

Report

Aktien | Deutschland | Chemie
17.09.2012

Nabaltec AG



Empfehlung: Kaufen
Risiko: Hoch
Akt. Kurs: EUR 7,0
Fairer Wert: EUR 12,1

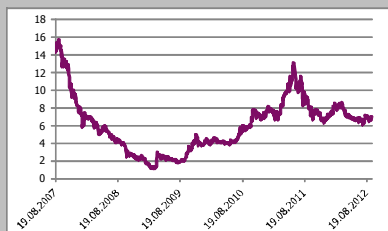
Sektor: Chemie
Reuters Code: NTGG.F
Bloomberg Code: NTG GR

Internetseite: www.nabaltec.de
Fiskaljahrende: Dezember

Handelszahlen:

Hoch –Tief 52w (EUR): 9,85 – 5,90
Kapitalisierung (in EUR Mio.): 56,0
Ausst. Aktien (in Mio.): 8,0
Streubesitz: 38,18%

Kursverlauf:



Finanzkalender:

29. November 2012: Q3 2012

Datum und Zeitpunkt der Kurse:
17. September 2012, 9:30 MEZ

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA
Analyst, VEM Aktienbank
r.saier@vem-aktienbank.de
T +49 (0) 89 30 903 - 4881

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 21

Unterbewertetes Chemieunternehmen

Der aktuelle Aktienkurs der Nabaltec AG ist von seinem Dreijahreshoch vom Juli 2011 weit entfernt. Fundamental begründen lässt sich der geringe Aktienpreis unserer Meinung nach nicht. Denn die fundamentalen Daten sind so gut wie nie. 2011 war ein Rekordjahr auf der Umsatz- wie auch auf der Gewinnseite und auch das erste Halbjahr 2012 überzeugte. Wir sind sehr zuversichtlich, dass das Unternehmen unsere Prognosen für 2012 erreicht und glauben auch an gute Wachstumsraten im Geschäftsjahr 2013.

Unser fairer Wert pro Aktie liegt bei EUR 12,1, was einem Unternehmenswert von EUR 96,5 Mio. entspricht. Wir raten, die Aktie zu kaufen.

Hauptpunkte

- > Das Unternehmen sollte auch in den nächsten Jahren vom allgemeinen Trend hin zu umweltfreundlichen und flammhemmenden Füllstoffen, und einer hohen Nachfrage nach keramischen Rohstoffen und Massen profitieren. Wir glauben an volle Auftragsbücher aus dem In- und Ausland.
- > Zusätzliches Wachstum erwarten wir mittelfristig durch positive Meldungen aus den neuen Bereichen Additive und Böhmit, in welche die Nabaltec AG in den letzten Jahren stark investiert hat.
- > Das Unternehmen wird auch in den nächsten Jahren durch einen hohen Verschuldungsgrad gekennzeichnet sein, der es erschweren sollte, auch in Zukunft hohe Nettomargen zu erzielen.

Finanzen

Für das Gesamtjahr 2012 gehen wir von einem Umsatz von EUR 135,3 Mio. aus, was einem Wachstum gegenüber 2011 von 5,0% entspricht. Der Nettogewinn sollte EUR 5,3 Mio. betragen - eine Nettogewinnmarge von 3,9%. Wir glauben auch in 2013 an eine positive Wirtschaftsentwicklung und somit an steigende Umsätze von abermals 5,0% gegenüber dem Vorjahr. Die Nettomarge sollte auf 4,4% ausgebaut werden können.

Bewertung

Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell. Der Abdiskontierungsfaktor betrug 9,0%.

(in EUR tsd.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatz	88.109	96.277	73.060	112.701	129.022	135.277	142.041
EBITDA Marge	9,5%	9,7%	5,1%	12,7%	15,9%	16,0%	16,0%
EBIT Marge	4,5%	4,3%	-3,7%	5,8%	9,7%	9,5%	9,7%
Nettogewinn	659	(182)	(5.365)	2.091	4.525	5.286	6.281
Gewinn pro Aktie	0,30	0,14	(0,63)	0,22	0,45	0,54	0,66
Kurs/Umsatz		0,77		0,50	0,43	0,41	0,39
Kurs/Gewinn			n.m.	n.m.	12,4	10,6	8,9
Kurs/Buchwert			1,24	1,40	1,33	1,19	1,07

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 und die historische Umsatz-/Gewinnentwicklung	7
Management	10
Investitionen	10
Die Aktionärsstruktur	11
Die Wachstums- und Werttreiber	12
Gute Nachfrage nach etablierten Produkten bleibt intakt	12
Neue Einsatzgebiete - neues Produktsegment: Additive und Böhmit	13
Wachstumsmarkt Ausland	14
Finanzen	15
1. Halbjahr 2012 – wie erwartet	15
Wachstum für 2012 und 2013 erwartet	16
Anhang - Finanzberichte	18
Gewinn- und Verlustrechnung	18
Kapitalflussrechnung	20
Anhang – Legal Disclaimer	21

Executive Summary

- Nach einem überzeugenden Jahr 2011 waren auch die Ergebnisse des ersten Halbjahres 2012 gut und demonstrieren abermals die operative Stärke des Unternehmens. Die Umsätze blieben zwar mit EUR 68,3 Mio. leicht unter dem Niveau des Vergleichshalbjahres 2011 (H1 2011: EUR 70,1 Mio.), dennoch ist das Unternehmen und auch wir unter Berücksichtigung einiger krisenreicher Absatzmärkte mit den Resultaten zufrieden. Die operative Marge im ersten Halbjahr betrug 9,8%.
- Wir bleiben für das Gesamtjahr positiv und rechnen für 2012 mit einem Umsatz von EUR 135,3 Mio., was einer Steigerung von 5,0% gegenüber dem Vorjahr gleichkommt. Die Nettomarge sollte 3,9% betragen. Dies entspricht einem Nettogewinn von EUR 5,3 Mio. Für das Geschäftsjahr 2013 sind wir ebenfalls positiv und erwarten eine abermalige Umsatzsteigerung um 5,0% auf EUR 142,0 Mio. Die Nettomarge sollte leicht auf 4,4% ansteigen.
- Ein generelles Abschwächen der internationalen Wirtschaftsentwicklung sehen wir als größtes Risiko in Bezug auf den Unternehmenserfolg der Nabaltec AG. Dieser ist nämlich stark von der globalen Wirtschaftsentwicklung abhängig. Denn die Hauptabsatzsegmente kommen aus Industrien wie Bau und Transport. Aktuell unterstellen wir ein durchwachsendes Wirtschaftsszenario. Deutschland verzeichnet immer noch ein leichtes Wirtschaftswachstum, vor allem die südlichen Länder dürften weiterhin leiden. China wächst weniger stark als in den vergangenen Jahren und auch die USA schwächelt immer noch. Im Schnitt rechnen wir aber mit einer guten Nachfrage nach Nabaltec Produkten in den nächsten zwei Jahren.
- Die Nabaltec AG fokussiert sich auf die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Produkten basierend auf Aluminiumhydroxid und Aluminiumoxid. Das Unternehmen mit seinen fast 400 Mitarbeitern konzentriert sich dabei auf zwei Unternehmensbereiche: „Funktionale Füllstoffe“ für die Kunststoff- sowie die Kabelindustrie und „Technische Keramik“, für die Keramik-, Feuerfest- und Poliermittelindustrie.
- Die Marktanteile sollten weiter ausgebaut werden. Hauptgrund ist die im Vergleich zu den Wettbewerbern hohe Produktqualität, was dazu führen sollte, dass die Nabaltec AG vermehrt neue Kunden gewinnen dürfte. In vielen Bereichen ist das Unternehmen schon Marktführer.
- 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 gutes Umsatz- wie auch Gewinnwachstum dienen. Aktuell ist die Nachfrage allerdings noch etwas verhalten.
- Unser fairer Unternehmenswert der Nabaltec AG liegt bei EUR 96,5 Mio., was einem Wert von EUR 12,1 pro Aktie entspricht. Der aktuelle Aktienpreis von EUR 7,0 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"> • Oligopolistisches Wettbewerbsumfeld und hohe Eintrittsbarrieren erleichtern die Konkurrenzsituation und machen Nabaltec zum bevorzugten Anbieter. • Hervorragende Produkteigenschaften und langjährige Erfahrung schaffen ein großes Kundenvertrauen und führen zu Marktanteilsgewinnen. • Neue Produkte sollten in den nächsten Jahren zu einem Wachstumsschub beim Umsatz und gleichzeitig zu einer Erhöhung der operativen Gewinnmarge beitragen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eine hohe Verschuldung führt zu hohen Zinszahlungen, was die Gewinnentwicklung deutlich beeinträchtigt. • Ausgeprägte Rohstoffabhängigkeit und hoher Energiebedarf machen das Ergebnis abhängig von Preisentwicklungen in diesen Bereichen. • Generell ist das Geschäftsmodell noch durch relativ geringe Gewinnmargen gekennzeichnet.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Gesetzliche Rahmenbedingungen (Flamm- und Umweltschutz) zwingen vermehrt zum Einsatz von flammhemmenden Stoffen, was langfristig zu einem überproportional hohen Umsatzwachstum führen sollte. • Fortdauernde Investitionen in Forschung und Entwicklung ermöglichen die Entdeckung neuer innovativer Produkte und Anwendungsmöglichkeiten. • Überproportional starkes Wachstumspotenzial in bislang unterrepräsentierten Regionen wie Asien. 	<ul style="list-style-type: none"> • Das neue Additiv ist noch immer nur teilweise auf dem Markt erprobt und konnte die erhofften Umsatzziele noch nicht erreichen. • Der Produkteinsatz in zyklische Sektoren macht das Unternehmensergebnis volatil und relativ abhängig von der Wirtschaftsentwicklung.

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Am 27. November 2012 wird das Unternehmen die Zahlen für das dritte Quartal 2012 bekannt geben und liefert 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. Diese Firmen erwirtschaften nur einen kleinen Teil ihres Gesamtumsatzes mit vergleichbaren Produkten.

Die DCF Methode ergab einen fairen Unternehmenswert von EUR 96,5 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 12,1 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	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Nettoeinkommen	2.091,00	4.525,00	5.286,43	6.281,10	7.349,10	7.716,55	7.149,16	7.506,61	6.831,02
(+) Abschreibungen und Amortization	7.776,00	8.049,00	8.818,11	9.000,00	10.807,49	11.347,87	11.915,26	12.511,02	13.136,58
(-) Cash flow aus working capital	-	-	(436,95)	1.221,49	771,96	810,56	851,09	893,64	938,33
(-) Investitionsaufwand	(7.493,00)	(15.454,00)	(10.000,00)	(10.000,00)	(10.807,49)	(11.347,87)	(11.915,26)	(12.511,02)	(13.136,58)
(-) Schuldenveränderung	-	-	(8.026,53)	(9.363,30)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)
FCFE	2.374,00	(2.880,00)	(4.358,94)	(2.860,72)	7.121,06	7.527,11	7.000,25	7.400,26	6.769,35
FCFE adjustiert	2.374,00	(2.880,00)	(4.358,94)	(2.860,72)	7.121,06	7.527,11	7.000,25	7.400,26	6.769,35
PV der FCFE	2.374,00	(2.880,00)	(4.248,83)	(2.558,21)	5.842,25	5.665,49	4.833,88	4.688,16	3.934,38
Summe der PV of FCFE - 1. Phase	(964,80)								
Summe der PV of FCFE - 2. Phase	19.121,90								
Langfristige Wachstumsrate	2,5%								
Terminal Value	106.747,38								
PV des Terminal Values	62.042,10								
PV des FCFE	80.199,20								
(+) Liquide Mittel	16.347,00								
96.546,20									

Quelle: VEM Aktienbank

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Wert	% von Total
PV - 1. Phase	(964,80)	-1,0%
PV - 2. Phase	19.121,91	19,8%
PV des Terminal Values	62.042,13	64,3%
Cash	16.347,00	16,9%
Unternehmenswert	96.546,24	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	9,0%
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%
WACC							WACC						
7,5%	102.615	108.531	115.524	123.915	134.171	146.990	7,5%	12,83	13,57	14,44	15,49	16,77	18,37
8,0%	95.586	100.534	106.307	113.130	121.318	131.324	8,0%	11,95	12,57	13,29	14,14	15,16	16,42
8,5%	89.498	93.683	98.512	104.146	110.804	118.793	8,5%	11,19	11,71	12,31	13,02	13,85	14,85
9,0%	84.176	87.749	91.834	96.546	102.044	108.542	9,0%	10,52	10,97	11,48	12,07	12,76	13,57
9,5%	79.483	82.560	86.048	90.035	94.635	100.001	9,5%	9,94	10,32	10,76	11,25	11,83	12,50
10,0%	75.314	77.985	80.989	84.394	88.286	92.776	10,0%	9,41	9,75	10,12	10,55	11,04	11,60
10,5%	71.588	73.921	76.528	79.461	82.785	86.584	10,5%	8,95	9,24	9,57	9,93	10,35	10,82
11,0%	68.237	70.287	72.565	75.110	77.974	81.219	11,0%	8,53	8,79	9,07	9,39	9,75	10,15
11,5%	65.208	67.019	69.021	71.245	73.731	76.527	11,5%	8,15	8,38	8,63	8,91	9,22	9,57
12,0%	62.458	64.065	65.834	67.789	69.961	72.388	12,0%	7,81	8,01	8,23	8,47	8,75	9,05
12,5%	59.949	61.382	62.953	64.680	66.589	68.711	12,5%	7,49	7,67	7,87	8,09	8,32	8,59
13,0%	57.651	58.935	60.336	61.870	63.557	65.422	13,0%	7,21	7,37	7,54	7,73	7,94	8,18

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. Beide Standorte sind in Bayern.

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 aktuell 51% der Anteile.

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

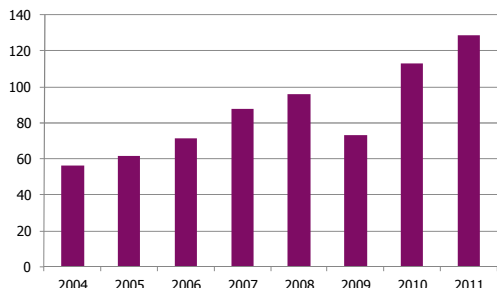
Das Geschäftsmodell und die historische Umsatz-/Gewinnentwicklung

Das Unternehmen konzentriert sich auf zwei Unternehmensbereiche - „Funktionale Füllstoffe“ und „Technische Keramik“.

Mit Ausnahme vom Krisenjahr 2009 konnte die Nabaltec AG in den letzten Jahren die Umsätze kontinuierlich steigern. Im Geschäftsjahr 2011 wurde ein Gesamtjahresumsatz von EUR 129,0 Mio. erzielt. Dies war um 14% höher als der Umsatz im Geschäftsjahr 2010 und gleichzeitig der höchste Umsatz, den die Nabaltec AG jemals erzielte. Auch das Fiskaljahr 2012 startete für die Nabaltec AG vielversprechend (siehe Kapitel „Finanzen“).

Seit 2004 betrug die durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate ca. 11 %.

Umsatzentwicklung in EUR Mio.

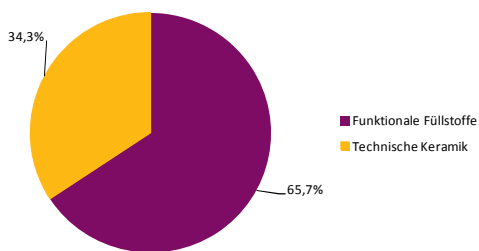


Quelle: Nabaltec AG

Die Umsätze verteilen sich seit Jahren relativ ähnlich auf die beiden Unternehmensbereiche.

Im Geschäftsjahr 2011 entfielen circa zwei Drittel des Gesamtumsatzes auf den Bereich „Funktionale Füllstoffe“ und ein Drittel auf das Segment „Technische Keramik“.

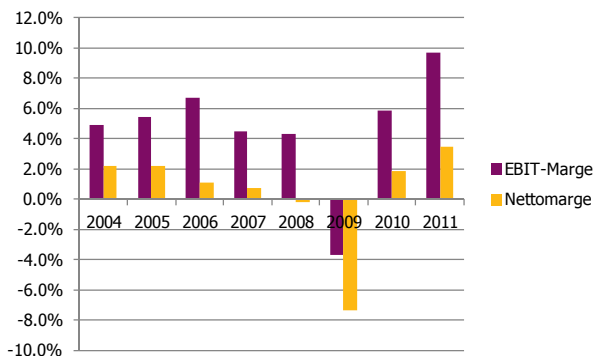
Verteilung nach Geschäftsbereichen (Fiskaljahr 2011)



Quelle: Nabaltec AG

Auch der operative Gewinn konnte in den letzten Jahren kontinuierlich ausgebaut werden und lag 2011 bei EUR 12,5 Mio., was einer EBIT Marge von 9,7% gleich kommt. Die Nettomargen des Unternehmens haben sich zwar auch in den letzten Jahren deutlich verbessert, bleiben aber auf einem relativ niedrigen Niveau. Dennoch lagen sie im Geschäftsjahr 2011 mit 3,5% deutlich höher als im Vorjahr (Nettomarge 2010: +1,9%). Verantwortlich für die niedrigen Nettomargen ist der ausgeprägte Verschuldungsgrad der Nabaltec AG und konsequenterweise die damit verbundenen sehr hohen Zinslasten.

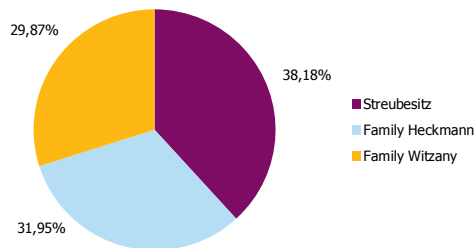
Margenentwicklung der Nabaltec AG



Quelle: Nabaltec AG

Die Nabaltec AG erzielte 2011 68,4% ihres Umsatzes im Ausland. Wichtigster Markt ist dabei wie auch schon seit Jahren Europa gefolgt von den USA (siehe Graphik).

Gesamtumsatz nach Regionen (Fiskaljahr 2011)



Quelle: Nabaltec AG

Funktionale Füllstoffe

„Funktionale Füllstoffe“ sind der größte Geschäftszweig der Nabaltec AG. Im Gesamtjahr 2011 wurde mit dem Segment ein Umsatz von EUR 84,8 Mio. erzielt; 11,7% mehr als im Fiskaljahr 2010.

Die operative Gewinnmarge lag bei sehr erfreulichen 9,1%. Im Geschäftsjahr 2010 betrug diese noch 4,5%.

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 etc.).

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.

Technische Keramik

„Technische Keramik“ ist das zweite und umsatzschwächere Geschäftssegment der Nabaltec AG. Mit dem Produktsegment „Technische Keramik“ erzielte die Nabaltec AG im Geschäftsjahr 2011 einen Umsatz von EUR 44,2 Mio.; ein Umsatzplus von 20,1%. In diesem Zeitraum betrug die operative Gewinnmarge hervorragende 10,8% und konnte gegenüber dem Vorjahr sogar noch ausgebaut werden.

Das Produkt 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.

Management

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.

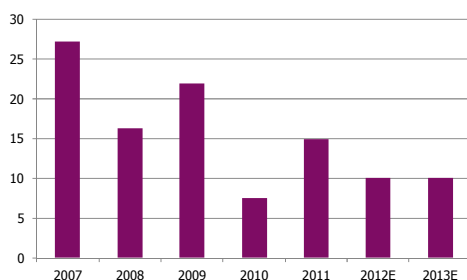
Bereits zum sechsten Mal zählt das Unternehmen zu den „Top 100“ der innovativsten mittelständischen Unternehmen Deutschlands. Auch dies ist ein Erfolg der beiden Vorstände.

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. Wir rechnen in den kommenden Jahren vor allem mit Ersatzinvestitionen. Trotzdem kalkulieren wir auch 2012 und 2013 mit Investitionen im unteren zweistelligen Millionen Bereich.

Jährliche Kapitalausgaben in EUR Mio.

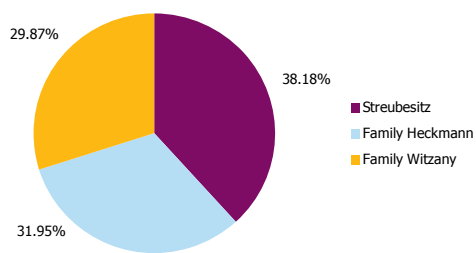


Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Die Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur hat sich in den letzten Jahren 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% der Aktien) und Witzany (29,8% der Aktien) halten den Großteil der Aktien. Circa 38,2% befinden sich im Streubesitz.

Aktionärsstruktur (30.06.2012)



Quelle: Nabaltec AG

Die Wachstums- und Werttreiber

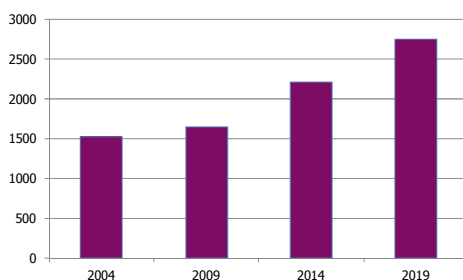
Die Nabaltec AG ist momentan optimal positioniert. Die Auftragsbücher sind gefüllt, die Nachfrage ist weiterhin hoch. Zwar existieren aktuell starke Bedenken über die Stabilität der weltweiten Wirtschaftsentwicklung, wir sehen allerdings keinen Anlass, nicht an die Wert- und Wachstumstreiber des Unternehmens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

Gute Nachfrage nach etablierten Produkten bleibt intakt

Zwar ist das Geschäftsmodell der Nabaltec AG von zyklischer Natur und wir können nicht ausschließen, dass es mittelfristig zu einer deutlichen Abkühlung der deutschen Wirtschaftsentwicklung kommt, dennoch bleiben die generellen Wachstumstreiber und damit verbunden ein Wachstum der Nachfrage der bestehenden Produktpalette 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“ zukünftig im mittleren 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). Die Freedonia Group geht davon aus, dass das Wachstum im Bereich Flammenschutzmittel bis 2019 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 5,2% ansteigt. Basisjahr ist 2009.

Marktvolumen Flammenschutzmittel in tausend Tonnen



Quelle: The Freedonia Group

Auch im Segment „Technische Keramik“ rechnen wir längerfristig mit guten Wachstumsraten. Für „Technische Keramik“ sollte das Marktwachstum jährlich 3% betragen. Bestimmt wird hier das Wachstumspotenzial insbesondere von der Feuerfest- und Stahlindustrie.

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 2011)

Rangfolge	<i>Funktionale Füllstoffe</i>	<i>Technische Keramik Keramische Rohstoffe</i>	<i>Technische Keramik Keramische Massen</i>
1	Nabaltec AG	Almatis	Nabaltec AG
2	Albemarle	ALTEO	Albemarle
3	Chalco	MAL Magyar Aluminium	Eggerding & Co. Group Maalwerk
3	MAL Magyar Aluminium	Nabaltec AG	
5	Huber Engineered Materials	Albemarle	

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 in fortgeschrittenen Verhandlungen. Mit einigen befindet man sich in der finalen Phase des 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 erzielen sollte.

Wachstumsmarkt Ausland

Im Geschäftsjahr 2011 erzielte das Unternehmen bereits einen hohen Umsatzanteil von knapp 70% im nicht deutschsprachigen Raum. Dieser sollte sich in den nächsten Jahren sogar noch erhöhen.

Zwar ist momentan Europas Süden durch eine andauernde Wirtschaftskrise charakterisiert und die Nachfrage nach Nabaltec Produkten hält sich in Grenzen, dennoch rechnen wir auch dort längerfristig mit überproportional hohen Wachstumsraten.

Auch in Asien sollte die Nachfrage in den nächsten Jahren hoch sein. Hier ist der Umsatzanteil der Nabaltec AG immer noch einstellig. Hier wird die Nachfrage nach Nabaltec Produkten zukünftig allerdings vor allem aufgrund von neuen Flamm- und Umweltschutzbedingungen stark wachsen. Kooperationen sollten dabei hilfreich und nützlich sein. So hat die Nabaltec AG zum Beispiel mit der japanischen Sumitomo Chemicals gegen Ende 2011 einen Kooperationsvertrag unterzeichnet. In einem ersten Schritt wird Sumitomo exklusiv mit einer speziellen Feinsthydroxidqualität von Nabaltec beliefert. Das Unternehmen vertreibt dieses Produkt in Ostasien.

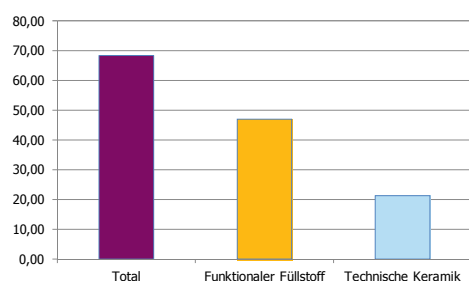
Aber auch die Nashtec LLC. – die US-Tochter der Nabaltec AG – wird weiterhin eine wichtige Rolle spielen, da ein signifikanter Anteil der Produkte aus dem Werk in Texas nach Asien verschifft wird. Wir rechnen vor allem mit einer hohen Nachfrage aus den Wachstumsregionen China und Indien.

Finanzen

1. Halbjahr 2012 – wie erwartet

Das erste Halbjahr 2012 verlief wie von uns erwartet. Der Gesamtumsatz betrug EUR 68,3 Mio. und war somit leicht geringer als im ersten Halbjahr 2011, aber um 16% höher als der Umsatz in H2 2011. Funktionale Füllstoffe waren für 69% des Gesamtumsatzes verantwortlich, Produkte aus dem Bereich Technische Keramik für 31%.

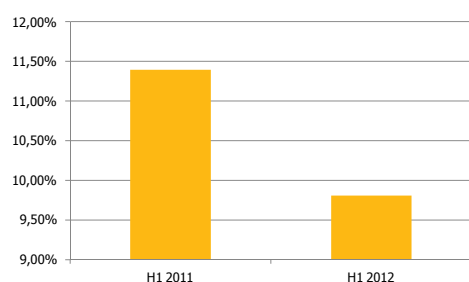
Umsätze H1 2012 in EUR Mio.



Quelle: Nabaltec AG

Mit der Gewinnentwicklung sind wir ebenfalls zufrieden. In der ersten Hälfte 2012 erreichte der operative Gewinn einen Wert von EUR 6,7 Mio., was einer EBIT Marge von 9,8% gleichkommt. Dies ist zwar auch geringer als in H1 2011, wo die EBIT Marge noch 11,4% betrug, aber dennoch zufriedenstellend.

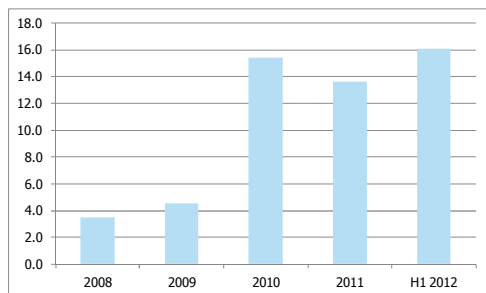
EBIT-Gewinnmargen.



Quelle: Nabaltec AG

Mit der Entwicklung des operativen Cashflows sind wir ebenfalls zufrieden. Dieser betrug Ende Juni 2012 EUR 16,1Mio. und war damit um EUR 4,2 Mio. höher als Ende 2011. Der Barmittelbestand belief sich zum gleichen Zeitpunkt auf sehr komfortable EUR 20,46 Mio..

Operativer Cashflow in EUR Mio.



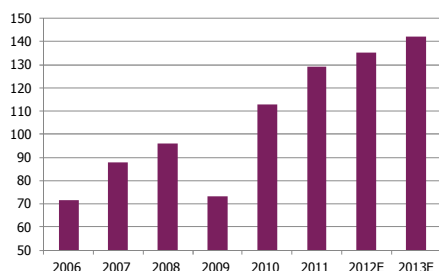
Quelle: Nabaltec AG

Wachstum für 2012 und 2013 erwartet

Wir glauben auch weiterhin an ein Wachstum der Nabaltec AG und rechnen für die Fiskaljahre 2012 und 2013 jeweils mit einer Umsatzsteigerung von 5,0%.

Somit rechnen wir für das Geschäftsjahr 2012 mit einem Umsatz von EUR 135,3 Mio. und für das Fiskaljahr 2013 mit einem Umsatz von EUR 142,0 Mio. Wir gehen davon aus, dass beide Segmente „Funktionale Füllstoffe“ wie auch „Technische Keramik“ zu etwa gleichen Teilen für das Umsatzwachstum verantwortlich sein sollten. Wir rechnen auf dem einheimischen wie auch auf dem internationalen Markt mit Zuwächsen. Böhmit und die neuen Additive dürften erst 2013 einen signifikanteren positiven Umsatzbeitrag leisten.

Umsatzentwicklung in EUR Mio.



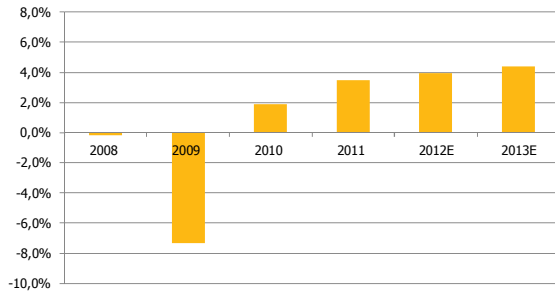
Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Auch auf der Gewinnseite glauben wir, dass die Margen der Nettoergebnisse leicht ausgebaut werden könnten.

Für 2012 rechnen wir mit einer Nettomarge von 3,9% was einem Nettogewinn von EUR 5,3 Mio. entspricht und für 2013 gehen wir von einer Nettogewinnmarge von 4,4% aus. Dies käme einem Nettoergebnis von EUR 6,3 Mio. gleich.

Ein besseres Nettoergebnis ist auf Grund der immer noch sehr hohen Zinsbelastung aktuell immer noch nicht möglich.

Nettomargenentwicklung in %



Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Wir rechnen Ende 2012 mit einer Cashposition von EUR 12 Mio. Die Nabaltec AG wird ihre Verschuldung in den nächsten Jahren deutlich reduzieren. Dies führt zu einer Reduktion der Barmittel einerseits und zu einer geringeren Zinslast andererseits.

Anhang - Finanzberichte

Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR tsd.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatzerlöse	88.109	96.277	73.060	112.701	129.022	135.277	142.041
Wachstum in %	23%	9%	-24%	54%	14%	5%	5%
Sonstiges	3.734	6.303	-679	2.109	5.182	5.000	5.000
Wachstum in %	77%	69%					
Total	91.843	102.580	72.381	114.810	134.204	140.277	147.041
Wachstum in %	25%	12%	-29%	59%	17%	4,5%	5%
Materialaufwand	-50.195	-57.528	-38.061	-60.815	-69.769	-71.967	-75.282
in % des Umsatzes	57,0%	59,8%	52,1%	54,0%	54,1%	53,2%	53,0%
Rohergebnis	41.648	45.052	34.320	53.995	64.435	68.310	71.759
Bruttomarge	45,3%	46,8%	47,0%	47,9%	49,9%	50,5%	50,5%
Personalkosten	-15.648	-17.109	-15.595	-19.017	-20.967	-22.963	-24.111
in % des Umsatzes	17,8%	17,8%	21,3%	16,9%	16,3%	17,0%	17,0%
andere Kosten	-17.649	-18.625	-14.992	-20.654	-22.895	-23.673	-24.857
in % des Umsatzes	20,0%	19,3%	20,5%	18,3%	17,5%	17,5%	17,5%
EBITDA	8.351	9.318	3.733	14.324	20.573	21.673	22.791
EBITDA Marge	9,5%	9,7%	5,1%	12,7%	15,9%	16,0%	16,0%
Abschreibungen	4.375	5.190	6.441	7.776	8.049	8.818	9.000
EBIT	3.976	4.128	-2.708	6.548	12.524	12.855	13.791
EBIT Marge	4,5%	4,3%	-3,7%	5,8%	9,7%	9,5%	9,7%
Finanzergebnis	-2.805	-3.087	-4.323	-5.111	-6.353	-5.806	-5.416
Ergebnis vor Ertragsteuern	1.171	1.041	-7.031	1.437	6.171	7.049	8.375
	1,3%	1,1%	-9,6%	1,3%	4,8%	5,2%	5,9%
Steuern vom Ertrag	512	1.223	-1.666	-654	1.646	1.762	2.094
Steuersatz	44%	117%	0%		27%	25%	25%
Sonstige Steuern							
Konzernjahresergebnis	659	-182	-5.365	2.091	4.525	5.286	6.281
Nettomarge	0,7%	-0,2%	-7,3%	1,9%	3,5%	3,9%	4,4%
davon							
Anteilsigner des Mutterunternehmens	2.364	1.126	-5.047	1.779	3.630	4.286	5.281
Anteile anderer Gesellschafter	-1705	-1308	-318	312	895	1000	1000
Gewinn pro Aktie (nach Minderheiten)	0,30	0,14	-0,63	0,22	0,45	0,54	0,66
Anzahl der Aktien in tsd.	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	2011	2012E	2013E
AKTIVA							
Sachanlagen	82.520	96.928	108.469	109.033	116.399	117.581	118.581
Immaterielle Vermögenswerte	265	364	233	216	232	232	232
Latente Steuern				1.310	910	910	910
Anlagevermögen	82.785	97.292	108.702	110.559	117.541	118.723	119.723
Vorräte	17.849	28.408	19.213	21.415	26.320	25.435	25.781
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände							
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.783	1.303	499	1.612	2.249	6.115	6.616
Sonstige Vermögensgegenstände	4.703	3.216	2.900	13.455	2.948	2.653	2.388
Liquide Mittel	1.676	1.942	497	18.957	16.347	11.988	9.127
Rechnungsabgrenzungsposten	7.062						
Umlaufvermögen	34.073	34.869	23.109	55.439	47.864	46.192	43.912
TOTAL	116.858	132.161	131.811	165.998	165.405	164.914	163.635
P A S S I V A							
Eigenkapital	47.329	45.051	40.043	42.137	46.934	52.220	58.502
Gezeichnetes Kapital	8.000	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	29.764
Gewinnrücklage	9.707	9.707	9.707	9.711	9.711	9.711	9.711
Ergebnisvortrag	- 170	1.394	2.520	- 2.572	- 793	3.493	8.775
Konzernergebnis (nach St.), sonst. erfolgsneutrale EK Veränderu.	1.878	192	- 5.945	1.203	3.336	3.336	3.336
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter	- 1.850	- 4.006	- 4.003	- 3.969	- 3.084	- 2.084	- 1.084
Rückstellungen							
Sonstige Rückstellungen	1.528	930	868	354	372	372	372
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	9.606	9.643	11.078	13.053	13.688	15.057	16.562
Verbindlichkeiten							
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	20.374	27.377	47.197	39.609	34.979	25.884	16.048
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.401	9.497	6.066	11.244	10.037	11.830	12.788
Genussrechtskapital und Finanzierungsleasing	7.240	6.171	4.927	4.951	4.976	5.026	0
Kurzfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	6.790	10.236	4.737	8.332	8.146	9.164	14.663
Sonstige Verbindlichkeiten	7.729	17.612	4.426	28.694	29.467	29.467	29.467
andere kurzfristige Verbindlichkeiten	1.037	1.093	10.393	14.908	13.036	12.123	11.275
Verbindlichkeiten aus Steuern	3.824	4.551	2.076	2.716	3.770	3.770	3.959
TOTAL	116.858	132.161	131.811	165.998	165.405	164.914	163.635

Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Kapitalflussrechnung

(in EUR tsd.)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
Konzernergebnis					5.286	6.281
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen					8.818	9.000
Veränderung der Rückstellungen					1.369	1.506
Sondereffekt aus Umstellung Factoring und anderes						
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva					-2.686	-581
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva					881	297
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		4.565	15.402	13.595	13.668	16.503
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen		-20.336	-7.493	-15.454	-10.000	-10.000
Cashflow aus der Investitionstätigkeit		-20.336	-7.493	-15.454	-10.000	-10.000
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)						
Veränderung der Bankverbindlichkeiten und anderes					-8.027	-9.363
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit		14.372	10.551	-751	-8.027	-9.363
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel		-1.399	18.460	-2.610	-4.359	-2.861
Liquide Mittel am Anfang der Periode		1.942	497	18.957	16.347	11.988
Liquide Mittel am Ende der Periode		1.942	497	18.957	16.347	11.988

Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Anhang – 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:

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 9,50	Kaufen	EUR 15,00
09.09.2011	EUR 8,20	Kaufen	EUR 15,00
29.11.2011	EUR 6,45	Kaufen	EUR 13,00
02.03.2012	EUR 8,50	Kaufen	EUR 13,00
30.04.2012	EUR 7,30	Kaufen	EUR 13,00

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.

Gesellschaft Nabaltec AG

3 - 5 - 9 - 10 - 11 -12

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"), Marie-Curie 24-28, 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 einsehbar.

Zusätzliche wichtige Informationen:

Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 17.09.2012

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.