

# Update

## Aktien - Deutschland

29.11.2011



## Nabaltec AG

Anlageempfehlung:	<b>Kaufen</b>
Risiko:	Mittel
Aktueller Preis:	EUR 6,45
Kursziel neu:	EUR 13,0
Kursziel alt:	EUR 15,0
Sektor:	Spezialchemie
Reuters Code:	NTGG.F
Bloomberg Code:	NTG GR
Internetseite:	www.nabaltec.de
Geschäftsjahr:	Dezember

### Handelszahlen

Kurs Hoch/Tief 52w:	EUR 13,00 - EUR 6,42
Marktkapitalisierung:	EUR 53,4 Mio.
ausstehende Aktien:	8,0 Mio.
Free Float:	38%

### Kursentwicklung



### Finanzkalender:

30. April 2012	Geschäftsbericht 2011
29. Mai 2012	Q1 2011

### Datum und Zeitpunkt der Kurse

**29.11.2011 um 10:30 (MEZ)**

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA, Analyst  
VEM Aktienbank AG  
089 30903 4881  
r.saier@vem-aktienbank.de

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 3

### Ergebnisse des dritten Quartal 2011 schwächen sich ab

Die Nabaltec AG hat die Ergebnisse des dritten Quartals 2011 bekannt gegeben. Nach sehr überzeugenden ersten zwei Quartalen verlief Q3 2011 schwächer. Im Vergleich zum Q3-Vorjahresquartal stieg der Umsatz zwar immer noch um 7,7% auf EUR 30,6 Mio., blieb damit aber dennoch leicht unter unseren Erwartungen zurück. Im Segment "Funktionale Füllstoffe" erzielte das Unternehmen eine deutliche Abschwächung. Hier stieg der Umsatz um relativ niedrige 2,7%, während das zweite Segment "Technische Keramik" mit einem Umsatzwachstum von 17,3% weiterhin sehr stark war. Der neue Bereich "Additive" - für die PVC Herstellung - entwickelt sich immer noch unter unseren Erwartungen. Mehrere potenzielle Kunden befinden sich zwar in unterschiedlichsten Testphasen, allerdings scheint es länger als erhofft zu dauern, bis ein Unternehmen sich endgültig dafür entscheidet, Nabaltecs Additiv auch wirklich einzusetzen.

In Q3 2011 betrug der operative Gewinn EUR 2,59 Mio., was einer Gewinnmarge von zufriedenstellenden 8,5% entspricht. Auf Segmentebene war die Nabaltec AG bei "Technischer Keramik" mit 9,6% margenstärker als mit "Funktionalen Füllstoffen". Hier betrug die EBIT Marge 6,3%.

Nabaltecs Zinslast ist aufgrund der Verschuldung weiterhin signifikant, so dass die Q3 2011 Nettogewinnmarge auf 1,56% sank. In Q3 2010 betrug diese noch 2,8%.

### Wir reduzieren unsere Prognosen für 2011 und 2012

Das langsamer als erwartet anziehende Geschäft vor allem mit dem Produkt "Additive" in Kombination mit einer generellen Verlangsamung des operativen Geschäftsgangs im dritten Quartal 2011 zwingt uns dazu, unsere Umsatz- und Gewinnprognosen für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 nach unten anzupassen.

Wir sind zwar weiterhin positiv, rechnen für 2011 nun aber mit einem Gesamtumsatz von EUR 128,8 Mio. (vormals EUR 138,6 Mio.). Für 2012 haben wir das Umsatzwachstum von 15% auf 10% reduziert und gehen 2012 von einem Gesamtumsatz von EUR 141,7 Mio. aus.

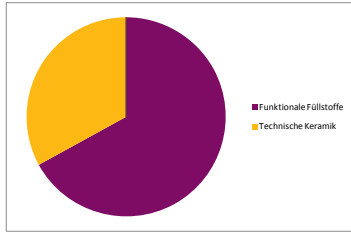
Auch auf der Gewinnseite glauben wir, dass unsere Erwartungen leider nicht erreicht werden können. Zwar glaubt das Management immer noch ihr EBIT Ziel von EUR 12,0 Mio. erzielen zu können, wir halten dies allerdings als zu optimistisch und gehen nun von einem operativen 2011 Gewinn von EUR 10,8 Mio. aus (vormals EUR 13,8 Mio.). Dennoch sollte die Nabaltec AG in der Lage sein, ihre EBIT Marge 2011 auf 8,4% auszubauen. 2010 betrug diese noch 5,8%. Für 2012 kalkulieren wir mit einer leichten Margenexpansion auf 8,5%.

### Kurszielreduktion auf EUR 13,0 von ehemals EUR 15,0

Nach einem Höhenflug im ersten Halbjahr 2011, kam die Aktie wieder deutlich unter Druck und befindet sich nun auf einem ähnlichen Niveau wie Anfang des Jahres. Grund für den Rückgang waren sicher das allgemein schwierige Börsenumfeld kombiniert mit der Befürchtung einer eventuellen Rezession.

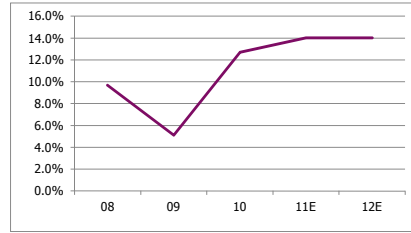
Unsere DCF Kalkulation ergab ein neuen, tieferen Unternehmenswert von EUR 13,0 pro Aktie. Dennoch ist die Aktie erheblich unterbewertet und wir empfehlen weiterhin zum Kauf.

**Umsatzverteilung (2010)**



Source: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

**Margenentwicklung EBITDA**



Source: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

**Unternehmensbeschreibung**

Die Nabaltec AG mit Sitz in Schwandorf/Oberplatz fokussiert sich auf die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Produkten basierend auf Aluminiumhydroxid und Aluminiumoxid. Das Unternehmen konzentriert sich auf zwei Unternehmensbereiche: "Funktionale Füllstoffe", dessen Produkte in der Kunststoff- sowie der Kabelindustrie ihre Anwendung finden und "Technische Keramik", deren Kunden aus der Keramik-, Feuerfest- und Poliermittelindustrie stammen. 2005 wurde in den USA ein Joint Venture mit Sherwin Alumina unter dem Namen Nasotec L.P. gegründet. Dort werden funktionale Füllstoffe produziert und vor allem an amerikanische und asiatische Kunden verkauft.

**Zusammenfassung Finanzen**

Jahresabschluss 31 Dezember

<b>Gewinn &amp; Verlustrechnung</b>	2008	2009	2010	2011E	2012E	<b>Cash Flow Statement</b>	2009	2010	2011E	2012E
in EUR tsd.						in EUR tsd				
Gesamtleistung	96.277	73.060	112.701	128.835	141.719	Jahresüberschuss			4.077	5.150
Veränderung in %		-24%	54%	14,3%	10,0%	Abschreibung (materiell/immateriell)			7.269	7.784
EBITDA	9.318	3.733	14.324	18.069	19.876	Veränderung in Working Capital			2.559	1.848
in % der Gesamtleistung	9,7%	5,1%	12,7%	14,0%	14,0%	Cash flow aus operativem Geschäft		15.402	13.905	14.782
EBIT	4.128	-2.708	6.548	10.800	12.092	Investitionen		-7.493	-15.000	-13.000
in % des Umsatzes	4,3%	-3,7%	5,8%	8,4%	8,5%	Finanzaktivitäten		10.520	0	-1.980
Nettogewinn	-182	-5.365	2.091	4.077	5.150	Free Cash Flow		18.429	-1.095	-198
in % der Gesamtleistung	-0,2%	-7,3%	1,9%	3,2%	3,6%	Dividenden			0	0
ausst. Aktienanzahl (in tsd.)	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	Netto Cash		18.429	-1.095	-198
EPS	-0,02	-0,67	0,26	0,51	0,64	Wechselkursbedingte Änderungen		31		
						Cashbestand Jahresanfang		497	18.957	17.862
						Cashbestand Jahresende	497	18.957	17.862	17.664

<b>Bilanz</b>	2009	2010	2011E	2012E	<b>Kennzahlen</b>	2011E	2012E
in EUR tsd.							
Langfristige Anlagen	108.702	110.559	118.290	123.506	Kurs/Gewinnverhältnis	12,7	10,0
Vorräte	19.213	21.415	20.905	22.995	Kurs/Umsatzverhältnis	0,40	0,36
Forderungen aus Lieferung und Leistung	3.399	15.067	13.874	12.840	Kurs/Buchwertverhältnis	1,22	1,12
Kasse	497	18.957	17.862	17.664	Dividendenrendite	0,0%	0,0%
Eigenkapital	40.043	42.137	46.214	51.364	Eigenkapitalquote	27%	29%
Rückstellungen	11.946	13.407	14.712	16.148	Steuerquote	25%	25%
Verbindlichkeiten	79.822	110.454	110.005	109.493			

Source: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

**SWOT Analyse**

**Stärken**

Oligopolistisches Wettbewerbsumfeld und hohe Eintrittsbarrieren ermöglichen das Durchsetzen von Preiserhöhungen.

Durch verbesserte gesetzliche Rahmenbedingungen (Flamm- und Umweltschutz) sollte langfristig ein überproportional hohes Umsatzwachstum erzielt werden können.

Hervorragende Produkteigenschaften schaffen großes Kundenvertrauen und führen zu Marktanteilsgewinnen.

**Chancen**

Das neue Additiv ACTILOX CAHC sollte zu einem Wachstumsschub beim Umsatz und gleichzeitig zu einer Erhöhung der operativen Gewinnmarge beitragen.

Fortdauernde Investitionen in Forschung und Entwicklung ermöglichen die Entdeckung neuer innovativer Produkte und Anwendungsmöglichkeiten.

Bis jetzt ist das Unternehmen vor allem in Asien nur unterdurchschnittlich präsent. Wir erwarten ein hohes Absatzpotential in diesen Ländern.

**Schwächen**

Ausgeprägte Rohstoffabhängigkeit und hoher Energiebedarf machen das Ergebnis abhängig von Preisentwicklungen in diesen Bereichen.

Bis jetzt hat das Unternehmen nur geringe Margen erzielt und aufgrund der hohen Verschuldung hohe Zinszahlungen zu leisten.

**Risiken**

Das neue Additiv ACTILOX CAHC ist noch nicht auf dem Markt erprobt und könnte die erhofften Umsatzziele nicht erreichen.

Der Unternehmenserfolg ist von der konjunkturellen Entwicklung abhängig.

## 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 geprüften 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
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 11,68	Kaufen	EUR 15,00
09.09.2011	EUR 8,20	Kaufen	EUR 15,0

## 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 verbundene 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.

Gesellschaft	Disclosure
Nabaltec AG	3 - 5 - 9-10

- 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.
- Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.
- 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.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreffen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring).
- 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.
- 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.
- 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.
- 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 Leistungsverprechen.
- 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.
- 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.
- Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.
- 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.
- 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 Interessenkonflikte vorzubeugen. Sofern ein Interessenkonflikt 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“), Lurgallee 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: 29.11.2011

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.