFin.

**Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten (Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse Gespräche mit dem Management des betreffenden Unternehmens geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**Zusammenfassung der bei den Bewertungen angewandten Analysemethoden:**

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von VEM analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, die NAV-Analyse und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

VEM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings (in der Regel jeweils bezogen auf einen Zeithorizont von 6 Monaten) sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

**KAUFEN:** Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt  $\geq + 10 \%$ .

**HALTEN:** Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei  $> -10 \%$  und  $< +10 \%$ .

**VERKAUFEN:** Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt  $\leq - 10 \%$ .

Weitere Informationen zu den im Rahmen der vorliegenden Analyse angewandten Bewertungsmethoden finden sich im Abschnitt „Bewertung“.

#### **Vierteljahresübersicht**

VEM wertet einmal im Quartal die Verteilung ihrer Empfehlungen aus. In der Auswertung des zurückliegenden Quartals sind die Anteile der auf "Kaufen", "Halten" oder "Verkaufen" gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt, für die VEM in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht hat. Die Auswertung ist im Internet unter [www.vem-aktienbank.de](http://www.vem-aktienbank.de) einsehbar.

#### **Zusätzliche wichtige Informationen:**

**Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 09.09.2011**

**Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments: siehe erste Seite**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. VEM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.